

ÜBERTRAGUNGSBERICHT

Bericht der
BPG Holdings Bermuda Limited
als Hauptaktionärin der
alstria office REIT-AG

über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der
alstria office REIT-AG auf die BPG Holdings Bermuda Limited

sowie über die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung
gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 des Aktiengesetzes

18. Dezember 2024

INHALTSVERZEICHNIS

A	Überblick	7
B	alstria office REIT-AG und die alstria-Gruppe.....	9
I.	Unternehmensgeschichte der alstria office REIT-AG	9
1.	Historie.....	9
2.	Erwerb der Mehrheitsbeteiligung an alstria office REIT-AG durch Alexandrite Lake Lux Holdings S.à r.l.....	10
II.	Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand der Gesellschaft	11
III.	Organe und Vertretung	12
1.	Vorstand.....	12
2.	Aufsichtsrat	12
IV.	Grundkapital, Aktien, Aktionärsstruktur der Gesellschaft und Börsenhandel.....	13
1.	Grundkapital	13
2.	Genehmigtes Kapital.....	13
3.	Bedingtes Kapital.....	13
4.	Aktionärsstruktur der Gesellschaft	13
V.	Struktur und Geschäftstätigkeit der alstria-Gruppe	14
1.	Rechtliche Struktur und wesentliche Beteiligungen	14
2.	Geschäftstätigkeit der alstria-Gruppe	14
VI.	Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation der alstria-Gruppe	14
1.	Finanzkennzahlen für die Geschäftsjahre 2023, 2022 und 2021	15
2.	Geschäftliche Entwicklung und Ertragslage der alstria-Gruppe im Geschäftsjahr 2022 und 2023	15
VII.	Mitarbeiter und Mitbestimmung der alstria-Gruppe.....	16
C	Die BPG Holdings als Hauptaktionärin.....	16
I.	Rechtsform, Sitz, Unternehmensgegenstand und Geschäftsjahr	16
II.	Gesellschaftsorgane der BPG Holdings und Vertretung	17

III.	Gesellschaftsstruktur der BPG Holdings	17
1.	Muttergesellschaft.....	17
2.	Tochtergesellschaften (BSREP III-Strang).....	17
3.	Tochtergesellschaften (BSREP IV-Strang).....	18
IV.	Hintergrundinformationen zu Brookfield	21
D	Hintergründe des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre	21
I.	Kosteneinsparungen.....	21
II.	Erhöhte Flexibilität	22
III.	Erhöhte Transaktionssicherheit.....	22
IV.	Keine alternativen Strukturmaßnahmen	22
E	Voraussetzungen für die Übertragung der alstria-Aktien der Minderheitsaktionäre	22
I.	Überblick über die gesetzlichen Regelungen.....	22
II.	Beteiligung der BPG Holdings am Grundkapital der Gesellschaft	24
III.	Verlangen der BPG Holdings auf Übertragung der alstria-Aktien der Minderheitsaktionäre	25
IV.	Festlegung der Barabfindung.....	25
V.	Gewährleistungserklärung des Kreditinstituts gemäß § 327b Abs. 3 AktG.....	26
VI.	Übertragungsbericht der Hauptaktionärin.....	26
VII.	Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung, § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG	27
VIII.	Zugänglichmachung der Unterlagen für die Hauptversammlung.....	27
IX.	Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung.....	28
X.	Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister	28
F	Folgen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre	29
I.	Übergang der alstria-Aktien auf die Hauptaktionärin.....	29
II.	Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung.....	29

III.	Banktechnische Abwicklung der Zahlung der Barabfindung	30
IV.	Steuerliche Auswirkungen für die Minderheitsaktionäre in Deutschland	31
1.	Vorbemerkungen.....	31
2.	Besteuerung von Abfindungsleistungen bei den Minderheitsaktionären	32
3.	Aktien im Privatvermögen.....	33
a)	Beteiligung von weniger als 1 %	33
b)	Beteiligung von mindestens 1 % innerhalb der vorangegangenen fünf Jahre	34
4.	Aktien im Betriebsvermögen	34
a)	Aktionär unterliegt der Körperschaftsteuer	34
b)	Aktionär ist eine natürliche Person	34
c)	Aktionär ist eine Personengesellschaft	35
5.	Kapitalertragsteuer auf Abfindungszahlungen	35
6.	Sonderregeln für bestimmte Unternehmen des Finanz- und Versicherungssektors	36
G	Erläuterung und Begründung der angemessenen Barabfindung	36
I.	Höhe der angemessenen Barabfindung.....	37
1.	Überblick zur Ermittlung der Barabfindung.....	37
1.	Analyse der Liquidität der alstria-Aktien	40
2.	Ertragswert nach IDW S1	41
3.	Andere Bewertungsmethoden.....	43
a)	Multiplikatorenbewertung.....	43
b)	NAV Methode.....	44
H	Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung.....	47

ANLAGENVERZEICHNIS

- | | |
|-----------------|--|
| Anlage 1 | Gutachtliche Stellungnahme der ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH |
| Anlage 2 | Übertragungsverlangen (Schreiben der BPG Holdings Bermuda Limited vom 18. September 2024 und vom 13. Dezember 2024 an den Vorstand der Gesellschaft) |
| Anlage 3 | Gewährleistungserklärung der Landesbank Baden-Württemberg vom 13. Dezember 2024 gemäß § 327b Abs. 3 AktG |
| Anlage 4 | Depotbestätigungen der HSBC vom 12. Dezember 2024 |
| Anlage 5 | Aufstellung des Anteilsbesitzes der alstria office REIT-AG |
| Anlage 6 | Übersicht der mit der BPG Holdings Bermuda Limited verbundenen Unternehmen |

DEFINITIONSVERZEICHNIS

3		I	
3M-VWAP.....	37	IDW S 1.....	38
		IVA.....	8
A		L	
AktG.....	7	Lake Lux Holdings I.....	20
Alexandrite.....	10	Lake Lux Holdings II.....	20
Alexandrite BidCo.....	19	Lake Lux Holdings III.....	20
Alexandrite Lake GP.....	19	Lake Lux Holdings IV.....	20
Alexandrite Lake Lux.....	19	Lake Lux Holdings IX.....	21
Alexandrite Lux Holdings.....	19	Lake Lux Holdings V.....	20
Alexandrite LuxCo I.....	18	Lake Lux Holdings VI.....	20
Alexandrite LuxCo II.....	18	Lake Lux Holdings VII.....	20
Alexandrite Master.....	18	Lake Lux Holdings VIII.....	21
Alexandrite Mezz Borrower.....	19	Lapis.....	10
Alexandrite Pledge Borrower.....	19	Lapis II.....	10
alstria-Aktien.....	7	LBBW.....	8
alstria-Gruppe.....	7		
B		M	
Bedingtes Kapital 2024.....	13	Minderheitsaktionäre.....	7
Bewertungsstichtag.....	37		
BPG Holdings.....	7, 17	N	
Brookfield.....	17	NAV.....	38
Brookfield-Gruppe.....	7		
BSREP III.....	17	R	
BSREP III GP L.P.....	17	RCS.....	10
BSREP III Pooling.....	17		
BSREP IV.....	18	S	
BSREP IV GP L.P.....	18	Satzung.....	11
BSREP IV Pooling.....	18	Savoy Luxembourg.....	17
		Squeeze-out.....	7
C			
Clearstream.....	29	U	
		Übernahmeangebot.....	10
G			
Genehmigtes Kapital 2024.....	13	V	
Gesellschaft.....	7	ValueTrust.....	8
		ValueTrust Gutachten.....	8
H			
Hauptaktionärin.....	7		

Übertragungsbericht

A Überblick

Gemäß § 327a Aktiengesetz ("**AktG**") kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien in Höhe von 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre ("**Minderheitsaktionäre**") auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen (Ausschluss von Minderheitsaktionären oder aktienrechtlicher Squeeze-out).

Die 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 ("**BPG Holdings**" oder "**Hauptaktionärin**"), ist mittelbar über mit der BPG Holdings verbundene Unternehmen ("**Brookfield-Gruppe**") mit insgesamt 170.291.615 nennwertlosen Inhaberaktien an der alstria office REIT-AG, einer nach deutschem Recht gegründeten Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 99204 ("**Gesellschaft**", zusammen mit ihren direkten und indirekten Tochtergesellschaften, die "**alstria-Gruppe**"), beteiligt. Die Beteiligung der BPG Holdings kann anhand der als **Anlage 6** beigefügten Übersicht über die Beteiligungsstruktur und der in **Anlage 4** beigefügten Nachweise über die jeweiligen unmittelbaren und mittelbaren Beteiligungen, die nach §§ 327a Abs. 2, 16 Abs. 4 AktG der BPG Holdings zugerechnet werden, nachvollzogen werden. Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts hat die BPG Holdings selbst 10 alstria-Aktien gekauft, deren (unmittelbarer) Erwerb zeitnah vollzogen wird.

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 178.561.572,00 und ist in 178.561.572 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem jeweiligen rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von EUR 1,00 je Aktie eingeteilt ("**alstria-Aktien**"). Die Gesellschaft hält derzeit keine eigenen Aktien. Die mittelbare Beteiligung der BPG Holdings entspricht daher zum heutigen Tag 95,37 % des Grundkapitals der Gesellschaft. Die BPG Holdings ist damit Hauptaktionärin der Gesellschaft im Sinne des § 327a Abs. 1 AktG.

In dieser Eigenschaft hat sich die BPG Holdings dazu entschlossen, von der rechtlichen Möglichkeit zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG ("**Squeeze-out**") Gebrauch zu machen.

Mit Schreiben vom 18. September 2024 hat die BPG Holdings das (erste) Verlangen im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der Gesellschaft gerichtet, eine Hauptversammlung der Gesellschaft einzuberufen und diese Hauptversammlung

über die Übertragung der alstria-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die BPG Holdings gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Die Gesellschaft hat den Erhalt dieses Verlangens mit einer Ad-hoc-Mitteilung vom 18. September 2024 bekannt gemacht.

Nach Festlegung der Höhe der Barabfindung auf Grundlage der von der ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, Theresienstraße 1, 80333 München ("**ValueTrust**"), erstellten gutachtlichen Stellungnahme zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der alstria-Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG hat die BPG Holdings ein (zweites) konkretisiertes Verlangen im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG mit Schreiben vom 13. Dezember 2024 unter Angabe der von ihr festgelegten Barabfindung in Höhe von EUR 5,11 je Aktie an die Gesellschaft übermittelt. Die gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 1** ("**ValueTrust Gutachten**"), die Kopien der Übertragungsverlangen sind diesem Übertragungsbericht als **Anlage 2** beigelegt.

Die Gesellschaft hat das konkretisierte Verlangen der BPG Holdings sowie die Höhe der festgelegten Barabfindung mit einer ad-hoc Mitteilung am selben Tag bekannt gemacht.

Auf einer voraussichtlich auf den 11. Februar 2025 noch einzuberufenden außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft soll der Beschluss zur Übertragung der alstria-Aktien der Minderheitsaktionäre gefasst werden. Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft wird mit Eintragung dieses Beschlusses in das Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg wirksam. Die Minderheitsaktionäre erhalten eine angemessene Barabfindung, die von der BPG Holdings unter anderem auf Grundlage des ValueTrust Gutachtens festgelegt wurde. Die BPG Holdings macht sich das ValueTrust Gutachten, das integraler Bestandteil dieses Übertragungsberichts ist, in vollem Umfang zu eigen.

Das Landgericht Hamburg hat auf Antrag der BPG Holdings vom 1. Oktober 2024 mit Beschluss vom 8. Oktober 2024 (Az.: 412 HKO 105/24) die IVA VALUATION & ADVISORY AG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ("**IVA**") als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt. IVA prüft die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG und wird hierüber einen gesonderten schriftlichen Prüfungsbericht erstatten.

Die BPG Holdings hat eine Erklärung der Landesbank Baden-Württemberg ("**LBBW**") im Sinne des § 327b Abs. 3 AktG vom 13. Dezember 2024 erhalten, mit der die LBBW die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der BPG Holdings als Hauptaktionärin der Gesellschaft übernommen hat, den

Minderheitsaktionären der Gesellschaft nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung zu zahlen. Diese Gewährleistungserklärung ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 3** beigefügt. In Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorschriften wurde diese Gewährleistungserklärung dem Vorstand der Gesellschaft am 13. Dezember 2024 und damit vor der Einberufung der außerordentlichen Hauptversammlung, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschließen soll, übermittelt.

Die BPG Holdings erstattet den vorliegenden schriftlichen Bericht i.S.v. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG, in dem die Minderheitsaktionäre über die Voraussetzungen für die Übertragung ihrer alstria-Aktien informiert werden, und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet wird.

B alstria office REIT-AG und die alstria-Gruppe

I. Unternehmensgeschichte der alstria office REIT-AG

1. Historie

Die Gesellschaft ist eine deutsche Aktiengesellschaft in der Rechtsform eines Real Estate Investment Trust (REIT), die in Büroimmobilien in den großen deutschen Wirtschaftszentren investiert.

Die alstria-Gruppe kauft, besitzt und verwaltet deutsche Büro- und Gewerbeimmobilien. Der Konzern, mit Sitz in Hamburg, wurde 2006 gegründet und im Oktober 2007 als erstes deutsches Unternehmen in eine REIT-AG nach deutschem Recht umgewandelt.

In 2015 übernahm die Gesellschaft den Wettbewerber DO Deutsche Office AG über einen Aktientausch zu 94,6 %.

90,6 % wurden im Rahmen eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots (in Form eines Tauschangebots) erworben. Weitere 4,0 % wurden durch die Ausübung einer Call-Option erworben. Nach dem Rechtsformwechsel der DO Deutsche Office AG und dem Verkauf von Aktien hält die Gesellschaft heute noch ca. 89 % an der alstria office Prime Portfolio GmbH & Co. KG. Zum 24. September 2018 wurde die Gesellschaft in den MDAX aufgenommen.

Nach der Übernahme der Gesellschaft aufgrund des Übernahmeangebots der Alexandrite Lake Lux Holdings S.à r.l., Luxemburg, einer nach luxemburgischen Recht gegründeten Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*société à responsabilité limitée*) mit Geschäftsanschrift 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, eingetragen im Handels- und

Unternehmensregister des Großherzogtums Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés*, "RCS") unter Registrierungsnummer B258124 (im Folgenden "**Alexandrite**"), vom 13. Dezember 2021, sank der Anteil frei handelbarer alstria-Aktien unter zehn Prozent, sodass das Unternehmen im Februar 2022 aus dem MDAX fiel.

Mit Wirkung ab dem 1. Januar 2025 entfällt der REIT-Status der Gesellschaft. Im Hinblick auf den Squeeze-out wird die Gesellschaft nicht mehr die Anforderungen des Gesetzes über deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen (REIT-Gesetz, REITG) erfüllen und erwartet daher, ihren Status als REIT-Aktiengesellschaft zu verlieren. Der Squeeze-out schließt jede alternative Möglichkeit aus, den für eine REIT-Aktiengesellschaft erforderlichen Streubesitzanteil von mindestens 15 % wiederherzustellen (vgl. §§ 11 Abs. 1, 18 Abs. 3 REITG).

2. Erwerb der Mehrheitsbeteiligung an alstria office REIT-AG durch Alexandrite Lake Lux Holdings S.à r.l.

Am 13. Dezember 2021 veröffentlichte Alexandrite ein öffentliches Übernahmeangebot an alle Aktionäre der Gesellschaft zum Erwerb aller alstria-Aktien („**Übernahmeangebot**"), das im Jahr 2022 erfolgreich abgeschlossen wurde.

Bis zur Veröffentlichung des Übernahmeangebots am 13. Dezember 2021 hielt die Alexandrite unmittelbar 54.951.676 alstria-Aktien, (d.h. rund 30,87 % des Grundkapitals und der Stimmrechte an der Zielgesellschaft). Bezüglich weiterer 783.981 alstria-Aktien (d.h. rund 0,44 % des Grundkapitals und der Stimmrechte an der Zielgesellschaft) wurden börsliche Käufe abgeschlossen, die am 13. Dezember 2021 vollzogen wurden. Bis zur Veröffentlichung des Übernahmeangebots am 13. Dezember 2021 hielt die Alexandrite mittelbar 18.213.868 alstria-Aktien (d.h. rund 10,23 % des Grundkapitals und der Stimmrechte an der Zielgesellschaft) über die Lapis Luxembourg Holdings S.à r.l., eine nach luxemburgischen Recht gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, geschäftsansässig 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, eingetragen im RCS unter Registrierungsnummer B248139 ("**Lapis**") und 3.090.823 alstria-Aktien, (d.h. rund 1,74 % des Grundkapitals und der Stimmrechte an der Zielgesellschaft) über die Lapis Luxembourg Holdings II S.à r.l., eine nach luxemburgischen Recht gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, geschäftsansässig in 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, eingetragen im RCS unter Registrierungsnummer B259238 ("**Lapis II**").

Darüber hinaus hat die Brookfield-Gruppe außerdem seit Veröffentlichung des Übernahmeangebotes weitere 93.251.277 alstria-Aktien erworben. Diese Erwerbe führten zu der heutigen Beteiligung in Höhe von 95,37 % des derzeitigen Grundkapitals der Gesellschaft (siehe auch die in **Anlage 4** beigefügten Nachweise über die jeweiligen unmittelbaren und mittelbaren Beteiligungen, die nach §§ 327a Abs. 2, 16 Abs. 4 AktG der BPG Holdings zugerechnet werden).

II. Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand der Gesellschaft

Die Gesellschaft ist eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht mit Sitz in Hamburg, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 99204, mit Geschäftsanschrift Steinstraße 7, 20095 Hamburg.

Die Satzung der Gesellschaft existiert in der Fassung vom 12. Juli 2024 ("**Satzung**").

Das Geschäftsjahr entspricht gemäß § 3 Abs. 1 der Satzung dem Kalenderjahr.

§ 2 der Satzung definiert den Unternehmensgegenstand der Gesellschaft wie folgt:

(1) Gegenstand des Unternehmens ist

1. Eigentum oder dingliche Nutzungsrechte an

- 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.*

(2) *Die Gesellschaft kann alle Geschäfte und Maßnahmen vornehmen, die geeignet erscheinen, den Gegenstand des Unternehmens zu fördern.*

III. Organe und Vertretung

1. Vorstand

Der Vorstand der Gesellschaft besteht gemäß § 7 Abs. 1 der Satzung aus einer oder mehreren Personen. Gemäß § 7 Abs. 2 Satz 1 der Satzung bestimmt der Aufsichtsrat die Anzahl der Vorstandsmitglieder.

Gegenwärtig besteht der Vorstand aus einem Mitglied:

- Olivier Elamine, als Vorstandsvorsitzender (CEO)

Die Gesellschaft wird nach § 8 Abs. 1 Satz 1 der Satzung durch zwei Vorstandsmitglieder gemeinschaftlich oder durch ein Vorstandsmitglied gemeinsam mit einem Prokuristen vertreten. Ist nur ein Vorstandsmitglied bestellt, so vertritt dieses die Gesellschaft nach § 8 Abs. 1 Satz 2 allein. Der Aufsichtsrat kann nach § 8 Abs. 2 Satz 1 der Satzung die Vertretung abweichend regeln und insbesondere Mitgliedern des Vorstandes Einzelvertretungsbefugnis erteilen.

2. Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat der Gesellschaft besteht gemäß § 9 Abs. 1 der Satzung aus vier Mitgliedern.

Dem Aufsichtsrat gehören an:

- Brad Hyler, als Vorsitzender des Aufsichtsrats;
- Jan Sucharda, als stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender;
- Richard Powers; und
- Becky Worthington.

IV. Grundkapital, Aktien, Aktionärsstruktur der Gesellschaft und Börsenhandel

1. Grundkapital

Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 178.561.572,00 und ist in 178.561.572 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem jeweiligen rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von EUR 1,00 je Aktie eingeteilt. Es gibt keine unterschiedlichen Aktiengattungen. Jede Aktie berechtigt zu einer Stimme.

2. Genehmigtes Kapital

Der Vorstand der Gesellschaft ist gemäß § 5 Abs. 3 der Satzung ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats, das Grundkapital der Gesellschaft bis zum 5. Juni 2029 einmalig oder mehrmals durch Ausgabe neuer auf den Inhaber lautende Stückaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen um bis zu EUR 89.280.786,00 zu erhöhen ("**Genehmigtes Kapital 2024**"). Den Aktionären der Gesellschaft steht grundsätzlich ein Bezugsrecht auf die neuen Aktien zu, soweit nicht der Vorstand der Gesellschaft das Bezugsrecht in den in § 5 Abs. 3 der Satzung aufgeführten Fällen ausschließt.

3. Bedingtes Kapital

Am 6. Juni 2024 hat die Hauptversammlung eine bedingte Erhöhung des Grundkapitals der Gesellschaft um bis zu EUR 89.280.786,00 durch Ausgabe von bis zu 89.280.786 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien beschlossen ("**Bedingtes Kapital 2024**"). Das Bedingte Kapital 2024 darf ausschließlich für die Gewährung von Aktien an die Inhaber von Wandel- oder Optionsanleihen, Genussrechten oder Gewinnschuldverschreibungen (oder Kombinationen dieser Instrumente) verwendet werden, die von der Gesellschaft oder einem Unternehmen der alstria-Gruppe bis zum 5. Juni 2029 gemäß der Ermächtigung der Hauptversammlung vom 6. Juni 2024 begeben werden. Im Rahmen des Bedingten Kapitals 2024 wurden keine neuen Aktien ausgegeben. Ferner wurden keine Wandel- und/oder Optionsschuldverschreibungen unter der vorgenannten Ermächtigung ausgegeben. Umtausch- und/oder Bezugsrechte auf alstria-Aktien unter dem Bedingten Kapital 2024 bestehen nicht.

4. Aktionärsstruktur der Gesellschaft

Die BPG Holdings hält zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts mittelbar 170.291.615 alstria-Aktien bzw. 95,37 % des Grundkapitals an der Gesellschaft. Die Beteiligung der BPG Holdings kann anhand der als **Anlage 6** beigefügten Übersicht über die Beteiligungsstruktur und der

in **Anlage 4** beigefügten Nachweise über die jeweiligen unmittelbaren und mittelbaren Beteiligungen, die nach §§ 327a Abs. 2, 16 Abs. 4 AktG der BPG Holdings zugerechnet werden, nachvollzogen werden. Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts hat die BPG Holdings selbst 10 alstria-Aktien gekauft, deren (unmittelbarer) Erwerb zeitnah vollzogen wird. Die übrigen alstria-Aktien befinden sich im Streubesitz. Die Gesellschaft hält zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts keine eigenen Aktien.

V. Struktur und Geschäftstätigkeit der alstria-Gruppe

1. Rechtliche Struktur und wesentliche Beteiligungen

Die Gesellschaft ist die Konzernobergesellschaft der alstria-Gruppe. Der alstria-Gruppe gehören zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts weltweit 36 verbundene Unternehmen an.

Eine Aufstellung des Anteilsbesitzes der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 5** beigefügt.

2. Geschäftstätigkeit der alstria-Gruppe

Die alstria-Gruppe investiert in Büroimmobilien in den großen deutschen Wirtschaftszentren. Das Immobilienportfolio umfasste zum 31. Dezember 2023 insgesamt 106 Gebäude mit einer vermietbaren Fläche von 1,4 Mio. m² und einem Gesamtwert von EUR 4,0 Mrd. Die Objekte liegen überwiegend in den großen deutschen Büromärkten Hamburg, Düsseldorf, Frankfurt, Stuttgart und Berlin, die die Gesellschaft als ihre Kernmärkte definiert und in denen die Gesellschaft durch lokale und operativ tätige Büros vertreten ist. Als voll integriertes und langfristig orientiertes Unternehmen bewirtschaftet die Gesellschaft die Gebäude aktiv über den gesamten Lebenszyklus.

VI. Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation der alstria-Gruppe

Nachfolgend wird ein Überblick über die wichtigsten Eckdaten zur Geschäftsentwicklung und Ertragslage des alstria-Konzerns gemäß den geprüften Konzernabschlüssen für die Geschäftsjahre zum 31. Dezember 2023, 31. Dezember 2022 und 31. Dezember 2021 gegeben. Weitere Informationen hierzu finden sich in dem ValueTrust Gutachten, auf das verwiesen wird.¹

¹ Die Finanzinformationen stammen aus den konsolidierten Finanzberichten. Die konsolidierten Finanzberichte wurden gemäß IFRS und den zusätzlichen Anforderungen von Abschnitt 315a (1) des deutschen

1. Finanzkennzahlen für die Geschäftsjahre 2023, 2022 und 2021

Finanzkennzahlen in TEUR	2023	2022	2021
Konzerngewinn/-verlust	-653.374	-74.614	209.678
Umsatzerlöse	192.026	182.819	183.670
Funds from operations (FFO) nach Abzug der Minderheitsgesellschafter	87.972	106.562	116.455
Netto-Betriebsergebnis	-605.514	-36.168	-236.545

Vermögens-/Kapitalstruktur in TEUR	2023	2022	2021
Bilanzsumme	4.237.518	5.163.774	5.234.372
Langfristige Vermögenswerte	4.095.220	4.757.358	4.839.119
Kurzfristige Vermögenswerte	142.298	406.416	395.253
Eigenkapital	1.617.547	2.571.400	3.367.983
Eigenkapitalquote in Prozent	38,2 %	49,8 %	64,3 %
Langfristige finanziellen Schulden	2.300.780	2.162.414	1.784.357
Kurzfristige finanzielle Schulden	319.191	429.960	82.932

Mitarbeiter/-innen	2023	2022	2021
Anzahl (Stichtagsbezogen)	181	178	163
Anzahl (Jahresdurchschnitt)	175	173	162

2. Geschäftliche Entwicklung und Ertragslage der alstria-Gruppe im Geschäftsjahr 2022 und 2023

2022:

Obwohl die Folgen des russischen Angriffskrieges auf die Ukraine erhebliche Auswirkungen auf die deutsche Wirtschaft hatten, entwickelte sich die Ertragslage des Unternehmens im Geschäftsjahr 2022 planmäßig. Umsatz

Handelsgesetzbuches sowie den ergänzenden Bestimmungen des deutschen Handelsrechts erstellt. Soweit nicht anders angegeben, sind die genannten Werte kaufmännisch gerundet.

und Ergebnis spiegeln die hohe Qualität des Immobilienportfolios und die effiziente Unternehmensstruktur wider. Die Finanz- und Vermögenslage wurde durch eine leichte Abwertung des Immobilienportfolios belastet, die insbesondere das Umfeld gestiegener Zinsen und den daraus resultierenden Druck auf die Preise für Gewerbeimmobilien widerspiegelt.

Die Liquiditätslage erwies sich im Verlauf des Geschäftsjahres 2022 jederzeit als zufriedenstellend.

2023:

Trotz der schwachen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, der anhaltenden Inflation und eines deutlichen Zinsanstiegs hat sich die Ertragslage des Unternehmens im Geschäftsjahr 2023 über Plan entwickelt. Umsatz und Ergebnis spiegeln die hohe Qualität des Immobilienportfolios und die effiziente Unternehmensstruktur wider. Die Finanz- und Vermögenslage wurde durch eine marktbedingte Abwertung des Immobilienportfolios belastet. Die Finanz- und Vermögenslage wurde durch eine marktbedingte Abwertung des Immobilienportfolios belastet, die insbesondere das Umfeld steigender Zinsen und den daraus resultierenden Druck auf die Preise für Gewerbeimmobilien widerspiegelt. Die Liquiditätslage war im Geschäftsjahr 2023 zu jeder Zeit ausreichend.

VII. Mitarbeiter und Mitbestimmung der alstria-Gruppe

Die alstria-Gruppe beschäftigte zum Bilanzstichtag 31. Dezember 2023 weltweit 181 Mitarbeitende (Vorjahr: 178), die alle in Deutschland beschäftigt waren. Im zwölfmonatigen Durchschnitt waren im Geschäftsjahr 2023 weltweit 175 Mitarbeiter (Vorjahr: 173) beschäftigt.

Bei der Gesellschaft existiert weder unternehmerische noch betriebliche Mitbestimmung. Die Gesellschaft ist nicht an Tarifverträge gebunden. Ein Betriebsrat wurde nicht errichtet.

C Die BPG Holdings als Hauptaktionärin

I. Rechtsform, Sitz, Unternehmensgegenstand und Geschäftsjahr

Die BPG Holdings wurde am 5. Dezember 2013 im *Bermuda Registrar of Companies* unter der Registernummer 48464 eingetragen. Die Haupttätigkeit der BPG Holdings besteht in der Investition in Immobilienvermögen.

Das Stammkapital der BPG Holdings beträgt EUR 1.575.000.000,00.

Das Geschäftsjahr der BPG Holdings entspricht dem Kalenderjahr.

II. Gesellschaftsorgane der BPG Holdings und Vertretung

Die BPG Holdings hat gegenwärtig drei Direktoren:

- James A. Bodi, als alternativer Direktor zu Gregory EA Morrison;
- Gregory N. McConnie; und
- Gregory Ea Morrison, als alternativer Direktor zu James A. Bodi.

III. Gesellschaftsstruktur der BPG Holdings

Eine Übersicht der mit BPG Holdings verbundenen Unternehmen (**Brookfield-Gruppe**) ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 5** beigefügt:

1. Muttergesellschaft

Muttergesellschaft der BPG Holdings ist mittelbar und letztendlich die Brookfield Corporation, eine nach kanadischen Recht gegründete Aktiengesellschaft, sog. *Ontario Business Corporation* mit Sitz in Ontario, Kanada, eingetragen im *Ontario Business Registry* unter der Registernummer 1644037 ("**Brookfield**").

2. Tochtergesellschaften (BSREP III-Strang)

Die Hauptaktionärin ist die alleinige Gesellschafterin der BSREP III Bermuda GP of GP Limited, eine sog. *exempted limited company* nach dem Recht von Bermuda mit Sitz in Hamilton, Bermuda, und eingetragen im *Bermuda Registrar of Companies* unter der Registernummer 53100 ("**BSREP III**"),

BSREP III ist alleinige Komplementärin (*General Partner*) der BSREP III Bermuda GP L.P, eine sog. *exempted limited partnership* nach dem Recht von Bermuda mit Sitz in Hamilton, Bermuda, und eingetragen im *Bermuda Registrar of Companies* unter der Registernummer 53111 ("**BSREP III GP L.P**").

BSREP III GP L.P ist alleinige Komplementärin (*General Partner*) der BSREP III Fornax Pooling L.P, eine sog. *exempted limited partnership* nach dem Recht von Bermuda mit Sitz in Hamilton, Bermuda, und eingetragen im *Bermuda Registrar of Companies* unter der Registernummer 55198 ("**BSREP III Pooling**").

BSREP III Pooling ist alleinige Gesellschafterin der Savoy Luxembourg Holdings S.à .r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, geschäftsansässig in 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, eingetragen im RCS unter der Registernummer B248220 ("**Savoy Luxembourg**").

Savoy Luxembourg ist alleinige Gesellschafterin der Lapis, die unmittelbar eine Beteiligung von 9,99 % an der Gesellschaft hält.

Savoy Luxembourg ist zudem alleinige Gesellschafterin der Lapis II, die unmittelbar eine Beteiligung von 1,92 % an der Gesellschaft hält.

3. Tochtergesellschaften (BSREP IV-Strang)

Die Hauptaktionärin ist zudem die alleinige Gesellschafterin der BSREP IV Bermuda GP of GP Limited, eine sog. *exempted limited company* nach dem Recht von Bermuda mit Sitz in Hamilton, Bermuda, und eingetragen im *Bermuda Registrar of Companies* unter der Registernummer 56297 ("**BSREP IV**").

BSREP IV ist alleinige Komplementärin (*General Partner*) der BSREP IV Bermuda GP L.P, eine sog. *exempted limited partnership* nach dem Recht von Bermuda mit Sitz in Hamilton, Bermuda, und eingetragen im *Bermuda Registrar of Companies* unter der Registernummer 56298 ("**BSREP IV GP L.P**").

BSREP IV GP L.P ist Komplementärin (*General Partner*) der BSREP IV Alexandrite Pooling L.P, eine sog. *exempted limited partnership* nach dem Recht von Bermuda mit Sitz in Hamilton, Bermuda, und eingetragen im *Bermuda Registrar of Companies* unter der Registernummer 56351 ("**BSREP IV Pooling**").

BSREP IV Pooling ist alleinige Anteilseignerin der Alexandrite Master LuxCo S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, geschäftsansässig in 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, eingetragen im RCS unter der Registernummer B258035 ("**Alexandrite Master**").

Alexandrite Master ist alleinige Gesellschafterin der Alexandrite Holdings I LuxCo S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, geschäftsansässig in 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, eingetragen im RCS unter der Registernummer B261111 ("**Alexandrite LuxCo I**").

Alexandrite LuxCo I ist alleinige Gesellschafterin der Alexandrite Holdings II LuxCo S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, geschäftsansässig in 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, eingetragen im RCS unter der Registernummer B261175 ("**Alexandrite LuxCo II**").

Alexandrite LuxCo II ist alleinige Gesellschafterin der Alexandrite Lake GP S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg,

geschäftsansässig in 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, eingetragen im RCS unter der Registernummer B261255 ("**Alexandrite Lake GP**").

Alexandrite LuxCo II ist zudem zu 66 % limited partner der Alexandrite Lake Lux Holdings 2 SCS, eine nach luxemburgischen Recht gegründete Kommanditgesellschaft (*société en commandite simple*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, eingetragen im RCS unter der Registernummer B261942 ("**Alexandrite Lake Lux**").

Alexandrite Lake GP ist alleinige Komplementären (*General Partner*) der Alexandrite Lake Lux.

Alexandrite Lake Lux ist alleinige Gesellschafterin der Alexandrite Lake Pledge Mezz Borrower S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, geschäftsansässig in 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, eingetragen im RCS unter der Registernummer B262180 ("**Alexandrite Pledge Borrower**").

Alexandrite Pledge Borrower ist alleinige Gesellschafterin der Alexandrite Lake Mezz Borrower S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, geschäftsansässig in 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, eingetragen im RCS unter der Registernummer B262241 ("**Alexandrite Mezz Borrower**").

Alexandrite Mezz Borrower ist alleinige Gesellschafterin der Alexandrite Lake Pledge BidCo Borrower S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, geschäftsansässig in 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, eingetragen im RCS unter der Registernummer B262429 ("**Alexandrite BidCo**").

Alexandrite BidCo ist die alleinige Gesellschafterin der Alexandrite Lake Lux Holdings S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, geschäftsansässig in 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, eingetragen im RCS unter der Registernummer B258124 ("**Alexandrite Lux Holdings**").

Die folgenden Gesellschaften halten jeweils eine unmittelbare Beteiligung von 9,27 % an der Gesellschaft:

Alexandrite Lux Holdings ist alleinige Gesellschafterin der Alexandrite Lake Lux Holdings I S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum

Luxemburg, geschäftsansässig in 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, eingetragen im RCS unter der Registernummer B279968 ("**Lake Lux Holdings I**").

Alexandrite Lux Holdings ist alleinige Gesellschafterin der Alexandrite Lake Lux Holdings II S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, geschäftsansässig in 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, eingetragen im RCS unter der Registernummer B279969 ("**Lake Lux Holdings II**").

Alexandrite Lux Holdings ist alleinige Gesellschafterin der Alexandrite Lake Lux Holdings III S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, geschäftsansässig in 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, eingetragen im RCS unter der Registernummer B279972 ("**Lake Lux Holdings III**").

Alexandrite Lux Holdings ist alleinige Gesellschafterin der Alexandrite Lake Lux Holdings IV S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, geschäftsansässig in 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, eingetragen im RCS unter der Registernummer B279973 ("**Lake Lux Holdings IV**").

Alexandrite Lux Holdings ist alleinige Gesellschafterin der Alexandrite Lake Lux Holdings V S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, geschäftsansässig in 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, eingetragen im RCS unter der Registernummer B279975 ("**Lake Lux Holdings V**").

Alexandrite Lux Holdings ist alleinige Gesellschafterin der Alexandrite Lake Lux Holdings VI S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, geschäftsansässig in 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, eingetragen im RCS unter der Registernummer B279979 ("**Lake Lux Holdings VI**").

Alexandrite Lux Holdings ist alleinige Gesellschafterin der Alexandrite Lake Lux Holdings VII S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, geschäftsansässig in 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, eingetragen im RCS unter der Registernummer B279980 ("**Lake Lux Holdings VII**").

Alexandrite Lux Holdings ist alleinige Gesellschafterin der Alexandrite Lake Lux Holdings VIII S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, geschäftsansässig in 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg,

eingetragen im RCS unter der Registernummer B279981 ("**Lake Lux Holdings VIII**").

Alexandrite Lux Holdings ist alleinige Gesellschafterin der Alexandrite Lake Lux Holdings IX S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Luxemburg (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, geschäftsansässig in 26A, boulevard Royal, L-2449 Luxemburg, eingetragen im RCS unter der Registernummer B280034 ("**Lake Lux Holdings IX**").

IV. Hintergrundinformationen zu Brookfield

Brookfield Asset Management ist ein führender globaler Investor mit einem verwalteten Vermögen von über 1.000 Milliarden US-Dollar in den Bereichen Immobilien, Infrastruktur, erneuerbare Energien, Private Equity und Kredit. Mit einer über hundertjährigen Geschichte hat Brookfield seinen Hauptsitz in Toronto und ist in über 30 Ländern tätig. Das Immobiliengeschäft von Brookfield gehört zu den größten weltweit und umfasst ein diversifiziertes Portfolio von Büro-, Einzelhandels-, Wohn-, Logistik- und Hotelimmobilien.

Europa ist ein Kernmarkt für Brookfield. Das Unternehmen konzentriert sich bei seinen Immobilieninvestitionen auf den Erwerb hochwertiger, nachhaltiger Vermögenswerte in Schlüsselmärkten wie London, Paris, und Berlin, und steigert deren Wert durch aktives Management und Entwicklungsexpertise.

Brookfield verwaltet das Vermögen von öffentlichen und privaten Pensionsfonds, Stiftungen, Staatsfonds, Finanzinstituten, Versicherungsgesellschaften und Privatanlegern.

D Hintergründe des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre

Die BPG Holdings möchte von der in §§ 327a ff. AktG vorgesehenen Möglichkeit Gebrauch machen, sich als Hauptaktionärin der Gesellschaft die alstria-Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung übertragen zu lassen. Im Folgenden sollen die wesentlichen Beweggründe für das Übertragungsverlangen dargelegt werden.

I. Kosteneinsparungen

Mit dem Squeeze-out wird die Börsennotierung beendet. Infolgedessen unterliegt sie nicht mehr zeitaufwändigen und kostspieligen Marktpublizitätsvorschriften, d.h. Berichtspflichten wie Zwischenberichte und Ad-hoc-Publizitätspflichten entfallen. Außerdem können die Kosten für die Vorbereitung und Durchführung der Jahreshauptversammlung erheblich gesenkt werden.

II. Erhöhte Flexibilität

Nach dem Squeeze-out wird es nur noch eine limitierte Anzahl von Aktionären der Gesellschaft geben, die alle indirekt und letztlich im Eigentum von Brookfield stehen. Beschlüsse der Hauptversammlung können daher künftig kurzfristig und ohne Einhaltung der für eine öffentliche Hauptversammlung geltenden Form- und Fristvorschriften sowie ohne Einhaltung von Schutzbestimmungen zugunsten der Minderheitsaktionäre gefasst werden. Dadurch können die Aktionäre künftig schnell und effektiv auf sich ändernde Umstände und Marktbedingungen reagieren. Maßnahmen, die die Beteiligung der Hauptversammlung erfordern, können flexibler geplant und schneller und kostengünstiger umgesetzt werden.

III. Erhöhte Transaktionssicherheit

Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre schafft darüber hinaus eine erhöhte Transaktionssicherheit. Das Risiko, dass sich Struktur- und Kapitalmaßnahmen unter anderem durch Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen von Minderheitsaktionären verzögern, entfällt. Aufwändige und kostenintensive gerichtliche oder außergerichtliche Auseinandersetzungen, die in erheblichem Umfang personelle und finanzielle Ressourcen binden, werden vermieden.

IV. Keine alternativen Strukturmaßnahmen

Ein Squeeze-out bietet eine rechtlich eindeutige, effiziente und endgültige Lösung zur vollständigen Eigentumskonsolidierung, die alternative Strukturmaßnahmen wie Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge, Verschmelzungen, Vermögensübertragungen oder freiwillige Übernahmeangebote nicht erreichen können. Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge ermöglichen zwar eine finanzielle Integration, unterliegen jedoch formalen Anforderungen in Bezug auf Hauptversammlungen. Verschmelzungen sind komplex, erreichen ebenfalls nicht das Ziel, den Verwaltungsaufwand zu reduzieren und können zum Anfall von Grunderwerbssteuer führen. Vermögensübertragungen führen nicht zu einer vollständigen Eigentumskonsolidierung und können zu Streitigkeiten über die Bewertung von Vermögenswerten führen. Freiwillige Übernahmeangebote garantieren keine vollständige Kontrolle und können kostspielig sein.

E Voraussetzungen für die Übertragung der alstria-Aktien der Minderheitsaktionäre

I. Überblick über die gesetzlichen Regelungen

Nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien in Höhe von 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre

(Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

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

Die Höhe der Barabfindung legt der Hauptaktionär fest. Sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen, § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG. Die Angemessenheit der Barabfindung ist auf Antrag des Hauptaktionärs durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen, der oder die vom zuständigen Landgericht ausgewählt und bestellt wird bzw. werden (§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG). Der oder die sachverständigen Prüfer haben einen schriftlichen Bericht über das Ergebnis ihrer Prüfung zu erstatten (§ 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 1 AktG).

Der Hauptaktionär hat der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (§ 327c Abs. 2 Satz 1 AktG).

Gemäß § 327b Abs. 3 AktG hat der Hauptaktionär vor Einberufung der Hauptversammlung dem Vorstand die Erklärung eines im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergebenen Aktien zu zahlen. Diese Gewährleistung des Kreditinstituts erfolgt im Wege eines echten Vertrages zugunsten Dritter i.S.d. § 328 BGB, hier also zugunsten der Minderheitsaktionäre, so dass diese einen unmittelbaren Zahlungsanspruch gegen das Kreditinstitut für den Fall erlangen, dass der Hauptaktionär die Barabfindung nicht oder nicht rechtzeitig zahlt.

Gemäß § 327c Abs. 3 AktG sind von der Einberufung der Hauptversammlung an in den Geschäftsräumen der Gesellschaft zur Einsicht der Aktionäre (i) der Entwurf des Übertragungsbeschlusses der Hauptversammlung, (ii) die Jahresabschlüsse und Lageberichte für die letzten drei Geschäftsjahre der Gesellschaft, (iii) der Übertragungsbericht des Hauptaktionärs und (iv) der Bericht des vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers auszulegen. Jeder Aktionär kann verlangen, dass ihm unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen erteilt wird (§ 327c Abs. 4 AktG). Nach § 327c Abs. 5 AktG entfallen diese vorgenannten Pflichten, wenn die genannten Unterlagen von der Einberufung der Hauptversammlung an auf der Internetseite der Gesellschaft zugänglich sind. Zusätzlich müssen diese Unterlagen in der Hauptversammlung zugänglich gemacht werden (§ 327d Satz 1 AktG). Ferner sieht § 327d Satz 2

AktG vor, dass der Vorstand dem Hauptaktionär Gelegenheit geben kann, den Entwurf des Übertragungsbeschlusses und die Bemessung der Höhe der Barabfindung zu Beginn der Verhandlung mündlich zu erläutern.

Die Hauptversammlung hat über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär zu beschließen, § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG. Für die Beschlussfassung genügt gemäß § 20 Abs. 1 der Satzung in Verbindung mit § 133 Abs. 1 AktG die einfache Mehrheit der abgegebenen Stimmen.

Der Vorstand der Gesellschaft hat den durch die Hauptversammlung gefassten Übertragungsbeschluss zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden (§ 327e Abs. 1 Satz 1 AktG). Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen gemäß § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG kraft Gesetzes alle Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär über. Im Gegenzug erlangen die Minderheitsaktionäre einen Anspruch gegen den Hauptaktionär auf Zahlung der festgelegten Barabfindung. Sind über die Aktien Aktienurkunden ausgegeben, so verbriefen sie bis zu ihrer Aushändigung an den Hauptaktionär nur den Anspruch auf die Barabfindung (§ 327e Abs. 3 Satz 2 AktG).

Zu beachten ist schließlich, dass § 327f AktG eine Anfechtung des Übertragungsbeschlusses gestützt auf § 243 Abs. 2 AktG oder darauf, dass die durch den Hauptaktionär festgelegte Barabfindung nicht angemessen ist, ausschließt. Vielmehr wird die Angemessenheit der Barabfindung, sollte hierüber Uneinigkeit bestehen, in einem sogenannten Spruchverfahren auf Antrag gerichtlich überprüft. Das Gleiche gilt, wenn der Hauptaktionär eine Barabfindung nicht oder nicht ordnungsgemäß angeboten hat und eine hierauf gestützte Anfechtungsklage innerhalb der Anfechtungsfrist weder erhoben, zurückgenommen noch rechtskräftig abgewiesen worden ist.

II. Beteiligung der BPG Holdings am Grundkapital der Gesellschaft

Das Grundkapital der Gesellschaft in Höhe von EUR 178.561.572,00 ist in 178.561.572 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem jeweiligen rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von EUR 1,00 je Aktie eingeteilt. Da die Gesellschaft Stückaktien ausgegeben hat, bestimmt sich die notwendige Beteiligung in Höhe von 95 % des Grundkapitals nach der Zahl der Aktien. 95 % des Grundkapitals der Gesellschaft entsprechen 169.633.493,4 Stückaktien.

Die BPG Holdings hält zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts gemäß der als Anlage 4 beigefügten Depotbestätigungen der HSBC mittelbar insgesamt 170.291.615 alstria-Aktien und somit 95,37 % des Grundkapitals an der Gesellschaft. Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts hat die BPG Holdings selbst 10 alstria-Aktien gekauft, deren (unmittelbarer) Erwerb zeitnah vollzogen wird.

Die 170.291.615 alstria-Aktien, die unmittelbar von Lapis, Lapis II und den Lake Lux Holdings I bis IX (siehe Abschnitt C.III.3) gehalten werden, werden der BPG Holdings zugerechnet. Die Zurechnung stützt sich auf §§ 327a Abs. 2, 16 Abs. 2 und 4, 17 AktG. Sämtliche Tochtergesellschaft der BPG Holdings sind abhängige Unternehmen nach § 17 AktG, da BPG Holdings auf diese unmittelbar oder mittelbar beherrschenden Einfluss ausüben kann. Damit gelten die von den abhängigen Unternehmen Lapis, Lapis II und den Lake Lux Holdings I bis IX gehaltenen alstria-Aktien nach § 16 Abs. 4 AktG als Aktien, die auch von BPG Holdings gehalten werden.

Die BPG Holdings ist damit Hauptaktionär der Gesellschaft im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

III. Verlangen der BPG Holdings auf Übertragung der alstria-Aktien der Minderheitsaktionäre

Die BPG Holdings hat mit Schreiben vom 18. September 2024 das förmliche Verlangen nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der Gesellschaft gerichtet, die Hauptversammlung über die Übertragung der alstria-Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf sie oder eine unmittelbare oder mittelbare Tochtergesellschaft als Hauptaktionärin der Gesellschaft gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen.

Die BPG Holdings hat dieses Verlangen mit Schreiben vom 13. Dezember 2024 an den Vorstand der Gesellschaft konkretisiert, indem sie festgelegt hat, dass die Durchführung des Squeeze-outs durch die BPG Holdings erfolgt und die angemessene Barabfindung EUR 5,11 je alstria-Aktie beträgt. Sie hat ferner darum gebeten, die Beschlussfassung über den Squeeze-out auf die Tagesordnung der kurzfristig einzuberufenden außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft zu setzen.

IV. Festlegung der Barabfindung

Gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 Hs. 1 AktG legt die Hauptaktionärin die Höhe der Barabfindung fest. Gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 Hs. 2 AktG muss die Höhe der Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin berücksichtigen.

Die Festlegung der angemessenen Barabfindung erfolgte auf Grundlage des ValueTrust Gutachtens, das sich die BPG Holdings zu eigen macht und als Anlage 1 diesem Übertragungsbericht beigelegt ist. Die wesentlichen Einzelheiten der Ermittlung und Festlegung der angemessenen Barabfindung werden in Abschnitt G erläutert und begründet.

Darauf basierend hat die BPG Holdings als Hauptaktionärin der Gesellschaft die Höhe der Barabfindung für die Übertragung der alstria-Aktien der Minderheitsaktionäre auf

EUR 5,11 je alstria-Aktie

festgelegt.

V. Gewährleistungserklärung des Kreditinstituts gemäß § 327b Abs. 3 AktG

Die LBBW hat am 13. Dezember 2024 eine Gewährleistungserklärung ausgestellt, mit der sie die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der BPG Holdings als Hauptaktionärin der Gesellschaft übernimmt, den Minderheitsaktionären der Gesellschaft nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen alstria-Aktien zu bezahlen. Von weiteren Bedingungen oder Befristungen ist die Zahlung der LBBW nicht abhängig. Einwendungen und Einreden der LBBW aus ihrem Verhältnis zur BPG Holdings gegenüber den Minderheitsaktionären sind ausgeschlossen.

Diese Gewährleistung erfolgte im Wege eines echten Vertrages zugunsten Dritter nach § 328 Abs. 1 BGB, so dass jedem Minderheitsaktionär ein unmittelbarer Zahlungsanspruch gegenüber der LBBW zusteht. Die Gewährleistungserklärung umfasst entsprechend den gesetzlichen Vorgaben die festgesetzte Barabfindung. Nicht erfasst sind daher die zusätzlich zur Barabfindung zu zahlenden Zinsen nach § 327b Abs. 2 AktG und der Differenzbetrag bei einer etwaigen nachträglichen Erhöhung der Barabfindung durch das Gericht im Spruchverfahren, § 327f Satz 2 AktG.

In Übereinstimmung mit § 327b Abs. 3 AktG hat die BPG Holdings die Gewährleistungserklärung der LBBW dem Vorstand am 13. Dezember 2024 und somit vor Einberufung der außerordentlichen Hauptversammlung, die über den Squeeze-out entscheiden soll, übermittelt.

Die Gewährleistungserklärung der LBBW ist diesem Übertragungsbericht als Anlage 3 beigefügt.

VI. Übertragungsbericht der Hauptaktionärin

Als Hauptaktionärin der Gesellschaft muss die BPG Holdings der Hauptversammlung der Gesellschaft gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG diesen Übertragungsbericht erstatten. In diesem Übertragungsbericht werden, in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorgaben, insbesondere die Voraussetzungen für die Übertragung der alstria-Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet.

VII. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung, § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG

Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG ist die Angemessenheit der Barabfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Mit Beschluss vom 8. Oktober 2024 (Az.: 421 HKO 105/24) hat das Landgericht Hamburg auf Antrag der BPG Holdings die IVA als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt.

In Übereinstimmung mit § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 1 AktG wird IVA über das Ergebnis der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung einen gesonderten Bericht verfassen. Der Bericht wird gemäß § 327c Abs. 3 Nr. 4 i.V.m. § 327c Abs. 5 AktG ab dem Tag der Einberufung der Hauptversammlung, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschließt, auf der Internetseite der Gesellschaft zugänglich gemacht.

VIII. Zugänglichmachung der Unterlagen für die Hauptversammlung

Von der Einberufung der Hauptversammlung, die über den Squeeze-out beschließen soll, an werden die folgenden Unterlagen auf der Internetseite der Gesellschaft unter <https://alstria.com/investor/#generalmeeting> zugänglich gemacht, § 327c Abs. 3 i.V.m. § 327c Abs. 5 AktG, und stehen kostenfrei zum Abruf bereit:

- (1) der Entwurf des Übertragungsbeschlusses der Hauptversammlung;
- (2) die Jahresabschlüsse, die Konzernabschlüsse und die zusammengefassten Lageberichte der Gesellschaft für die Geschäftsjahre 2023, 2022 und 2021;
- (3) dieser Übertragungsbericht der BPG Holdings einschließlich seiner Anlagen, namentlich
 - das ValueTrust Gutachten (Anlage 1),
 - der Übertragungsverlangen der BPG Holdings (Anlage 2),
 - der Gewährleistungserklärung der LBBW (Anlage 3),
 - der Depotbestätigungen der HSBC (Anlage 4),
 - der Aufstellung des Anteilsbesitzes der Gesellschaft (Anlage 5), und
 - der Übersicht der Brookfield-Gruppe (Anlage 6); sowie
- (4) der Prüfungsbericht von IVA als gerichtlich ausgewählter und bestellter sachverständiger Prüfer.

IX. Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung

Die außerordentliche Hauptversammlung der Gesellschaft soll am 11. Februar 2025 die Übertragung der alstria-Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf die BPG Holdings als Hauptaktionärin der Gesellschaft beschließen.

Der Entwurf des Übertragungsbeschlusses hat folgenden Wortlaut:

"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."

Der Übertragungsbeschluss bedarf gemäß § 133 Abs. 1 AktG i.V.m. § 15 Abs. 5 der Satzung der einfachen Stimmenmehrheit, wobei auch die Hauptaktionärin stimmberechtigt ist.

X. Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister

Nachdem die für den 11. Februar 2024 geplante außerordentliche Hauptversammlung der Gesellschaft die Übertragung der alstria-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die BPG Holdings beschlossen hat, hat der Vorstand der Gesellschaft den Übertragungsbeschluss gemäß § 327e Abs. 1 Satz 1 AktG zur Eintragung in das Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg anzumelden. Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen alle alstria-Aktien der Minderheitsaktionäre kraft Gesetzes auf die Hauptaktionärin über, § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG.

Bei der Anmeldung hat der Vorstand gemäß § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 5 Satz 1 AktG zu erklären, dass eine Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses nicht oder nicht fristgemäß erhoben oder eine solche Klage rechtskräftig abgewiesen oder zurückgenommen worden ist (Negativerklärung). Kann diese Negativerklärung nicht abgegeben werden oder liegt sie nicht vor, so darf der Übertragungsbeschluss nicht eingetragen werden.

Eine fehlende Negativerklärung steht der Eintragung nicht entgegen, wenn zwar eine Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses erhoben wurde, jedoch das zuständige Oberlandesgericht Hamburg auf Antrag der Gesellschaft durch Beschluss festgestellt hat, dass die Erhebung der Klage der Eintragung nicht entgegensteht, § 327e Abs. 2 AktG i.V.m. § 319 Abs. 6 AktG. Diese sogenannte Freigabeentscheidung ist unanfechtbar und ergeht, wenn (i) die Klage unzulässig oder

offensichtlich unbegründet ist, (ii) der Kläger nicht binnen einer Woche nach Zustellung des Antrags durch Urkunden nachgewiesen hat, dass er seit Bekanntmachung der Einberufung einen anteiligen Betrag am Grundkapital von mindestens EUR 1.000 hält, oder (iii) das alsbaldige Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses vorrangig erscheint, weil die vom Antragsteller dargelegten wesentlichen Nachteile für die Gesellschaft und ihre Aktionäre nach freier Überzeugung des Gerichts die Nachteile für den Antragsgegner überwiegen, es sei denn, es liegt eine besondere Schwere des Rechtsverstoßes vor.

F Folgen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre

I. Übergang der alstria-Aktien auf die Hauptaktionärin

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg geht nach § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG das Eigentum an allen alstria-Aktien, die von Minderheitsaktionären gehalten werden, kraft Gesetzes auf die BPG Holdings als Hauptaktionärin der Gesellschaft über. Eine gesonderte Übertragung der alstria-Aktien durch die Minderheitsaktionäre ist weder erforderlich noch möglich. Die Minderheitsaktionäre verlieren kraft Gesetzes ihre Rechtsstellung als Aktionär und erhalten hierfür einen Anspruch auf Zahlung der angemessenen Barabfindung durch die BPG Holdings, der ebenfalls mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister entsteht.

Unerheblich für den Zeitpunkt des Übergangs der alstria-Aktien ist die Ausbuchung der alstria-Aktien durch das jeweilige depotführende Kreditinstitut; maßgeblich ist insofern allein die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister (§ 327e Abs. 3 Satz 1 AktG).

Nach dem Übergang des Eigentums an den alstria-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die BPG Holdings verkörpern die bei der Clearstream Banking AG, Frankfurt am Main ("**Clearstream**"), hinterlegten Globalurkunden, soweit sie im Miteigentum der bisherigen Minderheitsaktionäre stehen, nicht mehr das bisherige Mitgliedschaftsrecht, sondern nunmehr ausschließlich den Anspruch gegen BPG Holdings auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung (§ 327e Abs. 3 Satz 2 AktG).

II. Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung

Der Barabfindungsanspruch der Minderheitsaktionäre gegen die BPG Holdings entsteht mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister und dem damit erfolgenden Übergang des Eigentums an den alstria-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die BPG Holdings. Die Übertragung der alstria-Aktien erfolgt Zug um Zug gegen Überweisung der Barabfindung über das System von Clearstream. Jeder

Minderheitsaktionär der Gesellschaft erhält für je eine alstria-Aktie einen Betrag von EUR 5,11.

Dieser Anspruch der Minderheitsaktionäre wird durch die oben im Abschnitt E, Unterabschnitt V. beschriebene Gewährleistungserklärung der LBBW abgesichert.

Gemäß § 327b Abs. 2 AktG wird die Barabfindung einschließlich einer etwaigen nachträglichen Erhöhung im Spruchverfahren von der gerichtlichen Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister an mit jährlich fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz im Sinne des § 247 BGB verzinst. Gemäß § 10 HGB wird das Registergericht die Eintragung in dem von der Landesjustizverwaltung bestimmten elektronischen Informations- und Kommunikationssystem (www.registerbekanntmachungen.de) von Amts wegen bekannt machen. Mit der elektronischen Bekanntmachung gilt die Eintragung als bekannt gemacht.

III. Banktechnische Abwicklung der Zahlung der Barabfindung

Die BPG Holdings hat die LBBW mit der Abwicklung der auszahlenden Barabfindung beauftragt.

Das Grundkapital der Gesellschaft ist aufgrund des Ausschlusses des Anspruchs der Aktionäre auf Verbriefung ihrer Anteile in § 6 Abs. 2 der Satzung ausschließlich in Globalurkunden verbrieft. Diese Urkunden sind bei Clearstream hinterlegt.

Die Zahlung der Barabfindung an die Minderheitsaktionäre erfolgt unverzüglich nach der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft auf das Konto des jeweiligen Aktionärs bei seinem depotführenden Institut, Zug um Zug gegen Ausbuchung der alstria-Aktien. Mit der Gutschrift der jeweiligen geschuldeten Barabfindung (gegebenenfalls inklusive gesetzlicher Zinsen) auf dem Konto des jeweils das Depot des Minderheitsaktionärs führenden Instituts bei Clearstream hat die BPG Holdings ihre Verpflichtung zur Zahlung der Barabfindung gegenüber dem jeweiligen Minderheitsaktionär erfüllt. Es obliegt dem jeweils depotführenden Institut, die jeweils geschuldete Barabfindung dem Konto des jeweiligen Minderheitsaktionärs gutzuschreiben. Die Minderheitsaktionäre werden hierfür von ihrem depotführenden Institut gesondert informiert.

Die Entgegennahme der Barabfindung sowie die Gutschrift auf dem Konto des jeweiligen Minderheitsaktionärs werden von dem jeweiligen depotführenden Institut veranlasst; von den Minderheitsaktionären ist insoweit nichts zu veranlassen. Die Ausbuchung gegen Barabfindung soll für die Minderheitsaktionäre kosten- und spesenfrei erfolgen. Die BPG Holdings wird den depotführenden Instituten daher einen marktüblichen Betrag für Provisionen und Spesen erstatten.

Weitere Einzelheiten der Abfindung werden den Minderheitsaktionären unmittelbar nach Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses gesondert durch öffentliche Bekanntmachung im Bundesanzeiger übermittelt.

IV. Steuerliche Auswirkungen für die Minderheitsaktionäre in Deutschland

1. Vorbemerkungen

Die Übertragung von alstria-Aktien auf die BPG Holdings gegen Zahlung der festgelegten Barabfindung kann steuerrechtlich relevante Folgen haben.

Die folgenden Ausführungen beziehen sich auf die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen und behandeln nur einige Aspekte der anfallenden Einkommen-, Körperschaft- und Gewerbesteuer, die für Minderheitsaktionäre der Gesellschaft von Bedeutung sein können. Die nachfolgenden Ausführungen berücksichtigen dabei, dass der REIT-Status der Gesellschaft mit Wirkung zum 1. Januar 2025 entfällt und die Gesellschaft damit als eine regulär steuerpflichtige Körperschaft für steuerliche Zwecke qualifiziert. Die Darstellung erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit und kann eine individuelle steuerliche Beratung nicht ersetzen. Die Zusammenfassung bezieht sich grundsätzlich nur auf die bei der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen der Minderheitsaktionäre in Deutschland entstehende Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer, Kapitalertragsteuer und Gewerbesteuer sowie Solidaritätszuschlag und Kirchensteuer. Behandelt werden dabei nur einige ausgewählte Aspekte dieser Steuerarten. Ferner sind die steuerlichen Auswirkungen für Aktionäre, die ihre Anteile über ein Investmentvermögen bzw. Investmentfonds im Sinne des Investmentsteuergesetzes halten, nicht Gegenstand der nachfolgenden Ausführungen. Die individuellen steuerlichen Verhältnisse der jeweiligen Minderheitsaktionäre werden nicht erörtert. Eine Gewähr für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Zusammenfassung wird nicht übernommen. Die steuerlichen Erläuterungen in diesem Übertragungsbericht ersetzen keine persönliche Steuerberatung. Allein die Beratung durch eine zur unbeschränkten Hilfeleistung in Steuersachen gemäß § 3 Steuerberatungsgesetz befugte Person gewährleistet, dass auch die besonderen steuerlichen Verhältnisse des einzelnen Minderheitsaktionärs angemessen berücksichtigt werden.

Die folgende Darstellung bezieht sich auf mögliche steuerliche Folgen für Minderheitsaktionäre, die in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtig im Sinne des Einkommen- bzw. Körperschaftsteuergesetzes sind, d.h. auf diejenigen Minderheitsaktionäre, die ihren Wohnsitz oder gewöhnlichen Aufenthalt bzw. ihre Geschäftsleitung oder ihren Sitz in Deutschland haben.

Die Übertragung der alstria-Aktien gegen Gewährung einer Barabfindung gilt steuerlich als Veräußerung. Gewinne, die bei der Übertragung von alstria-Aktien gegen die nach § 327a Abs. 1 AktG zu zahlende Barabfindung entstehen, unterliegen bei den

betroffenen Minderheitsaktionären deshalb den Vorschriften über die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen.

Die nachfolgenden Ausführungen enthalten eine kurze Zusammenfassung einiger wichtiger deutscher Besteuerungsgrundsätze, die im Zusammenhang mit dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft für die in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtigen Aktionäre der Gesellschaft relevant sein können.

Steuerliche Auswirkungen für in Deutschland nicht unbeschränkt steuerpflichtige Aktionäre der Gesellschaft werden nachfolgend nicht erläutert. Die steuerlichen Auswirkungen für diese Aktionäre hängen unter anderem von besonderen Vorschriften des deutschen Steuerrechts, dem Steuerrecht des Staates, in dem der jeweilige Aktionär ansässig ist, sowie von Regelungen eines ggf. bestehenden und anwendbaren Abkommens zur Vermeidung der Doppelbesteuerung ab.

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

2. Besteuerung von Abfindungsleistungen bei den Minderheitsaktionären

Die BPG Holdings als Hauptaktionärin hat auf der Grundlage einer von ValueTrust als neutralem Gutachter durchgeführten Unternehmensbewertung die Höhe der Barabfindung für die Übertragung der alstria-Aktien durch die Minderheitsaktionäre auf EUR 5,11 je alstria-Aktie festgelegt.

Die Übertragung der alstria-Aktien auf die BPG Holdings gegen Erhalt der Barabfindung stellt für die Minderheitsaktionäre der Gesellschaft steuerlich eine Veräußerung ihrer alstria-Aktien dar.

Ein Veräußerungsgewinn wird dabei erzielt, wenn und soweit die Barabfindung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten die steuerlichen Anschaffungskosten bzw. den steuerlichen Buchwert bei dem jeweiligen Aktionär für die betreffende Aktie übersteigt. Beträgt die Barabfindung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten weniger als die steuerlichen Anschaffungskosten bzw. der steuerliche Buchwert der Aktien bei dem Aktionär, entsteht ein Veräußerungsverlust.

Die steuerliche Erfassung eines Veräußerungsgewinns bzw. die steuerliche Geltendmachung eines Veräußerungsverlustes hängt insbesondere davon ab, ob die Aktien dem Privat- oder dem Betriebsvermögen des betreffenden Aktionärs zuzuordnen sind und wann sie erworben wurden.

3. Aktien im Privatvermögen

Bei alstria-Aktien, die ein Aktionär im Privatvermögen (unmittelbar oder über eine vermögensverwaltende Personengesellschaft) hält, hängt die Besteuerung zudem von der Höhe der Beteiligung des jeweiligen Aktionärs an der Gesellschaft ab.

a) Beteiligung von weniger als 1 %

War der Aktionär innerhalb der der Veräußerung vorausgegangenen fünf Jahre zu keinem Zeitpunkt unmittelbar oder mittelbar am Kapital der Gesellschaft zu mindestens 1 % beteiligt, gelten die nachfolgend dargestellten Regelungen. Hat der Aktionär die Anteile unentgeltlich erworben, so werden die Besitzzeit und die Beteiligungsquote des Rechtsvorgängers – oder im Falle von mehreren aufeinanderfolgenden unentgeltlichen Erwerben aller seiner Rechtsvorgänger – mitberücksichtigt.

Bei alstria-Aktien, die der Aktionär vor dem 1. Januar 2009 erworben hat, unterliegt ein Veräußerungsgewinn grundsätzlich nicht der deutschen Einkommensteuer. Veräußerungsverluste werden steuerlich entsprechend ebenfalls nicht berücksichtigt.

Hat der Aktionär die Aktien nach dem 31. Dezember 2008 erworben und sind die oben genannten Voraussetzungen hinsichtlich der Beteiligungshöhe von stets weniger als 1 % erfüllt, so unterliegt der Veräußerungsgewinn der Einkommensteuer in Höhe eines besonderen Steuersatzes von 25 % (Abgeltungsteuer – zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % hierauf sowie ggf. Kirchensteuer), unabhängig von der Haltedauer. Veräußerungsverluste können nur mit anderen Aktienveräußerungsgewinnen verrechnet werden. Der Aktionär kann als Werbungskosten pauschal EUR 1.000,00 (zusammen veranlagte Ehegatten sowie eingetragene Lebenspartner pauschal EUR 2.000,00) steuermindernd geltend machen. Ein Abzug der tatsächlichen Werbungskosten ist ausgeschlossen.

Die Einkommensteuer wird bei Verwahrung der Anteile in einem inländischen Wertpapierdepot grundsätzlich mit dem Kapitalertragsteuerabzug (Abgeltungsteuer) abgegolten. Auf Antrag und unter bestimmten weiteren Voraussetzungen können die Abfindungszahlungen jedoch in eine Einkommensteuerveranlagung als Einkünfte aus Kapitalvermögen einbezogen werden, insbesondere wenn dies zu einer niedrigeren Besteuerung mit Einkommenssteuer als der Abgeltungsteuer beim Anteilseigner führt.

b) Beteiligung von mindestens 1 % innerhalb der vorangegangenen fünf Jahre

War der Aktionär zu irgendeinem Zeitpunkt innerhalb der der Veräußerung vorangegangenen fünf Jahre mindestens zu 1 % unmittelbar oder mittelbar am Kapital der Gesellschaft beteiligt, so unterliegen 60 % des Veräußerungsgewinns dem individuellen, progressiven Einkommensteuersatz (zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag hierauf sowie ggf. Kirchensteuer). Korrespondierend sind auch nur 60 % des Veräußerungsverlustes sowie mit der Veräußerung in wirtschaftlichem Zusammenhang stehende Betriebsausgaben steuerlich abzugsfähig.

Ein potenzieller Kapitalertragsteuerabzug hat in diesen Fällen keine abgeltende Wirkung. Dieser ist im Rahmen der Veranlagung zur Einkommenssteuer zu korrigieren. Der Veräußerer hat den Veräußerungsvorgang zwingend in seiner Einkommensteuererklärung anzugeben. Die Kapitalertragsteuer wird auf die Einkommensteuerschuld angerechnet und kann erstattet werden, soweit sie die Einkommensteuer übersteigt.

4. Aktien im Betriebsvermögen

Bei Aktien, die dem Betriebsvermögen eines Aktionärs der Gesellschaft zuzuordnen sind, hängt die Besteuerung davon ab, ob der Veräußerer der Körperschaftsteuer unterliegt oder eine natürliche Person oder eine Personengesellschaft ist.

a) Aktionär unterliegt der Körperschaftsteuer

Sofern es sich bei dem Aktionär um eine Körperschaft handelt, sind im Ergebnis grundsätzlich 95 % des Veräußerungsgewinns von der Körperschaftsteuer, dem Solidaritätszuschlag sowie der Gewerbesteuer befreit. Entsprechend unterliegen 5 % des Veräußerungsgewinns der Körperschaftsteuer, dem Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % hierauf sowie der Gewerbesteuer.

Veräußerungsverluste und andere Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den veräußerten Aktien stehen, dürfen nicht als Betriebsausgaben abgezogen werden.

b) Aktionär ist eine natürliche Person

Sofern es sich bei dem Aktionär um eine natürliche Person handelt, unterliegt der Veräußerungsgewinn grundsätzlich zu 60 % der individuellen,

progressiven Einkommensteuer der natürlichen Person (zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag hierauf sowie ggf. Kirchensteuer) und der Gewerbesteuer. Die Gewerbesteuer wird grundsätzlich nach einem pauschalierten Verfahren auf die persönliche Einkommensteuer des Aktionärs angerechnet.

Eventuelle Veräußerungsverluste und etwaige mit der Veräußerung in wirtschaftlichem Zusammenhang stehende Betriebsausgaben sind zu 60 % abzugsfähig, soweit nicht weitere Verlustabzugsbeschränkungen eingreifen.

c) Aktionär ist eine Personengesellschaft

Die Einkommen- oder Körperschaftsteuer (zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag sowie ggf. Kirchensteuer) auf den Veräußerungsgewinn wird nur auf der Ebene des jeweiligen Gesellschafters der Personengesellschaft erhoben. Die steuerliche Behandlung hängt deshalb grundsätzlich davon ab, ob der Gesellschafter der Personengesellschaft körperschaft- oder einkommensteuerpflichtig ist. Die Besteuerung folgt dabei grundsätzlich nach den für diese Steuern bereits dargestellten Regeln, die gelten würden, wenn der Gesellschafter unmittelbarer Aktionär der Gesellschaft wäre.

Ein Veräußerungsgewinn unterliegt bei einer gewerblichen Personengesellschaft auf Ebene der Personengesellschaft der Gewerbesteuer, wenn die Aktien einem inländischen Betriebsvermögen zugehörig sind. Die Höhe des gewerbesteuerpflichtigen Veräußerungsgewinns richtet sich nach dem Steuerstatus der einzelnen Gesellschafter. Soweit es sich bei den Mitunternehmern/Gesellschaftern der Personengesellschaft um unbeschränkt steuerpflichtige Körperschaften handelt, sind grundsätzlich 95 % des Veräußerungsgewinns von der Gewerbesteuer auf Ebene der Mitunternehmerschaft befreit. Soweit eine natürliche Person Mitunternehmer ist, sind grundsätzlich 40 % des Veräußerungsgewinns von der Gewerbesteuer befreit. Die Gewerbesteuer wird in diesem Fall nach einem pauschalierten Verfahren auf die persönliche Einkommensteuer des Mitunternehmers angerechnet.

Veräußerungsverluste werden auf Ebene der Personengesellschaft gewerbesteuerlich nicht berücksichtigt, soweit es sich bei den Mitunternehmern um unbeschränkt steuerpflichtige Körperschaften handelt. Soweit natürliche Personen Mitunternehmer sind, wird ein Veräußerungsverlust grundsätzlich in Höhe von 60 % für gewerbesteuerliche Zwecke berücksichtigt.

5. Kapitalertragsteuer auf Abfindungszahlungen

Die Abfindungszahlungen unterliegen grundsätzlich der Kapitalertragsteuer, soweit die abgefundenen Aktien nach dem 31. Dezember 2008 erworben wurden und diese

in einem inländischen Depot bei einem inländischen Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut, Wertpapierhandelsunternehmen oder einer Wertpapierhandelsbank verwahrt werden. Diese den Verkauf abwickelnde, auszahlende Stelle hat dabei grundsätzlich für Rechnung der Minderheitsaktionäre von den Abfindungszahlungen eine Quellensteuer (Kapitalertragsteuer/Abgeltungsteuer) in Höhe von 25 % zuzüglich eines Solidaritätszuschlags in Höhe von 5,5 % hierauf (insgesamt also 26,375 %) sowie ggf. Kirchensteuer auf den Veräußerungsgewinn einzubehalten und an das zuständige Finanzamt abzuführen. Soweit etwaige Veräußerungsgewinne in die Veranlagung zur Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer einbezogen werden, werden die im Rahmen des Steuereinhalts abgeführten Steuerbeträge grundsätzlich angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhangs erstattet.

Ein Kapitalertragsteuerabzug findet grundsätzlich dann nicht statt, wenn die Aktien nicht in einem der oben genannten inländischen Depots verwahrt werden. Im Falle der Verwahrung in einem inländischen Depot wird die auszahlende Stelle vom Kapitalertragsteuerabzug Abstand nehmen, wenn (i) der Minderheitsaktionär eine im Inland ansässige Körperschaft, Personenvereinigung oder Vermögensmasse ist, oder (ii) die Aktien zu einem inländischen Betriebsvermögen des Minderheitsaktionärs gehören, und dies der auszahlenden Stelle nach amtlich vorgeschriebenem Vordruck mitgeteilt wird. Außerdem kann unter weiteren Voraussetzungen auch bei natürlichen Personen, die die Aktien im Privatvermögen halten, auf Antrag vom Kapitalertragsteuerabzug Abstand genommen werden. Dies gilt insbesondere im Falle des Unterschreitens des Sparerpauschbetrags (sogenannter Freistellungsauftrag) oder dem Vorliegen einer sogenannten Nichtveranlagungs-Bescheinigung.

6. Sonderregeln für bestimmte Unternehmen des Finanz- und Versicherungssektors

Ist der Aktionär ein Kreditinstitut oder Finanzdienstleistungsinstitut im Sinne des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG) und sind die Aktien nach § 340e Abs. 3 HGB dem Handelsbuch des Aktionärs zuzurechnen, so unterliegt ein Veräußerungsgewinn in voller Höhe der Besteuerung. Korrespondierend ist ein Veräußerungsverlust abzugsfähig. Gleiches gilt für Aktien, die bei Finanzunternehmen im Sinne des Kreditwesengesetzes, an denen Kreditinstitute oder Finanzdienstleistungsinstitute unmittelbar oder mittelbar zu mehr als 50 % beteiligt sind, zum Zeitpunkt des Erwerbs zum Betriebsvermögen als Umlaufvermögen auszuweisen sind, und für Aktien, die bei einem Lebens- oder Krankenversicherungsunternehmen, oder Pensionsfonds, den Kapitalanlagen zuzurechnen sind.

G Erläuterung und Begründung der angemessenen Barabfindung

Die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre erfolgt gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung. Gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG legt die

Hauptaktionärin die Höhe der Barabfindung fest. Diese muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre berücksichtigen. Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen sachverständigen Prüfer zu prüfen (§ 327c Abs. 2 Satz 2 AktG).

Der Tag der geplanten außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft, die über die Übertragung der alstria-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die BPG Holdings beschließen soll, ist der 11. Februar 2025 ("**Bewertungstichtag**").

I. Höhe der angemessenen Barabfindung

Die BPG Holdings hat die angemessene Barabfindung auf einen Betrag von

EUR 5,11

je alstria-Aktie

festgelegt. Die Festsetzung der angemessenen Barabfindung wird im Folgenden erläutert.

1. Überblick zur Ermittlung der Barabfindung

Die BPG Holdings hat ValueTrust beauftragt, sie bei der Festlegung der angemessenen Barabfindung, die den Minderheitsaktionären der Gesellschaft gemäß § 327a Abs. 1 AktG zu gewähren ist, zu unterstützen. Die BPG Holdings hat das ValueTrust Gutachten inhaltlich nachvollzogen und macht es sich vollumfänglich zu eigen. Sie ist diesem Übertragungsbericht als Anlage 1 beigefügt und bildet einen integralen Bestandteil dieses Übertragungsberichts.

Zur Ermittlung der Barabfindung hat die BPG Holdings primär die höchstrichterliche Rechtsprechung (BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024, II ZB 5/22; BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21) in Bezug auf die Relevanz des Börsenkurses der Gesellschaft berücksichtigt und eine entsprechende Börsenkursanalyse vornehmen lassen.

Nach der Rechtsprechung ist für die Ermittlung des Börsenkurses als Bewertungsgrundlage bei Strukturmaßnahmen der Durchschnittskurs in den drei Monaten vor der Ankündigung der Maßnahme ("**3M-VWAP**") maßgeblich. Die BPG Holdings gab am 18. September 2024 bekannt, dass sie die Durchführung eines Squeeze-outs beabsichtigt. ValueTrust hat auf Basis der Börsenkurse im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse und der Analyse der Liquidität der alstria-Aktien den 3M-VWAP der alstria-Aktien berechnet, der am Tag vor der Ankündigung des Squeeze-out, also dem 17. September 2024, endet. Der von der BaFin berechnete 3M-VWAP für diesen Referenzzeitraum beträgt EUR 3,49 je Aktie. Dies entspricht einer Marktkapitalisierung der Gesellschaft von EUR 623,2 Mio. (Tz. 451 des ValueTrust Gutachtens).

Die Festlegung der Abfindung gemäß § 327a Abs. 1 AktG auf der Grundlage des Börsenkurses ist von der Rechtsprechung anerkannt und auch als ausreichend betrachtet, wenn alle öffentlichen Informationen im Börsenkurs verarbeitet sein können und der Börsenkurs daher den Verkehrswert der alstria-Aktien abbilden kann.

Der Emittent muss ausreichende Informationen veröffentlichen und der Handel in der Aktie muss hinreichend liquide sein, damit diese Informationen im Kurs hinreichend reflektiert sind. ValueTrust hat diese Aussagefähigkeit des Aktienkurses anhand verschiedener Kriterien geprüft. Die Gesellschaft ist im Referenzzeitraum des 3M-VWAP im regulierten Markt börsennotiert gewesen und unterlag den geltenden Publizitätsvorschriften, die eingehalten wurde. Dadurch bestehen keine relevanten Informationsasymmetrien, die die Maßgeblichkeit des Börsenkurses ausschließen würden. Ferner umfasste die Börsenkursanalyse eine Kursverlaufsanalyse, Untersuchung der Volatilität und Liquidität der alstria-Aktien sowie der Geld-Brief-Spannen. Bei der Analyse von ValueTrust wurde auch berücksichtigt, dass der Streubesitz der alstria-Aktien nach Vollzug des Übernahmeangebotes am 21. Februar 2022 auf rund 8,4 % zurückging und im Referenzzeitraum vom 18. Juni 2024 bis 17. September 2024 bei unter 5,0 % lag (siehe Tz. 449 ff. des ValueTrust Gutachtens).

Zur Verifizierung der Ergebnisse der Börsenkursanalyse hat ValueTrust eine Fundamentalbewertung durchgeführt. Dazu hat ValueTrust eine Bandbreite des objektivierten Unternehmenswerts für die Gesellschaft je alstria-Aktie anhand der "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. in ihrer aktuellen Fassung vom 2. April 2008 ("**IDW S 1**"), unter Beachtung des IDW Praxishinweises 2/2017 "Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion", als neutraler Gutachter auf Basis der Ertragswertmethode ermittelt. Dabei handelt es sich um eine Methode der Unternehmensbewertung, die neben anderen Bewertungsmethoden in der Praxis und Wissenschaft anerkannt ist.

ValueTrust hat indikativ ebenfalls den Net-Asset-Value ("**NAV**") ermittelt, der nach Auffassung von ValueTrust jedoch nicht für die Bestimmung der Barabfindung in Betracht kommt (siehe Tz. 299 f. und 553 ff. des ValueTrust Gutachtens).

Die Hauptaktionärin hat bei der Bestimmung der Barabfindung auch berücksichtigt, dass die Gesellschaft Anfang Januar 2025 entsprechend den Satzungsregelungen der Gesellschaft eine Entschädigung für den Verlust des REIT-Status an die verbleibenden Minderheitsaktionäre zahlen wird. Der Verlust des REIT-Status führt dazu, dass die Befreiung von der Körperschafts- und Gewerbesteuer endet und es sich bei der Gesellschaft somit um eine regulär besteuerte Aktiengesellschaft handelt. Entsprechend § 20 der Satzung der Gesellschaft haben die Minderheitsaktionäre einen Anspruch auf Entschädigung im Falle der Beendigung der Steuerbefreiung gemäß § 18 Abs. 3 des REIT-Gesetzes. Diese Entschädigung wurde von KPMG unter

Berücksichtigung des Bewertungsstandards IDW S 1 ermittelt. KPMG hat einen Wert für die Entschädigung vom EUR 2,81 je alstria-Aktie ermittelt. Dieser liegt die Ermittlung eines Ertragswerts vor Verlust des REIT-Status i.H.v. EUR 7,48 bzw. EUR 4,81 nach Verlust des REIT-Status jeweils zum 31. Dezember 2024 zugrunde.²

ValueTrust kommt zu dem Schluss, dass der ermittelte Wert des Eigenkapitals unter Verwendung einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,75 % und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,74 % nach persönlichen Steuern EUR 911,8 Mio. bzw. EUR 5,11 je alstria-Aktie beträgt. In der Sensitivitätsberechnung beträgt der Wert EUR 761,9 Mio. bzw. EUR 4,27 je alstria-Aktie (Tz. 566 des ValueTrust Gutachtens). Dies deckt sich mit dem Bewertungsergebnis von KPMG, das von der Gesellschaft mit ad-hoc Mitteilung vom 13. Dezember 2024 bekannt gemacht wurde.

Die der Ermittlung des Unternehmenswerts zu Grunde liegenden Bewertungsarbeiten hat ValueTrust bis zum 13. Dezember 2024 durchgeführt. Die wesentlichen Ergebnisse zur Bemessung der Barabfindung werden nachfolgend zusammengefasst. Zur näheren Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Barabfindung wird auf das ValueTrust Gutachten verwiesen.

II. Börsenkurs als geeignete Grundlage für die Bemessung der Barabfindung

Der Börsenkurs als marktorientierte Bewertung ist nach der jüngsten höchstrichterlichen Rechtsprechung grundsätzlich für die Bestimmung des wahren Werts der Unternehmensbeteiligung und damit der angemessenen Barabfindung geeignet (BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024, II ZB 5/22; BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21). Nach den Grundsätzen der Rechtsprechung scheidet ein Rückgriff auf den Börsenkurs nur dann aus, wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann. Das kann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum eine Marktengge vorliegt und mit den Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat. Anhaltspunkte für das Vorliegen einer Marktengge können geringe Handelsvolumina, ein Handel nur an wenigen Börsentagen oder ein geringer Streubesitz der Aktien sein. An hinreichender Aussagekraft mangelt es dem Börsenkurs auch dann, wenn unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorliegen oder, wenn kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden.

Die alstria-Aktien wurden im Referenzzeitraum unter anderem im regulierten Markt an den Wertpapierbörse Frankfurt am Main (*Prime Standard*), sowie im Freiverkehr an den Börsenplätzen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München, Stuttgart,

² Vgl. KPMG, alstria Office REIT AG – Gutachtliche Ermittlung eines etwaigen Ausschüttungs nachteils nach § 20 Abs. 2 der Satzung, Hamburg, 2. Dezember 2024.

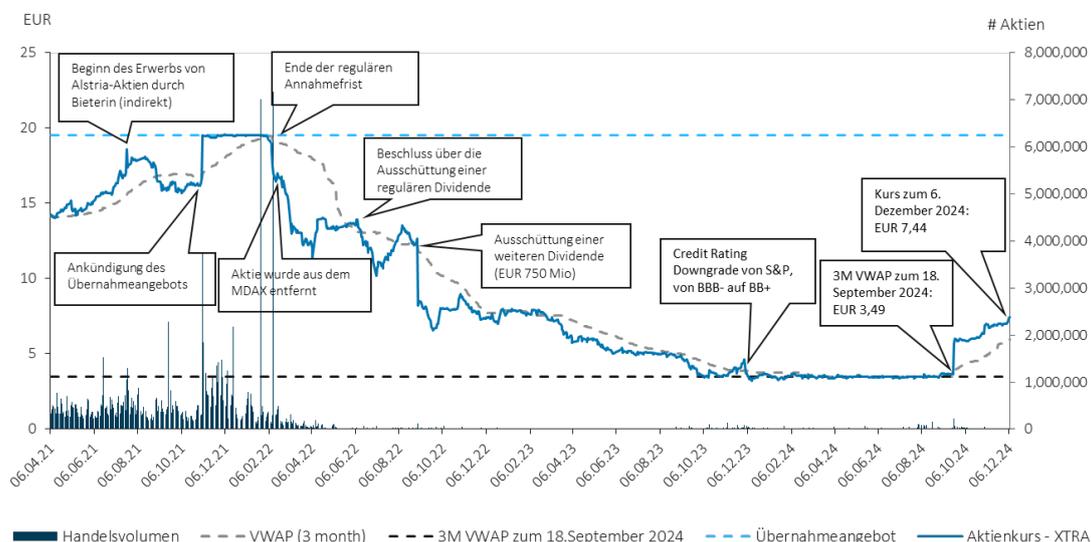
Tradegate Exchange, London, Luxemburg, SIX Swiss Exchange und der Wiener Börse gehandelt

1. Analyse der Liquidität der alstria-Aktien

In der Vergangenheit waren Sprünge im Kursverlauf der alstria-Aktie erkennbar, die im Wesentlichen auf Informationen zu regulären- und Sonderdividendenzahlungen, die Auswirkungen globaler Krisen auf den Zinsmarkt bzw. Büroimmobilienmarkt, wie beispielsweise die globale COVID-19 Pandemie oder der Konflikt in der Ukraine, sowie auf die Veröffentlichungen von Immobilienportfolio- und Bonitätsbewertungen zurückzuführen sind. Das folgende Chart zeigt, wie die alstria-Aktien in den letzten Jahren auf wesentliche Informationen an den Kapitalmarkt reagiert haben.

Aktienkursverlauf der alstria-Aktien

in EUR / in #



Quelle: S&P Capital IQ, ValueTrust Analyse

Insgesamt hat Value Trust in seiner Analyse des Börsenkurses folgende Feststellungen getroffen (Anlage 1 Rdn. 482 ff.)

- Die gesetzlichen Liquiditätskriterien nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV sind erfüllt. Insbesondere fand im Referenzzeitraum an allen Tagen aktiver Handel der alstria-Aktie statt. Es wurde an 66 von 66 möglichen Tagen gehandelt und damit an mehr als einem Drittel der gesamten Handelstage.
- Darüber hinaus wies der Aktienkursverlauf der alstria-Aktie im Referenzzeitraum keine Häufung von nacheinander festgestellten Börsenkursen auf, die um mehr als 5 % voneinander abweichen.

- Nach Vollzug des Übernahmeangebots lag der Streubesitz der alstria-Aktien bei rd. 4,3 % und damit unter dem Grenzwert von 5,0 %.
- Im Referenzzeitraum wurden durchschnittlich rd. 18,1 Tsd. Aktien pro Tag umgesetzt, was einem Anteil von 0,01 % des gesamten Aktienbestands entspricht und damit niedriger ist als 0,018 %. Weiters wurden über den Referenzzeitraum kumuliert rd. 1,2 Mio. Aktien gehandelt. Dies entspricht einem Anteil von 0,67 % in Bezug auf die ausstehenden alstria-Aktien.³

Value Trust hat abschließend festgestellt, 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, fand kontinuierlicher Handel mit der alstria-Aktie statt. Unter Einbezug der Börsenkursentwicklung, die im Wesentlichen durch unternehmensspezifische bzw. gesamtwirtschaftliche Faktoren und nicht von einer grundsätzlich geringen Volatilität vor Ankündigung des Squeeze-out geprägt war, bestehen nach Ansicht von Value Trust keine grundsätzlichen Bedenken gegen die Verwendung des Börsenkurses als Maßstab für die Abfindungsermittlung. Zudem bestehen keine Hinweise auf Marktmanipulation oder Verstöße gegen Publizitätsvorschriften.

2. Ertragswert nach IDW S1

Zur Plausibilisierung der Geeignetheit und Relevanz des Börsenkurses als alleinige Bewertungsmethode wurde von ValueTrust auftragsgemäß der objektivierte Unternehmenswert unter Berücksichtigung der höchstrichterlichen Rechtsprechung und den Verlautbarungen des IDW ermittelt.

ValueTrust hat der Bewertung die Unternehmensplanung für die Jahre 2025 bis 2029 unter der Annahme des Verlustes des REIT Status zugrunde gelegt, die der Vorstand der alstria AG am 5. Dezember 2024 verabschiedet hat und vom Aufsichtsrat am 10. Dezember 2024 genehmigt worden ist.

Die Detailplanungsphase hat ValueTrust um eine 4-jährige Konvergenzphase erweitert, weil sich alstria zum Ende des Detailplanungszeitraums im Geschäftsjahr 2029 noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand befindet. Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, 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.

Bei der Ermittlung eines objektivierten Werts gemäß IDW S 1 ist eine Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorzunehmen. Bei dieser Typisierung

³ Vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Rn. 395.

ist die Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person einzunehmen und die entsprechenden persönlichen Ertragssteuern sind sowohl bei der Ermittlung der zu diskontierenden Cashflow-Größe als auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes zu berücksichtigen (sog. Tax-CAPM).

Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswertmethode gemäß IDW S 1 sind zusätzliche Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote relevant. Zur konsistenten Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen ist es notwendig, die nach den notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm, zu den erforderlichen Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens und zur Kapitalstruktur verbleibenden Ausschüttungen bewertungstechnisch in einen Dividendenanteil und einen Anteil fiktiver Thesaurierungen zu unterscheiden, da Dividenden und Kursgewinne, abgebildet durch fiktive Thesaurierungen, auf Ebene der Anteilseigner effektiv einer unterschiedlichen Steuerlast unterliegen. In der Detailplanungs- und Konvergenzphase wird von einer Vollausschüttung der überschüssigen liquiden Mittel unter Berücksichtigung der durch den Bilanzgewinn begrenzten Ausschüttungsfähigkeit ausgegangen. In der Phase der Ewigen Rente wird von einer aus der Peer Group abgeleiteten Ausschüttungsquote i.H.v. 50 % ausgegangen (vgl. Kapitel 4.5).

ValueTrust hat die finanziellen Überschüsse nach persönlichen Steuern auf Basis der Planungsrechnung und der Konvergenzphase abgeleitet:

In Bezug auf die Kapitalkosten nach Tax-CAPM sind der risikolose Basiszins und die Marktrisikoprämie jeweils nach persönlichen Steuern zu ermitteln. Der risikolose Basiszins nach persönlichen Steuern betrug zum Datum des Gutachtens von ValueTrust 1,84 %. Für Bewertungszwecke ist ValueTrust von einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. von 5,75 % ausgegangen. Bei Berücksichtigung der unmittelbaren Typisierung erfolgt ein Abzug der effektiven persönlichen Steuern auf die wachstumsbedingte Thesaurierung, sodass der Wachstumsabschlag vor persönlichen Steuern i.H.v. 2,00 % in der Nachsteuerbetrachtung 1,74 % beträgt.

Auf Basis eines unverschuldeten Betafaktors von 0,50 ergeben sich folgende verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern:

ValueTrust hat die Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern wie folgt abgeleitet:

	Planung					Konvergenz				TV
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Risikoloser Basiszinssatz (vor pers. Steuern)	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
<i>Persönliche Steuern (26,38%)</i>	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
Risikoloser Basiszinssatz (nach pers. Steuern)	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Marktrisikoprämie (nach pers. Steuern)	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Verschuldeter Betafaktor	1,52	1,37	1,28	1,20	1,11	1,05	1,03	1,01	0,98	0,98
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	10,60%	9,71%	9,20%	8,75%	8,20%	7,88%	7,78%	7,65%	7,47%	7,47%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,74%
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	10,60%	9,71%	9,20%	8,75%	8,20%	7,88%	7,78%	7,65%	7,47%	5,74%

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

Die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern liegen in einer Bandbreite von gerundet 10,6 % bis 7,5 % bzw. bei 5,74 % nach Abzug des Wachstumsabschlag von 1,74 % in der ewigen Rente.

Unter Anwendung eines unverschuldeten Betafaktors von 0,50 nach persönlichen Steuern ergibt sich ein Ertragswert i.H.v. EUR 885,7 Mio. zum 31. Dezember 2024:

Zu dem Ertragswert von EUR 885,7 Mio. sind das auf Minderheiten entfallende Ergebnis und Sonderwerte i.H.v. insgesamt EUR 15,6 Mio. hinzuaddieren. Der Wert des Eigenkapitals der alstria nach persönlichen Steuern zum 31. Dezember 2024 insgesamt EUR 901,3 Mio. und zum 11. Februar 2025 insgesamt EUR 911,8 Mio. Bei einer ausstehenden Anzahl von rd. 178,6 Mio. alstria-Aktien ergibt sich ein Wert i.H.v. EUR 5,11 je alstria-Aktie:

Wert je alstria-Aktie nach persönlichen Steuern

in EUR Mio.

Marktwert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2024	885,7
Sonderwerte	15,6
Wertbeitrag aus steuerlichen Einlagekonto	23,2
Minderheiten	-7,6
Marktwert des Eigenkapitals inkl. Sonderwerte zum 31. Dezember 2024	901,3
Aufzinsungsfaktor	1,01
Marktwert des Eigenkapitals zum 11. Februar 2025	911,8
Anzahl der ausstehenden Aktien (in Mio.)	178,6
Wert je Aktie (in EUR)	5,11

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

3. Andere Bewertungsmethoden

Zur Plausibilisierung des Ertragswerts hat ValueTrust eine vergleichsorientierte Bewertung auf Basis der Multiplikatoren der Peer-Group-Unternehmen unter Verwendung von Analystenschätzungen durchgeführt. Diese durchschnittlichen Schätzungen dienen als repräsentatives Maß für die EBIT- bzw. EBITDA-Erwartung, die der Kapitalmarkt bei der Bewertung der Peer-Group-Unternehmen zugrunde legt. Auch eine Bewertung aufgrund des NAV hat Value Trust vorgenommen.

a) Multiplikatorenbewertung

Für die Ableitung von Multiplikatoren für die alstria hat Value Trust zunächst die Planungsrechnung der Gesellschaft mit den Analystenschätzungen für die Peer Group Unternehmen verglichen. Als geeignete Referenzgrößen wurden Umsatzerlöse aus Vermietung und EBIT, sowie die immobilienpezifische Referenzgröße des NAV-

Multiplikators ausgewählt, um eine möglichst breite Basis für die Multiplikator-Bewertung sicherzustellen.

Die Börsenmultiplikatoren bestehen aus zwei zentralen Komponenten. Zum einen umfassen sie die Mieterlöse- und EBIT-Multiplikatoren, die den gesamten Unternehmensgesamtwert betrachten. Bei der Überleitung vom Unternehmensgesamtwert zum Wert des Eigenkapitals müssen die verzinslichen Verbindlichkeiten i.H.v. EUR 2.445,7 Mio. abgezogen werden.

Die zweite Komponente der Multiplikatorenbewertung ist der NAV-Multiplikator, der den Eigenkapitalwert des Unternehmens widerspiegelt, da das Fremdkapital bereits abgezogen wurde und ausschließlich das Eigenkapital berücksichtigt wird.

Die Wertableitung anhand von Börsenmultiplikatoren (Unternehmensgesamtwert + Eigenkapital Multiplikatoren) ergibt folgendes Bild:

in EUR Mio.

<u>Börsenmultiplikatoren-Bandbreite</u>	Min	Max
Wert des Eigenkapitals (Mieterlöse + EBIT)	441,3	1.005,2
Wert des Eigenkapitals (NAV)	931,9	1.011,3
Wert des Eigenkapitals	441,3	1.011,3
Aktienanzahl in Mio. Stk.	178,6	178,6
Wert je Aktie (in EUR)	2,47	5,66

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

b) NAV Methode

Für die Ermittlung des NAV werden die Zeitwerte der Vermögenswerte addiert und um die Zeitwerte der Schulden gekürzt. Dabei sind auch bilanziell nicht erfasste Vermögenswerte und Schulden zu berücksichtigen. Insbesondere wird der Barwert der (allgemeinen, nicht objektbezogenen) Verwaltungskosten in Abzug gebracht. Auf diese Weise soll ein Zeitwert des Eigenkapitals auf Basis einer Schätzung ermittelt werden.

Den Ausgangspunkt der Ableitung des NAV bildet der Buchwert des Eigenkapitals zum 30. September 2024. i.H.v. EUR 1.452,9 Mio. (Saldo Aktiva – Verbindlichkeiten zum 30. September 2024).

Der Buchwert des Eigenkapitals zum 30. September 2024 enthält bereits von alstria auf Basis des Buchwerts vom 31. Dezember 2023 und der getätigten Investitionen den fortgeschriebenen Wert der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien zum 30. September 2024 i.H.v. EUR 4.070,9 Mio. Auf Grundlage der Neubewertung des Portfolios zum 31. Dezember 2024 durch den Immobiliengutachter BNP musste der Buchwert der Immobilien auf den ermittelten Wert von EUR 4.142,7 Mio. angepasst

werden. Bei der BNP Bewertung handelt es sich um die Ermittlung des Fair Value der Immobilien für Rechnungslegungszwecke gemäß IFRS. Dies ist eine Einzelbewertung der 106 Immobilienobjekte der alstria.

ValueTrust hat auf diesen Buchwert Anpassungen vorgenommen:

- Die Verwaltungskosten enthalten Holdingkosten, die nicht objektspezifisch sind und daher nicht in der BNP-Bewertung der Immobilien enthalten sind. Diese Holdingkosten setzen sich aus Personalaufwendungen und allgemeinen Verwaltungsaufwand zusammen. Im Jahr 2025 belaufen sich die entsprechenden Aufwendungen auf EUR 11,1 Mio. für Verwaltungsaufwand (exklusive Abschreibungen) und EUR 11,9 Mio. für Personalaufwand. Insgesamt ergibt sich gemäß der verabschiedeten Unternehmensplanung eine Summe von EUR 23,0 Mio. im Jahr 2025. Der Barwert der zukünftigen Verwaltungskosten wurde von ValueTrust unter Verwendung der unverschuldeten Eigenkapitalkosten als Diskontierungssatz ermittelt.
- Da mit Entfall des REIT Status alstria der Körperschafts- und Gewerbesteuer unterliegt, ist bei der Betrachtung des NAV die entsprechende Steuerbelastung zu berücksichtigen. Die Steuerbelastung unter der Annahme der sofortigen Veräußerung aller Immobilien zum angepassten Bilanzbuchwert führt zu einer latenten Steuerverbindlichkeit i.H.v. EUR 373,9 Mio. KPMG hat für die Ermittlung der REIT Abfindung den Ertragswert vor und nach Verlust des REIT-Status ermittelt. Der Unterschiedsbetrag i.H.v. EUR 501,8 Mio. bzw. EUR 2,81 pro Aktie entspricht im Wesentlichen der Abnahme des Unternehmenswerts der alstria aufgrund der anfallenden Steuerbelastung. Insofern kann dieser Wert bei den erforderlichen Anpassungen anstatt der latenten Steuerverbindlichkeit in Abzug gebracht werden. Dies ist eine sachgerechte Annahme, da die Minderheitsaktionäre diesen Betrag von der Gesellschaft vor dem Squeeze-out tatsächlich ausgezahlt bekommen haben.
- Aktive latente Steuern i.H.v. EUR 5,8 Mio. müssen vom Buchwert des Eigenkapitals abgezogen werden.

Auf Basis der durchgeführten Anpassungen hat ValueTrust eine Bandbreite des NAV von EUR 720,2 Mio. bis EUR 903,3 Mio. ermittelt, was einer Bandbreite des Werts je Aktie von EUR 4,03 bis EUR 5,06 entspräche.

III. Bestimmung der angemessenen Barabfindung

Aufgrund der Vorgaben der Rechtsprechung und den Börsenkurs Analysen von ValueTrust kann die Barabfindung auf den 3M-VWAP vor der Ankündigung des Squeeze-out am 18. September 2024 gestützt werden. Der 3M-VWAP beträgt EUR 3,49.

Zwischen der Durchführung des Squeeze-outs und dem Wegfall des REIT-Status bestehen ein zeitlicher und sachlicher Zusammenhang. Die Methode zur Ermittlung der Ausgleichszahlung aufgrund des Verlusts des REIT-Status, die Anfang Januar 2025 ausgezahlt wird, ist durch die Satzung der Gesellschaft vorgegeben und beläuft sich auf EUR 2,81. Zugunsten der Minderheitsaktionäre hat BPG Holdings als Hauptaktionär entschieden, die Barabfindung anstelle des 3M-VWAP auf den nach IDW S-1 ermittelten Ertragswert von EUR 5,11 zu stützen. Die Methode zur Ermittlung der Abfindung ist konsistent mit der Ermittlung der Ausgleichszahlung aufgrund des Verlusts des REIT-Status. Eine rechtliche Verpflichtung für diese Entscheidung gibt es nicht, weil es kein Meistbegünstigungsprinzip gibt.

Die Minderheitsaktionäre erhalten daher insgesamt EUR 7,92.

Die Hauptaktionärin hält den NAV hingegen nicht für eine angemessene Methode für die Bestimmung der Abfindung aufgrund des Squeeze-outs. Dies gilt unabhängig davon, wie dieser Wert ermittelt oder angepasst wird.

Für die Ermittlung der angemessenen Abfindung für den Verlust der Beteiligung an einem Unternehmen ist nach Ansicht der Hauptaktionärin generell entweder auf den Börsenkurs, der die Einschätzung der Ertragskraft und der Risiken des Geschäftsmodells durch den Kapitalmarkt spiegelt, oder auf den Barwert der zukünftigen finanziellen Überschüsse der Gesellschaft abzustellen, nicht aber auf die Summe der singulären Überschüsse ihrer einzelnen Vermögenswerte. Die zukünftigen Überschüsse einer Immobiliengesellschaft hängen nicht von dem für Rechnungslegungszwecke gemäß IFRS ermittelten Fair Value der einzelnen Immobilien ab. Sie hängen davon ab, welche finanziellen Überschüsse die Gesellschaft mit dem Immobilienportfolio zukünftig zu realisieren plant.

Hier sind auf Gesellschaftsebene die Verfügbarkeit von Kapital zur Finanzierung von Investitionen und die damit verbundenen Objektveräußerungen, langfristige Instandhaltungsinvestitionen in die Objekte, Holding- und Entwicklungskosten und insbesondere auch anfallende Unternehmenssteuern zu berücksichtigen. Diese Faktoren werden nur bei einer Gesamtbetrachtung des Unternehmens aufgrund der Unternehmensplanung erfasst. Zudem werden die Zuflüsse an die Aktionäre durch die Steuerbelastung der zukünftigen Erträge auf Ebene des Unternehmens bzw. der einzelnen Tochtergesellschaften vermindert. Die Steuerbelastung kann auf Ebene der einzelnen Vermögenswerte nicht erfasst werden, da diese nicht Steuersubjekt sind. Steuern, die die finanziellen Überschüsse für alle Aktionäre mindern, werden nicht vollständig erfasst. Das gilt insbesondere im vorliegenden Fall, in dem bereits eine Entschädigung für den Wegfall des REIT Status gezahlt worden ist. Diese Entschädigung gleicht den Verlust der Steuerprivilegierung aus.

Bei der nachfolgenden Bewertung für die Bestimmung der Abfindung für den Verlust der Unternehmensbeteiligung durch den Squeeze-out muss dann aber die Steuerlast, der das Unternehmen für die Zukunft unterliegt, erfasst werden. Es darf nicht eine Bewertungsmethode gewählt werden, bei der das nicht oder nur teilweise der Fall ist. Es muss der Grundsatz der Methodengleichheit gelten.

H Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung

Die Angemessenheit der Barabfindung wurde nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG durch die IVA als gerichtlich ausgewählter und bestellter Prüfer geprüft. Die IVA erstattet über das Ergebnis dieser Prüfung gesondert einen schriftlichen Bericht.

Wenn Minderheitsaktionäre dennoch der Auffassung sein sollten, die von der Hauptaktionärin festgelegte Höhe der Barabfindung sei unangemessen niedrig, besteht die Möglichkeit, die Angemessenheit in einem Spruchverfahren nach § 327f Satz 2 AktG und dem Spruchverfahrensgesetz überprüfen zu lassen. Ein Antrag gemäß § 327f Satz 2 AktG i.V.m. § 1 Nr. 4 SpruchG kann gemäß § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 SpruchG nur binnen drei Monaten seit dem Tag gestellt werden, an dem die Übertragung aller Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin durch Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister des Amtsgericht Hamburg wirksam geworden ist. Die Frist wird auch dann gewahrt, wenn der Antrag bei einem sachlich oder örtlich unzuständigen Gericht eingereicht wird, § 4 Abs. 1 Satz 3 SpruchG. Für das Spruchverfahren besteht Anwaltszwang, § 5a SpruchG.

Gemäß § 13 Satz 2 SpruchG wirkt die gerichtliche Entscheidung auch für und gegen die übrigen Minderheitsaktionäre. Sollte das Gericht somit feststellen, dass die durch die BPG Holdings festgelegte Barabfindung unangemessen ist, können alle ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre der Gesellschaft von der BPG Holdings die erhöhte Barabfindung verlangen.

BPG Holdings Bermuda Limited
vertreten durch / represented by

Unterschrift / Signature: James Bodi

Name: James Bodi

Position / Title: Director

Anlage 1
Gutachtliche Stellungnahme
der ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH

VALUETRUST

Gutachtliche Stellungnahme

Ermittlung des Werts des Eigenkapitals der

alstria office REIT-AG, Hamburg

zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung
im Zusammenhang mit der geplanten Übertra-
gung der Aktien der Minderheitsaktionäre ge-
mäß §§327a ff. AktG

zum 11. Februar 2025

Inhaltsübersicht

1	Auftrag und Auftragsdurchführung	12
1.1	Auftrag.....	12
1.2	Auftragsdurchführung	14
2	Bewertungsobjekt.....	16
2.1	Rechtliche und steuerliche Verhältnisse.....	16
2.2	Unternehmenshistorie.....	20
2.3	Wirtschaftliche Grundlagen.....	21
2.3.1	Geschäftsmodell	21
2.3.2	Unternehmensstrategie.....	27
2.3.3	Makroökonomische Situation und Ausblick.....	28
2.3.4	Markt- und Wettbewerbsumfeld.....	33
2.3.5	Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage	45
2.3.6	SWOT-Analyse	57
2.3.7	Vergleichsunternehmen (Peer Group-Unternehmen)	64
3	Allgemeine Bewertungsgrundsätze	73
3.1	Abfindungsermittlung nach §327 AktG.....	73
3.2	Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA.....	75
3.3	Bewertung anhand der Ertragswert- oder DCF-Methode	77
3.3.1	Ermittlung des Ertragswerts (nach persönlichen Steuern)	78
3.3.2	Ermittlung des DCF-Werts (vor persönlichen Steuern).....	79
3.3.3	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	81
3.3.4	Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1 und DVFA.....	82
3.3.5	Liquidationswert und Net Asset Value.....	83
4	Unternehmensplanung des Bewertungsobjekts.....	88

4.1	Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung	88
4.2	Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung.....	91
4.3	Analyse der Planungstreue	92
4.4	Analyse der Planungsrechnung.....	95
4.4.1	Umsatzerlöse	95
4.4.2	Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT).....	98
4.4.3	Finanzergebnis.....	102
4.4.4	Außerordentliches Ergebnis.....	103
4.4.5	Ertragsteuern.....	103
4.4.6	Jahresergebnis	104
4.4.7	Bilanzplanung.....	105
4.4.8	Ergebnis zur Analyse der Planungsrechnung	110
4.5	Konvergenz- und Fortführungsphase	111
4.5.1	Konvergenzphase.....	112
4.5.2	Fortführungsphase	116
4.5.3	Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber	118
5	Kapitalkosten	120
5.1	Eigenkapitalkosten.....	120
5.1.1	Risikoloser Basiszins.....	121
5.1.2	Risikozuschlag	122
5.2	Wachstumsabschlag	130
6	Unternehmensbewertung	131

6.1	Börsenkurs	131
6.2	Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern gemäß DVFA.....	140
6.2.1	DCF-Wert	141
6.2.2	Sonderwerte	142
6.2.3	Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern	142
6.2.4	Sensitivitätsrechnung vor persönlichen Steuern	142
6.3	Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1	144
6.3.1	Ertragswert	144
6.3.2	Sonderwerte	146
6.3.3	Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1	147
6.3.4	Sensitivitätsrechnung nach persönlichen Steuern	147
6.4	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	148
6.4.1	Bewertung anhand vergleichbarer börsennotierter Unternehmen	149
6.4.2	Bewertung anhand vergleichbarer Transaktionen.....	156
6.5	Net Asset Value.....	160
6.6	Fazit zum Wert des Eigenkapitals	163
6.7	Würdigung der Bewertungsergebnisse	164
7	Anlagen.....	166
7.1	Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen	166
7.2	Peer Group-Auswahl.....	167
7.3	Gewinn- und Verlustrechnung inkl. bewertungstechnische Anpassungen alstria	168
7.4	Bilanz inkl. bewertungstechnische Anpassungen alstria	169
7.5	Kapitalflussrechnung	170
7.6	Definition wesentlicher Kennzahlen	171

Inhaltsverzeichnis

1	Auftrag und Auftragsdurchführung	12
1.1	Auftrag	12
1.2	Auftragsdurchführung	14
2	Bewertungsobjekt.....	16
2.1	Rechtliche und steuerliche Verhältnisse.....	16
2.2	Unternehmenshistorie.....	20
2.3	Wirtschaftliche Grundlagen.....	21
2.3.1	Geschäftsmodell	21
2.3.2	Unternehmensstrategie.....	27
2.3.3	Makroökonomische Situation und Ausblick.....	28
2.3.3.1	Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts	28
2.3.3.2	Entwicklung der Verbraucherpreisindizes	31
2.3.4	Markt- und Wettbewerbsumfeld.....	33
2.3.4.1	Entwicklung der Immobilienmärkte in Europa.....	33
2.3.4.2	Entwicklung der Immobilienmärkte in Deutschland	35
2.3.4.3	Entwicklung des Büroimmobilienmarktes in Deutschland.....	38
2.3.4.4	Langfristige Trends im deutschen Immobilienmarkt	44
2.3.4.5	Marktposition	44
2.3.5	Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage	45
2.3.5.1	Ertragslage	45
2.3.5.2	Vermögens- und Finanzlage	52
2.3.6	SWOT-Analyse	57
2.3.6.1	Stärken.....	57
2.3.6.2	Schwächen.....	58
2.3.6.3	Gelegenheiten	59
2.3.6.4	Gefahren.....	60
2.3.6.5	Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil	62
2.3.7	Vergleichsunternehmen (Peer Group-Unternehmen).....	64
2.3.7.1	Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group-Unternehmen.....	64
2.3.7.2	Peer Group-Übersicht.....	66
3	Allgemeine Bewertungsgrundsätze	73

3.1	Abfindungsermittlung nach §327 AktG.....	73
3.2	Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA.....	75
3.3	Bewertung anhand der Ertragswert- oder DCF-Methode	77
3.3.1	Ermittlung des Ertragswerts (nach persönlichen Steuern)	78
3.3.2	Ermittlung des DCF-Werts (vor persönlichen Steuern).....	79
3.3.3	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	81
3.3.4	Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1 und DVFA.....	82
3.3.5	Liquidationswert und Net Asset Value	83
4	Unternehmensplanung des Bewertungsobjekts.....	88
4.1	Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung.....	88
4.2	Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung.....	91
4.3	Analyse der Planungstreue	92
4.4	Analyse der Planungsrechnung.....	95
4.4.1	Umsatzerlöse	95
4.4.2	Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT).....	98
4.4.3	Finanzergebnis.....	102
4.4.4	Außerordentliches Ergebnis.....	103
4.4.5	Ertragsteuern.....	103
4.4.6	Jahresergebnis	104
4.4.7	Bilanzplanung.....	105
4.4.8	Ergebnis zur Analyse der Planungsrechnung	110
4.5	Konvergenz- und Fortführungsphase	111
4.5.1	Konvergenzphase.....	112
4.5.2	Fortführungsphase	116
4.5.3	Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber	118
5	Kapitalkosten	120
5.1	Eigenkapitalkosten.....	120
5.1.1	Risikoloser Basiszins.....	121
5.1.2	Risikozuschlag	122
5.2	Wachstumsabschlag	130
6	Unternehmensbewertung	131

6.1	Börsenkurs	131
6.2	Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern gemäß DVFA.....	140
6.2.1	DCF-Wert	141
6.2.2	Sonderwerte	142
6.2.3	Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern	142
6.2.4	Sensitivitätsrechnung vor persönlichen Steuern	142
6.3	Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1	144
6.3.1	Ertragswert	144
6.3.2	Sonderwerte	146
6.3.3	Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1	147
6.3.4	Sensitivitätsrechnung nach persönlichen Steuern	147
6.4	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	148
6.4.1	Bewertung anhand vergleichbarer börsennotierter Unternehmen	149
6.4.2	Bewertung anhand vergleichbarer Transaktionen.....	156
6.5	Net Asset Value.....	160
6.6	Fazit zum Wert des Eigenkapitals	163
6.7	Würdigung der Bewertungsergebnisse	164
7	Anlagen.....	166
7.1	Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen	166
7.2	Peer Group-Auswahl.....	167
7.3	Gewinn- und Verlustrechnung inkl. bewertungstechnische Anpassungen alstria	168
7.4	Bilanz inkl. bewertungstechnische Anpassungen alstria	169
7.5	Kapitalflussrechnung	170
7.6	Definition wesentlicher Kennzahlen	171

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung		Bedeutung
AG	=	Aktiengesellschaft
AktG	=	Aktiengesetz
APV	=	Adjusted Present Value
BaFin	=	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	=	Bundesgerichtshof
BIP	=	Bruttoinlandsprodukt
BVerfG	=	Bundesverfassungsgericht
BvR	=	Aktenzeichen des Bundesverfassungsgerichts
CAC 40 ESG	=	Cotation Assistée en Continu (ESG-Index Frankreich)
CAGR	=	Compound Annualised Growth Rate
CAPEX	=	Capital Expenditures
CAPM	=	Capital Asset Pricing Model
CDAX	=	Composite DAX
CDP	=	Carbon Disclosure Project
DAX	=	Deutscher Aktienindex
DCF	=	Discounted Cashflow
DVFA	=	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
EBIT	=	(Operatives) Ergebnis vor Zinsen und Steuern
EBITDA	=	(Operatives) Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen
EBT	=	(Operatives) Ergebnis vor Steuern
EPRA	=	European Public Real Estate Association

EUR	=	Euro
EZB	=	Europäische Zentralbank
FAUB	=	Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
FBI	=	Fiscale Beleggingsinstelling Fiscale Beleggingsinstelling (niederländischer steuerrechtlicher Status)
FFO	=	Funds from Operations
FTSE 250	=	Financial Times Stock Exchange 250 Index
GFC	=	Groupement pour le Financement de la Construction
GmbH	=	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GPE	=	Great Portland Estates plc
GRESB	=	Global Real Estate Sustainability Benchmark
GuV	=	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	=	Handelsgesetzbuch
IDW	=	Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	=	IDW Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008)
IFRS	=	International Financial Reporting Standards
ISIN	=	International Securities Identification Number
IWF	=	Internationaler Währungsfonds
KAGB	=	Kapitalanlagegesetzbuch
LTM	=	Last twelve months
LTV	=	Loan-to-Value
m ²	=	Quadratmeter
ManCo	=	Managementgesellschaft
MDAX	=	Midcap-DAX

VALUETRUST

Mio.	=	Millionen
Mrd.	=	Milliarden
MRP	=	Marktrisikoprämie
MSCI	=	Morgan Stanley Capital International
NAV	=	Net Asset Value
NN	=	Double Net Mietvertrag
NTA	=	Net Tangible Assets Value
OECD	=	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
REIT	=	Real Estate Investment Trust
REITG	=	REIT-Gesetztes
S&P	=	Standard & Poor's (Ratingagentur)
S&P 500	=	Standard & Poor's 500 (amerikanischer Aktienindex)
S.A.	=	Société Anonym
S.à.r.l	=	Société à responsabilité limitée
SBTi	=	Science Based Targets Initiative
SDAX	=	Small-Cap-DAX
SE	=	Societas Europaea
SWOT-Analyse	=	Modell zur Analyse von Stärken und Schwächen des Geschäftsmodells sowie Gelegenheiten und Gefahren des Markt- und Wettbewerbsumfelds
TCF	=	Total Cashflow
Tsd.	=	Tausend
TV	=	Terminal Value
USA	=	United States of America
VWAP	=	Volumen-Weighted Average Price

WACC = Weighted Average Cost of Capital

WAULT = Weighted Average Unexpired Lease Term (durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge)

1 AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

1.1 AUFTRAG

1. Mit Schreiben vom 13. August 2024 haben uns die BSREP III Fornax Pooling L.P. („BSREP III“) und die BSREP IV Alexandrite Pooling L.P. („BSREP IV“), (zusammen im Folgenden „BSREP LP“ oder „Auftraggeber“), die ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München („ValueTrust“), beauftragt, im Zusammenhang mit einer möglichen Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der alstria office REIT-AG, Hamburg („alstria AG“ als Gesellschaft und „alstria“ als alstria office REIT-AG inklusive aller Konzerngesellschaften) gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung und somit den Ausschluss der Minderheitsaktionäre („Squeeze Out“) nach §§ 327a ff. AktG¹ eine Gutachtliche Stellungnahme über den Wert des Eigenkapitals der alstria AG und die anzubietende angemessene Barabfindung („Abfindung“) zu erstellen. Am 18. September hat die BPG Holdings Bermuda Limited („BPG Holdings“), ebenfalls wie die Auftraggeber, eine Tochtergesellschaft der Brookfield Corporation (der „Mehrheitsaktionär“ oder „Brookfield“) ein Übertragungsverlangen gemäß §§ 327a ff. AktG gestellt.
2. Der Bewertungsanlass ist die Durchführung des aktienrechtlichen Squeeze Outs der Minderheitsaktionäre der alstria AG durch deren Mehrheitsgesellschafter BPG Holdings. In diesem Zusammenhang unterstützen wir die Geschäftsführung der BSREP LP bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327 a AktG.
3. Die BPG Holdings hat am 13. Dezember 2024 das förmliche Verlangen im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der alstria AG gerichtet, eine außerordentliche Hauptversammlung der Gesellschaft einzuberufen und diese Hauptversammlung über die Übertragung der alstria-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die BPG Holdings gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen.
4. Der Squeeze Out bedarf der Zustimmung der Hauptversammlung der alstria AG, die am 11. Februar stattfinden soll. Der Tag der Hauptversammlung ist auch der Bewertungsstichtag.
5. Die Gutachtliche Stellungnahme soll die Grundlage für den „Bericht der BPG Holdings als Hauptaktionärin der alstria office REIT-AG über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der alstria office REIT-AG auf die BPG Holdings sowie über die Angemes-

¹ Zur Anwendbarkeit des Rechts des Sitzstaates vgl. Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), ABl. Nr. L 294 S. 1. („SE-VO“). Im Folgenden wird bei der Bezugnahme auf die für nationale Aktiengesellschaften geltenden Gesetze auf den Verweis zur SE-VO verzichtet.

senheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 des Aktiengesetzes“ („Übertragungsbericht“) sein, der im Zusammenhang mit der Einladung zur beschlussfassenden außerordentlichen Hauptversammlung der alstria AG veröffentlicht wird.

6. Zur Ermittlung der Barabfindung haben wir bei der Auftragsdurchführung primär die höchstgerichtliche Rechtsprechung in Bezug auf die Relevanz des Börsenkurses der alstria AG berücksichtigt und eine entsprechende Analyse des Börsenkurses und der Liquidität der Aktien der alstria AG („alstria-Aktie“) vorgenommen.
7. Darüber hinaus haben wir Bandbreiten des Unternehmenswerts der alstria AG auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden ermittelt. Zur Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts haben wir die Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (im Folgenden auch „IDW“), insbesondere den IDW Standard 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (in der Fassung vom 2. April 2008, im Folgenden „IDW S 1“) berücksichtigt. Im Sinne dieser Verlautbarung geben wir unsere Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines neutralen Gutachters ab. Neben den Grundsätzen des objektivierte Unternehmenswerts nach IDW S 1 berücksichtigen wir die in der deutschen Rechtsprechung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen entwickelten Grundsätze der Unternehmensbewertung.
8. Der gemäß IDW S 1 in dieser Gutachtlichen Stellungnahme als neutraler Gutachter ermittelte Wert des Eigenkapitals stellt einen intersubjektiv nachprüfaren Zukunftserfolgswert dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren ergibt (sog. „objektivierte Unternehmenswert“). Auftragsgemäß haben wir im Einklang mit dem IDW S 1 und der Rechtsprechung eine Plausibilisierung der Planungsrechnung durchgeführt und dabei u.a. den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ beachtet.
9. Des Weiteren haben wir die „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (Stand: Dezember 2012, „DVFA-Empfehlungen“) berücksichtigt. Im Sinne der DVFA-Empfehlungen geben wir unsere Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines unabhängigen Sachverständigen ab. Die DVFA-Empfehlungen zielen auf die Bestimmung des Verkehrswerts ab und gehen dabei vom Bewertungskonzept des markttypischen Unternehmenserwerbers als Typisierungsmaßstab für die Bestimmung des Fundamentalwerts aus. Damit wird für die Wertermittlung aus Sicht des Unternehmenserwerbers stärker die empirisch verbreitete Herangehensweise realer Unternehmenserwerber herangezogen.
10. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit, auch im Verhältnis zu Dritten, gelten die im Auftragschreiben dokumentierten Auftragsbedingungen. Diese Gutachtliche Stellungnahme dient ausschließlich für die interne Verwendung durch die Auftraggeber sowie zum Zwecke der Durchführung des Squeeze Outs. Die interne Verwendung umfasst neben Informationszwecken für den Vorstand und den Aufsichtsrat der alstria AG, den Mehrheitsaktionär und den Co-Investor auch die Veröffentlichung im Zusammenhang mit der Vorbereitung

und Durchführung der außerordentlichen Hauptversammlung der alstria AG sowie die Verwendung im Zusammenhang mit sich potentiell verbundenen Gerichtsverfahren, vorausgesetzt unsere Gutachtliche Stellungnahme wird vollständig und mit allen Anhängen weitergegeben. Ferner dient unsere Gutachtliche Stellungnahme als Grundlage für den Übertragungsbericht der Geschäftsführung der BPG Holdings, der sich auf unsere Gutachtliche Stellungnahme bezieht und diese teilweise oder vollständig wiedergeben darf.

11. Darüber hinaus darf diese Gutachtliche Stellungnahme Dritten nicht ohne unsere vorherige schriftliche Einwilligung zugänglich oder bekannt gemacht werden. In keinem Fall, gleichgültig, ob eine Einwilligung erteilt wurde oder nicht, übernehmen wir gegenüber Dritten Haftung für die Gutachtliche Stellungnahme.

1.2 AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

12. Wir haben unsere Arbeiten bis zum 13. Dezember 2024 in unseren Büroräumen durchgeführt. Für die Auftragsdurchführung standen uns im Wesentlichen die in Anlage 1 „Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen“ genannten Informationen zur Verfügung. Der Wertermittlung liegt ein Kenntnisstand bezogen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bewertungsobjekts sowie dessen zukünftige Entwicklung zum 13. Dezember 2024 und Kapitalmarktdaten zum 6. Dezember 2024 („Kapitalmarktdaten-Stichtag“) zugrunde.
13. Darüber hinaus haben wir im Rahmen unserer Plausibilisierungshandlungen Gespräche mit dem Vorstandsvorsitzenden der alstria AG, Olivier Elamine, über die allgemeine Geschäftstätigkeit, die aktuelle und prognostizierte finanzwirtschaftliche Lage sowie die zukünftige strategische Ausrichtung der alstria geführt und in diesem Zusammenhang mündliche Informationen und Erläuterungen der alstria sowie deren Beratern erhalten.
14. Grundsätzlich basiert unsere Wertermittlung auf den für die Bewertung zur Verfügung gestellten Unterlagen der alstria. Dabei wurden erhaltene Informationen von uns kritisch gewürdigt, jedoch keiner Prüfung im Sinne einer Jahresergebnisprüfung nach §§ 316 ff. HGB unterzogen.
15. Die gesetzlichen Vertreter der alstria AG sowie die gesetzlichen Vertreter der BPG Holdings haben uns gegenüber zum 13. Dezember 2024 eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns alle Angaben, die für die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme von Bedeutung sind, richtig und vollständig erteilt wurden.
16. Wir betonen, dass sich üblicherweise Unterschiede zwischen den erwarteten und den tatsächlich erzielten Ergebnissen ergeben, da Ereignisse anders als ursprünglich geplant eintreten können. Diese Unterschiede können wesentlich sein. Daher übernehmen wir keine Haftung und Verantwortung für den Eintritt der in der Planungsrechnung unterstellten Annahmen und Ergebnisse und/oder die durchzuführenden Maßnahmen sowie das Ergebnis der unternehmeri-

schen Aktivität. Gleichfalls tätigen wir keine Aussage zu der Erreichbarkeit der Planungsergebnisse sowie der Richtigkeit und Vollständigkeit der in der Planungsrechnung unterstellten Annahmen, Ergebnisse und Informationen.

17. Wir weisen darauf hin, dass die nachfolgend dargestellten Berechnungen zur Ableitung der Unternehmenswerte grundsätzlich in Millionen Euro mit einer Nachkommastelle ausgewiesen werden. Das Ergebnis unserer Berechnungen haben wir entsprechend gerundet. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgten, kann die Addition bzw. Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- bzw. Gesamtsummen führen.

2 BEWERTUNGSOBJEKT

18. Die Definition bzw. Abgrenzung des Bewertungsobjekts ist Grundlage jeder Unternehmensbewertung. Um die Wachstumschancen, Planungsrechnungen und das Risikopotenzial des zu bewertenden Unternehmens beurteilen zu können, ist es notwendig, den historischen Hintergrund, das Geschäftsmodell und die Marktstellung der Gesellschaft zu verstehen. Im Folgenden werden zunächst die rechtlichen und steuerlichen Verhältnisse sowie die Unternehmenshistorie dargestellt. Anschließend werden die wirtschaftlichen Verhältnisse, das Geschäftsmodell, die Unternehmensstrategie und das Markt- und Wettbewerbsumfeld erläutert. Unter Einbezug der historischen Ertrags- und Vermögenslage der letzten drei Geschäftsjahre vor dem Bewertungsstichtag werden dann die Stärken und Schwächen des Geschäftsmodells von alstria sowie die Gelegenheiten und Gefahren des Marktumfelds herausgearbeitet, um auf dieser Basis das Chancen-Risiko-Profil von alstria zu konkretisieren (SWOT-Analyse). In Verbindung mit der Darstellung vergleichbarer Unternehmen (Peer Group) bildet dies einen geeigneten Ausgangspunkt für die Einschätzung der Planungsrechnung im Hinblick auf die Höhe und das zeitliche Anfallen der von Prognoseunsicherheit geprägten Cashflows, deren Risikoprofil sowie der Ableitung der kapitalmarktbasierenden Bewertungsprämissen.

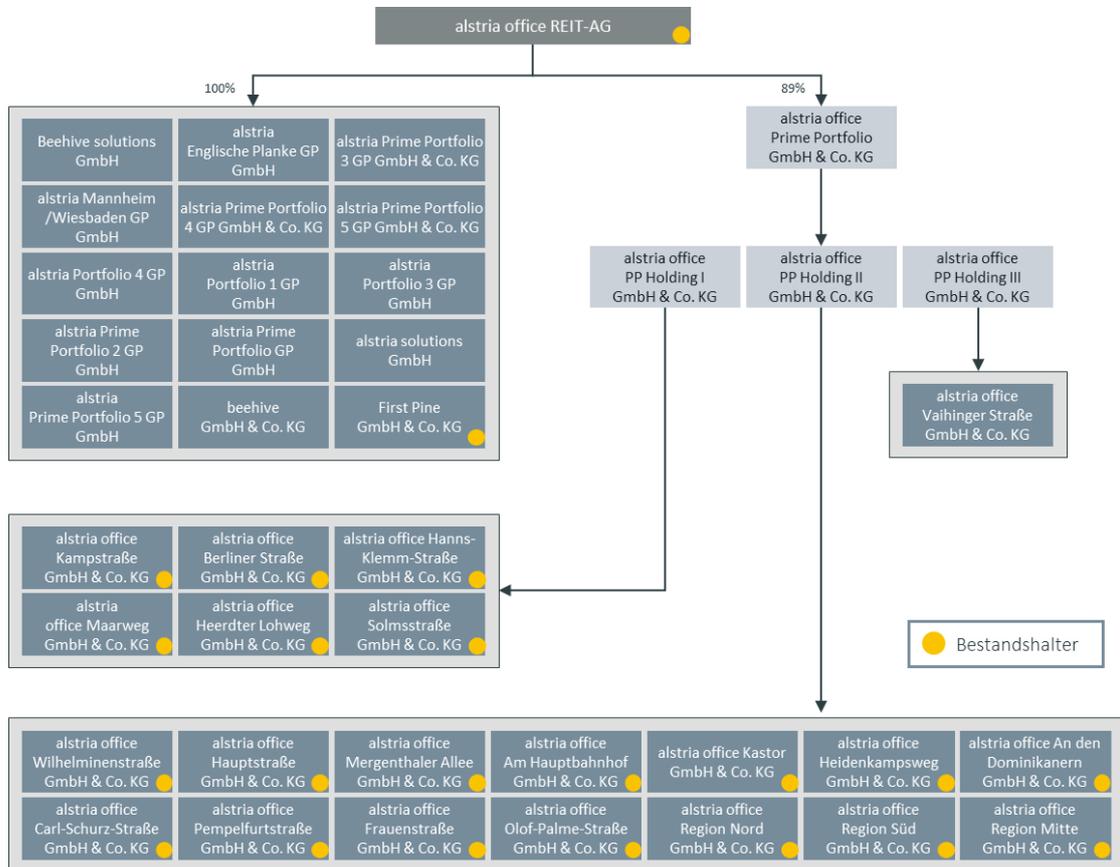
2.1 RECHTLICHE UND STEUERLICHE VERHÄLTNISSE

19. Bei dem Bewertungsobjekt handelt es sich um die alstria office REIT-AG („alstria AG“) zusammen mit ihren Tochtergesellschaften („alstria“), mit Sitz in der Steinstraße 7, Hamburg, Deutschland. alstria plant eine Umstrukturierung in dessen Rahmen der Hauptsitz nach Luxemburg verlegt werden soll.
20. Die alstria AG ist bis zum 31. Dezember 2024 eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft in der Form eines Real Estate Investment Trust (REIT) im Sinne des deutschen REIT-Gesetzes („REITG“), eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 99204. Zum 1. Januar 2025 wird alstria den REIT-Status verlieren und zu einer regulären Aktiengesellschaft umfirmieren, da die Voraussetzungen des REITG nicht mehr erfüllt wurden.
21. alstria setzte sich zum 30. September 2024² aus der Muttergesellschaft alstria AG sowie 36 direkten und indirekten Tochtergesellschaften zusammen. Betriebliche Entscheidungen werden in der Muttergesellschaft getroffen. Angesichts der bevorstehenden Umstrukturierungen plant alstria AG eine Migration nach Luxemburg, um steuerliche und organisatorische Vorteile

² Gemäß der Q3 Zwischenmitteilung der alstria office REIT-AG zum 30. September 2024

zu nutzen. Diese Umstrukturierung umfasst die mögliche Übertragung administrativer Tätigkeiten in eine separate Managementgesellschaft (ManCo) sowie Anpassungen in der rechtlichen Struktur, um die Effizienz und Steueroptimierung innerhalb des Konzerns zu verbessern.

Organigramm



Quelle: alstria Geschäftsbericht 2023, S. 82f.

22. Zu den zentralen Bestandshaltern gehört, neben der alstria office REIT-AG selbst, die Tochtergesellschaft First Pine GmbH & Co. KG. Darüber hinaus umfassen die Bestandshalter alle Tochtergesellschaften der alstria office PP Holding I GmbH & Co. KG sowie der alstria office PP Holding II GmbH & Co. KG.
23. An der in den Konzernabschluss einbezogenen Tochtergesellschaft alstria office Prime Portfolio GmbH & Co. KG (im Folgenden „alstria office Prime“) sind neben der alstria office REIT-AG weitere Kommanditisten als Minderheitsanteilseigner beteiligt. Aus Konzernsicht sind diese Kommanditanteile nach IFRS als Fremdkapital auszuweisen. Sie sind in der Konzernbilanz unter dem Posten „Kommanditeinlagen nicht beherrschender Gesellschafter“ ausgewiesen. Die alstria office REIT-AG hält eine Beteiligung von 89% an der alstria office Prime. Die verbleibende Beteiligung von 11% wird von weiteren Kommanditisten als Minderheitsanteilseigner gehalten, wobei davon eine Beteiligung i.H.v. 10% durch eine niederländische Stiftung gehalten wird. Die

Beteiligung der niederländischen Stiftung wurde durch eine langfristige Ausleihung mit einer Laufzeit von 15 Jahren von alstria finanziert.

24. alstria ist ein Büroimmobilienunternehmen mit dem Fokus auf Investitionen in Bürogebäude in den großen deutschen Wirtschaftszentren Hamburg, Düsseldorf, Frankfurt, Stuttgart und Berlin. Das Immobilienportfolio besteht zum 31. Dezember 2024 aus insgesamt 106 Gebäuden mit einer vermietbaren Fläche von 1,4 Mio. Quadratmeter (m²) mit einem Gesamtwert von rd. EUR 4,1 Mrd.
25. Gegenstand des Unternehmens ist gemäß Satzung § 2:
26. Das Unternehmen hat gemäß seiner Satzung den Zweck, Eigentum oder dingliche Nutzungsrechte an inländischem und ausländischem unbeweglichem Vermögen sowie anderen Vermögensgegenständen gemäß REIT-Gesetz zu erwerben, zu halten, zu verwalten (einschließlich Vermietung, Verpachtung und immobiliennaher Hilfstätigkeiten) und zu veräußern. Darüber hinaus umfasst der Unternehmenszweck den Erwerb, das Halten, Verwalten und Veräußern von Anteilen an:
 1. Immobilienpersonengesellschaften,
 2. REIT-Dienstleistungsgesellschaften,
 3. Auslandsobjektgesellschaften und
 4. Kapitalgesellschaften, die als persönlich haftende Gesellschafter von Immobilienpersonengesellschaften auftreten, ohne vermögensmäßig daran beteiligt zu sein.
 5. Diese Tätigkeiten erfolgen im Einklang mit den Bestimmungen des REIT-Gesetzes.
27. Der alleinige Vorstand der alstria AG ist Oliver Elamine (Chief Executive Officer).
28. Der Aufsichtsrat der alstria AG besteht gemäß der Satzung aus vier Mitgliedern, die von der Hauptversammlung gewählt werden. Der Aufsichtsrat ist beschlussfähig, wenn an der Beschlussfassung mindestens drei Mitglieder, einschließlich des Aufsichtsratsvorsitzenden oder seines Stellvertreters, teilnehmen. Die vier aktuellen Aufsichtsratsvorsitzmitglieder sind Brad Hyler (Vorsitzender), Jan Sucharda (stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender), Richards Powers und Becky Worthington.
29. Das Geschäftsjahr von alstria entspricht dem Kalenderjahr.
30. Das Grundkapital von alstria beträgt zum Bewertungsstichtag EUR 178.561.572,00 und ist in 178.561.572 nennwertlose, auf den Inhaber lautende Stammaktien (Stückaktien) eingeteilt. Der Vorstand ist ermächtigt, das Grundkapital von alstria bis zum 05. Juni 2029 (einschließlich) mit Zustimmung des Aufsichtsrats durch Ausgabe neuer, auf den Inhaber lautender Stückaktien gegen Bar- und/ oder Sacheinlagen einmalig oder mehrmals, um bis zu insgesamt EUR 89.280.786,00 zu erhöhen (Genehmigtes Kapital I 2024). Gemäß § 6 Ziffer 1 der Satzung der Gesellschaft gewährt jede Aktie in der Hauptversammlung eine Stimme.
31. Die Aktie der alstria AG (ISIN DE000A0LD2U1) ist seit 2007 an der Börse Frankfurt gelistet. Am 13. Dezember 2021 hat die Alexandrite Lake Lux Holdings S.à r.l. („Alexandrite“) ihre Entscheidung veröffentlicht, den Aktionären der alstria AG anzubieten, ihre auf den Inhaber lautenden

Stückaktien der alstria AG im Wege eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots zu erwerben. Bis zum Ende der Annahmefrist, am 3. Februar 2022 wurde dabei die Gesamtzahl, der für die Mindestannahmeschwelle zu berücksichtigenden alstria-Aktien überschritten und belief sich auf 91,63% des Grundkapitals. Die Gesamtzahl, der für die Mindestannahmeschwelle zu berücksichtigenden alstria-Aktien, wurde bereits am 11. Januar 2022 erstmals erreicht. Dies entsprach einem Anteil von 50,50% des Grundkapitals. Damit war die Gesellschaft erstmalig am 11. Januar 2022 in den Konzernabschluss von Brookfield, der obersten Muttergesellschaft der BPG Holdings, einzubeziehen.

32. Im Zusammenhang mit der Mehrheitsbeteiligung Brookfields an alstria wird alstria zum 1. Januar 2025 ihren REIT-Status verlieren. In diesem Zusammenhang wird Brookfield die Gruppenstruktur restrukturieren, was u.a. eine Migration der alstria nach Luxemburg vorsieht. Mit dem Verlust des REIT-Status wird alstria von den REIT Anforderungen zum Mindesteigenkapital und zur Mindestausschüttung befreit. Zudem wird alstria steuerpflichtig.
33. Darüber hinaus entfallen die Vorgaben zur Zusammensetzung des Vermögens und der Umsätze: Während REIT-Gesellschaften verpflichtet sind, mindestens 75% des Vermögens in unbewegliche Vermögenswerte zu investieren und mindestens 75% des Umsatzes aus Vermietung und Verpachtung zu erzielen, sind diese Anforderungen für alstria nun nicht mehr bindend. Auch die Ausschüttungspflicht, nach der alstria mindestens 90% des Jahresüberschusses als Dividende an die Aktionäre auszahlen muss, wird nicht länger relevant sein.
34. Der Verlust des REIT-Status von alstria führt zudem dazu, dass die Befreiung von der Körperschafts- und Gewerbesteuer endet und es sich bei alstria somit um eine regulär besteuerte Aktiengesellschaft handelt. Entsprechend §20 der Satzung von alstria haben Minderheitsaktionäre einen Anspruch auf Entschädigung im Falle der Beendigung der Steuerbefreiung gemäß §18 Abs. 3 des REIT-Gesetz. Diese Entschädigung wurde von KPMG unter Berücksichtigung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. ermittelt. KPMG hat einen Wert für die Entschädigung je Aktie i.H.v. EUR 2,81 ermittelt. Dieser liegt die Ermittlung eines Ertragswertes vor Verlust des REIT Status i.H.v. EUR 7,48 bzw. EUR 4,81 nach Verlust des REIT Status jeweils zum 31. Dezember 2024 zugrunde.³
35. alstria verfügt zum Bewertungsstichtag 11. Februar 2025 nach dem Verlust des REIT-Status erwartungsgemäß über keine steuerlichen Verlustvorträge.
36. Darüber hinaus führt alstria gemäß § 27 KStG ein steuerliche Einlagekonto, dessen Wert EUR 362,1 Mio. zum 31. Dezember 2023 beträgt.

³ Vgl. KPMG, alstria Office REIT AG Gutachtliche Ermittlung eines etwaigen Ausschüttungsnachteils nach §20 Abs. 2 der Satzung, Hamburg 2. Dezember 2024.

2.2 UNTERNEHMENSHISTORIE

37. Im Jahr 2006 wurde das Immobilienunternehmen alstria office GmbH gegründet. Im Oktober 2007 ging alstria AG als erstes deutsches Immobilienunternehmen an die Frankfurter Börse. Gleichzeitig wurde alstria als erster deutscher REIT (Real Estate Investment Trust) im Handelsregister eingetragen.
38. Im Jahr 2007 hat die alstria bedeutende Schritte in ihrer Entwicklung unternommen. Die Gesellschaft wurde ursprünglich als GmbH gegründet und im Oktober 2007 zur deutschen REIT-AG umgewandelt. Diese Umwandlung wurde rückwirkend zum 1. Januar 2007 wirksam, und der Name wurde in „alstria office REIT-AG“ geändert. Die strategischen Ziele des Unternehmens, die bei der Börsennotierung 2007 bekannt gegeben wurden, mussten jedoch aufgrund der globalen Finanzkrise, die durch die Subprime-Hypothekenkrise in den USA ausgelöst wurde, vorübergehend ausgesetzt werden. Die geplante Expansion des Immobilienportfolios wurde erst 2010 wieder aufgenommen, als sich die Marktbedingungen stabilisierten.
39. Im Jahr 2011 schloss das Unternehmen eine weitere Kapitalerhöhung ab, um die Finanzierung neuer Akquisitionen zu unterstützen. In den darauffolgenden Jahren fuhr alstria mit seiner Expansionsstrategie fort und erwarb eine Vielzahl an Büroimmobilien im gesamten deutschen Markt. Im Jahr 2018 wurde das Unternehmen in den MDAX aufgenommen, was den Aufstieg von alstria in die Riege der großen deutschen Immobilienunternehmen kennzeichnete. Im Jahr 2015 erwarb alstria die DO Deutsche Office AG im Rahmen eines Aktientauschs von der Oaktree Capital Group, LLC um seine Position im deutschen Büroimmobilien-Markt zu stärken.
40. Im Jahre 2022 wurde alstria über ein Investmentvehikel welches von Investmentfonds gehalten wird, die von Brookfield verwaltet werden, von Brookfield übernommen. Nach Ende der ersten Angebotsfrist am 18. Januar 2022 erklärte Brookfield die erfolgreiche Übernahme der Mehrheit der Anteile an der alstria AG und mit dem Ende der zweiten Angebotsfrist am 3. Februar 2022 lag der Anteilsbesitz des neuen Mehrheitsaktionärs bei 91,6%. Seit der Übernahme im Jahr 2022 erhöhte Brookfield den Anteil weiter und hält gemäß der am 29. Dezember 2023 veröffentlichten Stimmrechtsmitteilung direkt und indirekt über verschiedene Gesellschaften und von Brookfield verwaltete Fonds 95,4% der Aktien der alstria AG. Brookfield hat sich dazu verpflichtet, den Vorstand bei der weiteren Umsetzung der Geschäftsstrategie des Unternehmens zu unterstützen und das Wachstum der Firma weiter zu fördern. Insbesondere soll auf der Umsetzung wertsteigernder Modernisierungs- und Neupositionierungschancen liegen, die das Potenzial für eine nachhaltige Wertschöpfung bieten. Hierbei soll ein praxisnahes Asset-Management eingesetzt werden, um das Portfolio zukunftssicher zu gestalten und den fortlaufenden Prozess der Dekarbonisierung voranzutreiben.

2.3 WIRTSCHAFTLICHE GRUNDLAGEN

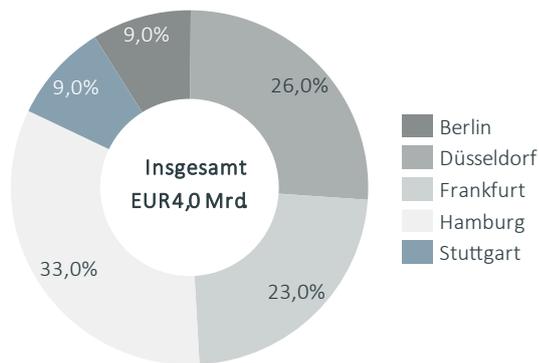
2.3.1 GESCHÄFTSMODELL

41. alstria investiert in Büroimmobilien in den „Top-7“ deutschen Büromärkten und erzielt als langfristig orientierter Bestandshalter der Immobilien im Wesentlichen Einnahmen aus der Vermietung der erworbenen Objekte. Dabei konzentriert sich alstria auf den Erwerb, den Besitz und die Verwaltung von Büroimmobilien in Deutschland.
42. Im Rahmen der Verwaltung der Immobilien ist ein wesentlicher Bestandteil des Geschäftsmodells Immobilien zu modernisieren und hieraus den Leerstand zu reduzieren und höhere Mietpreise zu generieren. Diese Tätigkeit wird durch den opportunistischen An- und Verkauf geeigneter Objekte begleitet. Beim Ankauf liegt der Fokus auf Büroimmobilien mit einer Fläche von idealerweise 5.000 bis 25.000 m², einschließlich denkmalgeschützter Gebäude, Gewerbehöfe und ehemaliger Fabriken. Lange Mietvertragslaufzeiten, hohe Leerstandsdaten oder Instandhaltungs- bzw. Modernisierungsbedarf werden als Teil der Chancen- und Risikobewertung akzeptiert. Dies zeigt sich auch in der Mieterstruktur, bei der über 26% der Mieter staatliche Einrichtungen sind.
43. Für das bestehende Portfolio sind somit zwei Gruppierungen zu unterscheiden:
 - **Bestandsportfolio:** Hierzu zählen angekaufte, ältere Bestandsgebäude, die vermietet, aber noch nicht weiterentwickelt wurden, sowie Objekte die bereits vermietet und fertig weiterentwickelt wurden. Für diese Objekte fallen während der Vermietung vergleichsweise geringe Instandhaltungsaufwendungen und Investitionen an.
 - **Entwicklungsportfolio:** Objekte, deren Mietverträge ausgelaufen sind und die einer Modernisierung unterzogen werden. Dabei wird in größerem Umfang in die Gebäude investiert, um diese auf einen modernen und attraktiven Stand für potentielle Mieter zu führen. Nach Abschluss der Entwicklung und Neuvermietung werden diese Gebäude zurück in das Bestandsportfolio transferiert. Je nach Marktbedingungen können diese opportunistisch veräußert werden, um die Rendite der durchgeführten Entwicklungsmaßnahmen zu realisieren.

44. Der Immobilienbestand von alstria verteilt sich über fünf der „Top-7“-Städte Deutschlands. Ende des Jahres 2024 verteilte sich der Immobilienbestand in % des beizulegenden Zeitwerts von alstria in Deutschland wie folgt:

Verteilung des Immobilienbestands 2023

in %



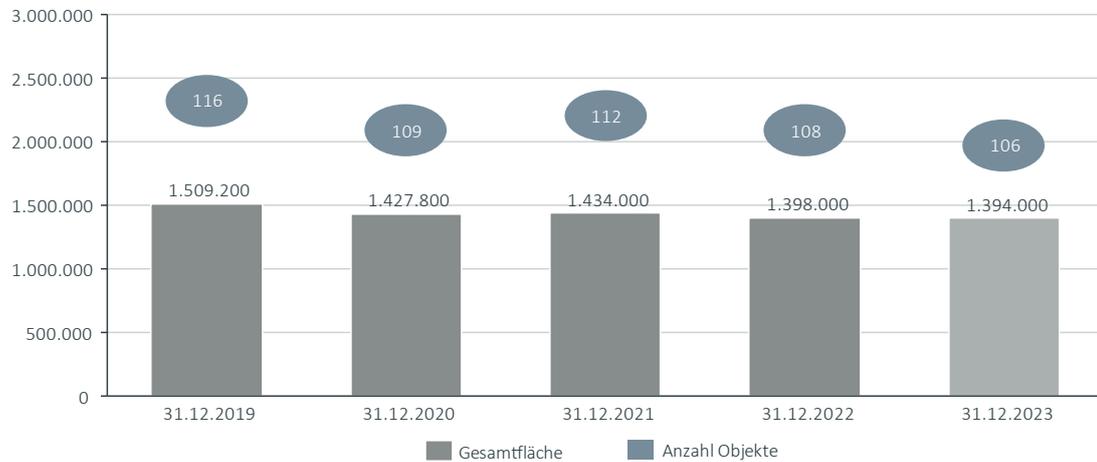
Quelle: Geschäftsbericht alstria 2023

45. Die Mieterstruktur von alstria zeigt eine starke Konzentration auf die Hauptstandorte, sowie deren Umgebungen, Hamburg, Düsseldorf und Frankfurt am Main, die zusammen rund 83,0% der Mieterlöse ausmachen. Als große deutsche Bürozentren bieten diese Standorte vergleichsweise hohe Durchschnittsmieten und tragen maßgeblich zur Stabilität der Einnahmestruktur von alstria bei.
46. Das Portfolio ist in den zurückliegenden Jahren im Wesentlichen durch mehr Verkäufe als Akquisitionen gesunken. Während alstria am 31. Dezember 2019 noch 116 Büroimmobilien in Ihrem Portfolio hatte, waren es am 31. Dezember 2023 noch 106 Büroimmobilien. Im Jahr 2024

finden keine Verkäufe statt. Durch einige Verkäufe ist auch die Gesamtfläche in diesem Zeitraum gesunken:⁴

Entwicklung der Gesamtfläche

in m²



Quelle: Geschäftsberichte alstria

47. Die Gesamtfläche des Immobilienportfolios sank von 1.509.200 m² (durchschnittlich 13.010 m² je Objekt) am 31. Dezember 2019 auf 1.394.000 m² (durchschnittlich 13.151 m² je Objekt) zum 31. Dezember 2023. Zwischen dem 31. Dezember 2019 und dem 31. Dezember 2023 sank die Gesamtfläche durchschnittlich um ca. 1,9% je Jahr. Zum 31. Dezember 2024 lag die Gesamtfläche des Immobilienportfolios bei 1.395.531 m² (durchschnittlich 13.165 m² je Objekt).
48. Die Umsatzerlöse der alstria zeigen über die letzten Jahre eine weitgehend stabile Entwicklung. Im Jahr 2019 erwirtschaftete das Unternehmen Umsatzerlöse aus Vermietung i.H.v. EUR 187,5 Mio., bevor diese im Jahr 2020 auf EUR 177,1 Mio. leicht zurückgingen. In den darauffolgenden Jahren erholten sich die Umsatzerlöse kontinuierlich: EUR 183,7 Mio. im Jahr 2021 und EUR 182,9 Mio. im Jahr 2022. Im Jahr 2023 konnte das Unternehmen Umsatzerlösen von EUR 192,0 Mio. erzielen. Im Jahr 2024 lagen die jährlichen Umsatzerlöse bei EUR 197,5 Mio.

⁴ Vgl. Geschäftsbericht 2023 alstria REIT-AG, S.3; Geschäftsbericht 2019 alstria REIT-AG, S.6.

49. Die Gesamtfläche des Portfolios im Jahr 2024 besteht aus verschiedenen Flächenarten. Da der Fokus auf der Vermietung von Bestandsimmobilien im Bürosektor liegt, handelt es sich im Wesentlichen um Bürofläche:

Überblick vermietbare Fläche

in EUR Mio./m²/Einheiten/%

	Mietträge		Vermietbare Fläche		Vermietbare Einheiten	
	in EUR Mio.	in %	in m ²	in %	in Einheiten	in %
Bürofläche	163,4	81,87%	1.138.517,0	81,58%	0	0,00%
Parkplätze	12,8	6,41%	0,0	0,00%	19.297	99,45%
Einzelhandel	8,1	4,08%	47.872,9	3,43%	0	0,00%
Sonstige	7,6	3,80%	83.844,4	6,01%	45	0,23%
Lager	6,4	3,19%	114.692,1	8,22%	0	0,00%
Medizinische Praxen	0,7	0,36%	4.290,3	0,31%	0	0,00%
Wohnfläche	0,3	0,16%	6.314,5	0,45%	0	0,00%
Antenne	0,2	0,09%	0,0	0,00%	24	0,12%
Werbefläche	0,1	0,03%	0,0	0,00%	38	0,20%
Summe	199,5	100,00%	1.395.531,1	100,00%	19.404	100,00%

Quelle: alstria Unternehmensinformationen (Stichtag: 13.09.2024).

50. Erkennbar ist der große Anteil der Bürofläche an der Gesamtfläche, welcher sowohl nach Anteil der Mieterlöse als auch nach Anteil an der Gesamtfläche über 81% beträgt. Der nächstgrößere Posten nach jährlichen Mieterlöse sind Parkplätze, welche 6,4% des vertraglichen Jahresmietfahrganges ausmachen. Dabei handelt es sich im Wesentlichen um Parkplätze innerhalb der Büroimmobilien.
51. alstrias Mieterstruktur ist insbesondere von öffentlichen Mietern sowie nationalen und internationalen Großunternehmen geprägt. Die Konzentration auf solvente Mieter ermöglicht alstria stetige Erträge, welche primär für die Reinvestition in das Portfolio genutzt werden. Zum 31. Dezember 2023 sind die zehn größten Mieter folgende:

Top Zehn Mieter

in %

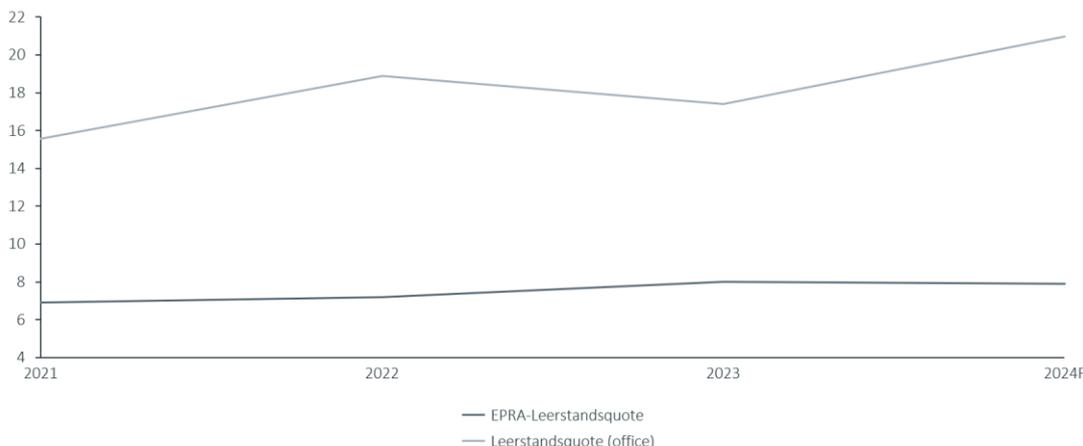
Mieter	Branche	% der Miete
Stadt Hamburg	Öffentliche Verwaltung	13,0%
Bundesanstalt für Immobilienaufgaben	Öffentliche Verwaltung	5,0%
Mercedes-Benz-AG	Automobilindustrie	4,0%
Stadt Frankfurt am Main	Öffentliche Verwaltung	3,0%
GMG Generalmietgesellschaft	Telekommunikation	3,0%
HOCHTIEF AG	Bauunternehmen	2,0%
Commerzbank AG	Bankwesen	2,0%
Hamburger Hochbahn AG	Verkehrsunternehmen	2,0%
Deutsche Post Immobilien	Immobiliengeschäft	2,0%
Stadt Berlin	Öffentliche Verwaltung	2,0%
Top Zehn Mieter		38,0%
Sonstige		62,0%

Quelle: Geschäftsberichte alstria, 2023

- 52. Die Mieterlöse von alstria werden zu 38% von den Top Zehn Mietern getragen. Besonders hervorzuheben ist der hohe Anteil der öffentlichen Verwaltung, die allein 23% ausmacht. Die Stadt Hamburg ist der größte Mieter und generiert 13% der gesamten Mieteinnahmen. Der hohe staatliche Anteil trägt zu einer hohen Planungssicherheit der Mieterlöse von alstria bei.
- 53. Der Vermietungsstand aller Gewerbeflächen von alstria lag am 31. Dezember 2023 bei 92,0%, was einer Leerstandsquote von 8,0% entspricht.⁵ Im darauffolgenden Jahr 2024 7,9%⁶.

Leerstandsquote

in %



Quelle: Geschäftsberichte alstria

- 54. Die EPRA-Leerstandsquote von alstria zeigte zwischen 2021 und 2024 eine leichte Zunahme von 6,9% auf 7,9%⁷, was auf eine stabile Entwicklung hinweist. Im Gegensatz dazu liegt die Leerstandsquote für das gesamte Portfolio, einschließlich der Entwicklungsimmobilien, deutlich höher und stieg im gleichen Zeitraum von 15,6% auf 21,0%.
- 55. Gewerbliche Mietverträge haben üblicherweise eine begrenzte und im jeweiligen Mietvertrag vereinbarte Laufzeit. Innerhalb der nächsten drei Jahre werden rd. 41% der Mietverträge des

⁵ Vgl. Geschäftsbericht 2023 alstria REIT-AG, S.3.

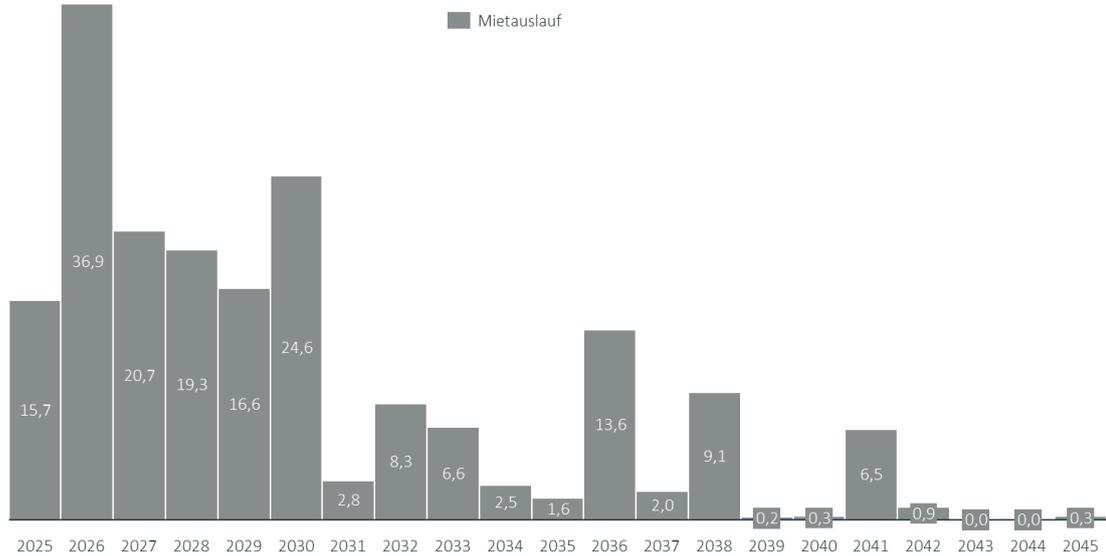
⁶ Die EPRA-Leerstandsquote von 7,9% entspricht dem Wert aus Q3 2024, da für 2024 kein Forecast vorliegt.

⁷ Die EPRA-Leerstandsquote von 7,9% entspricht dem Wert aus Q3 2024, da für 2024 kein Forecast vorliegt.

gesamten Portfolios auslaufen. Auf Grundlage der bestehenden Mietverträge ist im Folgenden der Mietauslauf in EUR Mio. je Jahr dargestellt:

Mietauslauf im Zeitverlauf

in EUR Mio.

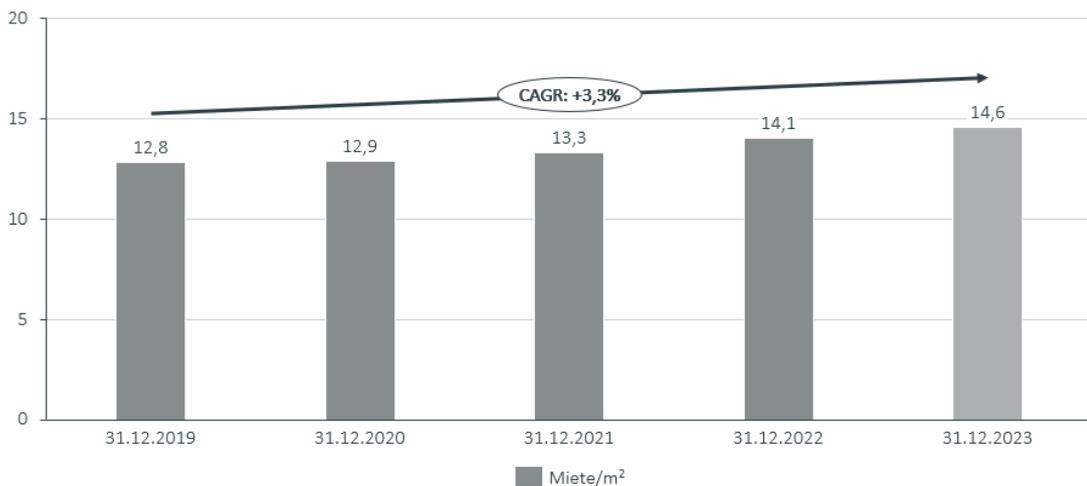


Quelle: alstria Unternehmensinformationen (Stichtag: 13.09.2024).

56. Die durchschnittliche Restmietdauer („Weighted Average Unexpired Lease Term“, kurz WAULT) lag zum 31. Dezember 2023 bei 5,3 Jahre. Zum 30. September 2024 lag die WAULT unverändert bei 5,3 Jahre. Dies weist auf ein Risiko hin, dass in den kommenden Jahren eine Konzentration von Mietvertragsabläufen zu Verhandlungen über Neuvermietungen, potenziellen Leerständen und damit verbunden Unsicherheiten bei den zukünftigen Einnahmen führen könnte.
57. Bei Betrachtung der Miete je m² zeigt sich, dass diese in den letzten Jahren kontinuierlich gestiegen sind:

Entwicklung der Miete/m² pro Monat

in EUR



Quelle: Geschäftsberichte alstria, 2023

58. Zum 31. Dezember 2023 lag die Miete bei 14,6 EUR/m². Zum 30. September 2024 betrug die Miete 15,1EUR/m². Die Mieten sind zu einem hohen Anteil indexiert und steigen somit mit dem jeweils vertraglich vereinbarten Index und über die definierten Zeitabstände automatisch. Die 3,5% entsprechen der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) der Mieten pro Quadratmeter.
59. Als integriertes und langfristig orientiertes Unternehmen verwaltet alstria die Gebäude aktiv über ihren gesamten Lebenszyklus. Neben der laufenden Verwaltung und Vermietung des Bestands zählt dazu im Wesentlichen die Modernisierung der Objekte sowie der mögliche An- und Verkauf von Objekten. alstria verfolgt eine langfristige Strategie zur Wertsteigerung ihres Portfolios durch kontinuierliche Modernisierungsmaßnahmen. Die kontinuierliche Investition in die Immobilienqualität trägt dazu bei, weiterentwickelte Büroflächen für die Mieter zu schaffen und die langfristige Wettbewerbsfähigkeit der Objekte zu sichern. Dadurch soll der Immobilienwert nachhaltig gesteigert und das Portfolio für zukünftige Mieterträge optimiert werden. Zusätzlich setzt alstria auf selektive und opportunistische An- und Verkäufe, um das Portfolio gezielt zu erweitern und Rendite auf durchgeführte Entwicklungsprojekte zu realisieren.

2.3.2 UNTERNEHMENSSTRATEGIE

60. Der Zugang zu Kapital und ein umfassendes operatives Know-How sind elementare Erfolgsfaktoren der Unternehmensstrategie von alstria. alstrias Unternehmensstrategie beinhaltet ein aktives Asset- und Portfoliomanagement in den großen deutschen Büromärkten sowie den Erhalt und Ausbau langfristiger Beziehungen zu Mietern und relevanten Entscheidungsträgern. Solvente Mieter garantieren stetige Erträge, die wiederum für Reinvestitionen in das Portfolio genutzt werden. Dabei konzentriert sich alstria auf die langfristige Steigerung des Immobilienwerts und nutzt vorhandene Potenziale innerhalb des Portfolios, indem sie umfangreiche Sanierungsmaßnahmen an ihren Objekten vornimmt. Durch Investitionen in die Qualität des Immobilienportfolios werden Mieteinnahmen und Immobilienwerte gesteigert und gleichzeitig die Energieeffizienz der Gebäude verbessert.
61. alstria verfolgt auch in den kommenden Jahren eine konsequente und nachhaltige Wachstumsstrategie. Dabei investiert alstria selektiv in Immobilien an attraktiven Standorten mit dem Ziel, entweder direkt die Funds from Operations („FFO“) je Aktie zu erhöhen oder durch Neupositionierung und/oder Modernisierung der Immobilien den Wert zu steigern und den FFO je Aktie im Laufe der Zeit zu verbessern.
62. alstrias Investitionsentscheidungen beruhen auf Analysen der lokalen Märkte, der individuellen Betrachtung des Gebäudes im Vergleich zur Konkurrenz und dem langfristigen Wertsteigerungspotenzial. Je nach Einschätzung der Marktsituation werden Immobilien gekauft oder verkauft, um ein risikoadjustiertes Unternehmenswachstum und eine marktgerechte Rendite über den Immobilienzyklus zu erzielen.
63. Hierbei beruhen alstrias Investitionsentscheidungen auf verschiedenen Ankaufskriterien. In erste Linie wird darauf geachtet, dass es sich bei den Gebäuden um Büros mit oder ohne Einzelhandel im Erdgeschoss handelt. Dabei kann es sich sowohl um Single- als auch um Multi-Tenant-Gebäude mit hoher Drittverwendungsfähigkeit handeln. Idealerweise ist die Größe der Immobilie zwischen 5 Tsd. m² und 25 Tsd. m². Zu den Ausschlusskriterien von alstria zählen

Gebäude, bei denen die Wohnnutzung größer als 25% beträgt, es sich um Fachmärkte, Einkaufszentren, Teileigentum (WEG), Betreiberimmobilien (Hotels, Pflegeheime, Studentenwohnungen etc.) handelt. Die präferierte Transaktionsgröße der alstria startet bei EUR 7 Mio. für einzelne Objekte und EUR 20 Mio. für Immobilienportfolios.

64. Aufgrund der bestehenden Mietverträge und des hohen Anteils bonitätsstarker Mieter hat alstria trotz der verhaltenen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im Jahr 2024 einen Anstieg der Umsatzerlöse aus Vermietung auf etwa EUR 197,5 Mio. erwartet. Hingegen einen Rückgang des FFO auf EUR 71 Mio. Diese Entwicklung spiegelt insbesondere die gestiegenen Finanzierungskosten aufgrund höherer Zinsen bei gleichzeitig höherem Verschuldungsniveau wider.⁸

2.3.3 MAKROÖKONOMISCHE SITUATION UND AUSBLICK

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

2.3.3.1 ENTWICKLUNG DES BRUTTOINLANDSPRODUKTS

66. Die Analyse des gesamtwirtschaftlichen Umfelds erfolgt in diesem Zusammenhang auf Basis des Wachstums des realen Bruttoinlandsprodukts (im Folgenden „BIP“), der Verbraucherpreisindizes sowie des Bevölkerungswachstums in den relevanten Regionen. alstria erzielt ihre Umsatzerlöse an fünf der sieben großen Immobilienstandorte Deutschlands: Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Stuttgart. Daher wird Deutschland zusammen mit dem Euroraum als Referenzgröße im Folgenden näher betrachtet. Der Euroraum besteht aus allen Ländern, die den Euro als Währung haben. Im Wesentlichen wird dabei auf Informationen des Internationalen Währungsfonds (im Folgenden „IWF“) abgestellt.⁹

Veränderung des realen Bruttoinlandsproduktes

in %

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Prognose					
									2024	2025	2026	2027	2028	2029
Welt	3.3	3.8	3.6	2.9	-2.7	6.6	3.6	3.3	3.2	3.2	3.3	3.2	3.1	3.1
Euroraum	1.8	2.6	1.8	1.6	-6.1	6.2	3.3	0.4	0.8	1.2	1.5	1.4	1.3	1.2
Deutschland	2.3	2.7	1.1	1.0	-4.1	3.7	1.4	-0.3	0.0	0.8	1.4	1.1	0.8	0.7

Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook, Oktober 2024

67. Durch die Covid-19-Pandemie ist die globale und die europäische Wirtschaftsleistung im Jahr 2020 deutlich gesunken. Lockdowns, Schließungen von Fabriken, Unsicherheiten an den Kapitalmärkten, Komplikationen in Liefer- und Logistikketten sowie viele weitere Faktoren führten in den meisten Volkswirtschaften zu erheblichen Rückgängen von Angebot und Nachfrage bestimmter Waren und Dienstleistungen und verursachten somit erhebliche Einbrüche des Wirtschaftswachstums. Im Euroraum sank im Jahr 2020 das BIP im Vergleich zum Vorjahr 2019 um 6,1%, was sogar den Rückgang des BIP, verursacht durch die globale Finanzkrise im Jahr 2009, von 4,5% übertrifft. Auch in Deutschland sank das BIP im Jahr 2020 im Vergleich zum Vorjahr

⁸ Vgl. Geschäftsbericht 2023 alstria REIT-AG, S.24 und S.25.

⁹ Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024.

deutlich, allerdings weniger stark als im Euroraum. Die staatlichen Hilfsprogramme und Konjunkturprogramme als Reaktion für besonders stark betroffene Unternehmen dämpften den BIP-Rückgang in einigen europäischen Staaten ab. In Deutschland führte beispielsweise eine temporäre Mehrwertsteuersenkung im Jahr 2020 zu einer Erhöhung der Kaufkraft der Bürger und somit zu einer gestiegenen Nachfrage nach Produkten der Unternehmen.

68. Ein Teil des Rückgangs des BIP aufgrund der Covid-19-Pandemie konnte bereits im Jahr 2021 kompensiert werden. So kam es im Euroraum zu erheblichen Nachfrage-Aufholeffekten, welche zu einer Steigerung des BIP im Vergleich zum Vorjahr von 6,2% führten.
69. Seit dem 24. Februar 2022 haben sich mit dem Beginn des Ukraine-Kriegs die Rahmenbedingungen für die Konjunktur im Euroraum verschlechtert. Je nach dem militärischen und politischen Geschehen im Rahmen des Ukraine-Kriegs können sich die konjunkturellen Rahmenbedingungen auch derzeit noch zügig ändern. Für die Abschätzung der makroökonomischen Konsequenzen sind Annahmen über die geopolitischen Entwicklungen erforderlich. Der Ukraine-Krieg dauert weiterhin an, und es gibt keine Hinweise darauf, dass er in absehbarer Zeit beendet wird. Der Konflikt trägt nach wie vor zur wirtschaftlichen Unsicherheit bei, was sich insbesondere in einem verhaltenen BIP-Wachstum und anhaltend hoher, jedoch rückläufigen, Inflation widerspiegelt. Diese Unsicherheiten zeigen sich auch in den weiterhin volatilen Kapitalmärkten. Die Haupttreiber dieser Entwicklungen sind nach wie vor die gestiegenen Energie-, Rohstoff- und Lebensmittelpreise sowie die Sanktionen und Handelsbeschränkungen gegen Russland.
70. Im Jahr 2023 verzeichnete der Euroraum laut IWF-Bericht eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums, mit einem tatsächlichen BIP-Wachstum von 0,4%. Diese Verlangsamung fiel stärker aus als ursprünglich erwartet und ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Hauptgründe waren die anhaltende Unsicherheit durch den Ukraine-Krieg, der die Energiepreise hoch hielt, und Verwerfungen auf den Energiemärkten verursachte. Trotz eines Rückgangs der Energiepreise gegenüber den Hochständen von 2022 blieben sie auf einem Niveau, das die Produktionskosten belastete. Die EZB erhöhte 2023 die Leitzinsen deutlich, um die hohe Inflation zu bekämpfen, die in den Vorjahren stark angestiegen war. Diese restriktive Geldpolitik führte zu höheren Finanzierungskosten für Unternehmen und Haushalte, was Investitionen und Konsumausgaben einschränkte. Besonders der Immobilienmarkt und andere zinssensitive Sektoren spürten die Auswirkungen der Zinserhöhungen. Die globale Straffung der Geldpolitik trug zur Verringerung der Inflation bei, doch zentrale Herausforderungen blieben bestehen. Während der Preisdruck in energieabhängigen Sektoren nachließ, blieb die zugrunde liegende Inflation in anderen Bereichen hoch. Der Arbeitsmarkt bleibt in vielen Ländern angespannt, und die Zinserhöhungen zeigen zunehmend Nebenwirkungen im Bankensektor, der Schwachstellen offenbart hat. Dies weckte Sorgen vor potenziellen Ansteckungseffekten, insbesondere für Finanzinstitute außerhalb des Bankensektors. Die politischen Entscheidungsträger reagierten jedoch entschlossen und ergriffen Maßnahmen zur Stabilisierung des Bankensystems, was die unmittelbaren Risiken für den Finanzsektor eindämmte.
71. Die zentralen wirtschaftlichen Herausforderungen des Jahres 2023 setzen sich teilweise auch 2024 fort, allerdings mit veränderten Intensitäten. Die Verschuldung bleibt weiterhin hoch, was die fiskalische Handlungsfähigkeit vieler Regierungen einschränkt. Die Rohstoffpreise, die nach der Invasion Russlands in die Ukraine stark gestiegen waren, haben sich zwar stabilisiert, aber

der Krieg dauert an und die geopolitischen Spannungen bleiben hoch. Der IWF hat seine Wirtschaftsprognosen für den Euroraum und Deutschland überarbeitet. Für 2024 wird eine leichte Erholung von 0,8% im Euroraum erwartet, die jedoch durch strukturelle Herausforderungen wie den demografischen Wandel und die anhaltenden wirtschaftlichen Belastungen verlangsamt wird. Langfristig werden die ungünstige demografische Entwicklung in den Eurostaaten sowie der starke Euro und die damit einhergehenden negativen Effekte auf die Exporte das BIP-Wachstum weiterhin bremsen. Daher wird in der Langzeitprognose für das Jahr 2029 im Euroraum mit einem BIP-Wachstum i.H.v. 1,2% gerechnet.¹⁰

72. Die verhaltene Entwicklung der globalen Konjunktur sowie die anhaltend hohe Inflation senken die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen. Zusätzlich wird die Baukonjunktur durch gestiegene Finanzierungskosten belastet. Aufgrund dieser Effekte rechnen das ifo Institut und der IWF, dass sich das deutsche BIP im Jahr 2024 unverändert bleibt. Hinzu kommen erhebliche Unsicherheiten im Jahr 2024, die durch den ungewissen Ausgang der US-Wahlen verstärkt wurden. Nach der Wiederwahl von Donald Trump zum US-Präsidenten sind protektionistische Maßnahmen, wie die Einführung von Importzöllen, zu erwarten, die die deutschen Exporte belasten könnten. Diese Entwicklungen tragen zur wirtschaftlichen Unsicherheit bei und könnten die Erholung der deutschen Wirtschaft beeinflussen. Der IWF erwartet jedoch, dass sich das BIP im Jahr 2025 um 0,8% erholt, da sich die Energiepreise aufgrund der staatlichen Preisbremsen stabilisieren. Laut des ifo Instituts wird sogar ein BIP-Wachstum von 0,9% in 2025 prognostiziert.¹¹ Langfristig wird erwartet, dass Deutschland im Jahr 2029 ein BIP-Wachstum von 0,7% verzeichnen wird.¹²
73. Es besteht ein Zusammenhang zwischen dem Wirtschaftswachstum, gemessen am BIP, und dem allgemeinen Beschäftigungswachstum, was darauf hindeutet, dass auch die Bürobeschäftigung bei steigendem BIP zunehmen könnte. Studien zeigen, dass ein Anstieg des BIP um 2% typischerweise mit einem Anstieg der Beschäftigungsrate um 1% einhergeht.¹³ Dieses Verhältnis verdeutlicht, wie wirtschaftliches Wachstum die Nachfrage nach Arbeitskräften, ebenfalls im Bürosektor, beeinflussen kann. Für Unternehmen wie alstria, die stark auf die Nachfrage nach Büroflächen angewiesen sind, spielt dieser Zusammenhang eine zentrale Rolle. Ein stabiles Wirtschaftswachstum kann langfristig die Nachfrage nach Büroarbeitsplätzen und damit nach den angebotenen Immobilien fördern.

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

¹¹ Vgl. Ifo Institut, Konjunkturprognose Herbst 2024.

¹² Vgl. Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2024.

¹³ Vgl. The Effect of GDP per Capital on Employment Growth in Germany, Austria and the Czech Republic: Macroeconomic Analysis

2.3.3.2 ENTWICKLUNG DER VERBRAUCHERPREISINDIZES

74. Die Analyse des gesamtwirtschaftlichen Umfelds erfolgt darüber hinaus auf Basis der Entwicklung der Verbraucherpreisindizes:

Veränderung des Verbraucherpreisindex

in %

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Prognose					
									2024	2025	2026	2027	2028	2029
Welt	2,7	3,2	3,6	3,5	3,3	4,7	8,6	6,7	5,8	4,3	3,6	3,4	3,3	3,2
Euroraum	0,2	1,5	1,8	1,2	0,3	2,6	8,4	5,4	2,4	2,0	2,0	1,9	2,0	2,0
Deutschland	0,4	1,7	1,9	1,4	0,4	3,2	8,7	6,0	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0

Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook, Oktober 2024

75. Die weltweite Inflation erreichte im Jahr 2022 ein hohes Niveau, ausgelöst durch mehrere entscheidende Faktoren. Ein wesentlicher Treiber war der massive Anstieg der Energiepreise infolge des Ukraine-Kriegs sowie Engpässe in globalen Lieferketten, die die Produktionskosten in die Höhe trieben und Unternehmen weltweit vor große Herausforderungen stellten. Obwohl die Inflation 2022 auf einem außergewöhnlich hohen Niveau lag, setzte seit Ende des Jahres 2022 ein Rückgang ein, insbesondere im Euroraum aufgrund gefallener Preise für Treibstoff und Energie. Diese Entwicklung markiert eine erste Normalisierungstendenz, jedoch sind die Preissteigerungen weiterhin auf einem hohen Niveau. Die meisten Zentralbanken weltweit haben seit 2021 ihre Zinssätze erhöht, um die Inflation wirksam zu bekämpfen. Diese restriktivere Geldpolitik hat zu einer Verlangsamung des Wohnungsbaus in vielen Ländern geführt. Mit dem Rückgang der Energiepreise und einer allmählichen Stabilisierung der Lieferketten lässt der Inflationsdruck allmählich nach, dennoch bleibt die Inflation durch starke Lohnzuwächse und eine hohe Nachfrage nach Dienstleistungen auf einem erhöhten Niveau.

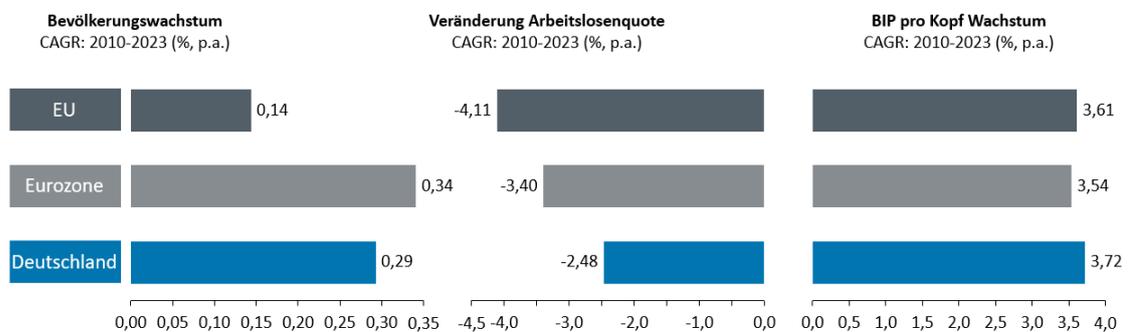
76. Die IWF geht davon aus, dass sich die Inflation bis 2025 weiter verlangsamen wird, wobei die Rate in Höhe von 2,0% dann nahe dem Inflationsziel von 2,2% liegen soll. Der IWF ermittelt für das Jahr 2023 in Deutschland einen Verbraucherpreisindex von 6,0% und für den Euroraum 5,4%, was einen deutlichen Rückgang im Vergleich zum Vorjahr zeigt. In Deutschland prognostiziert der IWF für das Jahr 2024 eine Inflationsrate von 2,4%. Diese Prognose spiegelt die Auswirkungen der restriktiven Geldpolitik wider, die von den Zentralbanken fortgesetzt wird, um der Inflation entgegenzuwirken. Der Verbraucherpreisindex zeigt eine Rückkehr zur Normalisierung, insbesondere im Vergleich zu den Vorjahren, die von starken Preissteigerungen aufgrund von Lieferkettenproblemen und geopolitischen Spannungen geprägt waren. Der IWF betont, dass sich der Arbeitsmarkt weiter stabilisieren wird, ohne dass eine signifikante Lohn-Preis-Spirale zu erwarten ist. Der Inflationsdruck, der 2023 noch durch hohe Energiepreise und die Folgen des Ukraine-Kriegs beeinflusst wurde, wird sich 2024 voraussichtlich abschwächen. Auch die langfristigen Inflationsprognosen bleiben stabil, wobei der IWF für Deutschland eine langfristige Inflationsrate von 2,0% bis zum Jahr 2029 erwartet.

77. Um die Analyse des gesamtwirtschaftlichen Umfelds von alstria abzurunden, werden im Folgenden das Bevölkerungswachstum, die Veränderung der Arbeitslosenquote sowie das BIP-

Wachstum pro Kopf von der Europäischen Union („EU“), Eurozone und Deutschland veranschaulicht.

Bevölkerungswachstum und Veränderung der Arbeitslosenquote

in %



Quelle: Quelle: Eurostat, Demographische Veränderung, 2023; Statistisches Bundesamt, 2023; WKO, Arbeitslosenquoten, 2023; Eurostat, Arbeitslosendaten nach Geschlecht und Alter, 2023; Bundesagentur für Arbeit, Monatsbericht zum Arbeits- und Ausbildungsmarkt, 2023; Eurostat, Hauptaggregate des BIP pro Kopf, 2023; Statistisches Bundesamt, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, 2023.

78. Die Abbildung zur sozioökonomischen Entwicklung in der EU, dem Euroraum und Deutschland zeigen eine differenzierte Entwicklung der letzten Jahre. Trotz der alternden Bevölkerung in Europa hat Deutschland ein leichtes Bevölkerungswachstum von 0,27% CAGR (2010-2023) zu verzeichnen, das größtenteils durch Zuwanderung gestützt wird. Im Vergleich dazu wächst die Bevölkerung in der EU insgesamt mit 0,15% und im Euroraum mit 0,19% pro Jahr. Besonders auffällig ist der deutliche Rückgang der Arbeitslosenquote in der EU, die im selben Zeitraum von 10,1% auf 6,1% gesunken ist. Dies deutet auf eine stabile und robuste Entwicklung des Arbeitsmarktes hin, die sich trotz zahlreicher wirtschaftlicher Herausforderungen, wie der Corona-Pandemie und den wirtschaftlichen Folgen des Ukraine-Kriegs, als resilient erweist. Zum Vergleich: Die Arbeitslosenquote in der EU sank um 4,25% und im Euroraum um 3,65%, innerhalb des gleichen Zeitraums. Das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) pro Kopf zeigt ebenfalls eine positive Entwicklung in Deutschland. Mit einem jährlichen Wachstum von 3,72% liegt es über dem EU-Durchschnitt (3,50%) und dem der Eurozone (3,41%). Diese Entwicklung unterstreicht die relative Stärke der deutschen Wirtschaft, die weiterhin vom industriellen Sektor und einer stabilen Binnenwirtschaft profitiert. Trotz Inflation und geopolitischer Unsicherheiten zeigt sich die Wirtschaft in Deutschland somit widerstandsfähig, was für eine anhaltende wirtschaftliche Stabilität spricht.¹⁴
79. Insgesamt können auf Basis der makroökonomischen Analysen in den Jahren 2024 bis 2029 reale Wachstumsraten zwischen rd. 0,0% bis 1,4% sowie langfristig ab dem Jahr 2025 jährliche Preissteigerungen von rd. 2,0% und mehr in den relevanten Absatzmärkten von alstria erwartet werden. Hierbei können zukünftige Krisenphasen und exogene Schocks auftreten, die nicht un-

¹⁴ Vgl. Statistisches Bundesamt, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung 2024

mittelbar in den dargestellten Prognosen berücksichtigt werden können und die Wachstumserwartungen dämpfen. Die Thematik der durchschnittlichen nominalen Wachstumserwartungen wird in den Kapiteln 4.5 und 5.2 zur Ableitung der nachhaltigen Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse des Bewertungsobjektes wieder aufgegriffen.

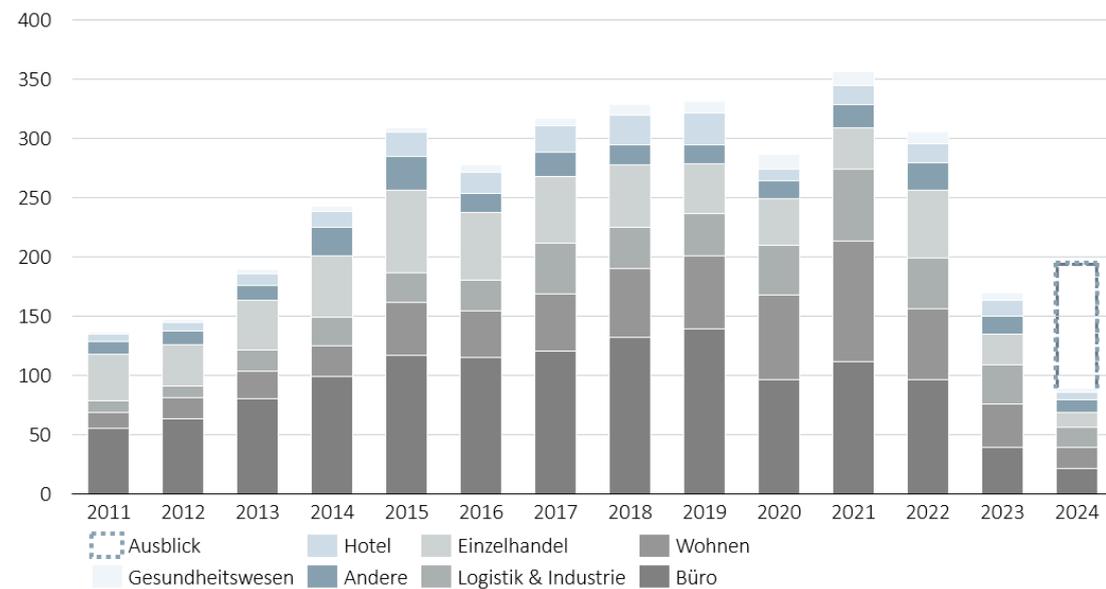
2.3.4 MARKT- UND WETTBEWERBSUMFELD

- 80. Vor dem Hintergrund der strategischen Ausrichtung von alstria sowie der ökonomischen Situation wird im nachfolgenden Kapitel das Markt- und Wettbewerbsumfeld von alstria analysiert. Zukünftige Marktaussichten und Aussichten auf die Wettbewerbssituation lassen Rückschlüsse auf zukünftige Erträge und Cashflows zu. Dabei ist das regulatorische und gesetzliche Umfeld sowie dessen Veränderung von besonderer Bedeutung.

2.3.4.1 ENTWICKLUNG DER IMMOBILIENMÄRKTE IN EUROPA

- 81. Bis 2019 profitierten die Europäische Immobilienmärkte insbesondere von der positiven Entwicklung der Transaktionsvolumina von Gewerbe- und Wohnimmobilien. Ab dem Jahr 2020 waren im speziellen Transaktionsvolumina im Bürosegment rückläufig:¹⁵

Transaktionsvolumina in der Eurozone
in EUR Mrd.



Quelle: CBRE, Quarterly Investment Volumes Q2 2024

- 82. Von 2011 bis 2015 stieg das Investitionsvolumen in der Eurozone so stark an, dass es sich in diesem Zeitraum mehr als verdoppelte. Wesentlicher Treiber für diese Entwicklung des europäischen Immobilienmarkts zwischen 2011 und 2015 war vor allem das anhaltend niedrige Zinsniveau, das nicht nur zu einer erheblich geringeren Zinsbelastung bei typischen Hypotheken führte, sondern auch aufgrund der geringen Renditen von alternativen Anlageformen und des durch erhöhte Unsicherheit geprägten Finanzmarktumfelds deutsche Immobilieninvestitionen

¹⁵ Vgl. CBRE Quarterly Investment Volume Q2 2024.

sowohl für deutsche als auch ausländische Anleger attraktiv machte. Aus diesem Grund fokussierten sich Investoren auf Core Assets, vor allem in großen Städten und Metropolregionen.¹⁶ Nach einem Rückgang des Investitionsvolumens im Jahr 2016 stieg das Investitionsvolumen in den folgenden Jahren wieder über das Niveau von 2015 und stagnierte auf diesem hohen Niveau. Verursacht durch die Covid-19 Pandemie sank im Jahr 2020 das Transaktionsvolumen in Europa um ca. 13% im Vergleich zum Vorjahr. Während das Transaktionsvolumen von Wohnimmobilien im Jahr 2020 im Vergleich zum Vorjahr relativ unverändert blieb, wurde der Rückgang in erster Linie von Gewerbeimmobilien verursacht. Am stärksten sank das Investitionsvolumen für Büroimmobilien aufgrund der Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Homeoffice-Regelungen vieler Arbeitgeber. Auch Investitionen in Immobilien der Hotellerie und bestimmten Bereichen des Einzelhandels nahmen im Jahr 2020 bedingt durch die Covid-19 Pandemie deutlich ab. Die Covid-19 Pandemie wirkte sich allerdings nicht auf alle Immobilienklassen negativ aus. Durch gestiegene Absätze im E-Commerce stieg beispielsweise die Nachfrage nach Logistik- und Industrieimmobilien im Euroraum an. Nachdem im Jahr 2020 das Investitionsvolumen von Logistik- und Industrieimmobilien um ca. 15% anstieg, wurde dieser Effekt vor allem im Jahr 2021 mit einem Anstieg von über 40% weiter verstärkt. Auch in den anderen Assetklassen konnten sich die Investitionsvolumina im Jahr 2021 im Vergleich zum Vorjahr wieder erholen. Vor allem Wohnimmobilien erreichten u.a. aufgrund des weiterhin günstigen Zinsumfelds und den stabilen Mieteinnahmen im Jahr 2021 ein Rekordvolumen von über EUR 100 Mrd.

83. Im Laufe des Jahres 2022 ist die Attraktivität von Immobilien aufgrund der gestiegenen Zinsen in Europa für Investoren gesunken. Vor dem Hintergrund der hohen Inflation in sämtlichen Ländern Europas hatte die EZB den Leitzins Mitte März auf 3,5% erhöht, um z.B. konjunkturelle Preissteigerungen zu verringern, was sich negativ auf die Investitionsvolumina des Europäischen Immobilienmarktes auswirkte.¹⁷ Gerade für kapitalintensive Branchen wie die Immobilienbranche führen steigende Fremdkapitalkosten zu einer Belastung der Investitionsvolumina. Zudem führte die Zinserhöhung zu einer Abwertung des Marktwerts von Immobilien. Aus diesem Grund war ein Rückgang des Investitionsvolumens in Europa im Jahr 2022 von 14,8% gegenüber 2021 festzustellen.
84. Wesentlicher Treiber der hohen Inflation war im Zuge des Ukraine-Kriegs der Anstieg der Energiepreise, der zu einer höheren Nachfrage nach energieeffizienten Gebäuden geführt hatte. Folglich werden weniger energieeffiziente Bestandsimmobilien nachgerüstet, was sich für Besitzer von Bestandsimmobilien in Form steigender Investitionskosten äußerte. Ein weiterer Inflationstreiber war die ebenfalls durch den Ukraine-Krieg ausgelöste Rohstoffknappheit insbesondere von Baumaterialien, der zu steigenden Bau- und Instandhaltungskosten führte. Steigende Baukosten stützen jedoch wiederum die Preise von Bestandsimmobilien.
85. Das Jahr 2023 zeigte einen starken Rückgang des Transaktionsvolumens in der ganzen Eurozone und über alle Immobiliensektoren hinweg. Die Rohstoffkosten blieben auf einem hohen

¹⁶ Vgl. UBS, Eurozone Real Estate Outlook, 1H17, S. 4.

¹⁷ Vgl. <https://www.businessinsider.de/wirtschaft/leitzaesen-notenbanken-fed-ezb-bank-of-england-erhoehen-zinssend-fragen-und-antworten/>, Stand: 20.04.2023.

Niveau, ausgelöst durch den Ukraine-Krieg, was den Markt für Neubau und damit für Core Immobilien negativ beeinflusst. Die Krise im US-Büroimmobilienmarkt, die von hoher Verschuldung und einer zunehmenden Abwanderung von Mietern in den Homeoffice-Bereich geprägt ist, verstärkte zusätzlich die Unsicherheiten und belastete die Stimmung im globalen Büroimmobilienmarkt. Speziell der Büroimmobilienmarkt muss starke Einbußen verzeichnen aufgrund einer Vielzahl von Faktoren die nicht nur auf eine Entwicklung hin zu New-Work Konzepten zurückzuführen ist, sondern ganz klar auch mit Europas negativen Wirtschaftsprognosen und dem zunehmenden ESG Druck zusammenhängt.¹⁸

86. Auch für 2024 blieben Zinsentwicklung, Inflation und das europäische Wirtschaftswachstum die größten Herausforderungen für viele Marktteilnehmer. Doch die Stimmung am Markt scheint sich zu erholen wie der prognostizierte Anstieg des Europäischen Transaktionsvolumens zeigt und Investoren scheinen wieder Vertrauen in das Immobiliengeschäft zu legen.¹⁹ Darüber hinaus zeigte die Europäische Zentralbank erste Anzeichen einer Entspannung der Zinspolitik, nachdem sie aufgrund der gesunkenen Inflation erstmals nach 9 Monaten im Juni 2024 den Leitzins um 0,25 Prozentpunkte reduzierte.²⁰ Die Europäische Zentralbank (EZB) hat im September 2024 erneut eine Senkung des Leitzinses um 0,25 Prozentpunkte auf 3,5% vorgenommen, was eine Fortsetzung ihrer Lockerung der Zinspolitik darstellt.²¹

2.3.4.2 ENTWICKLUNG DER IMMOBILIENMÄRKTE IN DEUTSCHLAND

87. Wirft man einen Blick auf das Transaktionsvolumen in Deutschland und dessen Entwicklung über die letzten zehn Jahre, so stieg zwischen 2013 und 2015 – analog zum Euroraum – das Investitionsvolumen mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von ca. 34,0% an. Die Entwicklung im Jahr 2016 ist jedoch wegen des Fehlens von großen Transaktionen im Bereich der Wohnimmobilien rückläufig. Dies ist der erste Rückgang des Transaktionsvolumens seit der Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahr 2009. Der Rückgang des Gesamtvolumens ist größtenteils auf den Rückgang des Transaktionsvolumens im Wohnimmobilienbereich von EUR 23,5 Mrd. auf EUR 13,2 Mrd. zurückzuführen.²²

¹⁸ Vgl. PWC und Urban Land Institute, Emerging Trends in Real Estate® 2024, S. 4

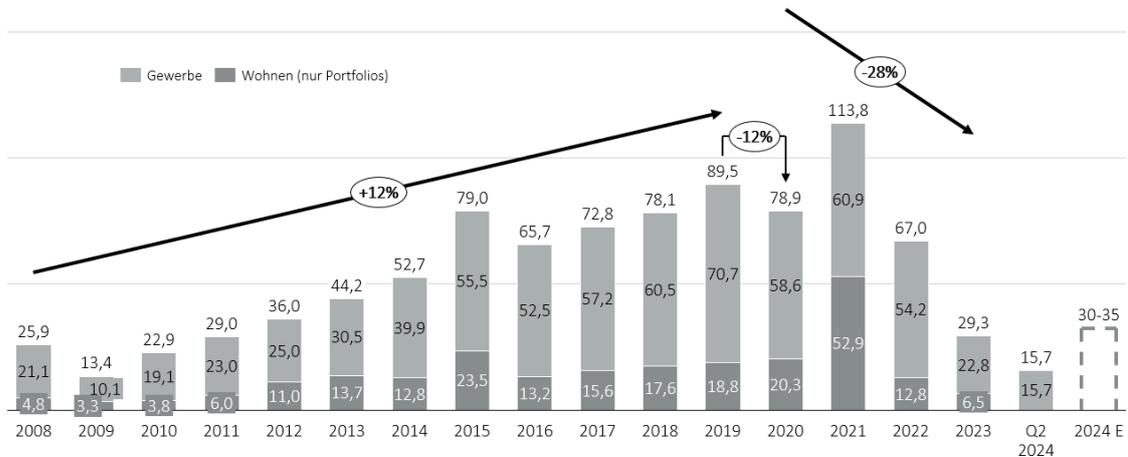
¹⁹ Vgl. PWC und Urban Land Institute, Emerging Trends in Real Estate® 2024, S. 4

²⁰ Vgl. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2024/html/ecb.blog240608~aa46b5f2a0.de.html>, 05.08.2024

²¹ Vgl. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.mp240912~67cb23badb.de.html>, 18.10.2024

²² Vgl. Ernst & Young, Trendbarometer-Immobilien-Investmentmarkt Deutschland 2017, S.9.

Transaktionsvolumina in Deutschland in EUR Mrd.



Quelle: Ernst & Young, Trendbarometer-Immobilien-Investmentmarkt Deutschland 2024; JLL Investmentmarktüberblick Q2, 2024

88. Von 2017 bis 2019 stiegen die Transaktionsvolumina sowohl für Gewerbe- als auch für Wohnimmobilien jährlich an und erreichten im Jahr 2019 ein Rekordvolumen i.H.v. EUR 89,5 Mrd. Aus den gleichen Gründen wie in der Eurozone führte auch im deutschen Immobilienmarkt die Covid-19 Pandemie im Jahr 2020 zu einem Rückgang des Investitionsvolumens von über 11,0%, der vor allem aufgrund von stark gesunkenen Investitionen in die Assetklasse der Gewerbeimmobilien verursacht wurde. Im Jahr 2021 wurde erneut ein Rekordvolumen erzielt, welches wesentlich durch die Übernahme von Deutsche Wohnen durch Vonovia beeinflusst wurde. Es wurde ein Transaktionsvolumen von insgesamt EUR 113,8 Mrd. erreicht. Im Jahr 2022 war die Transaktionsaktivität durch den Ukraine-Krieg, Kostensteigerungen und die Zinswende deutlich zurückgegangen. Für das Jahr 2023 wurde ein weiterer Rückgang aufgrund anhaltender Unsicherheiten auf ca. EUR 50,0 Mrd. bis EUR 55,0 Mrd. erwartet.²³ Dieser wurde nicht erreicht und somit ist das Transaktionsvolumen ein zweites Jahr in Folge signifikant zurückgegangen auf einen Wert der zuletzt 2011 unterschritten wurde. Für 2024 wird aufgrund des besseren Sentiments am Markt ein gegenüber 2023 leicht erhöhtes Niveau von EUR 30,0 Mrd. bis EUR 35,0 Mrd. erwartet. Hier gelten analog zu den Erwartungen auf Europa-Ebene die leicht gesenkten Zinsen als Ausblick, dass die Marktdynamik zur zweiten Hälfte 2024 zunimmt.²⁴ Im ersten Halbjahr 2024 erreichte das Transaktionsvolumen auf dem Immobilieninvestmentmarkt bereits EUR 15,7 Mrd. Damit ist ein bedeutender Schritt in Richtung der prognostizierten EUR 30 bis 35 Mrd. für das Gesamtjahr getan, was auf eine positive Entwicklung in diesem Bereich hindeutet.²⁵

²³ Vgl. Ernst & Young, Trendbarometer-Immobilien-Investmentmarkt Deutschland 2023, S.8.

²⁴ Vgl. Ernst & Young, Trendbarometer-Immobilien-Investmentmarkt Deutschland 2024, S.9.

²⁵ Vgl. JLL, Investmentmarktüberblick Q2 2024.

89. In den Jahren 2022 bis 2024 verteilte sich das gesamte Transaktionsvolumen im deutschen Gewerbeimmobilienmarkt wie folgt auf die verschiedenen Immobilienklassen:²⁶

Transaktionen im Gewerbeimmobilien-Markt in Deutschland

in %



Quelle: JLL, Investmentmarktüberblick Deutschland, Q2 2024

90. Im Jahr 2022 wurde der größte Anteil mit 33,0% in Büroimmobilien investiert, gefolgt von Wohnimmobilien mit 22,0%. Im Gegensatz zum Trend im Euroraum ist der Anteil an Investitionen in Logistik- und Industrieimmobilien sowie Büroimmobilien in Deutschland gestiegen. Sowohl im Euroraum als auch in Deutschland ist der Anteil an Investitionen in Wohnimmobilien im Jahr 2022 gegenüber dem Vorjahr gesunken. 2023 zeigt einen starken Rückgang der Büro Transaktionen von den gesamten Transaktionen, wohingegen der Anteil an Transaktionen in Wohnimmobilien zunimmt. Transaktionen im Bereich von Logistik- und Industrieimmobilien verzeichnen hingegen ein signifikantes Wachstum hinsichtlich ihres prozentualen Anteils am Gesamttransaktionsvolumen. Die Halbjahreszahlen weisen auf einen klaren Trend für das Gesamtjahr 2024 hin. Hier steigt der Anteil der Büro Transaktionen im Vergleich zum Vorjahr. Wohnimmobilien nehmen hingegen ab und auch Logistikimmobilien verlieren leicht an Gewicht. Der Anteil an ausländischen Investoren im Jahr 2023 lag nur bei unterdurchschnittlichen 37%, dies ist der niedrigste Wert seit 2013. In den früheren Jahren entfiel etwa die Hälfte aller Transaktionen im deutschen Gewerbeimmobilienmarkt auf internationale Investoren.²⁷
91. Institutionelle Investoren wie deutsche Fonds, Versicherungen und Versorgungskassen, die traditionell als Hauptkäufer von Immobilienportfolios auftreten, haben ihre Investitionstätigkeit in den letzten Jahren angesichts wirtschaftlicher Unsicherheiten und steigender Finanzierungskosten deutlich zurückgefahren.²⁸

²⁶ Vgl. JLL, Investmentmarktüberblick Deutschland – Q2 2024, S.5.

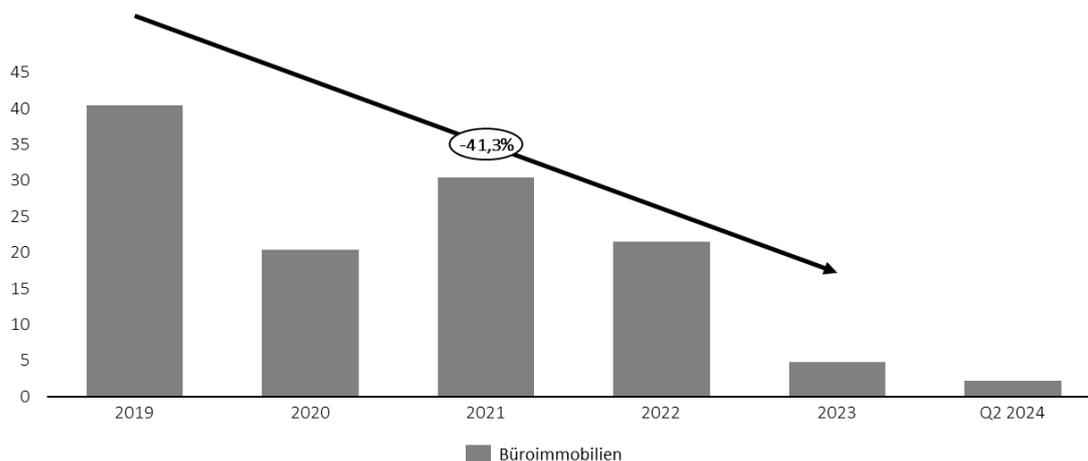
²⁷ Vgl. BNP Paribas, Investmentmarkt Deutschland, Q4 2023

²⁸ Vgl. PWC, Emerging Trends in Real Estate 2024

2.3.4.3 ENTWICKLUNG DES BÜROIMMOBILIENMARKTES IN DEUTSCHLAND

92. Bei Betrachtung der Transaktionsvolumen von Büroimmobilien in Deutschland erkennt man eine ähnliche Entwicklung wie in Europa:²⁹

Transaktionsvolumina in Deutschland für Büroimmobilien in EUR Mrd.



Quelle: Colliers International, City Survey Q2 2024

93. In den Jahren 2019 bis 2023 hat das Investitionsvolumen für Büroimmobilien in Deutschland durchschnittlich 41,3% pro Jahr abgenommen. Im Jahr 2020 ist durch die Covid-19 Pandemie und den damit verbundenen Homeoffice-Regelungen das Investitionsvolumen in Büroimmobilien deutlich zurückgegangen. Zusätzlich führte die Unsicherheit zukünftiger Entwicklungen zu einer passiveren Einstellung am Markt. Im Jahr 2022 war ein leichter Rückgang des Transaktionsvolumens zum Vorjahr zu erkennen. Dieser Rückgang resultierte unter anderem aus Unsicherheiten in Bezug auf den Ukraine-Krieg, den globalen rezessiven Tendenzen und dem sich wandelnden Zinsumfeld. Die dann noch rückläufige Konjunktur im Jahr 2023 hat den Büroimmobilien-Markt in Deutschland getroffen. Historisch betrachtet reagiert die Assetklasse der Büroimmobilien besonders sensibel auf ungünstige Wirtschaftsprognosen, konjunkturelle Schwankungen sowie den wachsenden Trend zum Homeoffice. Diese Eigenschaften führen zu einer erhöhten Risikobeleuchtung dieser Assetklasse, die zyklischer reagiert als andere Immobilienklassen.³⁰
94. Hinsichtlich der Nachfrage nach Büroflächen lag zwischen 2015 und 2019 der mittlere Flächenumsatz bei ca. 3,9 Mio. m². Die hohe Nachfrage in diesen Jahren war vor allem auf wirtschaftliches Wachstum und eine hohe Beschäftigungsrate zurückzuführen, da viele Unternehmen expandierten und zusätzlichen Büroflächenbedarf hatten. Zudem förderte die zunehmende Digitalisierung moderne, flexible Büroflächen. Im Jahr 2020 führte die COVID-19-Pandemie zu ei-

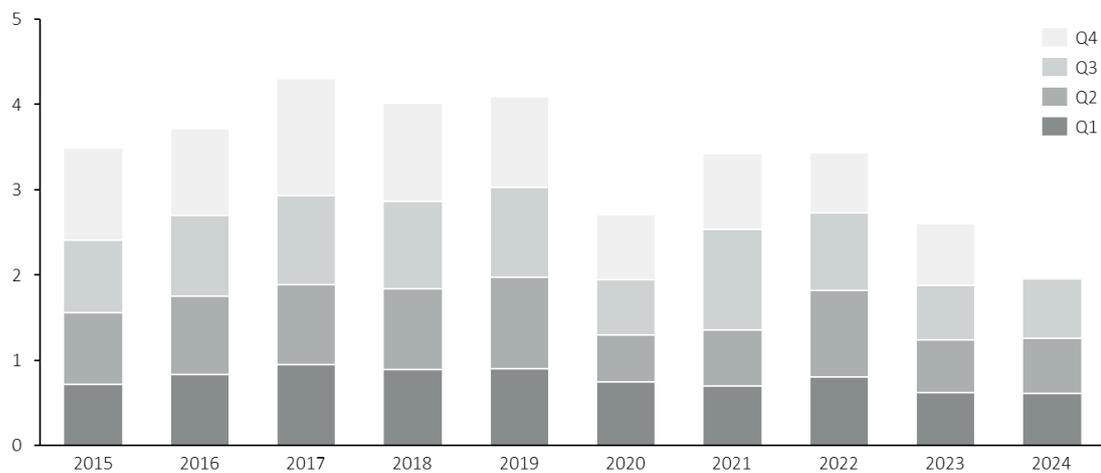
²⁹ Vgl. Colliers International, City Survey Q2 2024.

³⁰ Vgl. BNP Paribas, Büro-Investmentmarkt Deutschland Q4 2023

nem Einbruch der Nachfrage um mehr als 33%, da viele Unternehmen auf Home-Office umstellten und ihren Flächenbedarf reduzierten. In den Jahren bis 2022 erholte sich der Markt moderat mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von ca. 13%, blieb jedoch mit einem mittleren Umsatz von ca. 3,5 Mio. m² leicht unter dem langjährigen Durchschnitt. 2023 belasteten konjunkturelle Unsicherheiten und steigende Zinsen den Markt, was zu einer Zurückhaltung bei Anmietungen und einem Rückgang des Flächenumsatzes um über 24% führte.³¹ Der Flächenumsatz im Büroimmobilienmarkt war im Betrachtungszeitraum von 2015 bis 2023 noch nie so niedrig wie am Ende der ausgewiesenen Zeitspanne. Für 2024 wird ein ähnliches Niveau wie 2023 erwartet, da sich die wirtschaftliche Lage voraussichtlich nur langsam stabilisiert³².

Flächenumsatz für Büroimmobilien

In Mio. m²



Quelle: S&P Capital IQ, Unternehmenswebseiten, ValueTrust Analyse

95. Die durchschnittlichen Mietpreise für Büroimmobilien stiegen von 2010 bis 2019 in den Top-7-Standorten Deutschlands um 3,6% jährlich an. Im Jahr 2020 ist ein deutlicher Rückgang von rd. 34% zu beobachten. Grund hierfür waren die Auswirkungen der Covid-19 Pandemie, die insbesondere die Büroimmobilienbranche negativ beeinflusste. Seit 2020 ist eine schrittweise Erholung der Mietpreise zu beobachten.
96. Im Vergleich der Top 7 Städte lagen die durchschnittlichen Mietpreise für Büroimmobilien in den letzten fünf Jahren in Berlin am höchsten. Berlin ist im Vergleich zu München und Frankfurt teurer bei den durchschnittlichen Mietpreisen für Büroimmobilien, da die Hauptstadt in den letzten Jahren einen starken Zuzug von Unternehmen aus Technologie, Start-ups und Kreativwirtschaft erlebt hat. Diese lagen im Jahr 2022 bei ca. EUR 29,7 je m². In Köln lagen die durchschnittlichen Mietpreise für Büroimmobilien im Jahr 2022 bei ca. EUR 17,0 je m², was den nied-

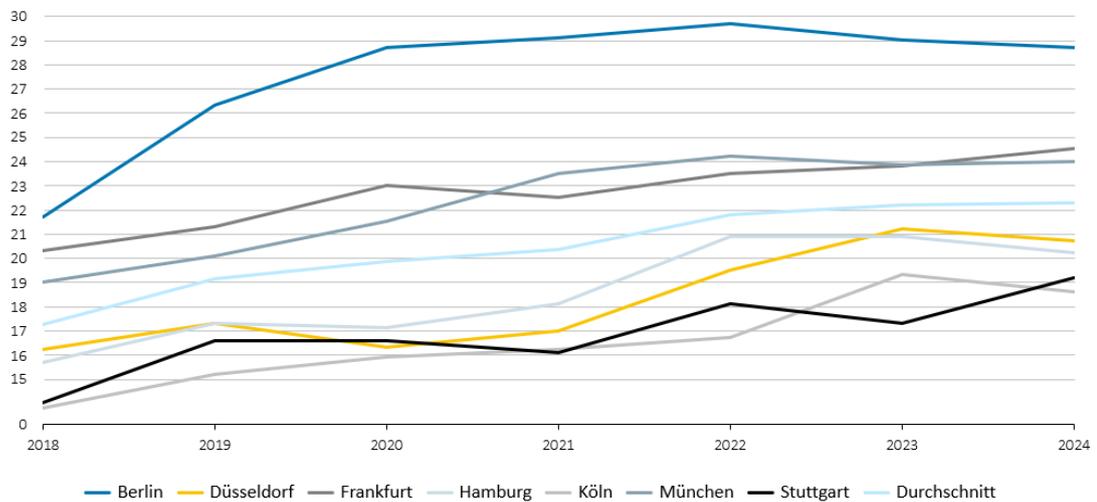
³¹ Vgl. BNP Paribas, Büromarkt Deutschland Q2 2024

³² Vgl. Colliers, City Survey Q3 2024

rigsten Wert der Top-7-Standorte darstellt. Die Mietpreise der restlichen Top-7-Standorte lagen im Jahr 2022 zwischen EUR 18,1 je m² und EUR 23,5 je m².³³ Für 2023 markiert für einige der Top-7-Standorte einen kleinen Rückschritt in der Mietentwicklung. Berlin, München, Hamburg und auch Stuttgart erfahren kleine Anpassungen nach unten in der Mietentwicklung. Im Jahr 2024 lagen die durchschnittlichen Mietpreise für Büroimmobilien im dritten Quartal in Berlin bei etwa EUR 29,10 je m². In Köln betragen die Mietpreise in Q3 2024 rund EUR 19,0 je m² und markierten damit den niedrigsten Wert unter den Top-7-Standorten. Die Mietpreise der übrigen Top-7-Standorte bewegten sich im Jahr 2024 zwischen EUR 20,70 je m² in Stuttgart und EUR 25,20 je m². Die Mieten sollen laut Colliers International³⁴ mittelfristig weiter ansteigen, da die derzeitige Marktsituation mit einer Verkomplizierung der Bautätigkeit und damit einer Angebotsverknappung steigende Mieten fördert.³⁵

Durchschnittsmieten an den Top-7-Standorten für Büroimmobilien

in EUR/m²



Quelle: Colliers International, City Survey Q2 2024

97. Die steigenden Mieten in A-Städten lassen sich auf mehrere Faktoren zurückführen. Die deutsche Wirtschaft stagniert seit über zwei Jahren, und die erwartete wirtschaftliche Erholung blieb auch 2023 aus. Dies veranlasste viele Unternehmen, ihre Wachstums- und Investitionsentscheidungen zu verschieben, was die Unsicherheit bei der Vermietung von Büroimmobilien erhöht. Die Unternehmen sind weniger bereit in neue Büroflächen zu investieren, wodurch das Angebot konstant bleibt. Zwar wird aufgrund von Homeoffice insgesamt weniger Fläche nachgefragt. Moderne und energieeffiziente Objekte in zentralen Lagen dürften jedoch zunehmend nachgefragt werden. Der Rückgang der Nachfrage trifft insofern vorrangig Randlagen und alte

³³ Vgl. Colliers International, City Survey Q4 2022.

³⁴ Vgl. Colliers International, City Survey Q2 2024

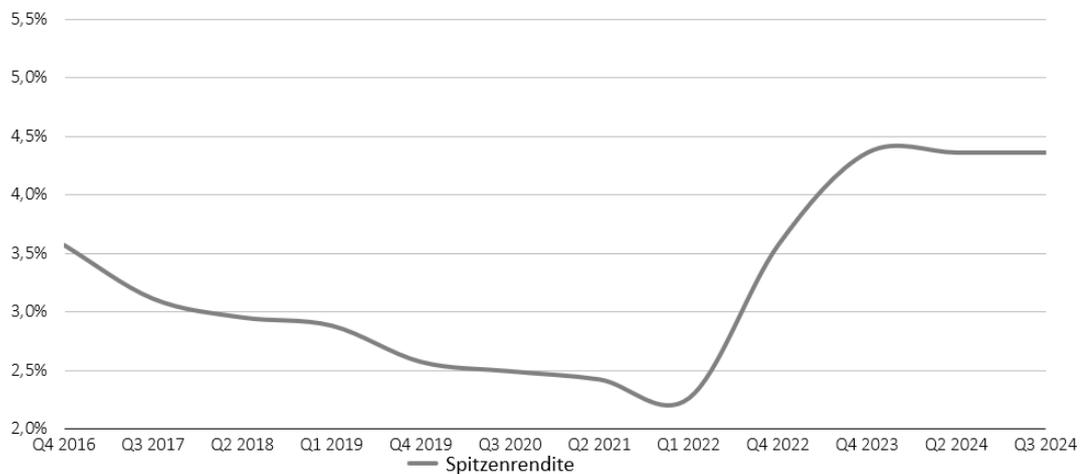
³⁵ Vgl. Colliers International, City Survey Q2 2024

Gebäude. Zudem hat die in der jüngsten Vergangenheit vergleichsweise hohe Inflation die Mietpreise erhöht.

98. Die durchschnittliche Spitzenrendite ist zwischen Q4 2016 und Q1 2022 ist von über 3,5% auf unter 2,5% gesunken. Dies lag daran, dass die Nachfrage nach Büroimmobilien in Deutschland stetig gestiegen ist und die Mieten in Relation zu den gestiegenen Immobilienpreisen deutlich niedriger ausfiel. Aufgrund der starken wirtschaftlichen Entwicklung, der niedrigen Zinsen und des vergleichweisen knappen Angebots an hochwertigen Büroimmobilien bis 2022, kam es zu einem starken Anstieg der Immobilienpreise und dementsprechend sinkenden Renditen geführt. Im Jahr 2022 ist die Spitzenrendite deutlich gestiegen. Die Hohe Unsicherheit durch den Ausbruch des Ukraine-Kriegs, die höheren Zinsen haben dazu geführt dass Investoren höhere Renditeerwartungen haben.³⁶ Im Jahr 2024 liegt die Spitzenrendite relativ stabil bei ca. 4,5%.³⁷

Spitzenrenditen an den Top-7-Standorten für Büroimmobilien

in %



Quelle: BNP Paribas, Investmentmarkt Deutschland Q3 2024

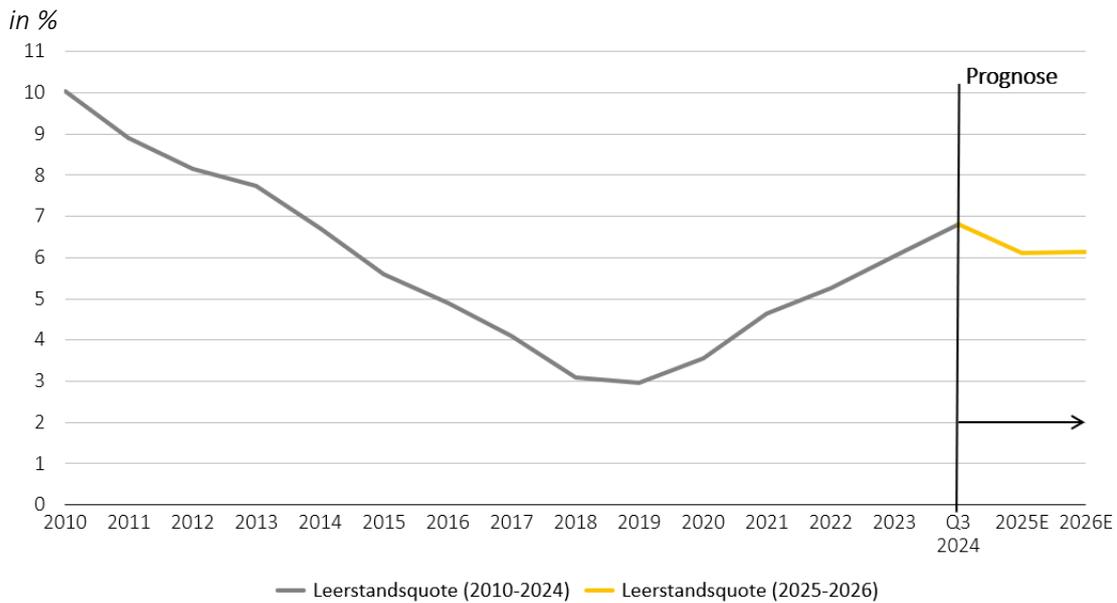
³⁶ Vgl. CBRE, Überregionaler Büroinvestmentmarkt H2 2022.

³⁷ Vgl. CBRE, Germany Investment Market Q2 2024

99. Bei Betrachtung der Leerstandsquote von Büroimmobilien an den Top-7-Standorten in Deutschland fällt auf, dass diese seit 2019 gestiegen ist. Die Leerstandsquote von Büroimmobilien an den Top-7-Standorten hat sich von 2010 bis 2019 stetig reduziert bis auf einen minimalen Wert von ca. 3,0% im Jahr 2019. Aufgrund neuer Arbeitsplatzmodelle, die, während der Covid-19 Pandemie eingeführt wurden, stieg die durchschnittliche Leerstandsquote von 2019 bis 2022 auf einen Wert von ca. 4,9%. Zum 3. Quartal 2024 hat sich die Leerstandsquote seit 2019 mehr als verdoppelt und liegt bei fast 7,0%, was auf die anhaltende wirtschaftliche Unsicherheit und die veränderte Nutzung von Büroflächen durch Homeoffice-Modelle zurückzuführen ist. Nach Schätzungen von BNP und Colliers für 2025 und 2026, wird ein leichter Rückgang erwartet, da sich der Markt an die veränderte Nachfrage anpasst und weniger Neubauten realisiert werden. Dies könnte eine Stabilisierung des Angebots und eine bessere Auslastung der Büroflächen zur Folge haben.³⁸

³⁸ Vgl. Colliers International, Deutschland Colliers Ausblick 2024.

Leerstandsquote an den Top-7-Standorten für Büroimmobilien



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Colliers International, Deutschland Colliers Ausblick 2024, Stand: Nov. 2023; BNP Paribas Büromarkt Deutschland Q3 2024

Von 2013 bis 2022 stieg der Baupreisindex für Bürogebäude in Deutschland kontinuierlich an, mit einem besonders starken Anstieg in den zinsgünstigen Jahren 2021 und 2022. Zwischen 2013 und 2019 verlief der Anstieg moderat, geprägt durch eine konstante Nachfrage nach Büroflächen in städtischen Gebieten und relativ stabile Kosten für Baumaterialien und Arbeitskräfte. Die Bauwirtschaft profitierte in diesem Zeitraum von einer stabilen Konjunktur, wobei die jährlichen Kostensteigerungen im Bauwesen überschaubar blieben. Im Jahr 2020 führte die COVID-19-Pandemie zunächst zu Unsicherheiten im Baugewerbe, doch die Branche erholte sich schneller als erwartet. Ab 2021 verschärfen sich die Bedingungen erheblich. Globale Lieferkettenprobleme sorgten für Engpässe bei Baumaterialien wie Stahl, Holz und anderen Rohstoffen, was die Preise deutlich in die Höhe trieb. Auch die stark gestiegenen Energiekosten belasteten die Baukosten erheblich. Diese Entwicklungen führten zu einem sprunghaften Anstieg des Baupreisindex. 2022 verschärfte der Krieg in der Ukraine die Situation weiter. Rohstoffengpässe und gestiegene Energiepreise drückten die Baukosten weiter nach oben. Darüber hinaus führten die ansteigenden Zinsen zu höheren Finanzierungskosten, was ebenfalls auf die Bauprojekte durchschlug. Trotz der wirtschaftlichen Unsicherheiten blieb die Nachfrage nach Bauprojekten hoch, was den Preisdruck weiter erhöhte. 2023 lag der Baupreisindex bei 161,3 Punkten, wobei er zwei Jahre zuvor noch 40 Punkte niedriger war, dies ist einer der größten Zuwächse in den letzten Jahrzehnten

100. Der deutsche Immobilienmarkt befindet sich aktuell in einer herausfordernden Lage, geprägt von hohen Zinsen, Inflation und gestiegenen Baukosten, was die Finanzierung und Investitionen erschwert. Gleichzeitig bleibt die Nachfrage nach hochwertigen, ESG-konformen Büroflächen in Top-Lagen hoch, während das Angebot durch begrenzte Neubauaktivitäten und veraltete Bestandsimmobilien knapp ist. Diese Knappheit treibt die Mietpreise in zentralen Lagen nach oben. Die Spitzenrenditen haben sich auf einem erhöhten Niveau stabilisiert, da Investoren angesichts hoher Preise und unsicherer Marktaussichten zurückhaltender agieren und investieren. Die wirtschaftliche Unsicherheit, verstärkt durch den Ukraine-Krieg und Homeoffice-

Trends, hat die Leerstandsquote erhöht, besonders in den A-Städten. Eine leichte Erholung des Marktes wird ab 2024 erwartet, gestützt durch eine mögliche Lockerung der Zinspolitik sowie ein leicht positives Wirtschaftswachstum.

2.3.4.4 LANGFRISTIGE TRENDS IM DEUTSCHEN IMMOBILIENMARKT

101. Im deutschen Immobilienmarkt zeichnen sich langfristige Trends ab, die die Planung, Entwicklung und Investitionsstrategien stark prägen. Eine der zentralen Entwicklungen sind die steigenden Baukosten, die durch erhöhte Material- und Lohnkosten sowie strengere Bauvorschriften bedingt sind. Diese Kostensteigerungen erschweren die Rentabilität neuer Bauprojekte und stellen insbesondere Bauunternehmen und Investoren vor finanzielle Herausforderungen.
102. Gleichzeitig steigen die Anforderungen an Nachhaltigkeit und Dekarbonisierung erheblich. Gesellschaftliche und politische Vorgaben fordern klimafreundliche, energieeffiziente Immobilien, die den CO₂-Ausstoß reduzieren. Dies führt zu einer verstärkten Investition in grüne Technologien, nachhaltige Baumaterialien und energieeffiziente Bauweisen, die den Immobiliensektor zukunftsfähig machen sollen.
103. Auch neue "New Work"-Konzepte spielen eine zunehmend wichtige Rolle, da flexible Arbeitsmodelle wie Home-Office und Co-Working den Bedarf an modernen, anpassungsfähigen Büroflächen verändern. Unternehmen und Investoren richten sich vermehrt nach diesen Trends, um die Arbeitsumgebung attraktiver zu gestalten und auf die veränderten Ansprüche von Arbeitnehmern einzugehen.
104. Hinzu kommen steigende Finanzierungskosten, die vor allem durch die aktuelle restriktive Geldpolitik getrieben werden. Höhere Zinsen und strengere Kreditvergaberichtlinien erschweren den Zugang zu Fremdkapital, was Investitionen in den Immobilienmarkt weiter verteuert und die Anzahl möglicher Projekte reduziert.
105. Schließlich wirkt sich auch die sinkende Verfügbarkeit attraktiver Immobilien auf den Markt aus. Die Nachfrage nach hochwertigen Immobilien bleibt hoch, doch das Angebot ist zunehmend begrenzt. Dies erschwert die Suche nach geeigneten Objekten und führt zu einem intensiveren Wettbewerb um erstklassige Lagen und Objekte, was die Preise zusätzlich anheizt.
106. Diese langfristigen Trends beeinflussen das Marktumfeld tiefgreifend und erfordern von Marktteilnehmern flexible, zukunftsorientierte Strategien.

2.3.4.5 MARKTPPOSITION

107. alstria konzentriert sich bei der Akquisition gezielt auf hochwertige Immobilien in den großen deutschen Wirtschaftszentren. Hierbei liegt der klare strategische Fokus nicht nur auf dem Ankauf, sondern auch auf der langfristigen Bestandshaltung dieser Immobilien, um dauerhaft stabile und wertsteigernde Erträge zu erzielen. alstria geht dabei mit Weitblick und Präzision vor und übernimmt bewusst auch sanierungsbedürftige Immobilien mit hohen Leerstandsquoten, um diese durch umfangreiche und gezielte Renovierungen in attraktive, moderne und hochwertige Objekte zu verwandeln, die sowohl den aktuellen Marktanforderungen als auch den ESG-Standards gerecht werden und damit erheblich an Wert gewinnen
108. Beim Erwerb solcher attraktiven Immobilienportfolios sieht sich alstria einem intensiven und zunehmend internationalen Wettbewerb gegenüber. alstria konkurriert hier regelmäßig mit

namhaften Investoren sowohl aus dem Inland als auch aus dem Ausland, die sich ebenfalls attraktive Standorte und renditestarke Objekte sichern wollen. Die Konkurrenz ist dabei stark abhängig vom Investitionsvolumen und den spezifischen Merkmalen der Immobilien. Zu den Hauptkonkurrenten zählen nicht nur andere etablierte Immobilienunternehmen, sondern auch große institutionelle Investoren wie Private Equity/Real Estate Funds, Spezialfonds, Investment- und Asset-Manager sowie global agierende institutionelle Investoren wie Pensionskassen und Staatsfonds.³⁹

109. Gleichzeitig sind die Markteintrittsbarrieren gestiegen, da der Zugang zu Fremd- und Eigenkapital deutlich schwieriger geworden ist, was vielen Investoren den Zugang erschwert. alstria sieht sich in diesem anspruchsvollen und selektiven Marktumfeld jedoch besonders gut positioniert, um sich erfolgreich zu behaupten und langfristig zu wachsen. Dank ihrer fundierten Marktstrategie, ihrer starken Kapitalbasis und ihrer Fähigkeit, auch komplexe Sanierungsprojekte erfolgreich zu meistern, ist alstria in der Lage, weiterhin attraktive Objekte in ihr Portfolio aufzunehmen und durch gezielte und werterhöhende Sanierungen den Wert sanierungsbedürftiger Immobilien signifikant zu steigern. Im Wettbewerb um solvente, zahlungswillige und langfristig orientierte Mieter für ihre Bestandsobjekte tritt alstria konkurrenzfähig gegen die genannten Investorengruppen an und kann durch ihre konsequente Strategie einen nachhaltigen, langfristigen Wettbewerbsvorteil erzielen.

2.3.5 ERTRAGS-, VERMÖGENS- UND FINANZLAGE

117. Die Vergangenheitsanalyse der Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage bildet den Ausgangspunkt für die Analyse der Unternehmensplanung und für Plausibilitätsbeurteilungen.⁴⁰ Daher wurde zu Vergleichszwecken die Planungsrechnung für den Zeitraum 2022 bis 2024 bereits an dieser Stelle den Ist-Zahlen gegenübergestellt. Auf die Unternehmensplanung für die Jahre 2025 bis 2029 wird im Kapitel **Error! Reference source not found.** ausführlich eingegangen.

2.3.5.1 ERTRAGSLAGE

118. Die nachfolgende Übersicht stellt die bereinigte Ertragslage der alstria für die Jahre 2022 bis 2024 dar. Im Allgemeinen sind die veröffentlichten IFRS-Zahlen von alstria die Grundlage für die bereinigte Ertrags-, Vermögens und Finanzlage. Zur besseren Vergleichbarkeit mit der Planungsrechnung wurden diese bereinigt. Bei den Werten für das Jahr 2024 wurden die IST-

³⁹ Vgl. BNP Paribas, Büro-Investmentmarkt Deutschland Q4 2022.

⁴⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 72 sowie DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 23.

Zahlen für die ersten neun Monate bis zum 30. September 2024 berücksichtigt. Bei den weiteren drei Monaten vom 1. Oktober 2024 bis zum 31. Dezember 2024 handelt es sich um eine Hochrechnung:

Bereinigte historische Ertragslage

in EUR Mio.

	Bereinigte Historie			Planung				
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Umsatzerlöse aus Vermietung	182,8	192,0	197,5	192,0	196,8	193,0	186,9	185,6
<i>Wachstum in %</i>	<i>n/a</i>	<i>5,0%</i>	<i>2,9%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>2,5%</i>	<i>-1,9%</i>	<i>-3,2%</i>	<i>-0,7%</i>
Grundstücksbetriebsaufwand	-29,8	-28,1	-28,9	-30,3	-31,0	-31,9	-32,6	-33,3
Nettomieteinnahmen	153,0	163,9	168,6	161,7	165,8	161,1	154,3	152,3
<i>in % der Umsatzerlöse aus Vermietung</i>	<i>83,7%</i>	<i>85,4%</i>	<i>85,4%</i>	<i>84,2%</i>	<i>84,2%</i>	<i>83,5%</i>	<i>82,6%</i>	<i>82,1%</i>
Verwaltungsaufwand	-8,7	-9,2	-9,0	-12,6	-9,9	-10,2	-10,4	-10,6
Personalaufwand	-11,1	-10,4	-10,3	-11,9	-12,1	-12,4	-12,6	-12,9
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	0,9	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,4	-0,2	-4,2	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0
Nettoergebnis aus der Bewertung von Immobilien	-5,8	-8,2	-10,8	-10,4	-10,5	60,5	41,3	44,3
Nettoergebnis aus der Veräußerung von Immobilien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	127,9	136,9	134,3	123,8	130,3	196,0	169,6	170,1
<i>in % der Umsatzerlöse aus Vermietung</i>	<i>70,0%</i>	<i>71,3%</i>	<i>68,0%</i>	<i>64,5%</i>	<i>66,2%</i>	<i>101,5%</i>	<i>90,8%</i>	<i>91,7%</i>
Abschreibungen	1,0	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
EBITDA nachrichtlich	128,8	138,4	135,8	125,3	131,8	197,5	171,1	171,6
<i>in % der Umsatzerlöse aus Vermietung</i>	<i>70,5%</i>	<i>72,1%</i>	<i>68,8%</i>	<i>65,2%</i>	<i>66,9%</i>	<i>102,3%</i>	<i>91,6%</i>	<i>92,5%</i>
Finanzergebnis (Zins- und Beteiligungsergebnis)	-31,0	-53,7	-62,8	-79,9	-81,9	-85,3	-91,4	-90,1
Außerordentliches Ergebnis	-171,4	-736,7	3,6	0,0	0,0	-3,1	-13,8	-11,3
Ergebnis vor Ertragsteuern	-74,5	-653,6	75,1	43,9	48,4	107,6	64,4	68,7
Ertragsteuern	-0,1	0,2	1,9	-3,1	-4,6	-17,1	-18,5	-6,6
<i>Effektive Steuerquote (in %)</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,0%</i>	<i>2,5%</i>	<i>-7,1%</i>	<i>-9,5%</i>	<i>-15,9%</i>	<i>-28,7%</i>	<i>-9,6%</i>
Jahresergebnis	-74,6	-653,4	77,0	40,8	43,8	90,5	45,9	62,1

Quelle: alstria Unternehmensinformationen

Bereinigung der historischen Ertragslage

119. Gemäß IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die operativen Überschüsse (EBITDA, EBIT) zu bereinigen, um die in der Vergangenheit wirksamen

Erfolgsursachen zu verdeutlichen. Durchgeführte Bereinigungen von außerordentlichen Einflüssen sind explizit zu erläutern:

Bereinigungen der historischen Ertragslage

in EUR Mio.

	Unbereinigte Historie			Bereinigungen			Bereinigte Historie		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Umsatzerlöse aus Vermietung	182,8	192,0	197,5	-	-	-	182,8	192,0	197,5
<i>Wachstum in %</i>	<i>n/a</i>	<i>5,0%</i>	<i>2,9%</i>				<i>n/a</i>	<i>5,0%</i>	<i>2,9%</i>
Grundstücksbetriebsaufwand	-29,8	-28,1	-28,9	-	-	-	-29,8	-28,1	-28,9
Nettomieteinnahmen	153,0	163,9	168,6	-	-	-	153,0	163,9	168,6
<i>in % der Umsatzerlöse aus Vermietung</i>	<i>83,7%</i>	<i>85,4%</i>	<i>85,4%</i>				<i>83,7%</i>	<i>85,4%</i>	<i>85,4%</i>
Verwaltungsaufwand	-9,6	-9,2	-9,0	0,9	-	-	-8,7	-9,2	-9,0
Personalaufwand	-16,1	-10,9	-10,3	5,0	0,5	-	-11,1	-10,4	-10,3
Sonstige betriebliche Erträge	16,2	21,0	3,6	-15,3	-20,1	-3,6	0,9	0,9	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,0	-0,8	-4,2	2,6	0,7	-	-0,4	-0,2	-4,2
Nettoergebnis aus der Bewertung von Immobilien	-179,6	-769,5	-10,8	173,8	761,3	-	-5,8	-8,2	-10,8
Nettoergebnis aus der Veräußerung von Immobilien	2,9	0,1	0,0	-2,9	-0,1	-	0,0	0,0	0,0
EBIT	-36,2	-605,5	137,9	164,1	742,4	-3,6	127,9	136,9	134,3
<i>in % der Umsatzerlöse aus Vermietung</i>	<i>-19,8%</i>	<i>-315,3%</i>	<i>69,8%</i>				<i>70,0%</i>	<i>71,3%</i>	<i>68,0%</i>
Abschreibungen	1,0	1,6	1,5	-	-	-	1,0	1,6	1,5
EBITDA nachrichtlich	-35,2	-604,0	139,4	164,1	742,4	-3,6	128,8	138,4	135,8
<i>in % der Umsatzerlöse aus Vermietung</i>	<i>-19,3%</i>	<i>-314,5%</i>	<i>70,6%</i>				<i>70,5%</i>	<i>72,1%</i>	<i>68,8%</i>
Finanzergebnis (Zins- und	-38,3	-48,1	-62,8	7,3	-5,7	-	-31,0	-53,7	-62,8
Außerordentliches Ergebnis	0	0	0	-171,4	-736,7	3,6	-171,4	-736,7	3,6
Ergebnis vor Ertragsteuern	-74,5	-653,6	75,1	-	-	-	-74,5	-653,6	75,1
Ertragsteuern	-0,1	0,2	1,9	-	-	-	-0,1	0,2	1,9
<i>Effektive Steuerquote (in %)</i>	<i>n/m</i>	<i>n/m</i>	<i>n/m</i>				<i>0,1%</i>	<i>0,0%</i>	<i>2,5%</i>
Latente Steuern	0,0	0,0	-219,5	-	-	219,5	0,0	0,0	0,0
Jahresergebnis	-74,6	-653,4	-142,5	-	-	-	-74,6	-653,4	77,0

Quelle: alstria Unternehmensinformationen

120. An dieser Stelle werden für den Zeitraum der Jahre 2022 bis 2024 die Bereinigungen der Ertragslage dargestellt. Die Bereinigungen erfolgten durch ValueTrust in Abstimmung mit alstria.
121. Der Verwaltungsaufwand für das Jahr 2022 wurde um EUR 0,9 Mio. bereinigt. Diese Bereinigungen stehen hauptsächlich im Zusammenhang mit Anwalts- und Beratungskosten in Anbetracht der nach der Transaktion mit Brookfield vorgenommenen Änderungen.
122. Die Bereinigungen des Personalaufwands beliefen sich auf EUR 5,0 Mio. im Jahr 2022 und EUR 0,5 Mio. im Jahr 2023. Diese umfassten im Wesentlichen die Ausgabe von Wandelgenussscheinen und Effekte aus der Umstrukturierung von Vergütungsbestandteilen infolge der Übernahme durch Brookfield.
123. Zu den nicht zahlungswirksamen bzw. nicht wiederkehrenden sonstigen betrieblichen Erträgen gehören unter anderem die Bewertung von Kommanditeinlagen nicht beherrschender Gesellschafter, die Wertaufholung auf Finanzanlagen, die Bewertung von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, energetische Sanierungszuschüsse der KfW und die Weiterbelastung von Sonderwünschen eines Mieters die im Jahr 2022 i.H.v. EUR 15,3 Mio., im Jahr 2023 i.H.v. EUR 20,1 Mio. und im Jahr 2024 i.H.v. EUR 3,6 Mio. betragen.

124. Einmalaufwendungen, welche in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthalten sind, von EUR 2,6 Mio. im Jahr 2022 und EUR 0,7 Mio. im Jahr 2023 umfassen im Wesentlichen Anwalts und Beratungskosten im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot und Wertberichtigungen auf Forderungen aus Lieferungen und Leistungen.
125. Das Nettoergebnis aus der Bewertung von Immobilien des Investment Portfolios aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwerts wird zur besseren Vergleichbarkeit des operativen Geschäfts der Gesellschaften in der Historie bereinigt. Im Jahr 2022 betrug das die Bereinigung EUR 173,8 Mio., im Jahr 2023 EUR 761,3 Mio. und im Jahr 2024 wurden keine Bereinigungen vorgenommen.
126. Das Nettoergebnis aus dem Verkauf von Immobilien wird zur besseren Vergleichbarkeit des operativen Geschäfts bereinigt. Dieses belief sich im Jahr 2022 auf EUR 2,9 Mio., im Jahr 2023 auf EUR 0,1 Mio.
127. Die Bereinigungen die das Finanzergebnis betrafen, beliefen sich auf EUR 7,3 Mio. im Jahr 2022 und EUR -5,7 Mio. im Jahr 2023. Diese sind zurückzuführen auf den Rückkauf der eigener Unternehmensanleihen unter ihrem Ausgabewert und das Nettoergebnis aus der Bewertung von derivativen Finanzinstrumenten zum beizulegenden Zeitwert.
128. Im außerordentlichen Ergebnis werden alle einmaligen Geschäftsvorfälle, welche vorher bereinigt wurden, wieder zurückgeführt. Diese zurückgeführten Bereinigungen beliefen sich auf EUR -171,4 Mio. im Jahr 2022, EUR -736,7 Mio. im Jahr 2023 und EUR 3,6 Mio. im Jahr 2024.

Beschreibung der bereinigten, historischen Ertragslage

129. alstria erzielt Umsatzerlöse aus der Vermietung von Büroimmobilien in Deutschland. Die Umsatzerlöse von alstria stiegen von EUR 182,8 Mio. im Jahr 2022 auf EUR 192,0 Mio. im Jahr 2023 und stiegen anschließend auf EUR 197,5 Mio. im Jahr 2024. In Anlehnung an die Struktur der Planungsrechnung werden die Umsatzerlöse aus weiterbelastetem Betriebsaufwand nicht separat in den Umsatzerlösen ausgewiesen, sondern mit den auf Mieter umlegbaren Betriebskosten in dem Grundstücksbetriebsaufwand gegengerechnet, sodass in diesem der Nettobetrag enthalten ist.
130. Der Erhöhung der Umsatzerlöse steht ein Rückgang der Objektanzahl von 112 zum 31. Dezember 2021 auf 106 zum 31. Dezember 2023 gegenüber. Infolgedessen verringerte sich die vermietbare Gesamtfläche im Immobilienportfolio von alstria leicht von 1,43 Mio. m² zum Ende des Jahres 2021 auf 1,40 Mio. m² im Jahr 2024. Die Verringerung der vermietbaren Gesamtfläche, sowie die leichte Erhöhung des Leerstandes, wurde überkompensiert durch Mietsteigerungen, die durch die überwiegende Indexierung bestehender Mietverträge und Neuvermietungen zu höheren Mieten ausgelöst wurde. Insgesamt resultierte somit eine Umsatzsteigerung von 5% im Jahr 2023. Im Jahr 2024 stiegen die Umsatzerlöse um 2,9% ebenfalls im Wesentlichen aufgrund der Indexierung der Mietverträge.
131. Der Marktwert des Immobilienportfolios sank in diesem Zeitraum von EUR 4,8 Mrd. im Jahr 2021 auf EUR 4,7 Mrd. im Jahr 2022. Im Jahr 2023 veräußerte alstria ein weiteres Objekt für einen Verkaufspreis von EUR 3,2 Mio. und schloss den Verkauf eines Objekts im Wert von EUR 26,6 Mio. im ersten Quartal 2023 ab, das bereits im Dezember 2022 unterzeichnet wurde. Dies hat zur Folge, dass sich die Bürofläche im Immobilienportfolio von alstria weiter von 1,40

Mio. m² im Jahr 2022 auf 1,39 Mio. m² im Jahr 2023 verringerte. Der Marktwert des Immobilienportfolios reduzierte sich von EUR 4,7 Mrd. im Jahr 2022 auf EUR 4,0 Mrd. im Jahr 2023. Im Jahr 2024 lag der Marktwert des Immobilienportfolios bei EUR 4,2 Mrd.

132. Der Grundstücksbetriebsaufwand setzt sich aus der Summe der umlegbaren und nicht umlegbaren Betriebskosten zusammen. Im Vergleich zum Ausweis im Geschäftsbericht von alstria wird der Grundstücksbetriebsaufwand in Anlehnung an die Struktur der Planungsrechnung abzüglich der Umsatzerlöse aus weiterbelastetem Betriebsaufwand gezeigt. Gemäß IFRS 15 werden die Umsatzerlöse aus weiterbelastetem Betriebsaufwand über den Zeitraum der Leistungserfüllung realisiert, der im Wesentlichen dem Zeitpunkt der Aufwandserfassung entspricht. alstria nimmt eine Prinzipalstellung hinsichtlich der Nebenkosten ein. Daher werden die den Mietern weiterbelasteten Betriebskosten als Umsatzerlöse betrachtet, sind gleichzeitig aber bereits Bestandteil des Grundstücksbetriebsaufwand und gleichen sich im betrachteten Zeitraum nahezu vollständig aus, was schlussendlich einen Nettoausweis des Grundstücksbetriebsaufwand von EUR -29,8 Mio. im Jahr 2022, EUR -28,1 Mio. im Jahr 2023 und EUR -28,9 Mio. für das Jahr 2024 zur Folge hat.
133. Der zweite Teil der Grundstücksbetriebsaufwand sind nicht umlagefähige Betriebskosten und umfassen unter anderem Personalaufwand für das Immobilienmanagement i.H.v. EUR 8,8 Mio. im Jahr 2022, EUR 8,7 Mio. im Jahr 2023. Weitere vorrangige Posten sind Instandsetzung und Modernisierung mit EUR 7,2 Mio. im Jahr 2022 und EUR 8,3 Mio. im Jahr 2023, sowie laufende Instandhaltungskosten und aufgrund von Leerstand nicht umlegbare Betriebskosten jeweils i.H.v. EUR 4,7 Mio. und EUR 5,7 Mio. im Jahr 2022, sowie EUR 4,7 Mio. und EUR 4,5 Mio. im Jahr 2023. Darüber hinaus und in kleinerem Maße fallen unter die nicht umlegbaren Betriebskosten fortlaufende Kosten wie Rechts- und Beratungskosten, Versicherungsaufwand und Stromkosten. Diese Kosten fielen im Vergleich zum Jahr 2022 von EUR 4,0 Mio. auf EUR 3,4 Mio. im Jahr 2023.
134. Die Nettomieteinnahmen stiegen von EUR 153,0 Mio. im Jahr 2022 auf EUR 163,9 Mio. im Jahr 2023 und EUR 168,6 Mio. im Jahr 2024. Aufgrund der Steigerung der Umsatzerlöse bei vergleichsweise konstantem Grundstücksbetriebsaufwand stiegen die Nettomieteinnahmen, wobei die Marge in % der Umsatzerlöse von 83,7% im Jahr 2022 auf 85,4% im Jahr 2023 stieg und im Jahr 2024 konstant blieb.
135. Der Verwaltungsaufwand stieg von EUR 8,7 Mio. im Jahr 2022 auf EUR 9,2 Mio. im Jahr 2023 bevor die Kosten im Jahr 2024 auf EUR 9,0 Mio. stagnierten. Im Verwaltungsaufwand sind Abschreibungen enthalten. Die Abschreibungen betragen im Jahr 2022 EUR 1,0 Mio. und stiegen im Jahr 2023 auf EUR 1,6 Mio., und sanken leicht im Jahr 2024 auf EUR 1,5 Mio. Der leichte Anstieg resultierte im Wesentlichen aus dem Anstieg der planmäßigen Abschreibungen auf Sachanlagen wie Mobiliar und Inventar sowie aus Zugängen der Nutzungsrechte im Jahr 2023.
136. Der Personalaufwand für das Jahr 2022 belief sich auf EUR 11,1 Mio. Im Jahr 2023 verringerte sich der Personalaufwand um EUR 0,7 Mio. und betrug EUR 10,4 Mio. Im Jahr 2024 verringerte sich der Personalaufwand um EUR 0,1 Mio. auf EUR 10,3 Mio. Diese Veränderung steht hauptsächlich im Zusammenhang mit Effizienzsteigerungen.

137. Die sonstigen betrieblichen Erträge nach Bereinigungen betragen EUR 0,9 Mio. im Jahr 2022 sowie im Jahr 2023 und EUR 0 Mio. im Jahr 2024.
138. Die bereinigten sonstigen betrieblichen Aufwendungen betragen im Jahr 2022 EUR 0,4 Mio., im Jahr 2023 EUR 0,2 Mio. und im Jahr 2024 EUR 4,2 Mio. Diese Erhöhung steht im Zusammenhang mit dem jährlich geplanten Bewertungsergebnis für die als Fremdkapital passivierten Kommanditeinlagen nicht beherrschender Gesellschafter sowie die Bewertung von Finanzanlagen ab 2024.
139. Jegliche einmalige Bewertungseffekte auf Immobilien nicht planbare Geschäftsereignisse und wurden somit großteilig bereinigt. Das verbleibende Nettoergebnis beträgt EUR -5,8 Mio. im Jahr 2022, EUR -8,2 Mio. im Jahr 2023 und EUR -10,8 Mio. im Jahr 2024. Der verbleibende Wert steht im Zusammenhang mit der Rechnungslegungsanpassung von Brookfield. Erlöse aus der Veräußerung von Immobilien wurden vollständig bereinigt.
140. Das bereinigte EBIT stieg somit von EUR 127,9 Mio. im Jahr 2022 auf EUR 136,9 Mio. im Jahr 2023. Im Jahr 2024 betrug das bereinigte EBIT EUR 134,3 Mio. Bei Betrachtung der Margen sieht man einen Anstieg von 70,0% im Jahre 2022 auf 71,3% im Jahr 2023 was größtenteils auf die steigenden Umsätze in Kombination mit weitestgehend stabilen, wenn nicht sogar leicht sinkenden Kosten zurückzuführen ist. Zum Jahr 2024 sank die Marge trotz weiterem Anstieg der Umsatzerlöse wieder leicht auf 68,0%. Ursache hierfür sind leicht steigende Grundstückbetriebsaufwendungen sowie eine Erhöhung der sonstigen betrieblichen Aufwendung von EUR 0,2 Mio. auf EUR 4,2 Mio. Diese Erhöhung steht im Zusammenhang mit dem Bewertungsergebnis für die als Fremdkapital passivierten Kommanditeinlagen nicht beherrschender Gesellschafter sowie die Bewertung von Finanzanlagen.
141. Das nachrichtlich dargestellte, bereinigte EBITDA stieg geringfügig von EUR 128,8 Mio. im Jahr 2022 auf EUR 138,4 Mio. im Jahr 2023 und EUR 135,8 Mio. im Jahr 2024. Die bereinigte EBITDA-Marge, gemessen an den Umsatzerlösen war somit bei 70,5% im Jahr 2022, 72,1% im Jahr 2023, und 68,8% im Jahr 2024. Die EBITDA-Marge ist analog zur EBIT-Marge in diesem Zeitraum angestiegen.
142. Das bereinigte Finanzergebnis betrug im Jahr 2022 EUR -31,0 Mio., im Jahr 2023 EUR -53,7 Mio. und im Jahr 2024 EUR -62,8 Mio. Das Finanzergebnis setzt sich aus den Erlösen aus Finanzinstrumenten und sonstige Zinserträge, dem Finanzaufwand und sonstige Aufwendungen aus den Finanzinstrumenten zusammen. Die Erlöse aus Finanzinstrumenten und sonstige Zinserträge resultierten im Wesentlichen aus Ausleihungen und Zinserträgen. Der Rückgang des Finanzergebnisses war hauptsächlich dem gestiegenen Zinsaufwand für Bankdarlehen geschuldet. Allein der Zinsaufwand stieg von EUR 33,1 Mio. im Jahr 2022 auf EUR 65,9 Mio. im Jahr 2023 und weiter auf EUR 79,0 Mio. im Jahr 2024. Dieser Anstieg resultierte aus der Aufnahme neuer Darlehen sowie der Refinanzierung einer Unternehmensanleihe zu höheren Zinssätzen. Im Zeitraum vom 31. Dezember 2022 bis zum 31. Dezember 2023, stiegen die durchschnittlichen Zinssätze für Bankverbindlichkeiten von 3,2% im Jahr 2022 auf 3,8% im Jahr 2023, was eine Erhöhung der Finanzierungskosten für Bankkredite um 0,6 Prozentpunkte darstellt. Somit lag dem Anstieg des Zinsaufwands sowohl das erhöhte Volumen der Finanzierungen als auch

die angestiegenen Zinssätze dem fallenden Finanzergebnis zugrunde. Die durchschnittlichen Zinssätze von alstria sind von 2,1%⁴¹ im Jahr 2022 auf 3,3%⁴² im Jahr 2024 angestiegen

143. Im Rahmen der Rückanpassung werden die vorgenommenen Bereinigungen korrigiert, sodass das Ergebnis vor Steuern und der Jahresüberschuss jeweils den tatsächlich im Geschäftsbericht ausgewiesenen Ist-Werten entsprechen.
144. Aufgrund des REIT-Status war alstria von der Körperschafts- und Gewerbesteuer befreit. Dennoch wies alstria in den Jahren 2022 bis 2024 einen geringfügigen Steueraufwand auf. Dies resultiert aus den Tochtergesellschaften der alstria AG, die entweder als Komplementärgesellschaften von Immobilienpersonengesellschaften agieren oder als REIT-Dienstleistungsgesellschaften fungieren. Die resultierende Steuerlast belief sich auf EUR -0,1 Mio. im Jahr 2022, EUR 0,2 Mio. im Jahr 2023 und EUR 1,9 Mio. im Jahr 2024. Die Steuerverbindlichkeiten resultieren dabei überwiegend aus der Steuerbelastung durch die Aufdeckung stiller Reserven infolge der Einbeziehung der Gesellschaften in die steuerbefreite REIT Struktur. Aufgrund des erwarteten Verlusts des REIT-Status zum 1. Januar 2025 wurden im Geschäftsjahr 2024 erstmals latente Steuern i.H.v. EUR 219,5 Mio. erfasst und entsprechend bereinigt.
145. alstria erwirtschaftete einen Jahresfehlbetrag von EUR 74,6 Mio. im Jahr 2022, EUR 653,4 Mio. im Jahr 2023 und von EUR 142,5 Mio. im Jahr 2024. Die Schwankungen sowie die starke Abweichung zu den Nettomieteinnahmen sind auf die Bewertungseffekte der Immobilien sowie die Veräußerungseffekte der Immobilien zurückzuführen, sowie aufgrund der oben genannten erstmaligen Erfassung einer latenten Steuerverbindlichkeit im Jahr 2024. Bereinigt um das außerordentliche Ergebnis und die latenten Steueraufwendungen, erwirtschaftet alstria einen bereinigten Jahresüberschuss im Jahr 2022 von EUR 96,7 Mio., im Jahr 2023 von EUR 83,3 Mio. und im Jahr 2024 von EUR 73,4 Mio. Die Jahresergebnisse werden zumeist nur wenig negativ oder positiv durch die Schwankungen beeinflusst, dieser Effekt wird jedoch von dem wachsend negativen Finanzergebnis überkompensiert.

⁴¹ Geschäftsbericht alstria 2022

⁴² Zinsaufwand 2024/Jahresanfangsbestand der Finanzverbindlichkeiten 2024

2.3.5.2 VERMÖGENS- UND FINANZLAGE

146. Die nachfolgende Übersicht stellt die bereinigte Vermögens- und Finanzlage der alstria zum 31. Dezember der Geschäftsjahre 2022 bis 2024 nach IFRS dar:

Beschreibung der historischen Vermögens- und Finanzlage – Aktiva

147. Die nachfolgende Übersicht stellt die Vermögenslage der alstria zum 31. Dezember der Jahre 2022 bis 2024 nach IFRS dar:

Bilanz – Aktiva

in EUR Mio.

	Bereinigte Historie			Planung				
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Immaterielle Vermögenswerte	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	4.606,8	3.971,3	4.100,9	4.162,8	4.156,8	4.087,8	3.999,8	4.064,8
Sachanlagen	19,7	20,3	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7
Finanzielle Vermögenswerte	129,8	111,3	102,5	102,5	102,5	102,5	102,5	102,5
Anlagevermögen	4.757,4	4.104,6	4.224,6	4.286,5	4.280,5	4.211,5	4.123,5	4.188,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	8,2	10,8	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Sonstige Vermögenswerte	6,7	5,8	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2
Zu Veräußerungszwecken gehaltene Immobilien	26,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	365,0	116,3	73,7	1,0	7,6	66,0	103,0	60,4
Umlaufvermögen	406,4	132,9	90,3	17,6	24,2	82,6	119,6	77,0
Summe Aktiva	5.163,8	4.237,5	4.314,9	4.304,1	4.304,7	4.294,1	4.243,1	4.265,5

Quelle: alstria Unternehmensinformationen

148. Die Bilanzsumme von alstria sank von EUR 5.163,8 Mio. im Jahr 2022 auf EUR 4.237,5 Mio. im Jahr 2023. Zum 31. Dezember 2024 stieg die Bilanzsumme um EUR 77,4 Mio. auf EUR 4.314,9 Mio. an. Die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien machten zum 31. Dezember 2024 insgesamt 94,9%, zum 31. Dezember 2023 insgesamt 93,7% und zum 31. Dezember 2022 89,2% der Bilanzsumme aus und hatte somit einen erheblichen Einfluss auf die Vermögenslage der alstria.

149. Der Bilanzposten immaterielle Vermögenswerte lag in der Vergangenheit bei rund EUR 0,5 Mio. im Jahr 2022 und bei EUR 0,6 Mio. im Jahr 2023. Zum 31. Dezember 2024 betrug der Wert der immateriellen Vermögenswerte rund EUR 0,4 Mio. Diese immateriellen Vermögenswerte umfassen Lizenzen für sonstige Rechte sowie Software-Lizenzen. Ihre Nutzungsdauern werden auf einen Zeitraum von ein bis zehn Jahren geschätzt.

150. Die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien („Immobilienportfolio“) sanken von EUR 4.606,8 Mio. im Jahr 2022 auf EUR 3.971,3 Mio. im Jahr 2023 und stiegen im folgenden Jahr 2024 auf EUR 4.100,9 Mio. Das Immobilienportfolio wird jeweils zum beizulegenden Zeitwert des jeweiligen Bilanzstichtags bilanziert und unterliegt damit regelmäßigen Bewertungseffekten. In den Jahren 2022 und 2023 wurde jeweils ein Verlust aus der Bewertung zum beizulegenden Zeitwert i.H.v. EUR 179,6 Mio. bzw. EUR 769,5 Mio. in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst. Die niedrigeren Bewertungen der Immobilien resultierten primär aus dem gestiegenen Zinsniveau und der zurückhaltenden Marktnachfrage im Immobiliensektor. Haupttreiber für den Rückgang des beizulegenden Zeitwerts des Immobilienportfolios war der Anstieg des Diskontierungszinssatzes, der bei der Bewertung angesetzt wurde und von 4,3% im Jahr 2022 auf 5,0% im Jahr 2023 angestiegen ist. Zusätzlich belasteten Unsicherheiten wie die

Inflation, die wirtschaftliche Lage und spezifische Faktoren im Immobilienmarkt, wie etwa gestiegene Bau- und Finanzierungskosten, die Marktstimmung negativ. Im Jahr 2022 veräußerte alstria fünf Immobilien zu einem Gesamtverkaufspreis von EUR 188,1 Mio., wobei ein Buchgewinn von EUR 19,6 Mio. realisiert wurde. Im Jahr 2023 wurden zwei Immobilien für insgesamt EUR 29,8 Mio. verkauft, was einen Buchgewinn von EUR 0,9 Mio. einbrachte. Der zunächst gestiegene Marktwert von Immobilien in den vergangenen Jahren wurde durch das Niedrigzinsumfeld der EZB bis zum dritten Quartal 2022 gestützt, was zu vermehrten Investitionen in Immobilien führte und dadurch die Immobilienpreise ansteigen ließ. Die folgende substantielle Abwertung betraf nahezu das gesamte Immobilienportfolio und war im Wesentlichen auf den signifikanten Zinsanstieg im Jahresverlauf 2023 zurückzuführen, der speziell den Gewerbeimmobilienmarkt maßgeblich beeinflusste. Der Effekt des Jahres 2024 ist nur noch leicht negativ. Die fallenden Zinsen im Verlauf des zweiten Halbjahres hatten einen positiven und damit entgegenwirkenden Effekt auf die Bewertung der Immobilien.

151. alstria nutzte Flächen in vier ihrer Büroimmobilien in Hamburg, Berlin, Düsseldorf, und Frankfurt für eigene Verwaltungszwecke. Daher wurden die Grundstücks- und Gebäudeflächen, die für eigene Nutzung vorgesehen sind, unter den Sachanlagen erfasst. Eine zusätzliche Fläche in Stuttgart wurde bis zum Verkauf der Immobilie im Jahr 2022 als selbstgenutzte Fläche in der Bilanz erfasst. Neben den eigengenutzten Immobilien umfasste der Bilanzposten Sachanlagen auch Nutzungsrechte gemäß IFRS 16 sowie Betriebs- und Geschäftsausstattung. Des Weiteren beinhaltete dieser Posten ein Waldgrundstück mit einer Fläche von 2.168 Hektar, das im Geschäftsjahr 2021 zur nachhaltigen Bewirtschaftung und Nutzung erworben wurde. Die Sachanlagen stiegen von EUR 19,7 Mio. im Jahr 2022 auf EUR 20,3 Mio. im Jahr 2023 und stiegen anschließend wieder auf EUR 19,7 Mio. im Jahr 2024.
152. Die Finanziellen Vermögenswerte in der Bilanz umfassen derivative Finanzinstrumente sind Teil der Finanzanlagen und at-equity bilanzierten Beteiligungen. Die Finanziellen Vermögenswerte beliefen sich insgesamt auf EUR 129,8 Mio. im Jahr 2022, EUR 111,3 Mio. im Jahr 2023 und EUR 102,5 Mio. im Jahr 2024. Die Finanzanlagen stellen den größten Posten innerhalb der Finanziellen Vermögenswerte dar und lagen 2022 bei 73,1%, 2023 bei 85,7% und 2024 bei 92,1%. Die derivativen Finanzinstrumente umfassten ausschließlich Zinsswaps und Zinscaps. Zum 31. Dezember 2022 waren derivative Finanzinstrumente i.H.v. EUR 34,8 Mio. bilanziell erfasst, welche zum 31. Dezember 2023 auf EUR 15,9 Mio., sanken. Dabei waren EUR 6,6 Mio. unter langfristigen Vermögenswerten und EUR 9,4 Mio. unter kurzfristigen Vermögenswerten ausgewiesen. alstria hat die Verpflichtungen aus Darlehen mit variablem Zinssatz in voller Höhe besichert. Zum 31. Dezember 2024 sanken die Derivativen Finanzinstrumente weiter auf EUR 8,1 Mio. Zum 31. Dezember 2022 machten die derivativen Finanzinstrumente rund 27,8%, zum 31. Dezember 2023 rund 13,3% und zum 31. Dezember 2024 rund 7,9% der gesamten Finanziellen Vermögenswerte aus.

153. Die Forderungen aus Lieferung und Leistung bestehen hauptsächlich aus Miet- und Nebenkostenforderungen, die im Rahmen der Mietverhältnisse von alstria entstehen. Im Jahr 2022 betragen diese EUR 8,2 Mio., stiegen im Jahr 2023 auf EUR 10,8 Mio. und sanken im Jahr 2024 wieder auf EUR 6,4 Mio.
154. Die sonstigen Vermögenswerte umfassen verschiedene kurzfristige Forderungen, darunter debitorische Kreditoren, Instandhaltungsrücklagen, unterwegs befindliche Zahlungsmittel, Zinsforderungen sowie geleistete Anzahlungen und Umsatzsteuerforderungen. Dieser Posten dient zur Deckung kurzfristiger Liquiditätsbedarfe und umfasst Forderungen, die innerhalb eines Jahres fällig werden. Im Jahr 2022 beliefen sich die sonstigen Vermögenswerte auf EUR 6,7 Mio., reduzierten sich 2023 auf 5,8 Mio. und stiegen 2024 auf EUR 10,2 Mio.
155. Der Posten zu Veräußerungszwecken gehaltene Immobilien umfasst jene Immobilien, die für einen Verkauf im nächsten Geschäftsjahr vorgesehen sind. Zum Stichtag 31. Dezember 2022 belief sich der Wert dieser Immobilien auf EUR 26,6 Mio. Für die darauffolgende Jahre ist kein weiterer Bestand an zu veräußernden Immobilien in diesem Bilanzposten ausgewiesen, sodass der Wert bis 2024 auf EUR 0 verbleibt.
156. Die liquiden Mittel setzten sich im Wesentlichen aus Schecks, Kassenbeständen, Bundesbankguthaben sowie Guthaben bei Kreditinstituten zusammen. Liquide Mittel sanken von EUR 365,0 Mio. im Jahr 2022 auf EUR 116,3 Mio. im Jahr 2023. Im Jahr 2024 reduzierten sich die liquiden Mittel weiter auf EUR 73,7 Mio. Der Rückgang der liquiden Mittel resultierte aus hohen Sonderdividendenzahlungen in Höhe von insgesamt ca. EUR 1 Mrd., gestiegenen Refinanzierungskosten aufgrund neuer Darlehen und der Refinanzierung zu höheren Zinssätzen.

Beschreibung der historischen Vermögens- und Finanzlage – Passiva

157. Die nachfolgende Übersicht stellt die Finanzlage der alstria zum 31. Dezember der Geschäftsjahre 2022 bis 2024 nach IFRS dar:

Bilanz – Passiva

in EUR Mio.

	Bereinigte Historie			Planung				
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Gezeichnetes Kapital	178,3	178,6	178,6	178,6	178,6	178,6	178,6	178,6
Kapitalrücklagen	507,6	246,0	246,0	246,0	246,0	246,0	246,0	246,0
Gewinnrücklagen	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1
Gewinnvortrag/Verlustvortrag	1.923,9	1.849,3	1.156,9	1.019,5	1.040,3	1.084,1	1.174,5	1.220,5
Bilanzgewinn/Bilanzverlust	-74,6	-692,4	-137,3	20,8	43,8	90,5	45,9	62,1
Eigenkapital	2.571,4	1.617,5	1.480,2	1.501,0	1.544,7	1.635,2	1.681,1	1.743,3
Unternehmensanleihen	1.427,0	1.077,2	980,7	645,5	311,4	0,0	0,0	0,0
Grundsulddarlehen	893,3	1.321,5	1.419,6	1.724,1	2.016,0	2.267,0	2.171,1	2.132,7
Schuldscheindarlehen	78,2	40,7	40,0	40,0	40,0	0,0	0,0	0,0
Leasingverbindlichkeit	5,7	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Verzinsliche Verbindlichkeiten	2.404,1	2.444,8	2.445,7	2.415,1	2.372,8	2.272,7	2.176,7	2.138,3
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Kommanditeinlagen nicht beherrschender Gesellschafter	121,0	98,3	96,8	95,9	95,0	94,2	93,1	91,9
Sonstige Verbindlichkeiten	63,7	72,1	289,0	289,0	289,0	288,9	289,0	288,9
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	188,2	175,1	389,0	388,1	387,2	386,3	385,3	384,0
Summe Passiva	5.163,8	4.237,5	4.314,9	4.304,1	4.304,7	4.294,1	4.243,1	4.265,5

Quelle: alstria Unternehmensinformationen

158. Das Eigenkapital der alstria setzt sich aus dem gezeichneten Kapital, der Kapitalrücklage und der Gewinnrücklage zusammen. Das gezeichnete Kapital lag zum 31. Dezember 2023 bei EUR 178,3 Mio., in den Jahren 2023 sowie 2024 stieg das gezeichnete Kapital leicht auf EUR 178,6 Mio. Dieser Anstieg ist bedingt durch die Wandlung von Wandelgenussscheinen im zweiten Halbjahr 2023, bei der 270.300 neue alstria-Aktien ausgegeben wurden. Die Kapitalrücklage belief sich zum 31. Dezember 2022 auf EUR 507,6 Mio. was 19,7% des gesamten Eigenkapitals ausmachte. Zum 31. Dezember 2023 sanken die Kapitalrücklagen auf EUR 246,0 Mio. und blieben unverändert im Folgejahr 2024. Die Gewinnrücklage blieb über den betrachteten Zeitraum von drei Jahren konstant bei EUR 36,1 Mio., und ist historisch durch positive Konzernergebnisse entstanden, die das Unternehmen nicht vollständig ausschüttete, um die Eigenkapitalbasis zu stärken und finanzielle Flexibilität zu erhalten. Dennoch reichte die Gewinnrücklage nicht aus, um die Dividenden 2023 vollständig zu finanzieren, weshalb zusätzliche Mittel aus der Kapitalrücklage verwendet wurden. Das gesamte Eigenkapital sank von EUR 2.571,4 Mio. im Jahr 2022 auf EUR 1.617,5 Mio. im Jahr 2023. Dieser Rückgang ist getrieben durch eine Sonderdividendenausschüttung im Jahr 2022 i.H.v. EUR 750 Mio. sowie einer weiteren Dividendenausschüttung i.H.v. EUR 262,5 Mio. (davon EUR 251,7 Mio. Sonderdividende) im Jahr 2023. sowie des negativen Konzernergebnisses 2023 i.H.v. EUR 653,4 Mio. Im Jahr 2024 sank das Eigenkapital auf EUR 1.480,2 Mio., hauptsächlich bedingt durch den Bilanzverlust i.H.v. EUR 137,3 Mio.

159. Die Verbindlichkeiten der alstria setzen sich aus verzinslichen und unverzinslichen Verbindlichkeiten zusammen.

160. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten bestehen aus Unternehmensanleihen, Grundsulddarlehen, Schuldscheindarlehen, Leasingverbindlichkeiten und Pensionsverbindlichkeiten, wobei die

Entwicklung der verzinslichen Verbindlichkeiten im Wesentlichen von den Verbindlichkeiten aus Darlehen und Anleihen getrieben sind. Die Zusammensetzung der Darlehen und Anleihen umfasst sowohl festverzinsliche als auch variabel verzinsliche Darlehen mit unterschiedlichen Laufzeiten und Fälligkeiten. Die wesentlichen Fälligkeiten sind wie folgt strukturiert: Darlehen mit Fälligkeiten unter einem Jahr belaufen sich auf EUR 257 Mio., und weitere EUR 500 Mio. werden in den Jahren 2026 und 2027 fällig. Die Unternehmensanleihen weisen Fälligkeiten in den Jahren 2025 bis 2027 auf, mit einem Betrag von EUR 400 Mio. im Jahr 2025 und EUR 350 Mio. im Jahr 2026. Zudem wurde eine revolvingende Kreditlinie über EUR 200 Mio. eingerichtet, um kurzfristige Liquidität sicherzustellen. Die Abnahme der Unternehmensanleihen und die Zunahme der Grundschulddarlehen bei alstria sind auf eine Umstrukturierung der Finanzierung zurückzuführen, die den Zugang zu günstigeren Finanzierungsmöglichkeiten durch besicherte Darlehen (Grundschulddarlehen) nutzt. Da Grundschulddarlehen durch Immobilien abgesichert sind, bieten sie günstigere Zinskonditionen im Vergleich zu unbesicherten Unternehmensanleihen. Zudem ermöglicht die aktuelle Marktstruktur für alstria durch den EURIBOR gekoppelte variable Zinsen auf Grundschulddarlehen, die gegenüber den fixen Zinsen von Anleihen oft flexibler und in einem Niedrigzinsumfeld attraktiver sind.

161. Die verzinslichen Verbindlichkeiten erhöhten sich im Zeitraum von 2022 bis 2023 leicht von EUR 2.404,1 Mio. auf EUR 2.444,8 Mio. und verringerten sich geringfügig auf EUR 2.445,7 Mio. im Jahr 2024. Dieser moderate Anstieg resultierte aus strategischen Anpassungen wie Umschichtungen und Refinanzierungen. alstria nutzte die Gelegenheit, bestehende Anleihen teilweise zurückzuführen und gleichzeitig neue, günstiger verzinsten Darlehen aufzunehmen, um die Liquidität zu sichern und die Kapitalstruktur flexibler zu gestalten. Obwohl die verzinslichen Verbindlichkeiten im betrachteten Zeitraum nur leicht gestiegen sind, hat sich der Loan-to-Value (LTV) deutlich verändert. Der Net-LTV stieg von 43,7% zum Ende 2022 auf 58,2% zum Ende 2023, was hauptsächlich auf die zusätzliche Verschuldung und die Abwertung des Immobilienportfolios zurückzuführen ist. Dieser Anstieg beeinflusste auch die Bonität von alstria. Die Kreditratingagentur S&P stufte das Rating von BBB (Investment Grade) auf BB+ (Speculative Grade) herab und reduzierte es am 19. März 2024 auf BB.
162. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten in Höhe von EUR 389,0 Mio. zum 31. Dezember 2024, bestehen aus Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, Kommanditeinlagen nicht beherrschender Gesellschafter und sonstigen Verbindlichkeiten, die im Wesentlichen passive latente Steuern enthalten. Die sonstigen Verbindlichkeiten wiederum bestehen zum größten Teil aus ausstehenden Rechnungen, erhaltenen Kautionen und Sicherheitseinbehalten, Verbindlichkeiten im Zusammenhang mit derivativen Finanzinstrumenten, sowie zu einem geringeren Teil aus sonstigen kurzfristigen Schulden. Bei den Kommanditeinlagen nicht beherrschender Gesellschafter handelt es sich um Kommanditanteile an der alstria office Prime Portfolio GmbH & Co. KG, die nicht von der alstria gehalten werden. Gemäß IFRS-Vorschriften werden diese im Konzernabschluss als Fremdkapital ausgewiesen. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen erhöhten sich von EUR 3,6 Mio. im Jahr 2022 auf EUR 4,7 Mio. im Jahr 2023 und sanken im Jahr 2024 auf EUR 3,2 Mio. Die sonstigen Verbindlichkeiten stiegen von EUR 63,7 Mio. im Jahr 2022 auf EUR 72,1 Mio. im Jahr 2023 und stiegen weiter auf EUR 69,1 Mio. im Jahr 2024. Der Anstieg im Jahr 2023 ist insbesondere auf die Entwicklung der derivativen Finanzinstrumente zurückzuführen. Mit dem Verlust des REIT-Status zum Ende des Jahres 2024 wurden

passive latente Steuern gebildet, die Ende des Jahres 2024 EUR 219,9 Mio. betragen und aufgrund der bestehenden Unterschiede zwischen den IFRS und steuerlichen Buchwerten gebildet wurden.

2.3.6 SWOT-ANALYSE

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

Unternehmens- und Ressourcenanalyse

2.3.6.1 STÄRKEN

164. Zu den wesentlichen Stärken der alstria zählen:

165. alstria ist eine führende Büroimmobiliengesellschaft in Deutschland und hat sich strategisch auf die großen stabilen Büromärkte in fünf der „Top 7“-Städte ausgerichtet: Hamburg, Berlin, Düsseldorf, Frankfurt und Stuttgart. Diese Städte zeichnen sich durch hohe wirtschaftliche Aktivität und stabile Nachfrage nach Büroflächen aus. Ein Standortvorteil liegt in der Wahl von A-Lagen mit hohen Mietrenditen und stabiler Nachfrage.

166. Zum 31. Dezember 2023 hatte alstria eine durchschnittliche Restmietdauer (WAULT) von 5,3 Jahren und einen Vermietungsgrad von rd. 83%⁴³. alstria verfügt zudem über lange Mietverträgen mit bonitätsstarken Mietern. Dies ermöglicht stabile Mieterträge bei geringen Ausfallrisiken. Zusätzlich weist alstria eine solide Mieterstruktur auf, die hauptsächlich aus vertraglichen Mietern mit öffentlichem Hintergrund oder internationalen Großunternehmen mit „Investment Grade“ Rating besteht. Die Konzentration auf eine kleine Anzahl von qualitativ hochwertigen Mietern trägt zu einem sorgfältigen Risikomanagement bei, das es alstria ermöglicht, die Kredit- und Liquiditätssituation der Hauptmieter konsequent und detailliert zu überwachen.

167. Zudem ist alstria durch ihren erfolgreichen „Buy-and-Manage“-Ansatz in der Lage ihre Mietrendite zu maximieren. Hierbei strebt alstria ein organisches Wachstum an, indem sie den Wert der Investitionen durch ein aktives Asset- und Portfoliomanagement kontinuierlich steigert. Ein erfahrenes Team mit lokaler Expertise im Immobiliensektor und operativer Präsenz in den wichtigen deutschen Büromärkten ermöglicht es alstria, wertsteigernde Maßnahmen gezielt umzusetzen und das Portfolio mit Entwicklungspotenzial weiter zu optimieren. Durch den Fokus auf

⁴³ Vgl. Leerstandsquote in Bezug auf die gesamte vermietbare Bürofläche lt. alstria Unternehmensinformationen.

nachhaltige Maßnahmen im Portfolio profitiert alstria zudem vom wachsenden Bedarf an energieeffizienten und ESG-konformen Gebäuden, was langfristig die Wettbewerbsposition stärkt.

168. Die effiziente Herangehensweise von alstria in Verbindung mit dem Aufbau regionaler Investitionscluster in den fünf wichtigsten deutschen Büroimmobilienmärkten ermöglicht eine kosteneffiziente Verwaltung der lokalen Immobilienportfolios. Lokale Teams, die für das Asset- und Property-Management verantwortlich sind, sind in den lokalen Büros in Düsseldorf, Frankfurt am Main, Stuttgart, Berlin und Hamburg vertreten, wodurch ihre Präsenz auf den lokalen Immobilienmärkten erhöht wird.
169. alstria verfügt zudem über umfassendes Fachwissen in Bezug auf die Investition und Verwaltung von Bürogebäuden, da das Unternehmen sich hauptsächlich auf Büroimmobilien in deutschen Großstädten konzentriert.

2.3.6.2 SCHWÄCHEN

170. Zu den wesentlichen Schwächen der alstria zählen:
 171. Der geografische Fokus von alstria auf Deutschland macht das Unternehmen anfällig gegenüber nationalen negativen Trends sowie politischen Entscheidungen. Zudem ist alstria hauptsächlich auf Büroimmobilien spezialisiert, was das Unternehmen anfälliger für Schwankungen in diesem Marktsegment macht. Die Spezialisierung auf Büroimmobilien erhöht das Risiko einer marktseitigen Volatilität in diesem Segment, insbesondere durch die zunehmende Flexibilität in den Arbeitsmodellen (z. B. Homeoffice).
 172. Die Entwicklung des Marktwerts der Immobilien, der Mietpreise, der erzielbaren Mietrenditen und der Akquisitionstätigkeit hängen u.a. maßgeblich von der Entwicklung des Zinsumfelds ab und sind damit stark abhängig vom Zinsniveau und den realisierbaren Mietrenditen. Zudem spielt der Marktwert des Immobilienportfolios eine wesentliche Bedeutung bezüglich der Kosten und Verfügbarkeit von Fremdkapital, da alstria zum Ende des Jahres 2023 eine erhöhtes Net-LTV von 58,3% aufweist. Die hohe Verschuldung macht alstria anfällig für steigende Fremdkapitalkosten, insbesondere in Zeiten steigender Zinsen, was den FFO deutlich belasten kann. Zusätzlich hängt alstria Finanzierung vom Fremdkapitalrating ab, das die Konditionen und Sicherheiten beeinflusst und bei hohem Verschuldungsgrad ein bedeutendes Risiko darstellt.
 173. In den letzten Jahren kam es aufgrund des Niedrigzinsumfelds und der „Yield Compression“ zu einem kontinuierlichen Anstieg der Immobilienpreise und zu hohen Transaktionsvolumina. Auch wenn das Ankaufsvolumen insgesamt vergleichsweise gering war, wurden die vergangenen Akquisitionen im langfristigen historischen Vergleich zu sehr hohen Kaufpreisen durchgeführt, was den Druck erhöht, dass sich diese Investitionen durch eine verbesserte operative Entwicklung rentieren.
 174. Ein Teil von alstrias Immobilienportfolio besteht aus älteren Bürogebäuden, die bei Mieterwechseln eine umfangreiche Modernisierung erfordern, um wettbewerbsfähig zu bleiben und moderne Anforderungen zu erfüllen. Gleichzeitig unterhält alstria teilweise langfristige Mietverträge, die zwar Stabilität bringen, jedoch wenig Flexibilität bieten, um auf kurzfristige Marktveränderungen zu reagieren. Dies begrenzt alstrias Möglichkeit, Mieten in einem dynamischen

Marktumfeld zeitnah anzupassen oder Neuvermietungen zu höheren Marktpreisen zu realisieren. Aufgrund der Altersstruktur des Portfolios liegen die historischen Mieterlöse je m² Bürofläche Fläche noch unter den Durchschnittsmieten der Top 7 Standorte.

175. Die Anpassung des Portfolios auf zukünftige Mieteranforderungen erfordert erhebliche Investitionen in die Entwicklung der Objekte. Der Erfolg der Investitionen hängt davon ab, dass alstria einerseits die zukünftigen Mieteranforderungen richtig einschätzt und andererseits die geplanten Modernisierungen auch mit den geplanten Investitionskosten durchgeführt werden können. Steigende Bau- und Materialkosten könnten die Realisierung neuer Projekte verzögern oder gefährden und die Rentabilität erheblich einschränken.
176. alstria ist stark auf den deutschen Büromarkt fokussiert, der seit der COVID-19-Pandemie strukturelle Veränderungen und eine schwache Nachfrage erlebt. Der Rückgang der Nachfrage nach Büroflächen in zentralen Standorten, verbunden mit erhöhten Zinsen und einer abnehmenden wirtschaftlichen Dynamik, setzt alstria im Vergleich zu anderen Immobilienkonzernen stärker unter Druck.
177. alstrias Mieterschaft ist hinsichtlich der Wirtschaftssektoren, der Mietvertragslaufzeiten, des Nutzungsprofils und der geografischen Ausrichtung wenig diversifiziert, sodass aktuell ein größeres Klumpenrisiko besteht. Die Mieteinnahmen stammen zudem nur von einer begrenzten Anzahl an Mietern, wobei allein 38% der Gesamtmiete zum 31. Dezember 2023 auf wenige Hauptmieter entfallen. Diese Konzentration schafft eine gewisse Abhängigkeit, da alstria stark auf die Kredit- und Liquiditätssituation dieser Mieter angewiesen ist. Nicht verlängerte Mietverträge oder Zahlungsausfälle könnten daher erhebliche Auswirkungen auf die finanzielle Stabilität und Einnahmesituation des Unternehmens haben. Gleichzeitig 35% der Mieteinnahmen auf staatliche Mieter zurückzuführen, was das Risiko möglicher Mietausfälle mindert.
178. Des Weiteren sorgt der anstehende Verlust des REIT-Status für Kosten. Nach dem Verlust des REIT-Status wird alstria steuerpflichtig und muss Körperschaft- und Gewerbesteuer zahlen, was zu einer zusätzlichen Belastung führen wird.

2.3.6.3 GELEGENHEITEN

Markt- und Wettbewerbsanalyse

179. Markt- und wettbewerbsseitig ergeben sich für alstria folgende wesentliche Gelegenheiten:
180. Die steigenden Energiekosten sowie der wachsende Druck durch ESG-Standards treiben die Nachfrage nach energieeffizienten Büroflächen voran. alstria könnte von diesem Trend profitieren, indem sie bestehende Immobilien auf energieeffiziente Standards aufrüstet und so die Attraktivität für potenzielle Mieter steigert. alstria könnte bei sinkenden Zinsen durch eine optimierte Finanzierungsstrategie die Refinanzierungskosten nachhaltig senken. Darüber hinaus ließe sich durch eine verstärkte Entwicklungstätigkeit und gezielte An- und Verkäufe von Immobilien, vor allem bei niedrigen Zinsen und einer Erholung des Transaktionsmarktes, weiteres Potenzial ausschöpfen. Dies würde eine Entlastung der Loan-to-Value (LTV)-Covenants ermöglichen und die finanzielle Stabilität weiter stärken. Im Vordergrund stünde dabei jedoch, die stabilen Mieterträge aus bestehenden Verträgen zu sichern und die Immobilien flexibel an die sich wandelnde Flächennachfrage anzupassen, um auf diese Weise langfristige Mieterbindungen zu fördern.

181. Für Unternehmen spielt die Lage des Büros und die Ausstattung der Bürofläche unter anderem bei der Rekrutierung von Fachkräften eine immer wichtigere Rolle. Die Nachfrage nach hochwertigen, repräsentativen Flächen könnte somit zunehmen. alstria könnte von der gestiegenen Nachfrage profitieren, da mit diesen Flächen höhere Mieten erzielen könnte.
182. Trotz der gestiegenen Inflation und deutlichen Zinserhöhungen könnten Immobilien aufgrund des im langfristigen historischen Vergleich weiterhin eine solide und wertbeständige Assetklasse darstellen. Zudem könnten Akquisitionen zu einem späteren Zeitpunkt wieder durch eine bessere Verfügbarkeit von Eigen- und Fremdkapital begünstigt werden, was derzeit jedoch noch nicht der Fall ist. Dies könnte sich jedoch ergeben, wenn die Zinsen sinken und vor allem institutionelle Investoren in den Büroimmobilienmarkt zurückkehren. In diesem Zusammenhang könnte die steigende Nachfrage nach attraktiven Investmentmöglichkeiten Gelegenheiten für den opportunistischen Verkauf von Objekten zu guten Konditionen eröffnen, sofern das Transaktionsvolumen wieder ansteigt.
183. Aufgrund der in der Vergangenheit soliden Entwicklung sowie des guten Standings im deutschen Markt, wird alstria zunehmend als verlässlicher und langfristig orientierter Immobilienpartner wahrgenommen. Dies könnte zukünftig bessere Chancen zur Verlängerung von Mietverträgen ermöglichen und zudem auch den Zugang zu weiteren Akquisitionsmöglichkeiten eröffnen.
184. Die Fokussierung auf ESG-konforme Maßnahmen könnte alstria Chancen eröffnen, langfristig bonitätsstarke Mieter anzuziehen und Mieterlöse zu steigern. Anstatt Neubauprojekte zu priorisieren, könnte alstria dabei den Fokus auf die ökologische und kostenbewusste Weiterentwicklung bestehender Objekte legen. Dieser Ansatz würde nicht nur die Nachhaltigkeit verbessern und die steigende Nachfrage nach nachhaltigen Immobilien bedienen, sondern könnte auch eine wirtschaftlichere Nutzung des vorhandenen Portfolios fördern und potenziell höhere Renditen bieten. Auf diese Weise könnte alstria ihre Gebäude attraktiver positionieren und von den Vorteilen einer ESG-konformen Ausrichtung profitieren.

2.3.6.4 GEFAHREN

185. Markt- und wettbewerbsseitig ergeben sich für alstria folgende wesentliche Gefahren:
186. Da der Gewerbeimmobilienmarkt vergleichsweise anfällig für Schwankungen der Gesamtwirtschaft ist, haben makroökonomische Trends sowie politische Entwicklungen und Änderungen der regulatorischen Rahmenbedingungen Einfluss auf verschiedenste Faktoren. So könnte der Vermietungsstand, die Entwicklung der Mietpreise oder die Bonität der potenziellen Mieter und Käufer von Immobilien durch verschlechterte konjunkturelle Rahmenbedingungen beeinträchtigt werden. Aufgrund der Covid-19 Pandemie hat sich das Arbeiten im Homeoffice in Deutschland stark ausgebreitet. Viele Unternehmen haben beschlossen, auch in Zukunft ihre Mitarbeiter vermehrt von zu Hause arbeiten zu lassen. Das hat jedoch zur Folge, dass die Unternehmen tendenziell ihre Büroflächen verkleinern, anstatt diese zu vergrößern (New Work Konzepte).
187. Die deutsche Wirtschaft ist derzeit Rezessionsorgen und Unsicherheit bzgl. der weiteren Entwicklung der Inflation und des Zinsniveau ausgesetzt. Neben den Folgen des Kriegs in der Ukraine tragen auch Faktoren wie anhaltende Lieferkettenprobleme und die restriktive Zinspolitik

- der EZB, weiterhin unsicheren Lage bei. Der gewerbliche Vermietungsmarkt zeigt sich trotz des herausfordernden wirtschaftlichen Umfelds stabil, während das Transaktionsvolumen aufgrund anhaltender Marktunsicherheiten gedämpft bleiben könnte. Die Folge der andauernden Lieferkettenprobleme, sind Engpässe bei Bauteilen, Rohstoffen und Zwischenprodukten. Für alstria besteht die Gefahr, dass es zu Verzögerungen bei den Entwicklungsprojekten kommt.
188. Die deutlich expansive Geldpolitik wurde von den Zentralbanken beendet, wodurch zunächst steigende Zinssätze zu beobachten waren. Dies führte zu geringeren Immobilienbewertungen, wodurch die Möglichkeiten und Konditionen zukünftiger Fremdkapitalaufnahmen sich verschlechtern würden. Inzwischen sinken die Fremdkapitalkosten jedoch wieder durch erste Zinssenkungen der EZB. Dennoch kehrt die EZB nicht zu ihrem früheren Anleihen-Kaufprogramm zurück, das in der Vergangenheit die Zinsen besonders niedrig hielt und günstige Finanzierungsmöglichkeiten bot. Langfristig steigende Fremdkapitalkosten könnten die Renditechancen der Immobilien reduzieren und die Aktivität im Immobiliensektor bremsen.
189. Ein Risiko für die Umsetzung der Wachstumsstrategie durch Akquisitionen besteht darin, dass Verkäufer weiterhin überhöhte Kaufpreisforderungen beibehalten und der Transaktionsmarkt somit nicht zu einem höheren Aktivitätsniveau zurückfinden könnte. Ein Mangel an attraktiven zum Verkauf stehenden Immobilien – insbesondere solchen, die strategisch gut gelegen, in gutem Zustand oder bereits teilvermietet sind – oder eine begrenzte Verfügbarkeit von Akquisitionsförderung könnte die Attraktivität potenzieller Käufe und damit die Wachstumsstrategie einschränken. Zudem könnten überhöhte Kaufpreise im Bereich der Büroimmobilien, die durch die operative Entwicklung der Immobilien nicht mehr gerechtfertigt sind, die realisierbaren Renditen erheblich belasten. Schließlich würde dies auch opportunistische Verkäufe zur Finanzierung notwendiger Entwicklungen erschweren.
190. Darüber hinaus waren deutliche Preiserhöhungen für Bauleistungen aufgrund hoher Nachfrage, Arbeitskräftemangel, gestiegenen Material- und Energiekosten, Lieferengpässen und Rohstoffknappheit bei privaten und gewerblichen Neubauten zu beobachten. Diese Preisanstiege erschweren nicht nur die geplante Sanierung von Bestandsimmobilien, sondern bergen auch das Risiko, dass begonnene Modernisierungen nicht mit ausreichend Gewinn durchgeführt oder zeitlich stark verzögert werden. Zudem besteht das Risiko, dass potenzielle Mieter sich nach einer Modernisierung aufgrund gestiegener Mietkosten nicht mehr über Vorvermietung binden wollen, was die Neuvermietung erschweren könnte. Des Weiteren besteht ein Risiko in der Neuvermietung in den kommenden Jahren, insbesondere wenn Immobilien nicht modernisiert werden und nicht an die veränderte Nachfrage angepasst werden, was zu möglichen Leerstandskosten und Wiedervermietungskosten führen kann.
191. Die Immobilienbranche ist von intensivem Wettbewerb geprägt, sodass die Gefahr eines zunehmenden Preisdrucks mit geringeren Margen besteht. Auch die steigenden Energiepreise könnten die Entwicklung der Nettokaltmieten belasten, da für Mieter grundsätzlich die Entwicklung der Gesamtkosten relevant ist und bei höheren Energiekosten die Erhöhung von Nettokaltmieten eingeschränkt ist. Eine Konjunkturabschwächung in Deutschland könnte zusätzlich zu einem Rückgang der Beschäftigung führen und somit die Nachfrage nach Büroflächen verringern, was zu Leerständen oder geringeren Mieteinnahmen für alstria führen könnte.

192. Zudem bestehen für alstria Risiken, wie die Veränderungen der Gesetzgebung, die sich auf wesentliche regulatorische Anforderungen und die Unternehmensstruktur der alstria-Gesellschaften auswirken könnten. Neue rechtliche Vorschriften in diesem Bereich könnten zu höheren Kosten führen, bedingt durch steigende regulatorische Anforderungen. Insgesamt werden die Risiken im rechtlichen Umfeld im Vergleich zum Vorjahr unverändert als gering eingestuft. alstria hat zum Bewertungsstichtag den Verlust des REIT-Status realisiert. Mit dem Verlust des REIT-Status gehen erhebliche steuerliche Konsequenzen mit sich einher, da das Unternehmen steuerpflichtig wird und somit die zu zahlenden Steuern die Liquidität belastet.

2.3.6.5 AGGREGIERTES CHANCEN-/RISIKO-PROFIL

Chancen

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

194. In Bezug auf den deutschen Immobilienmarkt könnten sich Opportunitäten insbesondere für Immobilienverkäufe ergeben. Das Immobilienportfolio von alstria hat seine Standorte im attraktivsten deutschen Markt für Büroimmobilien, was potenziell attraktive Verkaufserlöse ermöglichen könnte.

195. Ein strukturiertes, aktives Asset- und Property-Management ist Grundlage für eine positive Mieterbeziehung. Zudem ermöglicht es die geringe Anzahl an Mietern gezielt auf Anforderungen der bestehenden Mieter zu reagieren. Das Unternehmen hat das Wissen und die Ressourcen, um Lösungen zu liefern und die Anforderungen der Mieter zu erfüllen. Insbesondere in unsicheren Zeiten ist es wichtig lange durchschnittliche Mietdauern und eine geringe Leerstandsquote vorzuweisen. Durch ein positives Mieterverhältnis könnten nachhaltige und langfristige Cashflows gesichert werden.

196. Aufgrund der hohen Investitionsmaßnahmen, um die Ausstattung und den Stand der Gebäude zu optimieren und diese energieeffizienter zu machen, weisen die Immobilien von alstria Wettbewerbsvorteile auf. Vor allem aufgrund der gestiegenen Energiekosten suchen potentielle Mieter nach energieeffizienten Flächen. Zudem wächst das Bewusstsein für den Nachhaltigkeitsbeitrag von Immobilienanlagen und könnte daher zusätzlich die Nachfrage nach zertifizierten Bürogebäuden, die den Nachhaltigkeitsansprüchen des Marktes entsprechen, steigern.

197. Darüber hinaus könnten nachhaltige, wertsteigernde Entwicklungsmöglichkeiten die Chance bieten, Mieterlöse zu steigern sowie bei Mieterwechsel einfacher bonitätsstarke Mieter zu gewinnen.

198. Die solide Mieterstruktur und der Fokus auf langfristige Verträge ermöglichen alstria stabile, verlässliche Einnahmen und eine gestärkte Marktposition. Dank der Ausrichtung auf bonitätsstarke Mieter – darunter internationale Großunternehmen und öffentliche Institutionen als Hauptmieter – sind Ausfallrisiken gering. Dies sollte alstria auch in wirtschaftlich herausfordernden Zeiten eine hohe Resilienz verleihen.

199. alstria könnte durch den „Buy-and-Manage“-Ansatz bestehende Immobilienwerte kontinuierlich optimieren und bei günstigen Marktbedingungen strategisch Immobilien verkaufen, um Gewinne zu realisieren. Dieser Ansatz könnte es ermöglichen, die Rendite zu maximieren und

gleichzeitig durch den Verkauf ausgewählter Objekte den Cashflow zu steigern. Dies könnte die Flexibilität erhöhen und schafft finanzielle Ressourcen für weitere Investitionen.

200. Durch die Fokussierung auf die großen, stabilen Büromärkte der „Top 7“-Städte in Deutschland (Hamburg, Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Stuttgart und Köln) sowie durch Investitionen in ESG-konforme und energieeffiziente Immobilien könnte alstria die Vermietungsquote weiter steigern. A-Lagen in diesen Städten sind selbst in Krisenzeiten gefragt, was zu einer Senkung des Leerstands und höheren Mieteinnahmen führen sollte. Diese Nachfrage nach zentral gelegenen, nachhaltigen Büroflächen könnte alstria eine gute Marktposition sichern und könnte zusätzliche Mieter anziehen.
201. alstria hat durch ihre solide Finanzierungsstrategie und gute Bonität die Möglichkeit, bei einem rückläufigen Zinsniveau die Fremdkapitalkosten weiter zu reduzieren. Dies würde den operativen Cashflow entlasten und alstria zusätzlichen finanziellen Spielraum verschaffen. Der gewonnene Spielraum könnte strategisch genutzt werden, um bestehende Schulden gezielt zu tilgen oder in neue Investitionsprojekte zu reinvestieren. Durch diese Optimierung der Kapitalstruktur könnte alstria ihre Profitabilität steigern und ihre Position im Markt nachhaltig stärken, was sich direkt positiv auf die Gewinn- und Verlustrechnung auswirken würde.

Risiken

202. Für alstria bestehen andererseits Risiken, die sich aus der Kombination der Schwächen mit marktseitigen Gefahren ergeben. Die wesentlichen Risiken sind:
203. Die makroökonomischen Herausforderungen, die durch die Covid-19-Pandemie entstanden sind, haben sich aufgrund des Ukraine-Konflikts weiter verschärft. Die aktuellen Konjunkturertrübungen auf dem deutschen Markt können folglich mittel- bis langfristigen Auswirkungen auf den deutschen Büroimmobilien haben, indem eine rückläufige Beschäftigtenanzahl in einer geringeren Flächennachfrage in Büroimmobilien resultiert. Da sich alstria fast ausschließlich auf Büroimmobilien spezialisiert hat, könnte dies zu geringeren Mieterlösen führen.
204. alstria ist als Immobilienunternehmen in den letzten Jahren in einem Umfeld mit stark gestiegenen Zinsen tätig gewesen, das zu niedrigen Transaktionsvolumina, unterschiedlichen Kaufpreisvorstellungen von Käufern und Verkäufern, steigenden Mietpreisen und sinkenden Renditen geführt hat. Was in der zuvor andauernden Niedrigzinsphase günstig für die Entwicklung des Marktwerts der Immobilien war, hat sich bei dem aktuellen Anstieg der Zinsen umgekehrt. Eine Abwertung der Immobilien hat schließlich negative Auswirkungen auf die Refinanzierungsmöglichkeiten. Zudem könnte der ansteigende Verschuldungsgrad von alstria die Finanzierungskosten weiter erhöhen.

205. Zudem besteht das Risiko, dass es zur Einschränkung des Wachstumspotentials kommt. Die hohen Kaufpreise könnten nicht durch die operative Entwicklung der Immobilien gerechtfertigt und die erwarteten Renditen nicht realisiert werden können.
206. Des Weiteren könnten sich wichtige Entwicklungsmaßnahmen deutlich verzögern. Die steigenden Baukosten, die Verfügbarkeit von Rohstoffen und Fachkräften könnten die Umsetzung wertsteigerender Sanierungs- und Neupositionierungsmöglichkeiten verlangsamen.
207. Um die Wettbewerbsfähigkeit älterer Bürogebäude im Portfolio zu sichern, sind bei Mieterwechseln häufig umfassende Modernisierungsmaßnahmen erforderlich. Diese Sanierungen, die insbesondere Nachhaltigkeits- und Energieeffizienzstandards berücksichtigen müssen, können hohe Kapitalinvestitionen (Capex) mit sich bringen und könnten die Ertragskraft des Portfolios belasten. Zusätzlich besteht das Risiko, dass die Vielzahl langfristiger Mietverträge eine zeitnahe Anpassung an Marktveränderungen und steigende Mietpreise erschwert, was die Flexibilität einschränken könnte, auf ein dynamisches Marktumfeld schnell reagieren zu können.
208. alstria hat den steuerlich vorteilhaften REIT-Status verloren. Der Verlust des REIT-Status bedeutet, dass alstria künftig der deutschen Körperschafts- und Gewerbesteuer unterliegt, was zu erheblichen zusätzlichen Steuerbelastungen führen könnte. Die Steuerpflicht hat direkte Auswirkungen auf die finanzielle Flexibilität des Unternehmens.
209. Des Weiteren ist alstria stark von wenigen Hauptmietern abhängig, die einen bedeutenden Teil der Mieteinnahmen ausmachen. Diese Konzentration auf wenige Mieter birgt das Risiko, dass der Ausfall oder die Kündigung eines langfristigen Mietvertrags mit einem dieser Hauptmieter erhebliche finanzielle Auswirkungen haben könnte. Sollte ein Hauptmieter den Mietvertrag nicht verlängern oder die Miete nicht mehr zahlen können, könnte dies zu kurzfristigen Einnahmeverlusten und einem Anstieg des Leerstands führen. Ein solcher Einnahmeausfall würde die Stabilität der Mieterlöse beeinträchtigen.
210. Das Chancen-Risiko-Profil von alstria dient im Weiteren zur Beurteilung der Plausibilität der Planung und der Auswahl der Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group).

2.3.7 VERGLEICHSUNTERNEHMEN (PEER GROUP-UNTERNEHMEN)

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

2.3.7.1 VORGEHENSWEISE UND AUSWAHL DER PEER GROUP-UNTERNEHMEN

212. Zur Auswahl der Peer Group bieten sich grundsätzlich Unternehmen der gleichen Branche bzw. mit einer vergleichbaren Produkt- und Marktstruktur an. Eine absolute Deckungsgleichheit der nach diesen Kriterien erhobenen Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Zahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens aus einem weitgehend übereinstimmenden Geschäftsmodell resultieren. Für die marktorientierte Bewertung (u.a. Multi-

- plikator-Methode) und die Ableitung von Kapitalkosten (u.a. Betafaktor) werden allerdings Kapitalmarktdaten benötigt. Aus diesem Grund und angesichts der zumeist eingeschränkten (öffentlichen) Verfügbarkeit von Informationen und relevanten Daten zu nicht börsennotierten Unternehmen werden in der Praxis vornehmlich am Kapitalmarkt gelistete Gesellschaften in der Peer Group berücksichtigt.
213. Für die Auswahl der Peer Group wurden börsennotierte Unternehmen mit vergleichbarem Geschäftsmodell und Leistungsspektrum analysiert. Ausgehend von einer breiten Grundgesamtheit von Unternehmen, die im Wesentlichen als Immobilienbestandshalter agieren, wurden auf Basis qualitativer Faktoren eine Vielzahl an nationalen und internationalen Unternehmen, die zu Vergleichszwecken in Frage kommen, identifiziert. Die Auswahl der letztendlich heranziehbaren Vergleichsunternehmen erfolgt anhand eines sog. Scoring-Modells, auf Basis dessen die Vergleichbarkeit der Peer Group-Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt beurteilt wird. Im Rahmen des Scoring-Modells wurden die relevanten Unternehmen nach qualitativen und quantitativen Kriterien analysiert und mit dem Bewertungsobjekt verglichen.
 214. Mit dem qualitativen Kriterium „operative Vergleichbarkeit“ wurde geprüft, ob die Vergleichsunternehmen aus derselben oder einer ähnlichen Branche stammen, bzw. ein ähnliches Geschäftsmodell aufweisen. Dies soll sicherstellen, dass die Unternehmen ähnlichen operativen Einflüssen und Trends unterliegen. Das zweite Kriterium „regionale Vergleichbarkeit“ stellt den geographischen Bezug zum Bewertungsobjekt sicher. Unternehmen in verschiedenen Märkten können unterschiedlichen politischen, wirtschaftlichen und kulturellen Einflüssen unterliegen und deshalb ggf. nicht direkt miteinander verglichen werden. Die qualitativen Kriterien operative und regionale Vergleichbarkeit werden anhand einer 5-stufigen Skala in der Bandbreite von „Keine“ bis „Sehr hoch“ gemessen.
 215. Das Geschäftsmodell von alstria charakterisiert sich durch die Schwerpunktsetzung auf die Verwaltung und Vermietung von Büroimmobilien. Ausgehend davon wurden auf Basis von qualitativen und quantitativen Faktoren 47 Unternehmen, die als Vergleichsunternehmen in Frage kommen (Longlist), identifiziert. Zunächst wurden alle börsennotierten Unternehmen erfasst, die "Office" oder "Commercial" in ihrer Geschäftsbeschreibung haben. Im nächsten Schritt wurden die Unternehmen ausgewählt, die Immobilienbestandshalter sind und mindestens 30% ihrer Mieterlöse aus der Vermietung von Büroimmobilien erzielen. Darüber hinaus wurde drauf geachtet, dass ihr Portfolio zu mindestens 50% aus Gewerbeimmobilien bestehen. Die Peer Group umfasst Unternehmen, die diese Kriterien vollumfänglich erfüllen, einschließlich der Bedingung, dass mind. 20% ihres Umsatzes in der DACH Region erwirtschaftet werden.
 216. Zusätzlich wurden in der Peer Group Unternehmen berücksichtigt, die nicht alle quantitativen Kriterien erfüllen, jedoch aufgrund eines besonders hohen operativen Vergleichbarkeit und manueller Recherche aufgenommen wurden. Diese Unternehmen weisen einen Büroanteil von mindestens 75% auf, erfüllen jedoch teilweise andere Faktoren nicht, wie beispielsweise die Umsatzkriterien in der DACH-Region. Aufgrund ihrer hohen Vergleichbarkeit zum des Geschäftsmodells und ihrer Relevanz für die Analyse wurden sie in die Peer Group integriert.
 217. Die Analyse der Vergleichsunternehmen führt schließlich zu einer Auswahl an 16 Peer Group-Unternehmen. Im Rahmen einer Scoring-Analyse wurden die identifizierten Unternehmen mit Hilfe ausgewählter quantitativen Kriterien Größe (Umsatzerlöse), Profitabilität (erwartete

EBITDA-Marge), Wachstumsaussichten (erwartetes Umsatzwachstum, CAGR), Net LTV und Nettomietrendite bewertet. Diese Kriterien sind fundamentalanalytisch begründet und erhöhen empirisch die Güte von rein qualitativen Selektionskriterien.

218. Alle oben aufgeführten Kriterien, sowohl qualitativ als auch quantitativ, fließen gleichwertig in die Scoring-Analyse ein. Die Analyse der Vergleichsunternehmen führt schließlich zu folgendem Ergebnis:⁴⁴

Vergleichsunternehmen	Land	Wachstum der Mieteinnahmen 2023-2024	EBITDA-Marge 2023	EBIT-Marge 2023	Net LTV 2023	Netto Mietrendite 2023
PSP Swiss Property AG	Schweiz	5,4%	89,7%	83,0%	37,2%	3,2%
CA Immobilien Anlagen AG	Österreich	3,3%	108,4%	59,7%	39,6%	3,5%
Hamborner REIT AG	Deutschland	1,4%	73,7%	71,4%	45,3%	5,2%
EPIC Suisse AG	Schweiz	3,8%	80,2%	76,7%	40,5%	3,9%
Aroundtown SA	Luxemburg	n/a	66,6%	79,3%	42,9%	3,8%
IREIT Global	Singapur	11,3%	65,3%	65,3%	34,5%	5,4%
Inovalis Real Estate Investment Trust	Kanada	n/a	11,5%	56,0%	49,0%	4,8%
Sirius Real Estate Limited	Guernsey	7,0%	64,4%	61,3%	33,8%	7,6%
CLS Holdings plc	England	n/a	77,8%	61,6%	45,6%	4,4%
Gecina	Frankreich	3,9%	76,8%	78,4%	34,7%	3,3%
NSI N.V.	Niederlande	2,2%	70,1%	69,1%	30,2%	5,1%
Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A.	Spanien	4,2%	82,9%	80,4%	41,0%	3,0%
Vitura SA	Frankreich	n/a	80,9%	81,5%	58,1%	3,6%
Derwent London Plc	England	0,1%	72,9%	70,3%	26,7%	3,9%
Helical plc	England	-23,2%	50,5%	n/a	34,0%	n/a
Great Portland Estates Plc	England	n/a	48,8%	25,9%	41,0%	3,1%
alstria office REIT-AG	Deutschland	2,9%	72,1%	71,3%	54,3%	3,8%
Durchschnitt		1,8%	71,4%	68,0%	39,6%	4,2%
Median		3,8%	75,3%	70,3%	40,0%	3,9%

2.3.7.2 PEER GROUP-ÜBERSICHT

219. Die in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen, insbesondere deren jeweilige Geschäftstätigkeit, lässt sich im Einzelnen wie folgt knapp zusammenfassen:

PSP Swiss Property AG

220. PSP Swiss Property ist eine der führenden Immobiliengesellschaften in der Schweiz, gegründet im Jahr 1999 und hat ihren Hauptsitz in Zug. Das Unternehmen ist auf die Verwaltung und Entwicklung von Büroimmobilien in zentralen Lagen der wichtigsten Wirtschaftszentren der Schweiz spezialisiert, insbesondere in Zürich und Genf. PSP Swiss Property verfolgt eine langfristige Strategie, die darauf abzielt, hochwertige Grundstücke zu erwerben, zu verwalten und zu halten, um nachhaltiges Wachstum und Stabilität zu gewährleisten. Das Unternehmen beschäftigt Ende Juni 2024 insgesamt 98 Mitarbeitende, was 87 Vollzeitstellen entspricht. Das Immobilienportfolio von PSP Swiss Property umfasst zum 30. Juni 2024 insgesamt 157 Objekte

⁴⁴ In der Anlage 2 „Peer Group-Auswahl“ ist die Grundgesamtheit der Peer Group, in welcher alle relevanten Unternehmen aufgelistet sind, welche im Rahmen des Scoring-Modells nach qualitativen und quantitativen Kriterien analysiert und verglichen worden sind.

sowie 10 Areale und Entwicklungsprojekte. Von diesen 157 Objekten entfallen 64% auf Büroimmobilien, der Rest verteilt sich auf Einzelhandels-, Gastronomie- und andere Nutzungsarten. Insgesamt liegt der Bilanzwert des Portfolios bei CHF 9,7 Mrd.

CA Immobilien Anlagen AG

221. CA Immobilien Anlagen AG, gegründet im Jahr 1987, ist eine führende Immobiliengesellschaft mit Hauptsitz in Wien, Österreich. Das Unternehmen ist auf die Vermietung und Entwicklung hochwertiger Büroimmobilien spezialisiert, insbesondere in den zentralen Hauptstädten Deutschlands, Österreichs und der CEE-Region. Dabei liegt der Fokus auf der Schaffung eines qualitativen, ertragsstarken Immobilienportfolios, das langfristige Wertschöpfung sichert. Zum 30. Juni 2024 umfasste das Immobilienportfolio von CA Immobilien Anlagen AG ein Vermögen im Wert von EUR 5,1 Mrd. Rund 66% dieses Portfolios befinden sich in Deutschland, was die Bedeutung dieses Marktes für das Unternehmen unterstreicht. Insgesamt besteht das Portfolio hauptsächlich aus Büroimmobilien, die etwa 95% des Gesamtwerts ausmachen, während der Rest auf Einzelhandels- und Hotelimmobilien verteilt ist. Das Unternehmen verzeichnete im ersten Halbjahr 2024 eine Vermietungsquote von 88,1% bei einer Gesamtnutzfläche von über 1,1 Mio. Quadratmetern.

CLS Holding plc

222. CLS Holding plc, gegründet im Jahr 1987, ist eine an der Londoner Börse notierte Immobilieninvestment- und Verwaltungsgesellschaft mit Sitz in London, Großbritannien. Das Unternehmen konzentriert sich auf Investitionen in Gewerbeimmobilien mit einem besonderen Schwerpunkt auf Büroimmobilien in den wirtschaftlichen Ballungszentren Großbritanniens, Deutschlands und Frankreichs. CLS strebt eine langfristige Wertsteigerung durch die strategische Verwaltung und Weiterentwicklung seines Immobilienportfolios an, wobei der Schwerpunkt auf nachhaltiger und profitabler Vermietung liegt. Zum 30. Juni 2024 umfasste das Immobilienportfolio von CLS Holding insgesamt 81 Büroimmobilien mit einer Gesamtmietfläche von 587.000 Quadratmetern. Der Gesamtwert dieses Portfolios belief sich auf GBP 1,9 Mrd.

Hamborner REIT-AG

223. Die Hamborner REIT-AG, mit Sitz in Duisburg, Deutschland, ist eine börsennotierte Immobiliengesellschaft, die als Real Estate Investment Trust (REIT) organisiert ist und im SDAX gelistet wird. Das Unternehmen wurde 1953 gegründet und fokussiert sich hauptsächlich auf den Erwerb und die Verwaltung von Büro- und Einzelhandelsimmobilien. Das Unternehmen beschäftigt Ende Juni 2024 insgesamt 52 Mitarbeiter. Das Immobilienportfolio von Hamborner REIT-AG ist bundesweit diversifiziert und umfasst zum 30. Juni 2024 insgesamt 67 Objekte mit einem Gesamtwert von etwa EUR 1,46 Mrd., darunter befinden sich 28 Büroimmobilien mit einem Wert von EUR 640,5 Mio. Zusätzlich hält das Unternehmen 39 Einzelhandelsimmobilien, die eine wesentliche Rolle in seinem Portfolio spielen.

Aroundtown SA

224. Aroundtown SA ist ein in Luxemburg ansässiges Immobilienunternehmen, das sich auf qualitativ hochwertige Immobilien mit starkem Wertsteigerungspotenzial konzentriert. Das Unternehmen investiert vor allem in zentral gelegene Immobilien in großen europäischen Städten, insbesondere in Deutschland, den Niederlanden und London. Gegründet im Jahr 2004, ist das Unternehmen stark gewachsen und verfügt heute über ein vielfältiges Portfolio, das sowohl Gewerbe- als auch Wohnimmobilien umfasst. Das Immobilienportfolio von Aroundtown besteht zu 39% aus Bürogebäuden, diese befinden sich vor allem in erstklassigen Lagen in Städten wie Berlin, Frankfurt und München, wodurch Aroundtown zu einem der größten Büovermieter in diesen Städten geworden ist. Der Marktwert des Portfolios liegt zum 30. Juni 2024 bei EUR 24 Mrd. Das Unternehmen konzentriert sich auf langfristige Mietverträge mit stabilen Mieteinnahmen.

IREIT Global

225. IREIT Global, gegründet im Jahr 2014, ist ein in Singapur ansässiger Immobilieninvestor, der sich auf ertragsstarke Immobilien in Europa spezialisiert hat. Der Hauptsitz des Unternehmens befindet sich in Singapur, und seine Anlagestrategie zielt auf langfristige Wertsteigerung und stabile Mieteinnahmen ab. IREIT investiert vorrangig in Büro-, Einzelhandels-, sowie Logistik- und Industrieimmobilien und legt dabei besonderen Wert auf Märkte in Westeuropa. Zum 30. Juni 2024 umfasst das derzeitige Portfolio von IREIT 53 Immobilien in Deutschland, Frankreich und Spanien mit einer Gesamtmietfläche von etwa 425.000 Quadratmetern. Davon entfallen rund 76% auf Büroimmobilien, während die restlichen 24% hauptsächlich Einzelhandelsflächen sind. Die Bewertung des Portfolios liegt bei EUR 866,5 Mio.

Inovalis Real Estate Investment Trust

226. Der Inovalis REIT ist ein unbefristeter Immobilieninvestmenttrust, der nach den Gesetzen der Provinz Ontario gegründet wurde und seinen Sitz in Toronto, Kanada, hat. Er wurde von Inovalis S.A. gesponsert und am 10. April 2013 an der Börse in Toronto notiert. Das Unternehmen konzentriert sich darauf, Erträge für seine Anteilseigner durch den Erwerb und Besitz von Büroimmobilien in Europa zu generieren. Hauptsächlich investiert es in Frankreich, Deutschland und Spanien, wobei es sich auf ertragsstarke Bürogebäude konzentriert. Zum 31. Dezember 2023 umfasste das Portfolio von Inovalis REIT insgesamt 13 Büroimmobilien mit einer Bruttovermietungsfläche von etwa 143.000 Quadratmeter. Von den insgesamt 13 Objekten befanden sich 6 in Frankreich, 6 in Deutschland und 1 in Spanien. Das Unternehmen plant den Verkauf von zwei seiner Bestandsobjekte in Deutschland, um Kapital freizusetzen und in neue, höher verzinsten Büroimmobilien zu reinvestieren. Zum Jahresende 2023 wurde der Wert des gesamten Portfolios auf CAD 413,0 Mio. geschätzt.

Sirius Real Estate Limited

227. Sirius Real Estate, gegründet im Jahr 2007 mit Sitz in Saint Peter Port, Guernsey, ist ein führender Besitzer, Entwickler und Betreiber von Gewerbeparks, Industriekomplexen und Büroflächen in Deutschland und dem Vereinigten Königreich. Das Unternehmen konzentriert sich auf Logistik-, Industrie- und Büroimmobilien und bietet eine breite Palette von Arbeitsräumen, von

flexiblen bis hin zu konventionellen Büroflächen, an. Sirius Real Estate Limited verfolgt eine wertsteigernde Anlagestrategie, bei der Investitionen in ungenutzte oder suboptimale Flächen getätigt werden, um langfristigen Mehrwert für seine Mieter und Aktionäre zu schaffen. Zum 31. März 2024 hatte das Unternehmen ein Immobilienportfolio im Wert von EUR 2,2 Mrd., ein Anstieg von 3,8% im Vergleich zum Vorjahr. Das Portfolio umfasst 142 Immobilien mit einer Gesamtmietfläche von 2,2 Mio. Quadratmetern. Davon entfallen 44% auf Büroimmobilien, wobei der Rest auf Lager-, Produktions- und Logistikflächen verteilt ist.

EPIC Suisse AG

228. EPIC Suisse AG ist ein Schweizer Immobilienunternehmen mit Sitz in Zürich, das 2004 gegründet wurde. Das Unternehmen konzentriert sich auf den Erwerb, die Entwicklung und das Management von hochwertigen Gewerbeimmobilien, hauptsächlich in den wirtschaftlich wichtigen Regionen der Schweiz, wie der Genferseeregion und dem Wirtschaftsraum Zürich. Seit dem Börsengang an der SIX Swiss Exchange im Mai 2022 hat sich EPIC Suisse als führender Investor im Bereich Büro-, Einzelhandels- und Logistikimmobilien etabliert. Zum 30. Juni 2024 bestand das Portfolio des Unternehmens aus 25 hochwertigen Bürogebäuden mit einer Gesamtfläche von 324.538 Quadratmetern. Der Marktwert dieser Immobilien betrug CHF 1,6 Mrd., wobei 42% des Portfolios in Büroimmobilien investiert sind. Das Unternehmen beschäftigt insgesamt 22 Mitarbeiter, die in verschiedenen Bereichen tätig sind, um die Verwaltung und Optimierung der Immobilien sicherzustellen.

Gecina

229. Gecina ist ein führendes Immobilienunternehmen mit Hauptsitz in Paris, das 1959 als Groupe-ment pour le Financement de la Construction (GFC) gegründet wurde. Das Unternehmen ist auf die Entwicklung, Verwaltung und langfristige Wertsteigerung von Immobilien spezialisiert. Der Fokus von Gecina liegt auf hochwertigen Büroimmobilien sowie Wohn- und Studentenresidenzen, die sich in zentralen Lagen der Region Paris befinden. Zum Jahresende 2023 umfasste das Portfolio der Gecina 1,7 Mio. Quadratmeter, davon 1,2 Mio. Quadratmeter Büroflächen, was 79% der Vermögenswerte entspricht. Der Gesamtwert des Portfolios betrug EUR 17,2 Mrd., wobei 97% der Immobilien in der Pariser Region gelegen sind. Neben Büroflächen umfasst das Portfolio auch Wohn- und Studentenresidenzen im Wert von EUR 3,5 Mrd. Gecina verfolgt eine Innovationsstrategie, die sowohl auf Nachhaltigkeit als auch auf die Verbesserung der Lebensqualität in städtischen Räumen abzielt. Unterstützt wird dieses Ziel durch die kundenorientierte Marke YouFirst sowie das Programm „UtilesEnsemble“, das das soziale und ökologische Engagement des Unternehmens widerspiegelt. Als französischer Real Estate Investment Trust (REIT) ist Gecina an der Euronext Paris notiert und in führenden Indizes wie SBF 120, CAC Next 20, CAC Large 60 und CAC 40 ESG vertreten. Zudem wird das Unternehmen regelmäßig von Nachhaltigkeits-Rankings wie GRESB, Sustainalytics, MSCI und CDP als eines der leistungsstärksten seiner Branche anerkannt.

NSI N.V.

230. NSI N.V. ist ein führendes Immobilienunternehmen mit Hauptsitz in den Niederlanden, das 1992 gegründet wurde. Das Unternehmen ist spezialisiert auf hochwertige Büroimmobilien in wirtschaftlich starken Wachstumsregionen der Niederlande und ist als Real Estate Investment

Trust (REIT) an der Börse notiert. Das Portfolio von NSI N.V. umfasst insgesamt 350.700 Quadratmeter und ist vollständig auf Büroimmobilien ausgerichtet. Der Gesamtwert des Portfolios beläuft sich auf EUR 1,0 Mrd. Dabei befinden sich 56% der Immobilien im Großraum Amsterdam (EUR 588 Mio.), 29% in den anderen G4-Städten Utrecht, Rotterdam und Den Haag (EUR 301 Mio.) und 15% in anderen Regionen der Niederlande (EUR 154 Mio.). NSI verfolgt eine klare Strategie zur Maximierung der Aktionärsrenditen durch proaktives Portfolio-Management, wertsteigernde Maßnahmen und disziplinierte Asset Rotation. Eine solide Bilanz bietet dem Unternehmen zudem Kapazitäten für internes und externes Wachstum. Durch Investitionen in attraktive Standorte und ein hohes Maß an Service für seine Kunden erzielt NSI stabile Einnahmen, die eine nachhaltige Dividendenausschüttung ermöglichen. Als niederländischer REIT („Fiscale Beleggingsinstelling“, FBI) behält NSI seinen steuerlich begünstigten Status voraussichtlich bis Ende 2024 bei. Das Unternehmen hat bereits Maßnahmen zur Anpassung an gesetzliche Änderungen ergriffen, die ab 2025 eine direkte Investition von FBIs in niederländische Immobilien einschränken werden.

Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A.

231. Inmobiliaria Colonial, SOCIMI S.A., ist eine führende Immobiliengesellschaft mit Hauptsitz in Spanien, die 1946 gegründet wurde. Das Unternehmen ist spezialisiert auf hochwertige Büroimmobilien in erstklassigen Lagen und agiert als börsennotierter Real Estate Investment Trust (REIT), bekannt als Socimi in Spanien. Colonial hat eine starke Präsenz in den zentralen Geschäftsbereichen von Barcelona, Madrid und Paris. Zum Jahresende 2023 verwaltete Inmobiliaria Colonial ein Portfolio von 70 Immobilien mit einer Gesamtfläche von 1.585.059 Quadratmetern. Der Gesamtwert des Portfolios beträgt EUR 11,3 Mrd., wobei 99% der Vermögenswerte in zentralen Geschäftsvierteln in Barcelona, Madrid und Paris, gelegen sind. Das Portfolio besteht ausschließlich aus Büroimmobilien, die hohe Qualitätsstandards erfüllen. Zusätzlich verfügt das Unternehmen über eine Projektpipeline von 154.228 Quadratmetern, verteilt auf acht Objekte. Inmobiliaria Colonial setzt auf effizientes Management, eine nachhaltige Geschäftspolitik, um kontinuierlich die Qualität seines Portfolios und die Zufriedenheit seiner Mieter zu steigern. Das Unternehmen ist seit 1999 an der Börse notiert und hat seinen internationalen Fokus durch den Erwerb der französischen Immobiliengesellschaft Société Foncière Lyonnaise (SFL) im Jahr 2004 erweitert.

Vitura SA

232. Vitura S.A. ist eine führende Immobiliengesellschaft mit Hauptsitz in Frankreich, die 2006 gegründet wurde. Das Unternehmen ist als Société d'Investissement Immobilier Cotée (SIIC) anerkannt, was dem REIT-Status (Real Estate Investment Trust) entspricht. Vitura ist spezialisiert auf hochwertige Büroimmobilien in Paris und dem Großraum Paris. Das Portfolio von Vitura umfasst sechs Bürogebäude mit einer Gesamtfläche von 200.000 Quadratmetern. Der Gesamtwert des Portfolios wurde zum Ende des Jahres 2023 auf EUR 1,3 Mrd. bewertet. Das Unternehmen legt großen Wert auf Nachhaltigkeit und wurde im jüngstenGRESB-Ranking (Global Real Estate Sustainability Benchmark) als weltweit führendes börsennotiertes Bürounternehmen ausgezeichnet. Zudem hat Vitura zwei Gold Awards der EPRA (European Public Real Estate Association) für die Qualität und Transparenz seiner finanziellen und nichtfinanziellen Kommunikation erhalten. Seit März 2006 ist Vitura an der Euronext Paris notiert.

Derwent London Plc

233. Derwent London plc ist der größte auf Büroimmobilien in London spezialisierte Real Estate Investment Trust (REIT). Das Unternehmen hat seinen Hauptsitz in London, Großbritannien, und ist an der Londoner Börse notiert. Es verwaltet ein Portfolio von 66 Immobilien, das sich überwiegend im Zentrum Londons befindet. Zum 31. Dezember 2023 hatte das Portfolio von Derwent London einen Gesamtwert von GBP 4,9 Mrd. (Stand: 31. Dezember 2024) und umfasst eine Gesamtfläche von 492.386 Quadratmetern. Das Portfolio von Derwent London besteht nahezu ausschließlich aus Büroimmobilien. Einige dieser Gebäude sind als Mixed-Use-Immobilien konzipiert und enthalten zusätzlich Einzelhandelsflächen, die in die Bürokomplexe integriert sind. Diese verteilen sich auf 13 zentrale Londoner Viertel, darunter das West End und der Tech Belt. Zu den markanten Gebäuden im Portfolio zählen 1 Soho Place W1, 80 Charlotte Street W1, Brunel Building W2 und White Collar Factory EC1. Derwent London verfolgt eine nachhaltige Entwicklungsstrategie und hat sich verpflichtet, bis 2030 ein kohlenstofffreies Unternehmen zu werden. Es war der erste britische REIT, der eine revolvierende Kreditfazilität mit einer „grünen“ Tranche unterzeichnete. Das Unternehmen ist zudem Mitglied des „RE100“-Programms und verwendet ausschließlich erneuerbare Energiequellen. Wissenschaftlich fundierte Kohlenstoffziele des Unternehmens wurden von der Science Based Targets Initiative (SBTi) validiert.

Helical plc

234. Helical plc ist ein auf Büroimmobilien spezialisiertes Immobilienunternehmen mit Hauptsitz in London, Großbritannien. Gegründet im Jahr 1919, hat sich das Unternehmen auf die Entwicklung, Investition und Vermietung von hochwertigen Büroflächen im Zentrum Londons fokussiert. Seit April 2022 ist Helical als Real Estate Investment Trust (REIT) registriert. Das Portfolio von Helical umfasst nahezu ausschließlich Büroimmobilien, die entweder fertiggestellt oder in der Entwicklungspipeline enthalten sind. Der Anteil fertiger Bürogebäude macht 83,3% des Portfolios aus, während sich 16,6% auf Büroentwicklungen konzentrieren, darunter ein großes Projekt mit 17.837 Quadratmetern in der 100 New Bridge Street. Insgesamt umfasst die Entwicklungspipeline 73.394 Quadratmeter. Einige der Bürogebäude integrieren auch Restaurant- und Einzelhandelsflächen, wodurch Helical moderne, gemischt genutzte Arbeitsumgebungen

schaft. Der Gesamtwert des Portfolios beträgt GBP 839,5 Mio. Helicals Strategie konzentriert sich auf das Wachstum im Zentrum Londons, insbesondere in Gebieten mit starker Mieternachfrage und hohem Potenzial für erstklassige Büroprojekte. Diese Immobilien sind ideal an wichtige Verkehrsknotenpunkte wie die Elizabeth Line angebunden, was ihre Attraktivität zusätzlich steigert. Das Unternehmen verfolgt eine innovative und flexible Entwicklungsstrategie, die darauf abzielt, nachhaltige und zukunftsorientierte Büroflächen zu schaffen. Helical ist ein führendes Unternehmen im Segment der mehrfach vermieteten Büroflächen und arbeitet kontinuierlich daran, seine Position im zentralen Londoner Markt zu stärken.

Great Portland Estates Plc

235. Great Portland Estates plc (GPE) ist eine führende Immobilieninvestment- und Entwicklungsgesellschaft mit Schwerpunkt auf hochwertigen Büro- und Einzelhandelsimmobilien im Zentrum Londons. Das Unternehmen ist ein FTSE 250-Index-Mitglied und als Real Estate Investment Trust (REIT) registriert, was steuerliche Vorteile bietet und die Effizienz für Investoren maximiert. Das Portfolio von GPE hat einen Gesamtwert von GBP 2,4 Mrd. und umfasst eine Fläche von 241.548 Quadratmetern. Der Schwerpunkt liegt auf Büroimmobilien, die 78% der Fläche ausmachen. Darüber hinaus gehören zum Portfolio auch Einzelhandelsflächen (14%) sowie Wohnimmobilien (5%), oft in gemischt genutzten Projekten. GPE verfolgt eine proaktive Managementstrategie, bei der die Aktivitäten gezielt an den Immobilienzyklus in London angepasst werden.

3 ALLGEMEINE BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE

3.1 ABFINDUNGSERMITTLUNG NACH §327 AKTG

236. Die Übertragung von Aktien auf Verlangen eines Aktionärs gemäß § 327a AktG setzt die Gewährung einer angemessenen Barabfindung voraus. Die Festlegung der Barabfindung erfolgt durch den Hauptaktionär gemäß § 327b AktG. Sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen. Die Abfindung muss den wahren Wert der Unternehmensbeteiligung ersetzen.⁴⁵ Die Bestimmung des Werts erfolgt im Wege einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 S. 1 ZPO. Die marktorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses ist grundsätzlich für die Schätzung des Werts einer Beteiligung geeignet. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs niederschlägt.⁴⁶
237. Der Rückgriff auf den Börsenkurs scheidet aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist. Das kann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum eine Marktengung vorliegt und mit den Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat.⁴⁷ Anhaltspunkte für das Vorliegen einer Marktengung können geringe Handelsvolumina, ein Handel nur an wenigen Börsentagen oder ein geringer Streubesitz der Aktien sein. An hinreichender Aussagekraft mangelt es Börsenkursen auch dann, wenn unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorliegen oder, wenn kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden.⁴⁸
238. Nach der jüngsten Rechtsprechung des BGH setzt die Bestimmung des Werts einer Unternehmensbeteiligung anhand des Börsenkurses nicht voraus, dass der Kapitalmarkt vollständig informationseffizient ist, also ein Zustand herrscht, in dem alle zugänglichen öffentlichen und nichtöffentlichen Informationen korrekt in den Kursen verarbeitet sind. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer

⁴⁵ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94, 305f.; BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 - II ZB 12/21, Rn. 19.

⁴⁶ Vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024, II ZB 5/22 Rn. 25; BGH Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Rn. 20.

⁴⁷ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94, 309; BGH, Beschluss vom 12. März 2001 - II ZB 15/00, 116.

⁴⁸ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 26.04.2011 - 1 BvR 2658/10, Rn. 25; BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 - II ZB 12/21, Rn. 51; BGH Beschluss vom 31. Januar 2024, II ZB 5/22 Rn. 27.

nicht ausgegangen werden kann, darf der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.⁴⁹

239. Auftragsgemäß nehmen wir daher zunächst eine Analyse des Börsenkurses vor. Zusätzlich wird auftragsgemäß eine eigenständige Bewertung der alstria zum 11. Februar 2025 unter Berücksichtigung des IDW S 1 und der DVFA-Empfehlungen vorgenommen. Die im Folgenden wiedergegebenen Bewertungsgrundsätze gelten heute in Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur, in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere im IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen gefunden. Sie werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt.
240. Entsprechend der höchstrichterlichen Rechtsprechung kann in geeigneten Fällen zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung allein auf den Börsenkurs abgestellt werden. Insofern dient die auftragsgemäß vorgenommene Fundamentalbewertung anhand der Grundsätze des IDW S 1 und der DVFA-Empfehlungen der Verifizierung des anhand der Börsenkursanalyse festgestellten Verkehrswerts der alstria-Aktien.
241. Die Übertragung von Aktien auf Verlangen eines Aktionärs gemäß § 327a AktG setzt die Gewährung einer angemessenen Barabfindung voraus. Die Festlegung der Barabfindung erfolgt durch den Hauptaktionär gemäß § 327b AktG. Sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen.
242. In der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung wird die Ermittlung des Unternehmenswerts der alstria zum Zeitpunkt der über den Squeeze Out beschlussfassenden Hauptversammlung vorgenommen. Als eine mögliche Vorgehensweise zur Ermittlung des Unternehmenswerts akzeptieren die Gerichte die Grundsätze zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1. Gemäß der Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW („FAUB“) ist auch für die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung durch den gerichtlich bestellten Angemessenheitsprüfer eine Fundamentalbewertung vorzunehmen, die sich gemäß der berufsständischen Vorgaben des IDW nach dem IDW S 1 richtet.⁵⁰
243. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unterneh-

⁴⁹ Vgl. BGH Beschluss vom 21. Februar 2023 - II ZB 12/21, Rn. 20., BGH Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, DB 2024 S. 1196 Rn. 26.

⁵⁰ Vgl. FAUB, FAUB zur Relevanz des Börsenkurses, <https://www.idw.de/idw/themen-branchen/unternehmensbewertung-bwl/boersenkurse.html>, abgerufen am 17. April 2024.

mens sowie sonstigen Einflussfaktoren. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner in Abhängigkeit vom Bewertungsanlass erforderlich.

244. Darüber hinaus stellt die Wertermittlung nach den DVFA-Empfehlungen eine mögliche Vorgehensweise dar.

3.2 UNTERNEHMENSWERTKONZEPT NACH IDW S 1 UND DVFA

245. Der Wert des Eigenkapitals wird durch das zweckgerichtete Zusammenwirken aller im Unternehmen vorhandenen materiellen und immateriellen Werten bestimmt. Das Bewertungsobjekt muss nicht mit der rechtlichen Abgrenzung des Unternehmens identisch sein; zugrunde zu legen ist vielmehr das auftragungsgemäße, oft nach wirtschaftlichen Kriterien definierte Bewertungsobjekt.
246. Der Wert des Eigenkapitals ist anlass- und zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln. Bei der Bewertung ist daher nur der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können. Darüber hinaus sind nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder bereits hinreichend konkretisiert waren (sog. Wurzeltheorie).⁵¹
247. Generell wird in der Unternehmensbewertung zwischen Gesamt- und Einzelbewertungsverfahren unterschieden. Zu den Gesamtbewertungsverfahren zählen Unternehmensbewertungsmethoden auf Basis von Kapitalwertkalkülen, wie z.B. die verschiedenen Varianten der Discounted Cashflow-Methode („DCF-Methode“) und die Ertragswert-Methode sowie die Multiplikator-Methode. Zu den Einzelbewertungsverfahren zählen bspw. der Liquidationswert und der Substanzwert.⁵²
248. Der Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der finanziellen Überschüsse an die Unternehmenseigner (sog. Zukunftserfolgswert) zuzüglich des Werts etwaiger nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte. Die Wertermittlung erfolgt grundsätzlich unter der Annahme der Fortführung des Unternehmens. Zur Ableitung des Barwerts der finanziellen Überschüsse werden Kapitalkosten verwendet, welche die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentieren. Demnach wird der objektivierte Wert des Unternehmens allein aus seiner Ertragskraft, d.h. seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet.⁵³ Hierzu werden nach Theorie und Praxis

⁵¹ Vgl. IDW S 1 Rz. 22, 32

⁵² Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 8.

⁵³ Vgl. IDW S 1 Rz. 25.

die Ertragswert-Methode und die Varianten der DCF-Methode verwendet. Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (sog. Liquidationswert), den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht.⁵⁴

249. Der Zukunftserfolgswert hängt in erster Linie von der Fähigkeit des Unternehmens ab, finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Wertbestimmend sind aber nur diejenigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens, die in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (sog. Zuflussprinzip).
250. Der Wert des Eigenkapitals lässt sich daher direkt durch Netto-Kapitalisierung anhand der sogenannten Ertragswert-Methode bzw. des Equity-Ansatzes als eine Variante der DCF-Methode (sog. „Cashflow to Equity-Ansatz“) ermitteln (sog. „Equity“-Ansätze“). Alternativ kann der Wert des Eigenkapitals auch indirekt durch Brutto-Kapitalisierung nach dem Konzept der durchschnittlichen gewogenen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital - WACC) mit dem sog. WACC-Ansatz, dem Adjusted Present Value- oder dem Total Cashflow-Ansatz (APV-Ansatz bzw. TCF-Ansatz) ermittelt werden (sog. „Entity-Ansätze“). Während bei der direkten Ermittlung die um die Fremdkapitalkosten verminderten (gesamten) finanziellen Überschüsse in einem Schritt diskontiert werden, bezieht sich die Diskontierung im Rahmen der indirekten Ermittlung auf die finanziellen Überschüsse aus der Geschäftstätigkeit und einer anschließenden Minderung des so ermittelten Unternehmensgesamtwerts (Enterprise Value oder Entity Value) um den Marktwert der verzinslichen Verbindlichkeiten.
251. Dabei ist bei Ermittlung des Werts des Eigenkapitals gemäß IDW S 1 die Kapitalstruktur anhand des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts abzuleiten. Eine Optimierung der Kapitalstruktur, die sich aufgrund des Einflusses des Mehrheitsaktionärs beispielsweise umsetzen ließe, ist gemäß IDW S 1 für die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals nicht maßgeblich.
252. Bei der Abfindungsbemessung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wird von der Rechtsprechung regelmäßig auf die Wertrelevanz persönlicher Steuern hingewiesen, so dass in dieser Gutachtlichen Stellungnahme die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals auch unter der Annahme der unmittelbaren Typisierung gemäß IDW S 1, d.h. mit typisierter Berück-

⁵⁴ Vgl. IDW S 1 Rz. 101.

sichtigung persönlicher Einkommensteuern (Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern) aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner, erfolgt.

253. Gemäß den DVFA-Empfehlungen ist das Bewertungskonzept des „markttypischen Unternehmenserwerbers“ als Typisierungsmaßstab für die Bestimmung des abzuleitenden Fundamentaltwerts anzuwenden. Die DVFA-Empfehlungen stellen damit viel stärker auf die empirisch beobachtbare Perspektive realer Unternehmenserwerber ab. Konkretisiert wird dies im Prinzip der Methodenvielfalt, d.h. dass die Multiplikator-Methode grundsätzlich gleichberechtigt zu den zahlungsstromorientierten Diskontierungsverfahren ist. Wertbandbreiten und spezifische Annahmen zur Vorgehensweise des markttypischen Unternehmenserwerbers sind transparent darzustellen. Persönliche Einkommensteuern werden nicht einbezogen.

3.3 BEWERTUNG ANHAND DER ERTRAGSWERT- ODER DCF-METHODE

254. Der Wert des Eigenkapitals kann gemäß IDW S 1 auf Basis einer oder mehrerer Varianten der DCF-Methode oder nach der Ertragswert-Methode ermittelt werden.⁵⁵ Bei sachgerechter Anwendung und konsistenten Annahmen hat die Wahl der Bewertungsmethode innerhalb der DCF-Methoden (Cashflow-to-Equity-, WACC-, APV- und Total Cashflow-Ansatz) bzw. der Ertragswert-Methode keinen Einfluss auf den Wert des Eigenkapitals. Gemäß IDW S 1 sind diese auf Kapitalwertkalkülen beruhenden Bewertungsmethoden deshalb als gleichwertig anzusehen.⁵⁶
255. Die Planung der finanziellen Überschüsse wird hierbei üblicherweise in mindestens zwei Phasen vorgenommen. Die erste, sogenannte Detailplanungsphase umfasst in der Regel einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren und basiert grundsätzlich auf einer detaillierten Planungsrechnung des Bewertungsobjekts. Da sich das Bewertungsobjekt zum Ende der Detailplanungsphase zumeist noch nicht im zum Ansatz der Fortführungsphase notwendigen „eingeschwungenen Zustand“ befindet, sind im Rahmen einer zweiten Phase, der sog. „Konvergenzphase“, entsprechende Annahmen, zum Beispiel in Bezug auf längerfristige Investitions- oder Produktlebenszyklen zur Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse, zu treffen. Die dritte Phase, die sogenannte Fortführungsphase („Terminal Value“ bzw. kurz „TV“ oder „Ewige Rente“), unterstellt für das Bewertungsobjekt einen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand. In diesem werden die jährlichen finanziellen Überschüsse als konstant oder mit konstanter Rate wachsend angenommen.⁵⁷
256. Im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen ist die Ermittlung des Ertragswerts nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1 die in der Rechtsprechung allgemein akzeptierte Bewertungsmethodik. Entsprechend wird im Folgenden der Unternehmenswert der alstria anhand

⁵⁵ Vgl. IDW S 1, Rz. 7.

⁵⁶ Vgl. IDW S 1, Rz. 101.

⁵⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 75 ff.

des objektivierte Unternehmenswerts gemäß IDW S 1 auf Grundlage der Ertragswertmethode nach persönlichen Steuern ermittelt. Daneben wird der Unternehmenswert der alstria anhand der DCF-Methode vor persönlichen Steuern nach den DVFA-Empfehlungen ermittelt.

3.3.1 ERMITTLUNG DES ERTRAGSWERTS (NACH PERSÖNLICHEN STEUERN)

257. Bei der Ertragswert-Methode wird der Ertragswert direkt durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Ausschüttungen nach persönlichen Steuern mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern zum Bewertungsstichtag berechnet. Der Unternehmenswert ergibt sich aus dem Ertragswert abzüglich des auf nicht beherrschende Gesellschafter („Minderheiten“) entfallenden Werts und zuzüglich der Sonderwerte.

258. Bei der Ertragswert-Methode nach persönlichen Steuern wird der bewertungsrelevante Zahlungsstrom ausgehend vom Jahresergebnis (vor Minderheiten) ermittelt. Davon sind die Nettoinvestitionen in das Anlagevermögen, die Investitionen in das Netto-Umlaufvermögen und die sich aufgrund der geplanten Kapitalstruktur ergebenden Veränderungen der verzinslichen Verbindlichkeiten abzuziehen, welche in Summe der Gewinnthesaurierung entsprechen.

Operatives Ergebnis (EBIT)

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

= **Jahresergebnis (vor Minderheiten)**

- Gewinnthesaurierung

= **Finanzieller Überschuss**

davon Dividendenausschüttung (abzüglich Abgeltungsteuer + SolZ (26,4%))

davon fiktive Thesaurierungen (abzüglich hälftiger Abgeltungsteuer + SolZ (13,2%))

= **Finanzieller Überschuss nach persönlichen Steuern**

259. Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswert-Methode nach IDW S 1 sind Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote erforderlich.

260. Die konsistente Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen erfordert eine bewertungstechnische Aufteilung der finanziellen Überschüsse (nach Gewinnthesaurierung, d.h. notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm und zur Kapitalstruktur) in einen Dividendenanteil einerseits und einen fiktiv thesaurierten Anteil andererseits. Diese Unterscheidung ist notwendig, da Dividenden und Kursgewinne (fiktive Thesaurierungen) mit unterschiedlichen effektiven Steuersätzen auf Ebene der Anteilseigner belastet werden.

Minderheiten

261. Da Minderheiten bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse zunächst unberücksichtigt bleiben, wird eine gesonderte Bewertung der auf Minderheiten entfallenden finanziellen Überschüsse vorgenommen. Der Wert der Minderheiten wird durch Diskontierung mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten ermittelt. Der so ermittelte Barwert wird dann von dem ermittelten Ertragswert abgezogen.

Sonderwerte

262. Sachverhalte, die im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten. Als Sonderwerte kommen insbesondere nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte in Frage. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögenswerte, die nicht zur Erzielung von finanziellen Überschüssen im Rahmen der eigentlichen operativen Unternehmensaufgabe erforderlich sind. Hierzu zählen beispielsweise nicht betriebsnotwendige liquide Mittel, nicht mehr genutzte Betriebsgrundstücke oder Kunstgegenstände.
263. Weiterhin können u.a. auch besondere steuerliche Sachverhalte aus Transparenz- oder Komplexitätsgründen als Sonderwert ermittelt werden.

Wert des Eigenkapitals bzw. Unternehmenswert

264. Die Berücksichtigung von Minderheiten und Sonderwerten ergänzend zum Ertragswert führt zum Wert des Eigenkapitals („Unternehmenswert“) des Bewertungsobjekts.

Ertragswert nach persönlichen Steuern

$$\begin{array}{r}
 - \quad \text{Minderheiten} \\
 \\
 +/\text{-} \quad \text{Sonderwerte} \\
 \hline
 = \quad \text{Wert des Eigenkapitals („Unternehmenswert“)}
 \end{array}$$

3.3.2 ERMITTLUNG DES DCF-WERTS (VOR PERSÖNLICHEN STEUERN)

265. Neben der Ertragswertermittlung nach persönlichen Steuern wird der Unternehmenswert der alstria anhand der DCF-Methode vor persönlichen Steuern nach den DVFA-Empfehlungen ermittelt.
266. Beim Cashflow-to-Equity-Ansatz wird der DCF-Wert direkt durch Diskontierung des den Eigenkapitalgebern zustehenden Cashflows („Cashflow-to-Equity“) mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten zum Bewertungsstichtag berechnet.
267. Im Cashflow-to-Equity-Ansatz wird der bewertungsrelevante Zahlungsstrom ausgehend vom Jahresergebnis (vor Minderheiten) ermittelt. Davon sind die Brutto-Investitionen in das Anlagevermögen abzüglich Abschreibungen, die Investitionen in das Netto-Umlaufvermögen und die sich aufgrund der geplanten Kapitalstruktur ergebenden Veränderungen der verzinslichen

Verbindlichkeiten abzuziehen, welche in Summe der Gewinnthesaurierung entsprechen.⁵⁸ Zusätzlich sind die Veränderungen des Eigenkapitals aus Kapitalerhöhungen und -herabsetzungen zu berücksichtigen.

Operatives Ergebnis (EBIT)

-/+	Finanz- und Beteiligungsergebnis
-	Steuern vom Einkommen und vom Ertrag
<hr/>	
=	Jahresergebnis (vor Minderheiten)
+	Abschreibungen
-	Brutto-Investitionen (CAPEX) in das Anlagevermögen
-/+	Veränderung des Netto-Umlaufvermögens (inkl. operativem Kassenbestand)
-/+	Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten
-	Gewinnthesaurierung
<hr/>	
=	Cashflow-to-Equity bzw. finanzieller Überschuss

268. Da der Cashflow-to-Equity den an die Eigenkapitalgeber auszuschüttenden finanziellen Überschüssen entspricht, ist der Cashflow-to-Equity mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten zu diskontieren. Die Berechnung des DCF-Werts erfolgt vor persönlichen Steuern der Anteilseigner und berücksichtigt somit die sog. mittelbare Typisierung gemäß IDW S 1.

269. Analog der Ermittlung des Ertragswerts nach persönlichen Steuern bleiben Minderheiten auch bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse in der Vorsteuerbetrachtung zunächst unberücksichtigt. Der Wert der Minderheiten wird durch Diskontierung mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten ermittelt und von dem ermittelten DCF-Wert abgezogen.

270. Des Weiteren sind Sachverhalte, die im Rahmen der Ermittlung des DCF-Werts nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, grundsätzlich gesondert im Rahmen der Ermittlung eines Sonderwerts zu bewerten.

271. Die Berücksichtigung von Minderheiten und Sonderwerten ergänzend zum DCF-Wert führt zum Wert des Eigenkapitals („Unternehmenswert“) des Bewertungsobjekts.

DCF-Wert vor persönlichen Steuern

-	Minderheiten
+/-	Sonderwerte
<hr/>	
=	Wert des Eigenkapitals („Unternehmenswert“)

⁵⁸ Dies gilt nur soweit keine Eigenkapitalmaßnahmen zu berücksichtigen sind.

3.3.3 VERGLEICHSORIENTIERTE BEWERTUNG ANHAND DER MULTIPLIKATOR-METHODE

272. Neben der Ableitung des Unternehmenswerts auf Basis der Ertragswert-Methode nach persönlichen Steuern bzw. der DCF-Methode vor persönlichen Steuern können Unternehmenswerte mit Hilfe der Multiplikator-Methode ermittelt werden.
273. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig Umsatz- oder Ergebnisgrößen) des Unternehmens mit dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von geeigneten Vergleichsunternehmen (Peer Group) abgeleitet wird. Dabei können analog zu der DCF- und Ertragswert-Methode sog. „Enterprise-Multiplikatoren“ und „Equity-Multiplikatoren“ verwendet werden. Bei den Enterprise-Multiplikatoren wird zunächst der Unternehmensgesamtwert ermittelt, welcher durch Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten und Minderheiten sowie Berücksichtigung der Sonderwerte auf den Wert des Eigenkapitals überzuleiten ist. Bei den Equity-Multiplikatoren hingegen ist ein Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten nicht erforderlich.
274. Gemäß den Grundsätzen des IDW S 1 ist die Multiplikator-Methode keine gleichrangige Methode der Unternehmensbewertung, sondern lediglich ein vereinfachtes Preisfindungsverfahren. Die Multiplikator-Methode kann nach den Grundsätzen des IDW S 1 lediglich zur Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertung nach der Ertragswert- bzw. DCF-Methode verwendet werden.⁵⁹
275. Die DVFA-Empfehlungen stellen auf die Perspektive des markttypischen Unternehmenserwerbers ab, welcher verschiedene Bewertungsmethoden, i.d.R. Multiplikator-gestützte Methoden und Bewertungsverfahren auf Basis von Kapitalwertkalkülen, nebeneinander anwendet und Entscheidungen auf Basis verschiedener Analysen trifft. In den DVFA-Empfehlungen steht die Multiplikator-Bewertung daher grundsätzlich gleichrangig neben anderen Methoden,⁶⁰ sofern nicht branchenbedingte, unternehmensspezifische oder bewertungsanlassspezifische Besonderheiten die Bevorzugung einer bestimmten Methode rechtfertigen.
276. Das theoretische Fundament der Multiplikator-Bewertung ist das sog. „Law of One Price“ (Gesetz von der Unterschiedslosigkeit der Preise), welches i.e.S. besagt, dass gleiche Güter auf demselben Markt zum selben Preis gehandelt werden sollten, da andernfalls Arbitrage-Möglichkeiten bestehen würden. Weiter gefasst kann darunter auch verstanden werden, dass vergleichbare Vermögenswerte (z.B. Unternehmen oder Unternehmensanteile) zu vergleichbaren Preisen gehandelt werden sollten.
277. Bei der Bewertung anhand von Multiplikatoren werden wertbildende Bezugsgrößen von Vergleichsunternehmen, i.d.R. Ertrags- und Überschussgrößen wie Umsatzerlöse, EBITDA und EBIT etc. in Relation zu deren beobachtbaren Marktpreisen gesetzt und die so ermittelten Relationen (die Multiplikatoren) auf das zu bewertende Unternehmen übertragen. Dabei wird davon

⁵⁹ Vgl. IDW S 1, Rz. 143 ff.

⁶⁰ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012.

ausgegangen, dass zwischen den zugrundeliegenden Bezugsgrößen und dem Unternehmensgesamt看 ein proportionaler Zusammenhang besteht. Die genannten Bezugsgrößen werden hilfsweise herangezogen, da für Cashflow- und Kapitalrenditegrößen (insbesondere für die Peer Group) regelmäßig keine Prognosen von Analysten erstellt und veröffentlicht werden. Entscheidendes Merkmal der Multiplikator-Methode ist, dass als Ausgangspunkt für die Bewertung beobachtbare Preise dienen. Zur Herstellung der notwendigen Äquivalenz mit dem zu bewertenden Unternehmen werden jedoch diese Preise angepasst, um im Endergebnis eine Schätzung für den fundamentalen Unternehmensgesamt看 zu erhalten. Solche Anpassungen können v.a. bei verzerrten Marktpreisbildungen aufgrund externer Schocks (z.B. durch die Finanz- und Wirtschaftskrise) erforderlich sein.

278. Ein Vorteil der Multiplikator-gestützten Unternehmensbewertung ist deren strikte Marktbezogenheit. Die zugrundeliegenden Preisrelationen sind beobachtbar und werden tatsächlich auf Kapitalmärkten und/oder bei Unternehmenstransaktionen bezahlt. Andererseits ist diese Bewertungsmethode (ebenso wie die Ableitung der Kapitalkosten aus Kapitalmarktdaten) damit auch Marktunvollkommenheiten und -ineffizienzen ausgesetzt, die zu Abweichungen zwischen beobachtbaren Preisen und intrinsischen Werten führen können und durch den Gutachter zu korrigieren sind. Insbesondere in Krisenphasen müssen die vorliegenden Marktpreise aufgrund von möglichen Verzerrungen und Sondersituationen kritisch gewürdigt werden.
279. Im Folgenden werden für die Multiplikator-gestützte Bewertung daher, ebenso wie für die Diskontierungsmethode, unternehmensinterne Planungen und Informationen genutzt. Die ermittelten Multiplikatoren der Peer Group Unternehmen werden auf die realisierten und die von der Unternehmensleitung geplanten Bezugsgrößen (auf Basis derselben Planungsrechnung, die bei der DCF- bzw. Ertragswert-Methode verwendet wird) angewendet. Allerdings ist der verfügbare Zeitraum der Prognose deutlich kürzer als bei Anwendung von Bewertungsverfahren auf Basis von Kapitalwertkalkülen.
280. Der Multiplikator ergibt sich aus dem Verhältnis von Preis zur Bezugsgröße des Vergleichsunternehmens. Analysen basieren regelmäßig auf Multiplikatoren der vergangenen zwölf Monate bzw. des vergangenen Jahres (sog. „LTM-Multiplikatoren“ bzw. „Stichtags-Multiplikatoren“) sowie der darauffolgenden Jahre (sog. „Forward-Multiplikatoren“). Grundsätzlich sind zukunftsorientierte Multiplikatoren bei der marktpreisorientierten Bewertung vorzuziehen. Historische Multiplikatoren, wie LTM-Multiplikatoren, können durch Sondereffekte verzerrt sein. Zukunftsorientierte Multiplikatoren hingegen basieren typischerweise auf normalisierten Schätzungen von Analysten, während LTM-Multiplikatoren auf Ist-Werten basieren. LTM-Multiplikatoren finden zur Wahrung der Zeitkongruenz primär Verwendung bei Transaktionsmultiplikatoren.

3.3.4 BERÜCKSICHTIGUNG VON SYNERGIEN IM KONTEXT VON IDW S 1 UND DVFA

281. Sowohl nach IDW S 1 wie auch gemäß den DVFA-Empfehlungen sind Synergien bei der Unternehmensbewertung entsprechend zu würdigen.
282. Nach IDW S 1 versteht man unter Synergieeffekten die Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen. Ferner ist zur Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts gemäß IDW S 1 zwischen sog. unechten und

echten Synergien zu unterscheiden.⁶¹ Unechte Synergien sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich auch ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme realisieren lassen. Die aus unechten Synergien resultierenden finanziellen Überschüsse sind bei der Bestimmung eines objektivierten Unternehmenswerts grundsätzlich zu berücksichtigen, jedoch nur soweit die synergienstiftenden Maßnahmen bereits zum Bewertungsstichtag eingeleitet, im Unternehmenskonzept dokumentiert oder bereits hinreichend konkretisiert sind.⁶² Im Unterschied hierzu ergeben sich echte Synergieeffekte erst durch die dem Bewertungsanlass zugrundeliegende Maßnahme und sind in der Unternehmensbewertung nicht zu berücksichtigen.

283. Der markttypische Unternehmenserwerber wird seine rein käuferindividuellen Synergien bzw. wertbestimmenden Faktoren in einer unterstellten fiktiven Verhandlungssituation nicht bei der Bestimmung des angebotenen Kaufpreises berücksichtigen. Rein käuferindividuelle Synergien sind dabei unabhängig von der Definition echter oder unechter Synergien des IDW S 1. So stellen rein käuferindividuelle Synergien unabhängig vom jeweiligen Bewertungsanlass jenen Anteil am gesamten Synergiepotential dar, der ausschließlich dem spezifischen Käufer bzw. Mehrheitsaktionär zuzuordnen ist. Diese sind nicht in der Bewertung zu berücksichtigen. Im Gegensatz dazu sind Synergien, die jeder markttypische Unternehmenserwerber realisieren kann, in der Bewertung zu berücksichtigen („Market Participant-Synergien“).

3.3.5 LIQUIDATIONSWERT UND NET ASSET VALUE

284. Liquidationswerte und Substanzwerte werden in der Literatur im Gegensatz zu den Gesamtbewertungsverfahren, wie der Ertragswert- oder DCF-Methode, als Einzelbewertungsverfahren bezeichnet. Der Liquidationswert wird in den Grundsätzen des IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen als Wertuntergrenze herangezogen. Hierbei wird explizit auf eine „möglichst vorteilhafte“ Verwertung abgestellt.⁶³ Der Liquidationswert ist demnach den Ergebnissen der oben beschriebenen Bewertungsmethoden gegenüberzustellen.
285. Erweist es sich insgesamt gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, die in den Unternehmen vorhandenen einzelnen Vermögenwerte oder in sich geschlossene Betriebsteile gesondert zu veräußern, ist grundsätzlich die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse als Liquidationswert zu berücksichtigen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.⁶⁴

⁶¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 33 ff.

⁶² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 34; auch in Abgrenzung zu IDW S 1 i.d.F. 2005.

⁶³ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012 S.8.

⁶⁴ Vgl. IDW S 1, Tz. 5, 140 f.

286. Der Wert des zu liquidierenden Vermögens wird vom Absatzmarkt für die zu liquidierenden Vermögenswerte bestimmt. Eine besondere Bedeutung kann dabei den immateriellen Vermögenswerten, den Grundstücken und Gebäuden sowie technischen Anlagen und Vorräten zukommen, da in diesen Vermögenswerten wesentliche stille Reserven zu erwarten sind.
287. Darüber hinaus hat die unterstellte Zerschlagungsgeschwindigkeit wesentlichen Einfluss auf den Wert des Vermögens. Grundsätzlich gilt, dass durch eine beschleunigte Liquidation innerhalb kurzer Zeit („Zerschlagung“) einerseits die finanziellen Überschüsse aus der Zerschlagung relativ früh anfallen, andererseits jedoch auch negative Auswirkungen auf die Veräußerungsbedingungen, insbesondere das zu erwartende Preisniveau, zu erwarten sind. Im Gegensatz dazu bestehen im Rahmen einer planmäßigen Liquidation über mehrere Jahre („Abwicklung“) zwar grundsätzlich günstigere Veräußerungsbedingungen, die dabei erzielten Liquidationserlöse fallen jedoch teilweise deutlich später an und sind aus Vergleichsgründen auf den Liquidationszeitpunkt zu diskontieren.
288. Von dem so ermittelten Vermögenswert sind bestehende Schulden zu ihrem Ablösebetrag abzuziehen. Dabei sind erst infolge der Liquidation entstehende Passivposten, z.B. Sozialplanverpflichtungen, sowie durch Liquidation entfallende Verpflichtungen wie Aufwands- und Kulanzrückstellungen bei der Wertermittlung entsprechend zu berücksichtigen. Die Überschüsse werden in einem weiteren Bewertungsschritt um voraussichtliche Liquidationskosten, die im Zusammenhang mit der Veräußerung entstehen und von dem zu liquidierenden Unternehmen zu tragen sind, sowie Ertragsteuern auf einen ggf. anfallenden Liquidationsgewinn gekürzt.
289. Eine Liquidationsabsicht besteht seitens alstria nicht. Darüber hinaus ist die Liquidation gegenüber dem Ertragswert nicht vorteilhaft und somit nicht maßgeblich. Die ergibt sich bereits daraus, dass die Veräußerung des Immobilienportfolios mit einem Wert von insgesamt EUR 4,1 Mrd. im aktuellen Marktumfeld nicht ohne Preisabschläge möglich wäre.⁶⁵
290. In der betriebswirtschaftlichen Theorie und der Bewertungspraxis ist unstrittig, dass sich der Wert eines Unternehmens durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner ergibt.⁶⁶ Unternehmen erwirtschaften finanzielle Überschüsse durch eine zweckgerichtete Kombination von materiellen und immateriellen Werten. Der Wert des Unternehmens wird nicht durch die einzelnen bzw. isolierten Werte der einzelnen Bestandteile des Vermögens und der Schulden bestimmt, sondern durch das Zusammenwirken aller Werte.⁶⁷ Entsprechend ist der Unternehmenswert nach IDW S 1 i.d.F. 2008 als Zukunftserfolgswert unter Anwendung des Ertragswertverfahrens (oder eines Discounted-Cash-Flow-Verfahrens), d. h. nach einem sog. „Gesamtbewertungsverfahren“, zu ermitteln.⁶⁸

⁶⁵ Vgl. RICS Valuation Global Standard, S. 154, Punkt 2.6. in Bezug auf die Bewertung von einzelnen Vermögenswerten und der Bewertung von Portfolios.

⁶⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 4.

⁶⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 18.

⁶⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 7.

291. Der Substanzwert hat keine selbstständige Aussagekraft für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung.⁶⁹ Der Net Asset Value - Ansatz ist auf europäischer Investment- und Analystenebene üblich und ist in Deutschland als gesetzliche Bewertungsregel für offene Immobilienfonds in § 168 KAGB kodifiziert. Zudem sind die standardisierten NAV-Kennzahlen der European Public Real Estate Association („EPRA“) als freiwilliges Element der externen Berichterstattung von Immobilienbestandshaltern, insbesondere der EPRA NTA (Net Tangible Assets Value) verbreitet. Der EPRA NTA bezeichnet den Nettovermögenswert einer Immobiliengesellschaft. Er berechnet sich aus der Summe der gesamten Vermögenswerte abzüglich der Summe der Verbindlichkeiten und gegebenenfalls der auf Dritte entfallenden Anteile am Eigenkapital. Ferner sind der Saldo aus bestimmten, in Zusammenhang mit den Immobilien stehenden latenten Steuern, der Saldo des Verkehrswerts aus aktiven und passiven derivativen Finanzinstrumenten, sowie Goodwill und immaterielle Vermögenswerte zu eliminieren.
292. Da jedoch bei dem EPRA NTA im Rahmen der Ermittlung des Verkehrswerts des Immobilienvermögens nur die zukünftigen finanziellen Überschüsse berücksichtigt werden, die unmittelbar den Immobilien zuzuordnen sind, finden weitere Erträge und Kosten auf Gesellschaftsebene keine Berücksichtigung bei der Ermittlung des Werts des Eigenkapitals.
293. Vom EPRA NTA zu unterscheiden ist der bei rein vermögensverwaltenden Immobiliengesellschaften und anderen vermögensverwaltenden Gesellschaften teilweise (ergänzend) herangezogene Net-Asset-Value („NAV“). Bei vermögensverwaltenden Gesellschaften beschränkt sich die Geschäftstätigkeit i. d. R. auf die Anlage von Vermögen (z. B. in Wertpapiere oder Immobilien).⁷⁰
294. Für die Ermittlung des NAV werden die Zeitwerte der Vermögenswerte addiert und um die Zeitwerte der Schulden gekürzt.⁷¹ Dabei sind auch bilanziell nicht erfasste Vermögenswerte und Schulden zu berücksichtigen. Insbesondere wird der Barwert der (allgemeinen, nicht objektbezogenen) Verwaltungskosten in Abzug gebracht.⁷² Auf diese Weise soll ein Zeitwert des Eigenkapitals ermittelt werden. Für die Ermittlung der angemessenen Abfindung ist auf die zukünftigen finanziellen Überschüsse der Gesellschaft und nicht auf die Summe der singulären Überschüsse ihrer einzelnen Vermögenswerte abgestellt werden. Dazu aber gibt die NAV-Methode

⁶⁹ Vgl. u.a. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 207 sowie IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6.

⁷⁰ Vgl. ausführlich zu Merkmalen vermögensverwaltender Gesellschaften Creutzmann, BWP 2017, S. 74, 75.

⁷¹ Vgl. zur Bewertung einzelner Assets und Verbindlichkeiten Creutzmann, BWP 2017, S. 75, 77.

⁷² Vgl. OLG Karlsruhe, 30. Juli 2024, 12 W 26/23, Beschlusstext S. 18; BayObLG, 18. Mai 2022, 101 ZBR 97/20, Tz. 40 ff. (BeckRS); BayObLG, 23. August 2023, 101 W 184/21, Tz. 77 (BeckRS); OLG Karlsruhe, 25. Mai 2020, 12 W 17/19, Tz. 45 (BeckRS); OLG Frankfurt a. M., 8. September 2016, 21 W 36/15, Tz. 55 (BeckRS); OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21, Beschlusstext S. 21; OLG Frankfurt a.M., 8. September 2016, 21 W 36/15, Tz. 55 (BeckRS).

keine ausreichende Auskunft.⁷³ Insofern gelten die o.g. Einschränkungen des EPRA NTA im Wesentlichen auch für die NAV-Methode.

295. Im Gegensatz zur der Ertragswert- bzw. DCF-Methode fehlt es in der NAV Methode an einer integrierten Betrachtung der Cashflows des Unternehmens und der Kapitalkosten. Dabei können insbesondere auch die Planungsannahmen der zu bewertenden Gesellschaft als Unternehmen unterschiedlich zu den Planungsannahmen auf Ebene der einzelnen Vermögenswerte sein. Die für Bewertung der einzelnen Vermögenswerte eingenommene Perspektive eines rein hypothetischen marktüblichen Käufers ist nicht die für die Unternehmensbewertung relevante Perspektive der Gesellschaft bzw. der an den Cashflows der Gesellschaft partizipierenden Aktionäre.⁷⁴ Exemplarisch kann darauf verwiesen werden, dass die Steuerbelastung der zukünftigen Erträge auf Ebene des Unternehmens bzw. der einzelnen Tochtergesellschaften ermittelt werden kann. Eine solche nicht aber auf Ebene der einzelnen Vermögenswerte nicht erstellt werden, da diese nicht Steuersubjekt sind. Steuern, die die finanziellen Überschüssen für alle Aktionäre mindern werden nicht vollständig erfasst. Sie mindern den Wert der Beteiligung. Das gilt insbesondere im vorliegenden Fall, in dem bereits eine Entschädigung für den Wegfall de REIT Status gezahlt worden ist. Diese Entschädigung gleicht den Verlust der Steuerprivilegierung aus. Bei der nachfolgenden Bewertung für die Abfindung muss dann aber die Steuerlast, die das Unternehmen für die Zukunft unterliegt, erfasst werden. Es darf nicht eine Bewertungsmethode gewählt werden, bei der das nicht der Fall ist. Es muss der Grundsatz der Methodengleichheit gelten.
296. Insofern handelt es sich bei einer Überleitung von der NAV-Methode auf die Ertragswert bzw. DCF-Methode immer nur um eine isolierte Betrachtung einzelner Aspekte der Unternehmensbewertung, jedoch nie um die in der Ertragswert bzw. DCF-Methode vorgenommene integrierte Betrachtung der Unternehmensplanung und der Kapitalkosten.
297. Grundsätzlich könnten solange Anpassungen an der NAV Methode vorgenommen werden bis sämtliche berücksichtigten Erträge und Aufwendungen und Kapitalkosteneffekte äquivalent zum Unternehmenswert auf Basis Ertragswert bzw. DCF Methode abgebildet werden. Interpretiert man die NAV-Methode auf diese Weise, handelt es sich hierbei um nichts anderes als einen

⁷³ OLG Frankfurt a.M., 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 21 (BeckRS).

⁷⁴ Vgl. RICS Valuation Global Standard, S. 154, Punkt 2.4. in Bezug auf die Bewertung von einzelnen Vermögenswerten und der Bewertung von Portfolien.

Sum-Of-The-Parts-Ansatz, der unter konsistenten Annahmen mit dem (auf Basis einer Konzernplanung und entsprechenden Kapitalkosten) ermittelten Ertragswert bzw. DCF-Wert übereinstimmt.

298. Aus der Rechtsprechung lässt sich keine Pflicht ableiten, neben dem Ertragswertverfahren bei Immobilienunternehmen bzw. vermögensverwaltenden Unternehmen auch den NAV heranzuziehen oder diesem gar dem Vorrang zu anderen Bewertungsmethoden beizumessen.⁷⁵
299. Auch im konkreten Fall der alstria kann auf Basis des Fair Value des Immobilienportfolio der alstria entsprechend der oben genannten Vorgehensweise anhand des NAV nicht unangepasst der Wert des Eigenkapitals abgeleitet werden. Hier sind auf Gesellschaftsebene der alstria u.a. die Verfügbarkeit von Kapital zur Finanzierung von Investitionen und die damit verbundenen Objektveräußerungen, langfristige Instandhaltungsinvestitionen in die Objekte, Holding- und Entwicklungskosten und Steuern nach Entfall des REIT Status zu berücksichtigen.
300. Insbesondere ist im konkreten Fall der alstria zu berücksichtigen, dass alstria zum 31. Dezember 2024 den Status als REIT Gesellschaft verlieren wird und die von KPMG gemäß der Satzung bestimmte REIT Abfindung von EUR 2,81 an die Aktionäre vor dem Bewertungsstichtag des Squeeze Out ausgezahlt wird. Die REIT Abfindung ermittelt KPMG auf Basis des Ertragswerts gemäß IDW S1 zum 31. Dezember 2024 vor Verlust des REIT Status (ohne Berücksichtigung von Unternehmenssteuern) i.H.v. EUR 7,48 je alstria-Aktie und des Ertragswerts nach Verlust des REIT Status (mit Berücksichtigung der anfallenden Unternehmenssteuern auf Basis der Planungsrechnung von alstria) i.H.v. EUR 4,81. Die REIT Abfindung entspricht der Differenz zwischen diesen beiden Ertragswerten. Sie entspricht insofern dem sich aus der Berücksichtigung der Unternehmenssteuern ergebenden Unterschiedsbetrag der Ertragswerte. Das sich durch die Berücksichtigung der Unternehmenssteuern nach Verlust des REIT Status der Ertragswert der alstria reduziert, muss die NAV-Methode um die die Zahlung der REIT Abfindung oder die daraus resultierende latente Steuerbelastung auf das Immobilienportfolio angepasst werden. Im Ertragswert bzw. DCF-ist dies bereits integriert durch die Planung der Unternehmenssteuern im Einklang mit dem Stichtagsprinzip abgebildet. Insofern ist auch im Sinne der Methodengleichheit zwischen der Ermittlung der REIT Abfindung und der Squeeze Out Abfindung im vorliegenden Fall auf den Ertragswert nach persönlichen Steuern bzw. die DCF-Methode abzustellen. Trotz der Irrelevanz als Bewertungsmethode ist eine indikative NAV Ableitung in Kapitel 6.5 dargestellt.
301. Darüber hinaus ist für börsennotierte Immobilienunternehmen generell und im Speziellen für die Peer Group von alstria zu beobachten, dass deren Marktkapitalisierungen zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Stellungnahme bereits über einen längeren Zeitraum unter dem EPRA NTA liegen.

⁷⁵ Vgl. OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13 (AktE), Tz. 37 (BeckRS); OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16, Beschlusstext, S. 14.

4 UNTERNEHMENSPLANUNG DES BEWERTUNGSOBJEKTS

4.1 MAßSTAB ZUR PLAUSIBILISIERUNG DER UNTERNEHMENSPLANUNG

IDW S 1

302. Gemäß IDW S 1 stellt der objektivierte Unternehmenswert einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstiger Einflussfaktoren.⁷⁶ Somit beruht die Bewertung eines Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft und beinhaltet die Erfolgchancen, die sich zum Bewertungsstichtag aus bereits eingeleiteten oder hinreichend konkretisierten Maßnahmen im Rahmen des bisherigen Unternehmenskonzepts ergeben. Mögliche, aber noch nicht hinreichend konkretisierte Maßnahmen sowie daraus vermutlich resultierende finanzielle Überschüsse sind danach bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte unbeachtlich.⁷⁷ Ferner ist die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse durch den Bewertungsgutachter auf ihre Plausibilität hin zu beurteilen.⁷⁸ Die künftigen finanziellen Überschüsse müssen aus einer konsistenten und integrierten Unternehmensplanung (Financial Model), bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanzplanung und Kapitalfluss- bzw. Cash-flow-Rechnung, abgeleitet werden.⁷⁹
303. Ergänzend wird im IDW Praxishinweis 2/2017⁸⁰ konkretisiert, welche Maßstäbe im Rahmen der Plausibilisierung der Unternehmensplanung angelegt werden sollten. Die Plausibilisierung der Planungsrechnung soll in den folgenden drei Bereichen erfolgen:
- Rechnerische und formelle Plausibilität,
 - Interne Plausibilität,
 - Externe Plausibilität.
304. Den ersten Schritt stellt i.d.R. die rechnerische und formelle Überprüfung der Unternehmensplanung dar. Dabei werden die Fehlerfreiheit der Berechnungen und die Konsistenz der Annahmen zwischen den Teilplänen überprüft. Die erste inhaltliche Würdigung erfolgt sodann bei der

⁷⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 29.

⁷⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 32.

⁷⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 81.

⁷⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 27 i.V.m. Rz. 81.

⁸⁰ Vgl. IDW-Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierung, Due Diligence und Fairness Opinion, 2/2017.

internen Plausibilisierung. Diese besteht zum einen aus dem Abgleich der Unternehmensplanung mit den strategischen und operativen Zielen des Managements. Zum anderen soll eine Unternehmensanalyse erfolgen, d.h. eine Vergangenheitsanalyse und eine Würdigung der Unternehmenspotentiale sowie deren Konsistenz mit der Unternehmensplanung. Letztlich ist die Unternehmensplanung auch anhand externer Maßstäbe zu plausibilisieren. Dies umfasst sowohl allgemeine Marktanalysen als auch die Analyse des spezifischen Wettbewerbsumfelds des zu bewertenden Unternehmens. Die externe Plausibilisierung stellt sicher, dass die vom Unternehmen aufgestellte Planung nicht im Widerspruch zu makroökonomischen, absatzmarktspezifischen sowie wettbewerbsrelevanten Entwicklungen und Prognosen steht. Insbesondere die SWOT-Analyse, in der die wesentlichen unternehmensinternen und externen Faktoren komprimiert analysiert werden, ist essentiell für die externe Plausibilisierung der Planungsrechnung.

DVFA-Empfehlungen

305. Auftragsgemäß haben wir eine Würdigung der Unternehmensplanung unter dem Wertkonzept eines „markttypischen Unternehmenserwerbers“, wie er in den DVFA-Empfehlungen für Unternehmensbewertung vorgesehen ist, vorgenommen. Hiernach bewertet der markttypische Unternehmenserwerber das Unternehmen auf Basis einer angenommenen, künftig geplanten Unternehmenspolitik. Diese umfasst neben geplanten Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen, Akquisitionen und/oder Desinvestitionen auch Annahmen bezüglich der Finanzierungs- und der Kapitalstruktur des Unternehmens. Diese Annahmen müssen mit Blick auf den markttypischen Unternehmenserwerber konsistent sein, wobei der Erwerber rein käuferindividuelle Synergien bzw. wertbestimmende Faktoren nicht bei der Bestimmung des angebotenen Kaufpreises berücksichtigen würde.⁸¹ Grundlage ist die integrierte Unternehmensplanung (bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanzplanung und Kapitalfluss- bzw. Cashflow-Rechnung) basierend auf den tatsächlichen Erwartungen und dem Kenntnisstand des unterstellten markttypischen Unternehmenserwerbers am Bewertungsstichtag unter Berücksichtigung des Wertaufhellungsprinzips.⁸²
306. Der nach DVFA anzuwendende Maßstab in Bezug auf die der Bewertung zugrundeliegenden Planung bezieht sich somit auf die rechnerische Richtigkeit, die Konsistenz der Prämissen, auf denen die Planannahmen beruhen, die Widerspruchsfreiheit sowie die Analyse, ob die Planungsrechnung mit den fiktiven Annahmen eines markttypischen Unternehmenserwerbers übereinstimmt.
307. Zur weiteren Interpretation des Konzeptes des markttypischen Unternehmenserwerbers und der von diesem zu unterstellenden Unternehmensplanung kann auf das durch den Rechnungslegungsstandard IFRS 13 zur Ermittlung beizulegender Zeitwerte (sog. Fair Value Measure-

⁸¹ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 11.

⁸² Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 13.

ment) etablierte Konzept der üblichen Marktteilnehmer (sog. Market Participant) zurückgegriffen werden.⁸³ Hiernach bemisst sich der beizulegende Zeitwert eines Vermögenswerts anhand der Annahmen, die Marktteilnehmer bei der Preisbildung für den Vermögenswert zugrunde legen würden, wobei die Marktteilnehmer in ihrem besten wirtschaftlichen Interesse handeln.⁸⁴ Gleichzeitig ist die Fähigkeit des Marktteilnehmers zu berücksichtigen, durch die Verwendung des Vermögenswerts wirtschaftlichen Nutzen zu erzeugen.⁸⁵ Bei Unterstellung einer fiktiven Verhandlungssituation wird ein rational handelnder markttypischer Erwerber seinen Grenzpreis für den Erwerb des Vermögenswerts unter der Annahme einer optimalen wirtschaftlichen Nutzbarkeit ermitteln. Eine Prämie wird der rational handelnde markttypische Erwerber jedoch nur in der Höhe zahlen, als dies für den sicheren Erwerb der Anteile und damit zu seiner eigenen Wertoptimierung notwendig ist. Insofern sind bei Unterstellung eines marktüblichen Unternehmenserwerbers rein käuferindividuelle Synergien nicht in der Unternehmensplanung und Bewertung zu berücksichtigen. Die Annahme einer optimalen wirtschaftlichen Nutzung des Vermögenswerts durch den markttypischen Erwerber ist nicht als Meistbegünstigungsprinzip zu verstehen, welches zu einer nicht mehr realistischen, plausiblen oder auf konsistenten Prämissen beruhenden Planung führen würde. Gleichzeitig liegt eine optimale wirtschaftliche Nutzung jedenfalls auch dann nicht vor, wenn sich die ihr zugrundeliegenden Planannahmen als offensichtlich konservativ, pessimistisch oder auch zu optimistisch herausstellen oder ggf. sogar auf falschen Tatsachen beruhen. Insofern stehen die DVFA-Empfehlungen in Einklang mit der betriebswissenschaftlichen Literatur, in welcher die Verwendung von Erwartungswerten zur Ableitung von Unternehmenswerten mit risikoangepassten Kapitalkosten gefordert wird.

Angewandeter Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung

308. Im Folgenden analysieren wir zur Plausibilisierung der Planung den grundsätzlichen Aufbau der Planung, den Planungsprozess und die Planungstreue in der Vergangenheit. Der relevante Maßstab in Bezug auf die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Planungsrechnung wird dabei durch die höchstrichterliche Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts bestätigt bzw. konkretisiert. Demnach müssen Planerwartungen auf zutreffenden Informationen beruhen, auf realistischen Annahmen aufbauen und dürfen nicht in sich widersprüchlich sein.⁸⁶ Da auftragsgemäß eine eigenständige Ermittlung des Werts des Eigenkapitals durchzuführen ist, wurde eine entsprechende Plausibilisierung der Planung vorgenommen.
309. Der Plausibilisierungsmaßstab für die der Bewertung zugrunde gelegten Unternehmensplanung bezieht sich analog zu IDW S 1, den DVFA-Empfehlungen und der Rechtsprechung auf die

⁸³ Vgl. IFRS 13, Anhang A: Im Standard wird der beizulegende Zeitwert auf der Grundlage eines „Abgangspreises“ definiert und eine Fair-Value-Hierarchie eingeführt, was zu einer marktbasierten und nicht unternehmensspezifischen Bewertung führt. Der beizulegende Zeitwert ist gemäß IFRS 13 „der Preis, der im Zuge eines geordneten Geschäftsvorfalles unter Marktteilnehmern am Bemessungstichtag beim Verkauf eines Vermögenswerts zu erhalten wäre oder bei Übertragung einer Schuld zu zahlen wäre.“

⁸⁴ Vgl. IFRS 13, Tz. 22.

⁸⁵ Vgl. IFRS 13, Tz. 27.

⁸⁶ Vgl. BVerfG, 1 BvR 3221/10 vom 24.05.2012, Abs. 12.

rechnerische Richtigkeit, die Widerspruchsfreiheit sowie der Konsistenz der Prämissen, auf denen die Planung beruht.

310. Unter Bezugnahme auf die Geschäftsstrategie und auf das generelle Marktumfeld werden kennzahlenbasierte Analysen der historischen sowie der geplanten Ergebnisse durchgeführt. Die Analysen beinhalten ein Benchmarking mit historischen Ergebnissen und einen Vergleich mit Analystenschätzungen für die Peer Group-Unternehmen.

4.2 ANALYSE DES PLANUNGSPROZESSES UND AUFBAU DER PLANUNGSRECHNUNG

311. Die der Unternehmensbewertung zugrundeliegende Planung der alstria für die Jahre 2025 bis 2029 basiert auf einer Bottom-Up/Top-Down-Planung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz, die von alstria im Rahmen des regulären Planungsprozesses erstellt wurde. Der Prozess, der jährlich von Juli bis November stattfindet, überträgt die strategischen und operativen Ziele der Organisation in eine detaillierte Finanzplanung. Die Planungsrechnung wird in Euro erstellt und wird in Anlehnung an die internationalen Bilanzierungsstandards nach IFRS (International Financial Reporting Standards) erstellt. Nach Abschluss des Planungsprozesses wird die finale Version jeweils im Dezember vom Vorstand verabschiedet und vom Aufsichtsrat genehmigt. Der Planungsprozess kombiniert eine detaillierte Bottom-Up-Planung auf Objektebene mit einer Top-Down-Analyse auf Unternehmensebene, um eine systematische Abstimmung zwischen den Ebenen sowie regelmäßige Überprüfungen und Anpassungen sicherzustellen.
312. Der jährliche Planungsprozess wird von den Objektmanagern in Zusammenarbeit mit Finance & Controlling sowie dem Vorstand durchgeführt, validiert und letztlich vom Aufsichtsrat genehmigt. Unterjährige Anpassungen werden grundsätzlich nur bei wesentlichen neuen Erkenntnissen vorgenommen.
313. Der Ausgangspunkt der Planung sind die Geschäftszahlen des letzten abgeschlossenen Geschäftsjahres und der bereits vorliegenden Quartalszahlen. Die Bottom-Up-Planung basiert auf Annahmen zur Entwicklung der einzelnen Objekte im Immobilienportfolio, einschließlich der Entwicklungspipeline und geplanter Instandhaltungen, die für jedes Objekt individuell durch die Objektmanager erstellt werden.
314. Basierend auf der Planung der einzelnen Objekte werden die Umsatzerlöse aus Vermietung geplant. Hierbei werden standortspezifische Mietpreise des letzten abgeschlossenen Quartals und eine jährliche Indexierung sowie Leerstandsquoten berücksichtigt. Mieteinnahmen und Kosten werden auf Grundlage einer konzernweit einheitlichen Inflationserwartung – abgeleitet aus Daten der Bundesbank – geplant. Für auslaufende Mietverträge werden Annahmen zur Wiedervermietung, Leerstandskosten und voraussichtlichen Wiedervermietungszeiten getroffen.
315. Neben den Vermietungsaktivitäten werden die Entwicklungsprojekte der alstria ebenfalls im Bottom-Up/Top-Down-Ansatz geplant.
316. Die aggregierten Planungen der Objekte werden anschließend um unternehmensweite Kosten und Finanzierungsannahmen ergänzt, die auf spezifischen Konditionen von Anleihen und Darlehen basieren. Zudem wird die Bottom Up Planung durch Top Down Vorgaben des Managements aus Sicht des strategischen Portfoliomanagements insgesamt ergänzt. Dies betrifft z.B.

die Verfügbarkeit von liquiden Mitteln für Investitionen oder die Annahmen zu Verkäufen. Daraus werden die Gewinn- und Verlustrechnung sowie die Bilanz für die kommenden fünf Jahre abgeleitet, wobei die Entwicklung des Immobilienportfolios und die Finanzierungsplanung im Fokus der Bilanzplanung stehen.

317. Da alstria zum 31. Dezember 2024 den bisherigen Status als REIT Gesellschaft verlieren wird, hat alstria im Rahmen des diesjährigen Planungsprozesses jeweils eine Unternehmensplanung mit und ohne REIT Status erstellt. Insbesondere für den Fall des Verlustes des REIT Status wurden die dann anfallenden Unternehmenssteuern geplant sowie langfristig zu erwartende Verwaltungskosten im Zusammenhang mit der notwendigen Restrukturierung der Gruppenstruktur.
318. Der Vorstand der alstria AG hat die Planung für die Jahre 2025 bis 2029 unter der Annahme des Verlustes des REIT Status mit Beschluss vom 5. Dezember 2024 verabschiedet. Zudem wurde diese am 10. Dezember 2024 vom Aufsichtsrat genehmigt.
319. Da der Squeeze Out nach der Zahlung der für den Verlust des REIT Status notwendigen Abfindung stattfindet, wurde für die Ermittlung der Barabfindung für den Squeeze Out die Fünfjahresplanung der alstria nach Verlust des REIT Status – bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Kapitalflussrechnung – übernommen.
320. Im Rahmen der Bewertung wurde die Planungsrechnung übernommen mit Ausnahme von zwei bewertungstechnischen Anpassungen. Zum einen wurden die latenten Steuerverbindlichkeiten für Bewertungszwecke abweichend zur Planungsrechnung von alstria konstant fortgeschrieben, da für die Bewertung in der Gewinn- und Verlustrechnung die zahlungswirksamen Steueraufwendungen abgebildet wurden. Zum anderen wurden die geplanten Hedging paydowns zahlungswirksam in der Gewinn- und Verlustrechnung im außerordentlichen Ergebnis erfasst, da für Bewertungszwecke kein sonstiges Ergebnis geplant wurde.

4.3 ANALYSE DER PLANUNGSTREUE

321. Im Rahmen der Plausibilisierung der Planung wird neben der Analyse des Aufbaus der Planung und des Planungsprozesses auch eine Analyse der Planungstreue in der Vergangenheit vorgenommen, um Erkenntnisse über die zukünftige Planungsgenauigkeit zu gewinnen. Zur Beurteilung der historischen Planungstreue wurde ein Zeitraum von drei Jahren betrachtet und neben den Umsatzerlösen aus der Vermietung, den Erträgen aus Betriebs- und Nebenkosten und dem Personalaufwand auch das Ergebnis vor Ertragssteuern sowie das Jahresergebnis und der FFO der Geschäftsjahre 2021 und 2023 analysiert. Die Analyse wurde jeweils auf Basis der Jahresergebnisse und der jeweiligen Planung vorgenommen. Zusätzlich wurden die Plan/Ist Abweichungen auf Basis der Quartalsergebnisse und den jeweils letzten verfügbaren Planungsstän-

den durchgeführt. Da die Plan/Ist Abweichungen jeweils auf die grundsätzlich gleichen Entwicklungen zurückzuführen sind, wird im Folgenden die Plan/Ist Abweichungsanalyse auf Basis der Ist Werte des Geschäftsjahres mit dem ersten Planjahr der jeweiligen Planung verglichen:

Analyse der Planungstreue

in EUR Mio.

	2021			2022			2023		
	Plan	Ist	Abweichung	Plan	Ist	Abweichung	Plan	Ist	Abweichung
Umsatzerlöse aus Vermietung	176,5	183,7	7,2	183,1	182,8	-0,3	190,1	192,0	1,9
Grundstückbetriebsaufwand	-22,0	-20,4	1,6	-26,2	-23,9	2,3	-30,3	-28,1	2,2
Nettomieteinnahmen	154,5	163,3	8,8	156,9	158,9	2,0	159,8	163,9	4,1
Verwaltungsaufwand	-8,0	-8,3	-0,3	-8,5	-10,4	-1,9	-9,4	-9,2	0,2
Personalaufwand	-19,2	-19,8	-0,6	-21,8	-27,0	-5,2	-11,2	-10,9	0,3
Sonstige betriebliche Erträge	1,5	5,9	4,4	-	16,2	16,2	2,1	21,0	18,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,8	-14,6	-12,8	-22,0	-3,0	19,0	-2,9	-0,8	2,1
Nettoergebnis aus der Bewertung von Immobilien	-	94,8	94,8	-	-173,8	-173,8	75,0	-769,5	-844,5
Nettoergebnis aus der Veräußerung von Immobilien	-	15,1	15,1	-	2,9	2,9	1,4	0,1	-1,3
EBIT	127,0	236,4	109,4	104,6	-36,2	-140,8	214,8	-605,4	-820,2
Finanzergebnis	-25,8	-26,1	-0,3	-26,1	-38,4	-12,3	-60,3	-48,1	12,2
Ergebnis vor Ertragssteuern	101,2	210,3	109,1	78,5	-74,5	-153,0	154,5	-653,5	-808,0
Ertragssteuern	-	-0,6	-0,6	-	-0,1	-0,1	-	0,2	0,2
Jahresergebnis	101,2	209,7	108,5	78,5	-74,6	-153,1	154,5	-653,3	-807,8
FFO Anpassungen	9,0	-90,8	-99,8	27,5	185,5	158,0	-71,8	745,2	817,0
FFO	110,2	118,9	8,7	106,0	110,9	4,9	82,7	91,9	9,2

Quelle: alstria Unternehmensinformationen

322. Die Analyse der Planungstreue für das Jahr 2021 zeigt deutliche Abweichungen zwischen den geplanten und den tatsächlichen Werten. Auffällig sind die höheren Umsatzerlöse aus Vermietung, die im Plan mit EUR 176,5 Mio. und im Ist mit EUR 183,7 Mio. verzeichnet wurden, was eine Abweichung von EUR 7,2 Mio. ergibt. Diese Steigerung ist hauptsächlich auf zusätzliche Transaktionen und höhere Vermietungen als geplant zurückzuführen, wobei im Allgemeinen keine Transaktionen geplant werden, sofern diese noch nicht konkret sind. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen waren im Plan mit EUR 1,8 Mio. angesetzt und stiegen im tatsächlichen Wert auf EUR 14,6 Mio., hauptsächlich aufgrund der Brookfield-Übernahme und gestiegener Minderheitsanteile. Das Betriebsergebnis, das im Plan bei EUR 127,0 Mio. lag, erreichte einen Wert von EUR 236,4 Mio., was eine erhebliche positive Abweichung von EUR 109,4 Mio. darstellt. Diese ist auf die Neubewertung des Portfolios in Höhe von 94,8 Mio. zurückzuführen. Der geplante FFO lag im Jahr 2021 bei EUR 110,2 Mio. und der tatsächliche Wert bei EUR 118,9 Mio. Diese Abweichung von EUR 8,7 Mio. ist hauptsächlich auf die höher als geplanten Nettomieteinnahmen zurückzuführen.
323. Im Jahr 2022 zeigen sich ebenfalls deutliche Abweichungen zwischen den geplanten und den tatsächlichen Werten in verschiedenen Posten. So lagen die Verwaltungskosten mit EUR - 10,4 Mio. um EUR 1,9 Mio. über dem Planwert. Dies ist auf erhöhte Ausgaben im Rahmen der Übernahme durch Brookfield und zusätzliche Personalrekrutierungen zurückzuführen. Die Personalkosten überschritten den Plan ebenfalls deutlich und beliefen sich auf EUR -27,0 Mio., was eine Abweichung von EUR 5,2 Mio. darstellt. Diese Kostensteigerung resultiert neben Dividendenausschüttungen, vor allem aus höheren Gehältern und der Barablösung von virtuellen Aktien. Zudem wichen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen mit einer Erhöhung um EUR 19,0 Mio. deutlich vom Plan ab. Dies ist vor allem auf Mietkompensationen, sowie auf diverse ungeplante Subventionen zurückzuführen. Die sonstigen betrieblichen Erträge betragen hingegen EUR 16,2 Mio. und fielen höher aus als geplant, was vor allem auf Ausgleichszahlungen und andere Weiterbelastungen. Das Betriebsergebnis, das im Plan bei EUR 104,6 Mio. lag, erreichte einen Wert von EUR -36,2 Mio. Diese ist im Wesentlichen auf die nicht geplante Neu-

bewertung des Portfolios in Höhe von EUR -173,8 Mio. zurückzuführen, welche durch die Verschlechterung des Marktumfelds ausgelöst wurde. Der geplante FFO lag im Jahr 2022 bei EUR 106,0 Mio. und der tatsächliche Wert bei EUR 110,9 Mio. Die Abweichung um EUR 4,9 Mio. ist im Wesentlichen auf ein niedrigeres Finanzierungsergebnis zurückzuführen, das durch sonstige betriebliche Erträge, insbesondere Ausgleichszahlungen und andere Weiterbelastungen und Zuschüsse aus KfW Darlehen für grüne Investitionen, überkompensiert wurde.

324. Abweichungen zwischen Plan- und Ist-Werten zeigt auch die Analyse der Planungstreue für das Jahr 2023. Deutliche Differenzen finden sich auch beim Betriebsergebnis, das mit EUR - 605,4 Mio. ein negatives Ergebnis verzeichnete, was einer Abweichung von EUR - 820,2 Mio. gegenüber dem Planwert entspricht. Diese Abweichung ist hauptsächlich auf nicht Bewertungseffekte in Höhe von EUR -844,5 Mio. zurückzuführen, die im Zusammenhang mit Fair-Value-Anpassungen auf Immobilien entstanden und nicht im Plan vorgesehen waren. Die sonstigen betrieblichen Erträge wurden für das Jahr 2023 mit EUR 2,1 Mio. geplant und lagen tatsächlich bei EUR 21,1 Mio., somit um EUR 18,9 Mio. höher aufgrund von Einmaleffekten über den Erwartungen. Die Abweichungen dieser sonstigen betrieblichen Erträge sind im Wesentlichen auf Bewertungseffekte der Kommanditeinlagen nicht beherrschender Gesellschafter zurückzuführen. Der geplante FFO lag im Jahr 2023 bei EUR 82,7 Mio. und der tatsächliche Wert bei EUR 91,9 Mio. Die Abweichung um EUR 9,2 Mio. ist im Wesentlichen auf ein niedrigeres Finanzierungsergebnis als ursprünglich geplant zurückzuführen.
325. Insgesamt sind die wesentlichen Plan / Ist Abweichungen auf das von der alstria nicht geplante Bewertungsergebnis, An- oder Verkäufe, sowie Kosten der Übernahme zurückzuführen und waren nicht vorhersehbar, da es sich dabei um Einmal- bzw. Sondereffekte handelte. Darüber hinaus wurde in den Jahren 2022 und 2023 keine sonstigen betrieblichen Aufwendungen oder Erträge geplant. Das operative Ergebnis aus der Vermietung, welches durch FFO abgebildet wird, weist keine wesentlichen Abweichungen aus, sodass insgesamt von einer hohen Planungsgenauigkeit auszugehen ist. Daher kann die Planungsrechnung verwendet werden und stellt eine geeignete Ausgangsbasis für die Unternehmensbewertung dar, da sie die Unternehmensstrategie und die daraus abgeleiteten Ziele und Erwartungen berücksichtigt und im Rahmen eines institutionalisierten Prozesses erstellt und verabschiedet wurde.

4.4 ANALYSE DER PLANUNGSRECHNUNG

326. Die Planungsrechnung der alstria wird anhand weiterführender Beurteilungsmaßstäbe – insbesondere mit Hilfe von zeitpunktbezogenen Kennzahlen- und Benchmarking-Analysen zur Peer Group – analysiert, um eine konsistente Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten gewährleisten zu können:

Analyse der Planungsrechnung

in EUR Mio.

	Bereinigte Historie			Planung					CAGR
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2024-29
Umsatzerlöse aus Vermietung	182,8	192,0	197,5	192,0	196,8	193,0	186,9	185,6	-1,2%
Wachstum in %	n/a	5,0%	2,9%	-2,8%	2,5%	-1,9%	-3,2%	-0,7%	n/a
Grundstücksbetriebsaufwand	-29,8	-28,1	-28,9	-30,3	-31,0	-31,9	-32,6	-33,3	2,9%
Nettomieteinnahmen	153,0	163,9	168,6	161,7	165,8	161,1	154,3	152,3	-2,0%
in % der Umsatzerlöse aus Vermietung	83,7%	85,4%	85,4%	84,2%	84,2%	83,5%	82,6%	82,1%	n/a
Verwaltungsaufwand	-8,7	-9,2	-9,0	-12,6	-9,9	-10,2	-10,4	-10,6	3,3%
Personalaufwand	-11,1	-10,4	-10,3	-11,9	-12,1	-12,4	-12,6	-12,9	4,6%
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	0,9	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	n/a
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,4	-0,2	-4,2	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-1,0%
Nettoergebnis aus der Bewertung von Immobilien	-5,8	-8,2	-10,8	-10,4	-10,5	60,5	41,3	44,3	n/m
Nettoergebnis aus der Veräußerung von Immobilien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n/a
EBIT	127,9	136,9	134,3	123,8	130,3	196,0	169,6	170,1	4,8%
in % der Umsatzerlöse aus Vermietung	70,0%	71,3%	68,0%	64,5%	66,2%	101,5%	90,8%	91,7%	n/a
Abschreibungen	1,0	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	0,0%
EBITDA nachrichtlich	128,8	138,4	135,8	125,3	131,8	197,5	171,1	171,6	4,8%
in % der Umsatzerlöse aus Vermietung	70,5%	72,1%	68,8%	65,2%	66,9%	102,3%	91,6%	92,5%	n/a
Finanzergebnis (Zins- und	-31,0	-53,7	-62,8	-79,9	-81,9	-85,3	-91,4	-90,1	7,5%
Außerordentliches Ergebnis	-171,4	-736,7	3,6	0,0	0,0	-3,1	-13,8	-11,3	n/a
Ergebnis vor Ertragsteuern	-74,5	-653,6	75,1	43,9	48,4	107,6	64,4	68,7	-1,8%
Ertragsteuern	-0,1	0,2	1,9	-3,1	-4,6	-17,1	-18,5	-6,6	n/m
Effektive Steuerquote (in %)	0,1%	0,0%	2,5%	-7,1%	-9,5%	-15,9%	-28,7%	-9,6%	n/a
Jahresergebnis	-74,6	-653,4	77,0	40,8	43,8	90,5	45,9	62,1	-4,2%

Quelle: alstria Unternehmensinformationen

4.4.1 UMSATZERLÖSE

327. alstria plant mit einem Rückgang der Umsatzerlöse aus Vermietung von EUR 197,5 Mio. im Jahr 2024 auf EUR 185,6 Mio. im Jahr 2029. Diese Entwicklung entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von -1,2%. In der Planung der Mieterlöse sind der Verkauf von Immobilien, die bestehenden Mietvertragskonditionen, Inflationsindexierungen sowie Annahmen zu Verlängerungen oder Neuabschlüssen sowie Leerstand enthalten. Diese Planungsannahmen werden von alstria grundsätzlich auf Objektebene getroffen.

328. Der Rückgang der Umsatzerlöse im Planungszeitraum resultiert aus den geplanten Verkäufen von Immobilien im Wert von insgesamt EUR 790 Mio. zur Finanzierung der Investitionen in das verbleibende Portfolio. Das jährliche Verkaufsvolumen schwankt in der Planungsperiode zwischen EUR 80,0 Mio. im Jahr 2025 und EUR 250,0 Mio. in den Jahren 2027 und 2028. Der Anstieg des Verkaufsvolumen ist durch die zum Planungszeitraum weiterhin geringen Transaktionsvolumen für Büroimmobilien geprägt, soll aber im Planungsverlauf bei einer Markterholung

zu Nachholeffekten führen. Der Verkauf von Objekten führt auch dazu, dass alstria zum Ende des Planungszeitraums einen Rückgang der Objektanzahl plant.

329. In Kapitel 2.3.4 wurden bereits die wesentlichen historischen Entwicklungen und die Wachstumserwartungen für den Büroimmobilientransaktionsmarkt in Europa und für Deutschland dargestellt.
330. Die Mieterlöse werden auf Basis der bestehenden Mietverträge entsprechend der bestehenden Konditionen geplant. Inflationsindexierungen der Mietpreise, welche für rd. 90% der Mietverträge vorgesehen sind, werden separat berücksichtigt. Dabei berücksichtigt die alstria Inflations-schätzungen der Deutschen Bundesbank. Den aktuellen Schätzungen der Deutschen Bundesbank zufolge, liegt die Inflationsrate für das Jahr 2025 bei rd. 2,7% und für das Jahr 2026 bei rd. 2,2%.
331. Zusätzlich wird davon ausgegangen, dass auslaufende Mietverträge zum Teil verlängert werden beziehungsweise neue Mietverträge abgeschlossen werden. Dabei wird angenommen, dass Mietvertragsverlängerungen sowie neue Mietverträge auf standardisierten deutschen Gewerbemietverträgen mit einer Laufzeit von 5+5 Jahren und den üblichen gewerblichen Vertragsbedingungen (z. B. „Double Net Mietvertrag“ (NN)) basieren.
332. Für neu abgeschlossene Mietverträge über den Planungszeitraum wird angenommen, dass die Mieten neuverhandelt werden und dabei eine jährliche inflationäre Preisanpassung erfolgt, im Gegensatz zu den variierenden Anpassungszeiträumen für Bestehende Verträge.

Aufteilung der Umsatzerlöse

in EUR Mio.

	Planung				
	2025	2026	2027	2028	2029
Umsatzerlöse	192,0	196,8	193,0	186,9	185,6
Bestehende Verträge	185,3	160,5	131,5	112,9	95,4
Verlängerungen von Mietverträgen	1,6	13,1	31,3	42,2	62,6
Neue Mietverträge	4,1	23,8	37,0	45,7	55,6
Umsatzmiete	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Indexierungen	2,5	6,3	8,8	12,9	16,7
Erträge vor Veräußerungen	194,4	204,6	209,5	214,6	221,2
Veräußerungen	-2,4	-7,8	-16,5	-27,7	-35,6
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	4.162,8	4.156,8	4.087,8	3.999,8	4.064,8
Brutto-Mietrendite	4,6%	4,7%	4,7%	4,6%	4,6%

Quelle: alstria Unternehmensinformationen

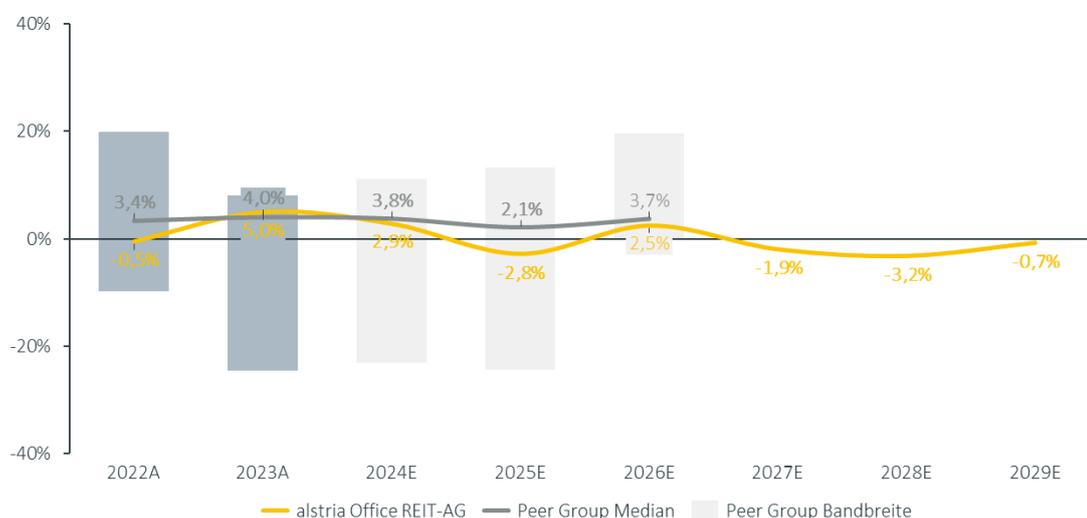
333. Neben geplanten Veräußerungen sieht die Planung die Entwicklung der Immobilien durch signifikante Investitionen in die Modernisierung der Objekte vor. Während der Grundsanierung wird für die entsprechenden Objekte ein deutlich erhöhter Leerstand geplant. Jedoch sollen die Objekte nach Fertigstellung zu höheren Marktmieten und geringerem Leerstand wieder vermietet werden.
334. Die Bruttomietrendite der alstria sinkt in der Planung von 4,9% im Jahr 2024 auf 4,6% im Jahr 2025 erwartungsgemäß. Diese Entwicklung ist primär auf die geplante Reduktion der Mieterlöse zurückzuführen, während der beizulegende Zeitwert des Immobilienportfolios im gleichen Zeitraum leicht ansteigt. Die Bruttomietrendite der alstria wird in den Jahren 2026 bis 2029 zunächst mit einem Anstieg auf 4,7% geplant, bevor sie im weiteren Verlauf kontinuierlich auf 4,6% absinkt. In den Jahren 2022 und 2023 betrug die Bruttomietrendite 3,9% bzw. 4,5%. Die Bruttomietrendite ist auf den Durchschnittsbestand des Immobilienportfolios aus dem Zeitwert

des aktuellen Jahres und des Vorjahrs berechnet. Die Bruttomietrendite von alstria lag im Vergleich zur Peer Group leicht unter dem Durchschnitt. Im historischen Betrachtungszeitraum stieg die Bruttomietrendite der Peer Group von 4,6% im Jahr 2022 auf 4,9% im Jahr 2023. In Kapitel 2.3.4 wurden bereits die wesentlichen historischen Entwicklungen und die Wachstumserwartungen für den Büroimmobilienmarkt in Europa und für Deutschland dargestellt. Dabei lagen die Spitzenrenditen an den Top-7-Standorten für Büroimmobilien in Deutschland im Q3 2024 bei rd. 4,5%. Betrachtet im Marktkontext, liegt die derzeitige, sowie die geplante Bruttomietrendite der alstria leicht über den am Markt beobachteten Spitzenmietrenditen, der Top-7-Standorten für Büroimmobilien in Deutschland.

335. In einem weiteren Schritt wird das geplante Wachstum der Umsatzerlöse der alstria mit Analystenprognosen für die Peer Group-Unternehmen verglichen:

Benchmarking des Wachstums der Umsatzerlöse aus Vermietung⁸⁷

in %



Quelle: alstria Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

336. Das Umsatzwachstum der alstria zeigte im historischen Betrachtungszeitraum eine Wachstumsrate von -0,5% im Jahr 2022, gefolgt von einer Steigerung auf 5,0% im Jahr 2023. Im Jahr 2024 erhöhten sich die Umsatzerlöse um 2,9%. Im Vergleich zum Median der Peer Group blieb das Umsatzwachstum von alstria auf einem niedrigeren Niveau, insbesondere im Jahr 2022, wo die Abweichung deutlicher ausfiel. Der Median der Wachstumsraten innerhalb der Peer Group betrug im Jahr 2022 etwa 3,4%, stieg 2023 auf 4,0% an und betrug im Jahr 2024 3,8%. Das Umsatzwachstum von alstria war jedoch historisch und in der Planung maßgeblich durch An-

⁸⁷ Peer Group Daten für das Jahr 2027, 2028 und 2029 werden aufgrund reduzierter Datenverfügbarkeit nicht berücksichtigt.

und Verkäufe geprägt, während sich ansonsten vergleichsweise stabile Wachstumsraten über das Gesamtportfolio zeigen.

337. Die Planungen der alstria zeigen ein Wachstumsprofil, das weitgehend dem historischen Muster entspricht. Für das Jahr 2025 wird zunächst ein Rückgang der Umsatzerlöse um 2,8% im Vergleich zum Vorjahr prognostiziert, bevor im Folgejahr ein Anstieg der Umsatzerlöse aus Vermietung um 2,5% erwartet wird. Gemäß Analystenschätzungen wird für die Peer Group-Unternehmen ein moderater Anstieg der Umsatzerlöse aus Vermietung prognostiziert, der im Jahr 2025 bei 2,1% und im Jahr 2026 bei 3,7% liegen soll. Das geplante Umsatzwachstum der alstria liegt somit unter dem Median der Vergleichsunternehmen, was bereits im historischen Zeitraum zu beobachten war. Dennoch bewegt sich das Umsatzwachstum innerhalb der Bandbreite der Schätzungen.
338. Im Vergleich zu den Peer Group-Unternehmen müssen jedoch insbesondere die Annahmen zu den Immobilienan- und verkäufen sowie Objektmodernisierungen bei der alstria berücksichtigt werden, die zu einem zyklischen Verlauf der Umsatzwachstumsraten führen können.
339. Ohne Berücksichtigung der geplanten Veräußerungen, plant alstria zunächst einen Rückgang der Umsatzerlöse um 2,8% im Jahr 2025, gefolgt von einem Anstieg um 2,5% im Jahr 2026. Weiter prognostiziert das Unternehmen einen jährlichen Rückgang der Umsatzerlöse um 1,9% im Jahr 2027, 3,2% 2028 sowie um 0,7% im Jahr 2029, hauptsächlich auf Basis der verminderten Verkaufserlöse.

4.4.2 ERGEBNIS VOR ZINSEN UND STEUERN (EBIT)

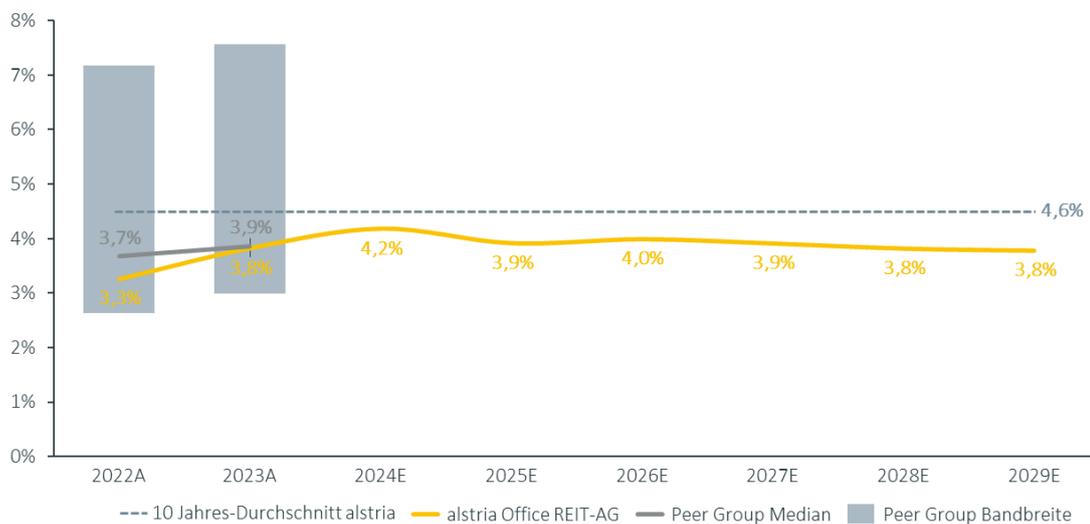
340. Im Rahmen der Analyse der Planungsrechnung werden im Folgenden die Aufwandsposten, die zum operativen Ergebnis der alstria führen, analysiert.
341. Dabei stellt das Vermietungsergebnis eine wichtige Kennzahl für die Profitabilität von Immobilienunternehmen dar. Dieses wird grundsätzlich als Differenz zwischen den Umsatzerlösen und den Betriebskosten sowie den Instandhaltungskosten ermittelt. Dabei werden die Betriebskosten und Instandhaltungskosten auf die Posten Instandhaltungskosten, umlagefähige Betriebskosten sowie nicht umlagefähige Betriebskosten aufgeteilt.
342. Der Grundstücksbetriebsaufwand steigt über den Planungszeitraum konstant von EUR 28,9 Mio. im Jahr 2024 auf EUR 33,3 Mio. im Jahr 2029, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 2,9% entspricht. Die Umsatzerlöse aus weiterbelastetem Betriebsaufwand werden nicht separat in den Umsatzerlösen ausgewiesen, sondern mit den auf Mieter umlegbaren Betriebskosten in dem Grundstücksbetriebsaufwand gegengerechnet, sodass in diesem der Nettobetrag enthalten ist. Die wesentlichen Kostenpositionen des Grundstücksbetriebsaufwands umfassen den Personalaufwand im Immobilienmanagement, Aufwendungen für Instandsetzung und Modernisierung, laufende Instandhaltung sowie nicht umlegbare Betriebskosten infolge von Leerstand. Im Grundstücksbetriebsaufwand sind auch Aufwendungen für Maßnahmen im Bereich Gesundheit, Brandschutz und Sicherheit, sowie solche, die durch gesetzliche oder regulatorische Vorgaben erforderlich sind, enthalten. Die Maßnahmen werden in Zusammenarbeit mit den für die Objekte zuständigen Teams erarbeitet und unterliegen

einer Priorisierung. Bei einem Teil des Grundstücksbetriebsaufwands handelt es sich um Fixkosten, welche der Inflation unterliegen und dementsprechend über den Zeitraum der Planungsrechnung ansteigen. Darüber hinaus steigt der Grundstücksbetriebsaufwand im Planungszeitraum, da zusätzliche Immobilien entwickelt werden, was zu einer höheren Leerstandsquote führt. Die Leerstandskosten variieren je nach Immobilie und sinken tendenziell während sie entwickelt werden, beispielsweise durch reduzierte Heiz- und Reinigungskosten.

343. Aufgrund der insgesamt relativ konstanten Mieteinnahmen in Verbindung mit einem ansteigenden Grundstücksbetriebsaufwand reduzieren sich die geplanten Nettomieteinnahmen von EUR 168,6 Mio. im Jahr 2024 auf EUR 152,3 Mio. im Jahr 2029. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate liegt somit bei -2,0%.

Benchmarking der Nettomietrendite

in %



Quelle: alstria Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

344. Da für die Nettomietrendite der Peer Group-Unternehmen keine Analystenschätzungen vorliegen, stützt sich die Analyse ausschließlich auf historische Werte. Während die durchschnittliche Nettomietrendite der Peer Group zwischen den Jahren 2022 und 2023 von 3,7% auf 3,9% anstieg, erhöhte sich die Nettomietrendite der alstria im selben Zeitraum von 3,3% auf 3,8%. Für das Jahr 2024 wird für die alstria ein weiterer Anstieg auf 4,2% prognostiziert. Der Hauptgrund für den Anstieg der Mietrendite der alstria im historischen Betrachtungszeitraum liegt in der Abwertung des beizulegenden Zeitwerts des Immobilienportfolios. Die Nettomietrendite im Jahr 2024 liegt etwas unterhalb des Durchschnitts von alstria i.H.v. 4,6% über die letzten 10 Jahren. Im Jahr 2024 sollen die Nettomieteinnahmen schließlich auf EUR 168,6 Mio. steigen. Die geplante Nettomietrendite im Jahr 2029 beträgt 3,8% und liegt damit auf historischem Niveau.
345. Der Verwaltungsaufwand soll planmäßig von EUR 9,0 Mio. im Jahr 2024 auf EUR 10,6 Mio. steigen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 3,3% entspricht. Jedoch erwartet die alstria einen erhöhten Verwaltungsaufwand von EUR 12,6 Mio. im Jahr 2025, aufgrund von einmaligen konzerninterner Restrukturierungskosten im Zusammenhang mit dem Verlust des REIT-Status i.H.v. EUR 2,9 Mio. In der Planungsrechnung geht das Unternehmen von

einer Reduktion des Verwaltungsaufwands in Höhe von etwa EUR 0,4 Mio. pro Jahr aus, bedingt durch die Beendigung der Börsennotierung. Dem stehen jedoch erhöhte Verwaltungskosten gegenüber, die durch die gestiegene Komplexität der Konzernstruktur entstehen, sowie ein daraus resultierender Teilverlust aufgrund der Mehrwertsteuer-Rückerstattung, insgesamt rund EUR 1,2 Mio. pro Jahr.

346. Der Personalaufwand steigt von EUR 10,3 Mio. im Jahr 2024 auf EUR 12,9 Mio. im Jahr 2029. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate beträgt somit 4,6%. alstria prognostiziert den Personalaufwand auf Grundlage der Werte des Jahres 2024 und berücksichtigt dabei ausschließlich die Neubesetzungskosten für bestehendes Personal, ohne eine Erhöhung der Mitarbeiterzahl in die Planung einzubeziehen. Die Löhne und Gehälter werden unter der Annahme der Inflationsindexierung geplant und steige somit in jedem Planjahr mit der erwarteten Inflationsrate. Die in der Planungsrechnung vorgesehenen Mehrkosten aufgrund des Verlusts des REIT-Status sind ebenfalls berücksichtigt und werden gemäß der Planung auf etwa EUR 1,6 Mio. beziffert.
347. Die Planungsrechnung sieht vor, dass sonstige betriebliche Erträge im Zeitraum von 2025 bis 2029 konstant in Höhe von jeweils EUR 1,0 Mio. pro Jahr anfallen. Diese Erträge stehen unter anderem in Verbindung mit erwarteten Kompensationszahlungen durch vorzeitig gekündigte Mietverträge. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sollen konstant in Höhe von jeweils EUR 4,0 Mio. pro Jahr anfallen. Hierbei handelt es sich um die Summe der erwarteten Neubewertung der Minderheitsanteile an der Tochtergesellschaft Prime Portfolio KG sowie der Dividendenzahlungen an die Minderheitsaktionäre. Die Aufwendungen entfallen erwartungsgemäß im Jahr 2032, da zu diesem Zeitpunkt die langfristige Ausleihung an die niederländische Stiftung fällig wird und zurückgeführt wird. Mit dem Rückführungsbetrag werden die aktuell von der niederländischen Stiftung gehaltenen Kommanditanteile an der Prime Portfolio KG zurückerworben. Die Zinserträge, die von der niederländischen Stiftung für die langfristige Ausleihung an alstria bezahlt werden und die Dividendenzahlungen an die niederländische Stiftung verrechnen sich weitestgehend.
348. Die geplante Schwankung im Nettoergebnis im Posten der Bewertung des Immobilienportfolios von EUR -10,4 Mio. auf EUR 60,5 Mio. wird insbesondere durch die erwartete Aufwertung des Immobilienportfolios beeinflusst. Darüber hinaus sind Aufwendungen, die als Gegenbuchung zu den aktivierten Leerstands- und Entwicklungskosten berücksichtigt werden enthalten, wodurch eine Neutralisierung der aktivierten Kosten in der Gewinn- und Verlustrechnung erreicht wird. Diese sind nahezu konstant und steigen von EUR 10,4 Mio. im Jahr 2025 auf EUR 10,7 Mio. im Jahr 2029. In den ersten beiden Planjahren werden keine Effekte aus der Bewertung des Immobilienportfolios geplant. Ab dem Jahr 2027 wird erwartet, dass die in den Vorperioden getätigten Investitionen in die Immobilien zu einer Wertsteigerung um 50% bezogen

auf den Investitionsbetrag führen. Dabei wird die Wertsteigerung mit Fertigstellung der Projektentwicklung nach jeweils zwei Jahren erwartet.

349. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) steigt somit von EUR 134,3 Mio. im Jahr 2024 auf EUR 170,1 Mio. im Jahr 2029.

(Bereinigte) EBIT-Marge

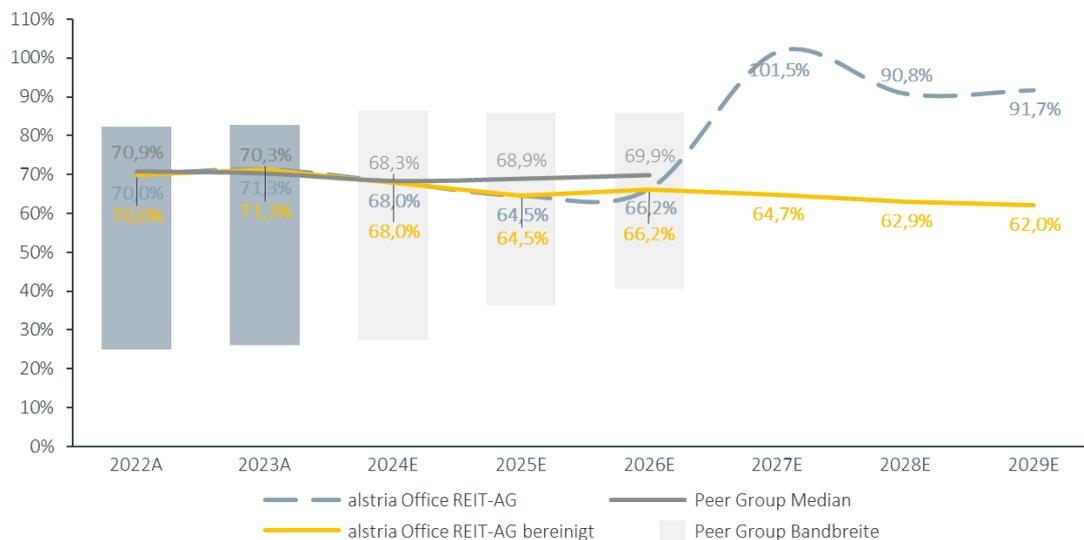
In EUR Mio.

	Bereinigte Historie			Planung				
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBIT	127,9	136,9	134,3	123,8	130,3	196,0	169,6	170,1
<i>in % der Umsatzerlöse aus Vermietung</i>	70,0%	71,3%	68,0%	64,5%	66,2%	101,5%	90,8%	91,7%
Wertsteigerung/Kapitalerträge	0	0	0	0	0	71,0	52,0	55,0
Bereinigter EBIT	127,9	136,9	134,3	123,8	130,3	125,0	117,6	115,1
<i>in % der Umsatzerlöse aus Vermietung</i>	70,0%	71,3%	68,0%	64,5%	66,2%	64,7%	62,9%	62,0%
Abschreibungen	1,0	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Bereinigter EBITDA	128,8	138,4	135,8	125,3	131,8	126,5	119,1	116,6
<i>in % der Umsatzerlöse aus Vermietung</i>	70,5%	72,1%	68,8%	65,2%	66,9%	65,5%	63,7%	62,8%

Quelle: alstria Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

Benchmarking der Entwicklung der (Bereinigten) EBIT-Marge

in %



Quelle: alstria Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

350. Um eine Vergleichsbasis zwischen alstria und den Unternehmen der Peer Group zu gewährleisten, wurde die geplante, jedoch nicht zahlungswirksame Werterhöhung des Immobilienportfolios für die Jahre 2027 bis 2029 bereinigt.
351. Die bereinigte EBIT-Marge der alstria zeigt über den gesamten Planungszeitraum von 2025 bis 2029 einen leichten Rückgang und soll von 68,0% im Jahr 2024 auf 62,0% im Jahr 2029 sinken. Insgesamt liegt die bereinigte EBIT-Marge auf dem durchschnittlichen Niveau der Peer Group-Unternehmen zwischen 70,9% und 68,3% im Zeitraum 2022 bis 2024. Während die bereinigte EBIT-Marge von alstria im Planungsverlauf auf bis 62,0% sinkt, sinken die EBIT-Margen der Peer Group ebenfalls, im Durchschnitt auf 69,9%. Damit liegt die bereinigte EBIT-Marge von alstria noch immer in der Peer Group-Bandbreite. Der Rückgang resultiert im Wesentlichen aus dem Rückgang der Umsatzerlöse aufgrund der Verkäufe sowie den Fixkostenstrukturen im Grundstückbetriebsaufwand sowie im Personal- und Verwaltungsaufwand. Unter Berücksichtigung der Wertsteigerungen der Immobilien aus der Entwicklungstätigkeit und den getätigten Investitionen steigt die EBIT-Marge von 64,5% im Jahr 2025 auf 91,7% im Jahr 2029 an, was deutlich über die bereinigte Bandbreite der Peer Group-Unternehmen hinausgeht. Hieraus wird ersichtlich, dass alstria auch langfristig bei erfolgreicher Umsetzung der Entwicklungsaktivitäten deutliche Wertsteigerungen gegenüber dem Ergebnisbeitrag aus der Immobilienvermietung realisieren kann und somit die EBIT-Marge über das Peer Group-Niveau steigern kann.

4.4.3 FINANZERGEBNIS

352. Das geplante Finanzergebnis der alstria setzt sich aus Zinsaufwendungen für die verzinslichen Verbindlichkeiten und Zinserträgen aus der unterstellten operativen Mindestliquidität und einer langfristigen Ausleihe zusammen.
353. Das Finanzergebnis soll gemäß Planung von EUR -62,8 Mio. im Jahr 2024 auf EUR -90,1 Mio. im Jahr 2029 fallen. Der Rückgang lässt sich dabei vor allem auf höhere Refinanzierungskosten zurückführen, die trotz der geplanten Reduzierung der verzinslichen Verbindlichkeiten zu einem Anstieg führen.
354. Die verzinslichen Verbindlichkeiten setzen sich aus Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, Anleihen, Schuldscheindarlehen sowie Verbindlichkeiten aus Leasingverträgen zusammen. Der Großteil der Zinsaufwendungen entfällt auf die verzinslichen Verbindlichkeiten und unterliegt einem durchschnittlichen effektiven Zinssatz i.H.v. ca. 3,4% im Jahr 2025 bis 4,3% im Jahr 2029. Die Planung des Nettofinanzergebnisses wird auf Grundlage der bestehenden Verschuldungs- und Absicherungsstruktur sowie unter Annahme der aktuellen Forward-Euribor-Kurve geplant. Fällige Verbindlichkeiten werden bei Fälligkeit refinanziert. Bei Veräußerung von Vermögenswerten werden Verbindlichkeiten zurückgeführt. Die Refinanzierung erfolgt zu einem geschätzten 5-Jahres-Forward-Swap-Satz zuzüglich einer Marge von 175 Basispunkten, entsprechend den aktuellen marginalen Fremdkapitalkosten. Die Zinsaufwendungen sollen von EUR -79,0 Mio. im Jahr 2024 auf EUR -94,5 Mio. im Jahr 2029 steigen. Die geplanten Zinssätze für die Refinanzierung der bestehenden Verbindlichkeiten liegen im Planungszeitraum zwischen 3,7% und 4,1%. Für die Refinanzierung der Unternehmensanleihen, die zwischen April 2025 und November 2027 fällig werden, wird eine durchschnittliche Zinsrate von etwa 4,0% erwartet. Das Gesamtvolumen der Refinanzierung der Unternehmensanleihen liegt bei

EUR 816,2 Mio. Der durchschnittliche Zinssatz für Grundschulddarlehen, mit einem Refinanzierungsvolumen von EUR 971,5 Mio. in der Planungsperiode, wird mit etwa 3,9% geplant.

355. Das Unternehmen erwartet darüber hinaus einen Anstieg der Zinserträge sowohl auf Kassenbestände als auch aus der langfristigen Ausleihung an eine niederländische Stiftung, die sich im Planungszeitraum von EUR 3,3 Mio. im Jahr 2025 auf EUR 4,7 Mio. erhöhen sollen. Der Anstieg resultiert aus der erwarteten höheren Verzinsung der Mindestkasse. Der Zinsertrag aus der langfristigen Ausleihung an die niederländische Stiftung wird konstant geplant.
356. In Summe fällt das Finanzergebnis von EUR -62,8 Mio. im Geschäftsjahr 2024 auf EUR -90,1 Mio. im Geschäftsjahr 2029.
357. Das Ergebnis vor Ertragsteuern sinkt von EUR 75,1 Mio. im Jahr 2024 auf EUR 68,7 Mio. im Jahr 2029. Da der höhere Zinsaufwand durch den Anstieg des EBIT, insbesondere aufgrund der beschriebenen Wertsteigerung durch in den Vorperioden getätigte Immobilieninvestitionen in die Bestandsimmobilien, kompensiert wird, sinkt das Ergebnis vor Ertragsteuern jedoch weniger stark.

4.4.4 AUßERORDENTLICHES ERGEBNIS

358. Für bewertungstechnische Zwecke wurden die geplanten Mittelabflüsse im Zusammenhang mit den „hedge paydowns“ als außerordentliches Ergebnis in unserem Bewertungsmodell in der Planung berücksichtigt. Nach der Planungsrechnung von alstria wird dieser Posten in der Konzernkapitalflussrechnung ausgewiesen. Für die Jahre 2025 und 2026 ist kein Mittelabfluss im Zusammenhang mit den „hedge paydowns“ projiziert. Der erwartete Mittelabfluss zur Abwicklung der bestehenden Hedge-Positionen beläuft sich gemäß der Planung auf EUR 3,1 Mio. im Jahr 2027, EUR 13,8 Mio. im Jahr 2028 und EUR 11,3 Mio. im Jahr 2029.

4.4.5 ERTRAGSTEUERN

359. Als REIT Gesellschaft ist alstria bis zum 31. Dezember 2024 steuerbefreit. Aufgrund des erwarteten Verlusts des REIT-Status der alstria office REIT-AG ab dem 1. Januar 2025 fallen für die deutschen Gesellschaften annahmegemäß ab dem 1. Januar 2025 erstmalig Körperschaftssteuer und Gewerbesteuer an. Dabei wird die in diesem Zusammenhang vorgenommene Reorganisation der alstria inkl. der Sitzverlegung der alstria AG nach Luxemburg angenommen. Dabei wird ausgehend vom geplanten Ergebnis vor Steuern (EBT) gemäß IFRS eine vereinfachte Planung des steuerlichen EBT vorgenommen und die entsprechende Gewerbe- und Körperschaftsteuer abgeleitet. Hierbei werden steuerliche Abschreibungen der Immobilien, entstehende steuerliche Verlustvorträge und die begrenzte steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsaufwendungen aufgrund der sog. Zinsschranke berücksichtigt.
360. Dabei hat die Gesellschaft nicht nur zahlungswirksame Steuern geplant, sondern auch latente Steuern, die sich aufgrund von Differenzen zwischen den Buchwerten gemäß der Steuerbilanz und nach IFRS ergeben. Bei der Planung der Steuern vom Einkommen und Ertrag haben wir latente Steuern weder in der Planung der Steuern vom Einkommen und Ertrag noch in der Planung der aktiven und passiven latenten Steuern berücksichtigt. Grund hierfür ist, dass latente

Steuern keinen Steuervorteil der Fremdfinanzierung („Tax Shield“) generieren sowie nicht zahlungswirksam und somit bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse nicht relevant sind.

361. alstria unterliegt auch nach Reorganisation weiterhin der beschränkten Körperschaftssteuerpflicht mit ihren inländischen Einkünften. Für Zwecke der Körperschaftsteuer und des Solidaritätszuschlags wurde ein Steuersatz von 15,825% angesetzt.
362. Zudem wurde auf laufende Gewerbeerträge ein Steuersatz von 16,45% angenommen. Aufgrund der Projektentwicklertätigkeit von alstria wird auf 80% des geplanten Veräußerungsvolumen aufgrund des engen zeitlichen Zusammenhangs zu Investitionen der Anfall von Gewerbesteuer angenommen.
363. Im Ergebnis fallen im Planungszeitraum zahlungswirksame Steuern vom Einkommen und Ertrag i.H.v. EUR 3,1 Mio. im Jahr 2025 an und steigen bis zum Jahr 2026 auf EUR 4,6 Mio. An. Aufgrund des erhöhten Verkaufsvolumens in den beiden folgenden Jahren steigen die Steuern vom Einkommen und Ertrag in den beiden Folgejahren deutlich an und sollen im Jahr 2027 EUR 17,1 Mio. betragen und im Jahr 2028 EUR 18,5 Mio. betragen. Im Jahr 2029 reduzieren sich die Steuern vom Einkommen und Ertrag wieder auf EUR 6,6 Mio., was in einer effektiven Steuerquote bezogen auf das EBT von 9,6% resultiert. Grund für die erhöhten Ertragssteuern sind erhöhte Veräußerungserlöse von Immobilien aus dem Portfolio, welche eine erhöhte Steuerlast hervorrufen.

4.4.6 JAHRESERGEBNIS

364. Nach einem negativen Jahresergebnis für die Jahre 2022 und 2023 aufgrund der Bewertung von des Immobilienportfolios zum beizulegenden Zeitwert rechnet alstria ebenfalls mit einem Jahresfehlbetrag für das Jahr 2024. Im Jahr 2024 wurde das Jahresergebnis durch die erstmaligen Berücksichtigung der latenten Steuerverbindlichkeit maßgeblich beeinflusst. Im Jahr 2025 wird ein positives Jahresergebnis von EUR 40,8 Mio. im Jahr prognostiziert. Dieses steigt bis zum Ende des Planungszeitraums im Jahr 2029 auf EUR 62,1 Mio., wobei das Jahresergebnis für das Jahr 2027, unter anderem aufgrund der Erhöhung des Wertes Immobilienportfolios und der höheren Mieterträge durch vorangehende Investitionen mit EUR 90,5 Mio. höher ausfällt.

Darüber hinaus wurden keine Effekte aus Neubewertungen, wie zum Beispiel aus Veränderungen des Diskontierungszinssatzes, berücksichtigt.

4.4.7 BILANZPLANUNG

365. Im Rahmen der Bewertungstätigkeit wurden, die der Bewertung zugrundeliegende Bilanzplanung der alstria nach IFRS der Jahre 2025 bis 2029 nachvollzogen und im Folgenden analysiert. Die Bilanzwerte beziehen sich jeweils auf den 31. Dezember des jeweiligen Geschäftsjahres:

Bilanz Planungsrechnung Aktiva alstria 2025-2029

in EUR Mio.

	Bereinigte Historie			Planung					CAGR
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
Immaterielle Vermögenswerte	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,0%
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	4.606,8	3.971,3	4.100,9	4.162,8	4.156,8	4.087,8	3.999,8	4.064,8	-0,2%
Sachanlagen	19,7	20,3	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	0,0%
Finanzielle Vermögenswerte	129,8	111,3	102,5	102,5	102,5	102,5	102,5	102,5	0,0%
Anlagevermögen	4.757,4	4.104,6	4.224,6	4.286,5	4.280,5	4.211,5	4.123,5	4.188,5	-0,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	8,2	10,8	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	0,0%
Sonstige Vermögenswerte	6,7	5,8	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	0,0%
Zu Veräußerungszwecken gehaltene Immobilien	26,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n/a
Liquide Mittel	365,0	116,3	73,7	1,0	7,6	66,0	103,0	60,4	-3,9%
Umlaufvermögen	406,4	132,9	90,3	17,6	24,2	82,6	119,6	77,0	-3,1%
Summe Aktiva	5.163,8	4.237,5	4.314,9	4.304,1	4.304,7	4.294,1	4.243,1	4.265,5	-0,2%

Quelle: alstria Unternehmensinformationen

Anlagevermögen

366. Die Bilanzsumme wird im Planungszeitraum von EUR 4.314,9 Mio. im Jahr 2024 um durchschnittlich -0,2% jährlich auf EUR 4.265,5 Mio. im Jahr 2029 prognostiziert. Der maßgebliche Treiber für diesen erwarteten Rückgang ist die geplante Entwicklung des Anlagevermögens. Das Anlagevermögen besteht im Wesentlichen aus als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien, deren Bestände im Planungszeitraum aufgrund geplanter Veräußerungen rückläufig angesetzt wurden.
367. Das Sachanlagevermögen der alstria umfasst eigengenutzte Grundstücks- und Gebäudeflächen, die gemäß IAS 16 bilanziert werden, ein Waldgrundstück mit einer Fläche von 2.168 Hektar, das im Geschäftsjahr 2021 zum Zweck der nachhaltigen Bewirtschaftung und Nutzung erworben wurde, Mobilien und Inventar sowie weitere Nutzungsrechte gemäß IFRS 16. In der Planungsrechnung der alstria wird angenommen, dass das Sachanlagevermögen über den gesamten Planungszeitraum unverändert bei EUR 19,7 Mio. verbleibt.
368. Finanzielle Vermögenswerte bestehen aus einer langfristigen Ausleihung mit einer Laufzeit bis zum Ende des Geschäftsjahres 2032 i.H.v. EUR 102,5 Mio. sowie aus dem bilanzierten beizulegenden Zeitwert der gehaltenen derivativen Finanzinstrumenten i.H.v. EUR 8,1 Mio. Die finanziellen Vermögenswerte werden in der Planungsrechnung ebenfalls unverändert berücksichtigt. Die aus den Darlehen resultierenden Zinserträge werden im Rahmen der Zinsertragsplanung vereinnahmt.
369. Ein wesentlicher Bestandteil der Bilanzplanung wird von der Entwicklung des Immobilienportfolios getrieben. Da die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien jährlich zum beizulegenden Zeitwert erfasst werden, unterliegen sie keiner regulären Abschreibung. Die Entwicklung unterliegt den Planungsannahmen zu den Veräußerungen sowie der geplanten Erhöhung des Werts des Immobilienportfolios aufgrund von Investitionstätigkeiten. Die Werterhöhungen

stellen dabei den zeitlich verzögerten Einfluss der Investitionen dar. alstria plant Investitionen i.H.v. EUR 142 Mio. im Jahr 2025, EUR 104 Mio. im Jahr 2026 und in den Jahren von 2027 bis 2029 EUR 110 Mio., wobei darin Sanierungs- bzw. Modernisierungs- und Wiedervermietungsinvestitionen enthalten sind. Wiedervermietungsinvestitionen sind relativ konstant geplant und liegen im Planungszeitraum zwischen EUR 38,5 Mio. und 51,1 Mio. und fallen vor allem bei der Neuvermietung von Büroflächen an. Im Gegensatz dazu variieren Sanierungs- bzw. Modernisierungsinvestitionen zwischen EUR 100,4 Mio. im Jahr 2025 und EUR 52,9 Mio. im Jahr 2026 und steigen auf EUR 71,5 Mio. im Jahr 2029. Sanierungs- bzw. Modernisierungsinvestitionen umfassen weitreichende Maßnahmen im Rahmen der Entwicklungstätigkeit von alstria, wodurch die Immobilien auf einen zur Neuvermietung attraktiven Stand überführt werden. Durch die umfassenden Sanierungs- bzw. Modernisierungsinvestitionen plant alstria eine Wertsteigerung der Immobilien i.H.v. 50% der Investitionen mit einem Zeitversatz von zwei Jahren. Somit werden in den ersten beiden Planjahren zunächst keine Bewertungseffekte geplant. Im Jahr 2027 beträgt die geplante Wertsteigerung der Immobilien EUR 71,0 Mio., im Jahr 2028 EUR 52,0 Mio. und im Jahr 2029 EUR 55,0 Mio. Die Wertsteigerung führt zur Erhöhung des Werts der als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien. Darüber hinaus soll im Planungszeitraum der geplante Verkauf von Immobilien im Volumen von insgesamt EUR 790,0 stattfinden. Das jährliche Verkaufsvolumen steigt in der Planungsperiode von EUR 80,0 Mio. im Jahr 2025 auf EUR 250,0 Mio. in den Jahren 2027 und 2028 an und berücksichtigt einen Nachholeffekt aufgrund des in den letzten Jahren sehr geringen Transaktionsvolumens, welches allgemein im Immobilienmarkt zu beobachten war. Da in dieser Zeit umfangreiche Entwicklungstätigkeit und Investitionen stattfand, hat alstria eine vergleichsweise hohe Anzahl an fertig entwickelten Objekten im Immobilienportfolio, die veräußert werden können.

370. Der Bilanzposten immaterielle Vermögenswerte lag in der Vergangenheit bei rund EUR 0,4 Mio., der über den gesamten Planungszeitraum konstant fortgeschrieben wird.

Umlaufvermögen

371. alstria geht in der Planungsrechnung davon aus, dass die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen über den gesamten Planungszeitraum konstant bei EUR 6,4 Mio. verbleiben. Der als Pauschalbetrag geplante Posten setzt sich in der Vergangenheit aus Mietkostenforderungen sowie Nebenkostenforderungen zusammen. Für die Mietnebenkosten ist die Entwicklung der Energiepreise von impliziter Bedeutung, da diese in Zusammenhang mit den erhaltenen Mietvorauszahlungen stehen. Jedoch ist der Unterschied lediglich temporärer Natur und macht einen geringen Prozentsatz der gesamten Aktiva aus. Somit wurden hierfür keine spezifischen Planungsannahmen berücksichtigt. Ein vergleichbares Bild zeigt sich bei den Mietkostenforderungen, die im Planungszeitraum keine signifikante Variation aufweisen und somit konstant geplant werden.
372. Sonstige Vermögenswerte wurden ebenfalls als Pauschalbetrag gleichbleibend i.H.v. EUR 10,2 Mio. über den Planungszeitraum angesetzt. Wie bereits in Kapitel 2.3.5 beschrieben, setzten sich sonstige Forderungen aus verschiedenen kurzfristigen Forderungen, wie beispielsweise debitorische Kreditoren, Instandhaltungsrücklagen, unterwegs befindliche Zahlungsmittel, Zinsforderungen oder geleistete Anzahlungen und Umsatzsteuerforderungen zusammen. Damit plant alstria keine Veränderung zu den Werten im Jahr 2024.
373. Das Umlaufvermögen von alstria, abzüglich der Liquididen Mittel, wird in der Planungsrechnung konstant angenommen und in Höhe von EUR 16,6 Mio. im Jahr 2024 über den gesamten Planungszeitraum fortgeschrieben.
374. Die liquiden Mittel reduzieren sich ausgehend von EUR 73,7 Mio. im Jahr 2024 zunächst auf EUR 1,0 Mio. im Jahr 2025 und erhöhen sich daraufhin bis auf EUR 103,0 Mio. im Jahr 2028. Im Jahr 2029 reduzieren sich die liquiden Mittel wiederum auf EUR 60,4 Mio. Die operative Mindestkasse liegt laut Managementaussagen bei rd. EUR 30,0 Mio. Für die Jahre 2025 bis 2029 sieht die Planungsrechnung der alstria keine Ausschüttungen an Aktionäre in Form von Dividendenzahlungen vor. Die Ausschüttung an die Minderheitsaktionäre für die Kompensation des Verlusts des REIT-Status wurde zahlungswirksam berücksichtigt, da die Abfindung den Minderheitsaktionären separat zufließt wurde diese nicht im Cashflow to Equity abgebildet.

Eigenkapital und Verbindlichkeiten

375. Die Passivseite der Bilanz beinhaltet neben den verzinslichen und unverzinslichen Verbindlichkeiten auch Rückstellungen sowie das Eigenkapital, welches sich auf Basis der integrierten Planungsrechnung ableitet:

Bilanz Planungsrechnung Passiva alstria 2025-2029

in EUR Mio.

	Bereinigte Historie			Planung					CAGR
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2024-29
Eigenkapital	2.571,4	1.617,5	1.480,2	1.501,0	1.544,7	1.635,2	1.681,1	1.743,3	3,3%
Unternehmensanleihen	1.427,0	1.077,2	980,7	645,5	311,4	0,0	0,0	0,0	n/a
Grundsulddarlehen	893,3	1.321,5	1.419,6	1.724,1	2.016,0	2.267,0	2.171,1	2.132,7	8,5%
Schuldscheindarlehen	78,2	40,7	40,0	40,0	40,0	0,0	0,0	0,0	n/a
Leasingverbindlichkeit	5,7	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	0,0%
Verzinsliche Verbindlichkeiten	2.404,1	2.444,8	2.445,7	2.415,1	2.372,8	2.272,7	2.176,7	2.138,3	-2,7%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Kommanditeinlagen nicht beherrschender Gesellschafter	3,6	4,7	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	0,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	121,0	98,3	96,8	95,9	95,0	94,2	93,1	91,9	-1,0%
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	188,2	175,1	389,0	388,1	387,2	386,3	385,3	384,0	-0,3%
Summe Passiva	5.163,8	4.237,5	4.314,9	4.304,1	4.304,7	4.294,1	4.243,1	4.265,5	-0,2%

Quelle: alstria Unternehmensinformationen

Eigenkapital

376. Das Eigenkapital wächst im Planungszeitraum von EUR 1.480,2 Mio. im Geschäftsjahr 2024 auf EUR 1.743,3 Mio. im Geschäftsjahr 2029. Im Planungszeitraum werden keine Ausschüttungen geplant, da die liquiden Mittel für die Durchführung der Investitionen und somit zur Entwicklung und Modernisierung der Immobilien benötigt werden. Die Ausschüttungsannahme von alstria wurde in der Planungsrechnung, die zur Bewertung herangezogen wurde, übernommen.

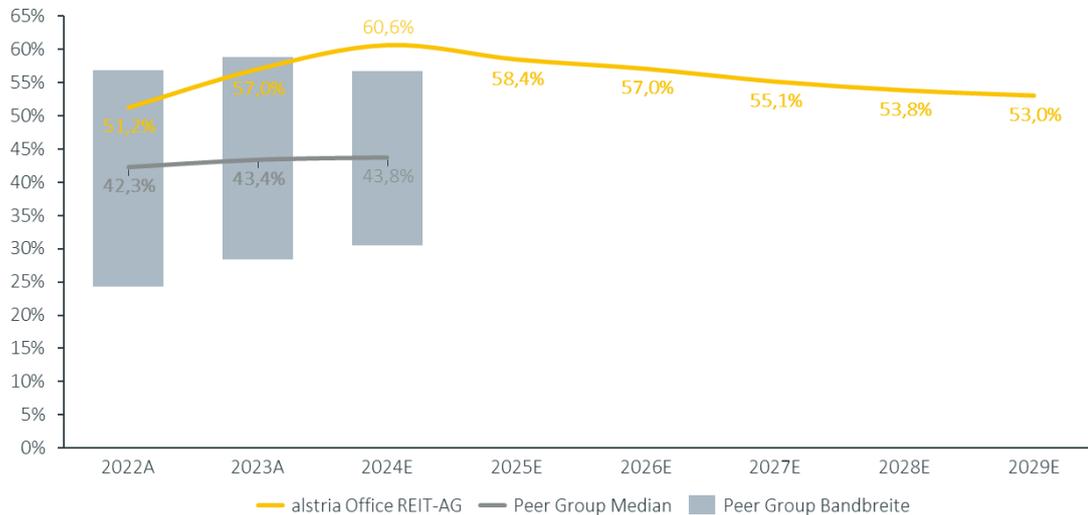
Verzinsliche Verbindlichkeiten

377. Die gesamten verzinslichen Verbindlichkeiten von alstria bestehen aus endfälligen Finanzinstrumenten. Im Rahmen der Planung wird unterstellt, dass auslaufende Kredite bzw. fällige Unternehmensanleihen entsprechend ihrer Fälligkeitsstruktur durch die Aufnahme neuer Darlehen refinanziert oder getilgt werden. Darüber hinaus sollen Unternehmensanleihen bis zum Jahr 2026 beglichen sein und durch Grundsulddarlehen ersetzt werden. alstria plant zudem die Tilgung eines Teils der ausstehenden Verbindlichkeiten, die durch Veräußerungen der besicherten Objekte fällig werden. Dabei wird angenommen, dass die Hypothekendarlehen mit einem Beleihungsverhältnis von 60% finanziert sind und dass der Verkauf der Immobilien die Rückzahlung dieser Verbindlichkeiten auslöst. Somit werden die Tilgungen jeweils in jeweils in Abhängigkeit des Verkaufsvolumens geplant und betragen im Jahr 2025 werden verzinsliche Verbindlichkeiten EUR 30,7 Mio., im Jahr 2026 werden Tilgungen i.H.v. EUR 42,2 Mio. geplant, in den Jahren 2027 und 2028 jeweils i.H.v. EUR 95,9 Mio. und im Jahr 2029 i.H.v. EUR 38,4 Mio.

378. Die verzinslichen Verbindlichkeiten umfassen neben den verzinslichen Verbindlichkeiten auch Leasingverbindlichkeiten. Die Planungsrechnung weist einen Rückgang der verzinslichen Verbindlichkeiten von EUR 2.445,7 Mio. im Jahr 2024 auf EUR 2.138,3 Mio. im Jahr 2029 aus.

Gross-LTV-Benchmarking (ValueTrust Berechnung)⁸⁸

in %



Quelle: alstria Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

379. Für den Planungszeitraum liegen keine Analystenschätzungen vor, sodass die Planwerte der alstria nur mit historischen Werten verglichen werden können. In den Jahren 2022 bis 2023 lag die Gross-LTV-Quote der alstria mit Werten zwischen 51,2% und 57,0% am oberen Ende der Bandbreiten der Peer Group. Sie reflektiert die Kapitalstruktur der alstria nach Ausschüttung der Dividenden und der Neuaufnahme von Fremdkapital und die daraus resultierende hohe Verschuldung. Der Anstieg um rund 6 Prozentpunkte im Jahr 2023 wurde zusätzlich durch die Reduzierung des beizulegenden Zeitwerts des Immobilienportfolios hervorgerufen. Der Höchststand der Gross-LTV-Quote für das Jahr 2024 betrug 60,6% und lag damit deutlich über dem Peer Group-Niveau sogar etwas oberhalb der Bandbreite. Im weiteren Verlauf plant die alstria eine Reduktion der Gross-LTV-Quote von 58,4% im Jahr 2025 auf 53,0% am Ende des Planungshorizonts. Hier wirken sich die Tilgung des Fremdkapitals und die Aufwertung der Im-

⁸⁸ Die Berechnung der Gross-LTV-Quote basiert auf der Summe der verzinslichen Verbindlichkeiten, dividiert durch den durchschnittlichen Wert des Immobilienportfolios des aktuellen Jahres sowie des Vorjahres.

mobilien durch Investitionen positiv aus. Allerdings liegt die LTV auch zum Ende der Planungsperiode noch immer am oberen Ende der Peer Group Bandbreite. Durch die bereits hohe Verschuldung ist die Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital beschränkt.

Unverzinsliche Verbindlichkeiten

380. Unverzinsliche Verbindlichkeiten bestehen aus Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, Kommanditeinlagen nicht beherrschender Gesellschafter sowie sonstigen Verbindlichkeiten. Die signifikante Erhöhung der sonstigen Verbindlichkeiten von EUR 72,1 Mio. im Jahr 2023 auf EUR 289,0 Mio. im Jahr 2024 ist auf die Bilanzierung der passiven latenten Steuerverpflichtung aufgrund des erwarteten Verlusts des REIT-Status der alstria Office REIT-AG zum Jahresende 2024 zurückzuführen. In den Planjahren von 2025 bis 2029 sinken die unverzinslichen Verbindlichkeiten von EUR 389,0 Mio. im Jahr 2024 auf EUR 384,0 Mio. Latente Steuerverbindlichkeiten wurden abweichend von der Planung der Gesellschaft konstant fortgeschrieben, da in der Gewinn- und Verlustrechnung die zahlungswirksamen Steuern vom Einkommen und Ertrag berücksichtigt werden.

4.4.8 ERGEBNIS ZUR ANALYSE DER PLANUNGSRECHNUNG

381. Zur Gewährleistung einer konsistenten Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten sind die wesentlichen Annahmen und Prämissen der Planungsrechnung analysiert und im Rahmen einer Benchmarking-Analyse plausibilisiert worden.

382. Der Planungsprozess der alstria basiert zunächst auf einer Bottom-up-Planung, die auf Objektebene abgeleitet und durch Top Down-Annahmen des Managements ergänzt wird. Dabei werden bestehende Mietverträge und Konditionen, Preisindexierungen, Vertragsverlängerungen, Neuvermietungen und Leerstandannahmen berücksichtigt. Zusätzlich sind die geplanten Entwicklungstätigkeiten für das sog. Development-Portfolio und Verkäufe zur Finanzierung von Investitionen berücksichtigt. Der Rückgang der Umsatzerlöse ist aufgrund der geplanten Verkäufe zu erklären. Zudem verdeutlicht die geplante Bruttomietrendite, dass die Mietannahmen im Vergleich zu durchschnittlichen am Markt beobachteten Spitzenrenditen für Büroimmobilien in den Top 7 Städten plausibel sind. Die geplante EBIT-Marge sinkt bereinigt um Bewertungseffekte aufgrund der Fixkostenstrukturen in den nicht umlagefähigen Betriebsaufwendungen, dem Personalaufwand sowie zusätzlichen Verwaltungskosten aufgrund der Restrukturierung der Gruppenstruktur nach dem Entfall des REIT Status im Planungsverlauf. Sie ist jedoch im Vergleich zur historischen Marge von alstria und der Margen der Peer Group insgesamt plausibel. Zudem resultieren aus der Projektentwicklung Wertsteigerungen der Immobilien, welche die EBIT-Marge über die Peer Group Bandbreite steigen lassen. Auch historisch konnte alstria Wertsteigerungen auf die entwickelten Immobilien generieren. Diese fanden jedoch in einem deutlich günstigeren Immobilienumfeld statt. Auch vor dem Hintergrund des Erfolgs der aktuellen Entwicklungsprojekte und den Steigerungen der Baukosten und einer Verknappung der Baukapazitäten erscheint die Planung der Wertsteigerungen plausibel. Gleichzeitig führen die

Entwicklung von Immobilien zu zusätzlichen Risiken, die über das Risikoprofil von reinen Immobilienbestandshaltern hinausgehen.

383. Die Gross-LTV-Quote der alstria lag in der Vergangenheit am oberen Ende der beobachtbaren Bandbreite der Peer Group-Unternehmen. Zum Ende des Planungszeitraums wird prognostiziert, dass die Gross-LTV-Quote weiterhin auf einem hohen, jedoch in der Historie erreichten Niveau verbleibt. Dies entspricht der Kapitalstruktur der alstria seit der Ausschüttung von Dividenden und der Neuaufnahme von Fremdkapital. Die Planung des Zinsaufwands berücksichtigt die vertraglichen Zinskonditionen, Zinssicherungen über Derivate und Anschlussfinanzierungen zu marktgerechten Referenzzinssätzen und Margen. Der Rückgang des FFO und der FFO-Marge verdeutlicht die hohe Verschuldung bei gleichzeitig steigenden Fremdfinanzierungskosten sowie den infolge des Verlusts des REIT-Status zu zahlenden Steuern.
384. Die Bilanzplanung von alstria wird maßgeblich durch die Entwicklung des Immobilienportfolios bestimmt, da die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien jährlich zum beizulegenden Zeitwert bilanziert werden und somit keiner regelmäßigen oder geplanten Abschreibung unterliegen. Die Entwicklung hängt von den Annahmen zur Veräußerung und den Wertsteigerungen aufgrund von Investitionen ab. Die geplanten Investitionen bilden die im Portfolio notwendigen und die in der Immobilienentwicklung wertsteigernden Investitionen ab. Die Kapazität zur Entwicklung wird jedoch vor allem durch die derzeit eingeschränkte Liquidität auf dem Investitionsmarkt begrenzt. Sobald sich die Marktbedingungen verbessern, erscheint eine Ausweitung der Entwicklungsaktivitäten sowie der geplanten Verkäufe plausibel.
385. Die Planungsrechnung wurde, mit Ausnahme der sogenannten hedge paydowns, die nach den Planungsgrundsätzen der alstria in der Kapitalflussrechnung ausgewiesen wären, unangepasst übernommen. Aufgrund der von uns durchgeführten Analysen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, der Planung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz, der Benchmarking-Analysen mit der Peer Group, den mit dem Vorstand und weiteren Mitarbeitern der alstria geführten Gesprächen und der Analyse des Planungsprozesses wird die Planungsrechnung insbesondere vor dem Hintergrund der geplanten Wertsteigerung der Immobilien durch Investitionen als plausibel erachtet. Unter Berücksichtigung der in der Vergangenheit erzielten Wachstumsraten des Immobilienportfolios, der Ankaufspolitik, die den Erwerb älterer Büroimmobilien in attraktiven geografischen Lagen zu vergleichsweise niedrigen Preisen umfasst, der Strategie zur Vermietung an zahlungsfähige Mieter sowie des im Vergleich zu den Unternehmen der Peer Group überdurchschnittlich hohen Entwicklungsanteils des Immobilienbestands, erscheint die zugrunde liegende Planungsrechnung insgesamt als plausibel.

4.5 KONVERGENZ- UND FORTFÜHRUNGSPHASE

386. Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts anhand der Ertragswert- oder DCF-Methode wird bei der Diskontierung zukünftiger Zahlungsströme, bei Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens, in mindestens zwei Planungsphasen unterschieden. Die erste Phase (Detailplanungsphase) besteht aus einer endlichen Anzahl von Perioden und umfasst i.d.R. drei bis fünf Geschäftsjahre. Zwischen der Detailplanungsphase und der Fortführungsphase kann es

zweckmäßig sein, eine weitere Zwischenphase (sog. Konvergenz- oder Grobplanungsphase) zu modellieren.

387. Die DVFA-Empfehlungen teilen den Prognosezeitraum explizit in mindestens zwei Phasen. Die Detailplanungsphase umfasst dabei i.d.R. 3 bis maximal 10 Geschäftsjahre. Hier sind detaillierte Planungen der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz und der künftigen bewertungsrelevanten Überschüsse zu beschreiben. In einer sich ggf. direkt daran anschließenden sog. Fortführungs- oder Rentenphase wird für die Ermittlung des Fortführungswerts von einer kontinuierlichen Entwicklung der Unternehmensüberschüsse über einen unendlichen Zeitraum mit einer konstanten Wachstumsrate ausgegangen. Befindet sich das Unternehmen noch in einer Anpassungsphase, z.B. eines noch nicht nachhaltigen Wachstums, sollte vor der Rentenphase eine Konvergenz- bzw. Grobplanungsphase modelliert werden. Auf diese Weise können außerordentliche Effekte in der Planung angepasst und die Planung in nachhaltige Schätzgrößen überführt werden. Dieser Vorgehensweise wurde gefolgt. Dabei wurde zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses zunächst eine Konvergenzphase für den Zeitraum 2030 bis 2033 berücksichtigt und anschließend eine ewige Rente angesetzt.

4.5.1 KONVERGENZPHASE

388. Zum Ende des Detailplanungszeitraums im Geschäftsjahr 2029 befindet sich alstria noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand, so dass der Planungszeitraum um eine 4-jährige Konvergenzphase erweitert wurde. Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, 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. Zudem wird die fortlaufende Entwicklungstätigkeit auch dem Jahr 2029 in der Konvergenzphase berücksichtigt. Grundsätzlich kann alstria langfristig an der vergleichsweise stabilen Konjunktur bei einem hohen Beschäftigungsstand in den deutschen Top 7 Städten partizipieren. In Bezug auf die zukünftige Nachfrage nach Büroflächen besteht aber in dem Trend zum Homeoffice und den angepassten Kundenbedürfnissen weiterhin eine große Unsicherheit. Langfristig sollte alstria jedoch in der Lage sein nach Sanierung bzw. Modernisierung das Immobilienportfolio auf eine veränderte Nachfrage durch Homeoffice oder New Work-Konzepte anzupassen. Dem stehen aber auch hohe Entwicklungs- und Investitionsrisiken gegenüber. Langfristig wird davon ausgegangen, dass nach Modernisierung der Leerstand und die Potenzialmieten steigen, was zu Umsatzwachstum in der Konvergenz führt.
389. Zum Ende des Zeitraums der Planungsrechnung im Jahr 2029 befinden sich aufgrund der angenommenen Verkäufe annahmegemäß rd. 90 Objekte im Immobilienportfolio von alstria. In der Konvergenzphase wird dieser Bestand und mit konstanter Fläche fortgeplant. Zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses wird die Leerstandsquote von alstria gegenüber den noch von höherer Entwicklungstätigkeit geprägten Detailplanungszeitraum auf rd. 7% verringert. Die nachhaltige Leerstandsquote ergibt sich auf Basis des Leerstands, der mit der Entwicklungstätigkeit zusammenhängt und der Leerstandsquote des Bestandsportfolios. In der Historie lag die Leerstandsquote auf Basis der internen Analysen der alstria zwischen rund 15% und 20% bezogen

auf die vermietbare Bürofläche im Zeitraum 2021 bis 2024.⁸⁹ Somit wird eine deutliche Reduzierung des Leerstands gegenüber dem historischen Werten geplant. Zudem wird von einem Anstieg der Mietpreise je qm aufgrund höherer Potenzialmieten und Mietpreisindexierungen ausgegangen. Insgesamt steigen die Umsatzerlöse von EUR 185,6 Mio. im Jahr 2029 auf EUR 288,3 Mio. im Jahr 2034 mit einer jährlichen Wachstumsrate von 9,2%. Da die Fläche dabei annahmegemäß konstant bleibt, wird eine deutliche Steigerung der durchschnittlichen Mietpreise je Quadratmeter angenommen. Dieses Wachstum liegt über den historisch realisierten Wachstumsraten, reflektiert aber andererseits die Hebung der stillen Reserven durch die Investitionen im Detailplanungszeitraum. Zudem zeigt der Vergleich mit den durchschnittlichen am Markt beobachteten Spitzenrenditen für Büroimmobilien in den Top 7 Städten, die bei rund 4,5% liegen, dass die in der Konvergenzphase geplanten Bruttomietrendite von langfristig 6,6% im Marktvergleich überdurchschnittlich sind.

390. Der in der Konvergenzphase geplante Grundstücksbetriebsaufwand ergibt sich auf Basis der durchschnittlichen Quote im Planungszeitraum und liegt nachhaltig bei 15,0% der Umsatzerlöse. Im Planungszeitraum wird ein Anstieg der Quote von 15,8% im Jahr 2025 auf 17,9% im Jahr 2029 geplant. Ein Teil des Grundstücksbetriebsaufwands besteht aus Fixkosten, die der Inflation unterliegen. Ein anderer Teil setzt sich aus variablen Kosten zusammen, die in Abhängigkeit vom Leerstand anfallen. Die Höhe der Leerstandskosten variiert je nach Immobilie. Dabei wurden die spezifischen Leerstandskosten, die Instandhaltungskosten sowie die umgelegten Personalkosten berücksichtigt, um eine realistische Abbildung der Verwaltungskosten zu gewährleisten. Da in der Konvergenzphase mit einem Rückgang des Leerstands geplant wird, wird mit einer nachhaltigen Reduktion der Quote des Grundstücksbetriebsaufwands geplant. Die Quote liegt somit unterhalb des in der Historie zwischen 2022 bis 2024 erreichten Werts von 15,2%.
391. Hinsichtlich des Ergebnis aus Vermietung wird nachhaltig angenommen, dass die Nettomietrendite auf ein nachhaltiges Niveau von 5,6% steigt.⁹⁰ Die langfristig erzielbare Nettomietrendite liegt somit deutlich über der in der Historie realisierten und in der Planungsrechnung von alstria geplanten Nettomietrendite. In den letzten zehn Jahren lag die Nettomietrendite von alstria bei ca. 4,6% und im Planungszeitraum bei durchschnittlich 3,9%. Darüber hinaus liegt die nachhaltig geplante Nettomietrendite am oberen Ende der Peer Group-Bandbreite und deutlich über dem auf Basis der verfügbaren Jahresabschlüsse berechnete Peer Group-Durchschnitt von 3,9%.
392. Neben der reinen Vermietung des Immobilienbestands wird nachhaltig auch die fortlaufende Entwicklungstätigkeit von alstria, bestehend aus An- und Verkäufen sowie Modernisierung von Objekten, bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse berücksichtigt. Annahmegemäß stehen langfristig rd. 10% des Immobilienportfolios unter Entwicklung. Dies erfordert dass nach-

⁸⁹ Die Leerstandsangaben basieren auf internen Auswertungen der alstria. Diese sind mit der EPRA Leerstandsquote nicht vergleichbar.

⁹⁰ Anm.: Die Nettomietrendite ist dabei auf Basis des mit den Investitionen weiterentwickelten Werts des Immobilienportfolios berechnet.

haltig stets eine konstante Anzahl an Objekten angekauft, modernisiert und anschließend verkauft werden. In der Vergangenheit über die letzten 15 Jahre hat alstria im Durchschnitt rund 2 Objekte p.a. gekauft. Historisch wurden zwar mehr Objekte verkauft, allerdings handelte es sich dabei vermehrt um Objekte, die nicht von alstria modernisiert wurden

393. Der Ankauf der Objekte findet zu vergleichsweise geringen Ankaufspreisen statt, welche das Entwicklungspotenzial der Objekte reflektieren. Nach durchgeführter Sanierung und Modernisierung werden die Objekte annahmegemäß mit Wertsteigerung aus den Investitionen verkauft. Nachhaltig wird hieraus ein jährlicher Veräußerungsgewinn i.H.v. insgesamt EUR 30 Mio. berücksichtigt. Dieser liegt über den historisch realisierten Veräußerungsgewinnen, die berechnet als Differenz der Verkaufserlöse und den Bilanzwerten im Durchschnitt seit 2008 bei jährlich rund EUR 7,5 Mio. lagen.
394. Die bereinigte EBITDA-Marge⁹¹ von alstria wird von dem Niveau von 62,8%, das zum Ende des Detailplanungszeitraums im Jahr 2029 erreicht wird, auf eine nachhaltige Marge von 72,6% überführt. Der Grund hierfür liegt in den erwarteten Skaleneffekten infolge des geplanten Rückgangs der Leerstandsquote sowie in einer Reduktion der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Jahr 2032, die durch die geplante Anteilsrückführung der alstria office Prime-Aktien bedingt ist. Im Vergleich dazu wurde in den drei vergangenen Geschäftsjahren 2022 bis 2024 eine bereinigte EBITDA-Marge von 68,8% bis 72,1% erreicht. Die Abschreibungen beziehen sich im Wesentlichen auf Betriebs- und Geschäftsausstattung sowie auf Abschreibungen im Zusammenhang mit Nutzungsrechten. Der Bestand dieser Bilanzposten wird in der Detailplanungsphase konstant fortgeschrieben. Ähnlich wie die bereinigte EBITDA-Marge wird auch die bereinigte EBIT-Marge von dem Niveau von 62,0%, zum Ende des Detailplanungszeitraums im Jahr 2029 auf eine nachhaltige Marge von 71,9% überführt. Damit liegt die nachhaltige bereinigte EBIT-Marge über dem durchschnittlichen historischen Niveau von alstria von 69,7% im Zeitraum von 2022 bis 2024. Die bereinigte EBIT(DA)-Margen wurden um die Veräußerungserlöse bzw. um die geplante Erhöhung des Werts des Immobilienportfolios aufgrund von Investitionen. Die geplante (unbereinigte) EBIT-Marge, die die geplanten Veräußerungsgewinne berücksichtigt, steigt planerisch nachhaltig auf 82,6% und ist damit deutlich oberhalb des Medians der Peer Group und am oberen Ende der Peer Group-Bandbreite.
395. Das nachhaltige Finanzergebnis wurde in Abhängigkeit vom durchschnittlichen Fremdkapitalbestand und einem Zinssatz von 4,3% geplant. Dieser Zinssatz liegt beim Durchschnitt des von alstria geplanten Werts im Jahr 2029 und wurde auf Basis des Dreimonats-EURIBOR-Satzes zusätzlich einer Marge von 175 Basispunkten abgeleitet. Langfristig wird angenommen, dass sich das Finanzergebnis mit der nachhaltigen Wachstumsrate entwickelt.
396. Für die Steuern vom Einkommen und Ertrag wurden, wie bereits in der Detailplanungsphase, nur die liquiditätswirksamen Steuern angesetzt. Diese wurden auf Basis einer detaillierten Steuerplanung in der Konvergenzphase berechnet. Die Steuerquote verschiebt sich in Abhängigkeit

⁹¹ Anm.: Die Bereinigung bezieht sich auf die Werterhöhung des Immobilienportfolios in den Jahren 2027 bis 2029 sowie auf die Kapitalerträge aus der Veräußerung von Immobilien.

der geplanten Mieterlöse und Veräußerungsgewinne. Langfristig ergibt sich eine effektive Steuerquote auf das IFRS Ergebnis vor Ertragsteuern von 10,8% bezogen auf die liquiditätswirksamen Steuern. In der Konvergenzphase wurde die detaillierte Steuerplanung von alstria in der Konvergenzphase fortentwickelt. Latente Steueraufwendungen, die sich aus dem Bewertungsergebnis der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien ergeben, werden dementsprechend nicht berücksichtigt.

397. Die Fortschreibung der Bilanz basiert hinsichtlich des Immobilienvermögens im Wesentlichen auf der Annahme, dass ab dem Jahr 2029 Zukäufe und Veräußerungen der Objekte auf ein nachhaltiges Niveau konvergieren. Es werden jährliche Zukäufe i.H.v. EUR 49 Mio. geplant und zusätzlich Sanierungs- bzw. Modernisierungsinvestitionen i.H.v. EUR 53 Mio. Nachhaltig kompensieren sich die An- und Verkäufe betragsmäßig, so dass effektiv nur der Veräußerungsgewinn wertsteigernd in die Ableitung der nachhaltigen Cashflows eingeht. Zusätzlich wird angenommen, dass sich die Instandhaltungsinvestitionen von alstria in Abhängigkeit der Gewerbefläche und der erwarteten Inflation weiterentwickeln. Für die nachhaltige Sicherstellung der Gebäudesubstanz und der Vermietbarkeit der Objekte sind jährliche Instandhaltungsinvestitionen in Höhe von EUR 53 Mio. vorgesehen. Dabei wurden Instandhaltungsinvestitionen von rund EUR 36 je m² geplant. Diese Planung basiert auf der Restnutzungsdauer und Abnutzung der Bestandsgebäude sowie auf Investitionskosten, die sich an Neubaukosten und den von alstria geplanten Sanierungs- und Modernisierungskosten orientieren; es wird angenommen, dass diese Investitionen wiederkehrend nach Ablauf der Gesamtnutzungsdauer anfallen. Die übrigen Aktivposten wurden vereinfachend konstant oder in Abhängigkeit der Umsatzerlöse geplant. Dies entspricht auch dem Vorgehen der alstria in der Detailplanungsphase. Der langfristig operative Mindestkassenbestand wird auf Basis der Peer Group-Unternehmen und der historischen, sowie in der Planungsrechnung angenommenen Quoten abgeleitet und soll langfristig 15,9% der Umsatzerlöse betragen. Der Mindestkassenbestand muss ausreichend sein, um die Finanzierung der langfristigen Investitionen von ca. EUR 155 Mio. p.a. sichergestellt sein, falls ein Verkauf nicht stattfinden sollte und die Investitionen bereits vertraglich vereinbart wurden. Sowohl das gezeichnete Kapital als auch die Kapitalrücklagen sind konstant geplant. Die Ausschüttungen wurden so geplant, dass sämtliche Überschussliquidität vollständig an die Anteilseigner ausgeschüttet wird.
398. Die verzinslichen Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten werden ab dem letzten Jahr der Detailplanungsphase konstant fortgeschrieben. Dabei wurde in der Konvergenz die Entwicklung der verzinslichen Verbindlichkeiten entsprechend der Fälligkeitsstruktur mit den bestehenden Konditionen berücksichtigt und zum jeweiligen Zeitpunkt eine Refinanzierung zu Marktkonditionen angenommen. Geplante Akquisitionen sollen aus Veräußerungserlösen des Bestandsportfolios sowie aus dem operativen Cashflow finanziert werden, ohne zusätzliche Fremdkapitalaufnahme. Dadurch sinkt die Gross LTV-Quote auf ein Niveau von 51,5%, das am unteren Ende der historischen Werte, seit der Übernahme durch Brookfield, und den geplanten Werten

von alstria liegt. Die Quote erscheint unter Berücksichtigung des Verschuldungsziels der Gesellschaft plausibel. Langfristig steigen die verzinslichen Verbindlichkeiten analog zum Eigenkapital mit der nachhaltigen Wachstumsrate.

399. Die übrigen Passivposten wurden vereinfachend konstant oder in Abhängigkeit der Umsatzerlöse geplant. Dies entspricht auch dem Vorgehen von alstria in der Detailplanungsphase.
400. Die Planung der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz und der daraus ableitbaren Cashflows erfolgt in der Fortführungsphase vollständig integriert.
401. Im Basisszenario wird ein Anstieg der Umsatzerlöse von EUR 100 Mio. ausgehend vom letzten Planjahr 2029 bis zur Fortführungsphase im Jahr 2034 angenommen. Im Vergleich zum historisch realisierten Umsatzwachstum und den Wachstumsraten der Peer Group erscheint dieses Wachstum ambitioniert und es besteht ein erhöhtes Risiko, dass die Steigerung der Mieterlöse und Reduzierung des Leerstands aus Portfoliosicht nicht realisiert werden können. In einer Sensitivitätsrechnung wird daher angenommen, dass der Anstieg der Umsatzerlöse aufgrund eines höheren Leerstands von rd. 15% in Orientierung an den historischen Leerstandsquoten der alstria geringer ausfällt. Historisch lag die Leerstandsquote bei rund 19% gemäß interner Auswertung von alstria bezogen auf die gesamte vermietbare Bürofläche im Zeitraum von 2022 bis 2024. Demgegenüber wird eine Reduzierung des Leerstands angenommen. Entsprechend erhöhen sich die Umsatzerlöse im gleichen Zeitraum um EUR 70 Mio. bei unveränderten nachhaltigen Entwicklungsgewinnen. Die geplante langfristige Bruttomietrendite liegt bei 6,0% und damit ebenfalls über den in den Top7 Bürostandorten zu beobachtenden Spitzenmietrenditen von rund 4,5%. Zur Wahrung der Risikoäquivalenz der getroffenen Annahmen im Basisszenario und in der Sensitivitätsrechnung wird das unterschiedliche Risiko in den Kapitalkosten berücksichtigt.

4.5.2 FORTFÜHRUNGSPHASE

402. Die Fortführungsphase beschreibt anschließend eine Schätzgröße eines nachhaltigen Ertragsniveaus bei konstantem Wachstum.⁹² Diese nachhaltige Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse ist die Rate, mit der alle Planungsposten wachsen müssen, damit ein nachhaltiger und eingeschwungener Zustand des Unternehmens abgebildet werden kann. Das gleichmäßige Wachstum aller Posten der Gewinn- und Verlustrechnung und aller Bilanzposten zu Buchwerten stellt neben einer konstanten nachhaltigen operativen Profitabilität auch einen konstanten Vermögensumschlag, Verschuldungsgrad und Kapitalrentabilität sicher.
403. Bei der Planungsrechnung von alstria handelt es sich um eine nominale Planung. Bei der Diskussion von nachhaltigem Wachstum der finanziellen Überschüsse für den Ansatz der Ewigen Rente muss auf nominales Wachstum abgestellt werden. Dieses setzt sich ökonomisch aus Preissteigerungen bzw. inflationsbedingtem Wachstum und realem Wachstum zusammen. Reales Wachstum wiederum kann Mengenwachstum und Struktureffekte (Produktmixverschie-

⁹² Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 63 ff.

bungen) beinhalten. In der Bewertungspraxis wird bei der Prognose der Fortführungsphase regelmäßig ausschließlich von inflationsbedingtem Wachstum ausgegangen.⁹³ Die Berücksichtigung von realem Wachstum über die Detailplanungsphase hinaus erfolgt häufig nicht. Da für die Schätzung der nachhaltigen Wachstumsrate jedoch die nominale Branchenwachstumsrate und die Marktposition des Unternehmens Relevanz hat, sind zur Schätzung der nachhaltigen, nominalen Wachstumsrate neben dem preisbedingten Wachstum auch andere Komponenten – insbesondere mengeninduziertes Wachstum – einzubeziehen.

404. Bei der Diskussion des erwarteten Preiswachstums ist zu berücksichtigen, dass einzelne Branchen oder einzelne Unternehmen individuellen Inflationsraten unterliegen können, welche von Verbraucherpreisindizes abweichen. Zur Beurteilung der langfristigen Wachstumsrate werden dabei zunächst grundsätzlich verschiedene Studien des Internationalen Währungsfonds und der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung („OECD“) sowie weiterer Institutionen wie bspw. den jeweiligen Zentralbanken herangezogen. Schätzgrundlage für langfristige Inflationsraten bieten die entsprechenden Inflationsziele der Zentralbanken, welche unter Zuhilfenahme von geldpolitischen Maßnahmen verfolgt werden.
405. Zum Bewertungsstichtag ist alstria ausschließlich im deutschen Markt für Büroimmobilien tätig. Die Planung von alstria erfolgt in Euro, sodass bei der Inflation auf diese Währung abgestellt werden muss. Die Europäische Zentralbank verfolgt ein Inflationsziel von 2,0% für Europa. In der kürzeren Vergangenheit war zu beobachten, dass das inflationäre Wachstum auf einem höheren Niveau lag, sich aber laut Erwartung des IWF wieder normalisieren sollte, sodass langfristig eine Inflationsrate von 2% angemessen scheint und auf dem Niveau des durch die Zentralbanken angegebenen Zielwerts liegt. Eine einführende Analyse hierzu wurde bereits im Rahmen des Kapitels „Makroökonomische Situation und Ausblick“ vorgenommen. Insgesamt können auf Basis der makroökonomischen Analysen in den Jahren 2024 bis 2029 reale Wachstumsraten zwischen rd. 0,0% bis 1,4% sowie langfristig ab dem Jahr 2025 jährliche Preissteigerungen von rd. 2,0% und mehr in den relevanten Absatzmärkten von alstria erwartet werden. Hierbei können zukünftige Krisenphasen und exogene Schocks auftreten, die nicht unmittelbar in den dargestellten Prognosen berücksichtigt werden können und die Wachstumserwartungen dämpfen. In der Langzeitprognose kann davon ausgegangen werden, dass sich die Inflation wieder normalisiert (vgl. Kapitel 2.3.3).
406. In einer Gesamtbeurteilung aller Wachstumskomponenten wurde insbesondere die erwartete Inflation und die Annahme einer überwiegenden Weitergabe von Preiserhöhungen bei größtenteils indexierten Mietverträgen sowie eine konstante Fläche ohne weiteres Mengenwachstum berücksichtigt. Daher wurde eine nachhaltige, branchenspezifische, nominale Wachstumsrate von 2,0% (vor persönlichen Steuern) zugrunde gelegt. Der entsprechende Wachstumsabschlag zur Ermittlung des Ertragswerts nach persönlichen Steuern beträgt 1,74%.

⁹³ Vgl. WP-Handbuch Edition „Bewertung und Transaktionsberatung“ (2018): Teil A, Rz. 427

4.5.3 ÜBERSICHT WESENTLICHER KENNZAHLEN UND WERTTREIBER

407. Abschließend werden die angepassten Gewinn- und Verlustrechnungen und Bilanzen von alstria dargestellt, welche für die Ableitung der finanziellen Überschüsse maßgeblich sind, und durch die Übersicht der finanziellen Werttreiber (Kennzahlen) zusammengefasst.

Angepasste Gewinn- und Verlustrechnung der alstria

	Bereinigte Historie			Planung					Konvergenz				TV
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Umsatzerlöse aus Vermietung	182,8	192,0	197,5	192,0	196,8	193,0	186,9	185,6	208,4	231,3	254,1	276,9	282,5
<i>Wachstum in %</i>	<i>n/a</i>	<i>5,0%</i>	<i>2,9%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>2,5%</i>	<i>-1,9%</i>	<i>-3,2%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>12,3%</i>	<i>11,0%</i>	<i>9,9%</i>	<i>9,0%</i>	<i>2,0%</i>
Grundstücksbetriebsaufwand	-29,8	-28,1	-28,9	-30,3	-31,0	-31,9	-32,6	-33,3	-35,9	-38,1	-40,0	-41,5	-42,4
Nettomietelnahmen	153,0	163,9	168,6	161,7	165,8	161,1	154,3	152,3	172,6	193,2	214,1	235,4	240,1
<i>in % der Umsatzerlöse aus Vermietung</i>	<i>83,7%</i>	<i>85,4%</i>	<i>85,4%</i>	<i>84,2%</i>	<i>84,2%</i>	<i>83,5%</i>	<i>82,6%</i>	<i>82,1%</i>	<i>82,8%</i>	<i>83,5%</i>	<i>84,3%</i>	<i>85,0%</i>	<i>85,0%</i>
Verwaltungsaufwand	-8,7	-9,2	-9,0	-12,6	-9,9	-10,2	-10,4	-10,6	-9,3	-9,5	-9,7	-9,9	-10,0
Personalaufwand	-11,1	-10,4	-10,3	-11,9	-12,1	-12,1	-12,4	-12,6	-12,9	-13,4	-13,7	-14,0	-14,2
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	0,9	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,4	-0,2	-4,2	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis aus der Bewertung von Immobilien	-5,8	-8,2	-10,8	-10,4	-10,5	60,5	41,3	44,3	-10,9	-11,1	-11,3	-11,5	-11,8
Nettoergebnis aus der Veräußerung von Immobilien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	55,0	55,0	29,2	29,7	30,3
EBIT	127,9	136,9	134,3	123,8	130,3	196,0	169,6	170,1	189,6	209,4	207,6	228,8	233,4
<i>in % der Umsatzerlöse aus Vermietung</i>	<i>70,0%</i>	<i>71,3%</i>	<i>68,0%</i>	<i>64,5%</i>	<i>66,2%</i>	<i>101,5%</i>	<i>90,8%</i>	<i>91,7%</i>	<i>91,0%</i>	<i>90,5%</i>	<i>81,7%</i>	<i>82,6%</i>	<i>82,6%</i>
Abschreibungen	1,0	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,7	1,9	2,1	2,1	2,1
EBITDA nachrichtlich	128,8	138,4	135,8	125,3	131,8	197,5	171,1	171,6	193,3	211,2	209,7	230,9	235,5
<i>in % der Umsatzerlöse aus Vermietung</i>	<i>70,5%</i>	<i>72,1%</i>	<i>68,8%</i>	<i>65,2%</i>	<i>66,9%</i>	<i>102,3%</i>	<i>91,6%</i>	<i>92,5%</i>	<i>91,8%</i>	<i>91,3%</i>	<i>82,5%</i>	<i>83,4%</i>	<i>83,4%</i>
Finanzergebnis (Zins- und Beteiligungsergebnis)	-31,0	-53,7	-62,8	-79,9	-81,9	-85,3	-91,4	-90,1	-87,8	-87,0	-89,6	-91,4	-93,2
Außerordentliches Ergebnis	-171,4	-736,7	3,6	0,0	0,0	-3,1	-13,8	-11,3	-7,5	-3,8	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Ertragsteuern	-74,5	-653,6	75,1	43,9	48,4	107,6	64,4	68,7	94,3	118,7	118,0	137,4	140,1
Ertragsteuern	-0,1	0,2	1,9	-3,1	-4,6	-17,1	-18,5	-6,6	-6,0	-8,9	-11,3	-14,9	-15,2
<i>Effektive Steuerquote (in %)</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,0%</i>	<i>2,5%</i>	<i>-7,1%</i>	<i>-9,5%</i>	<i>-15,9%</i>	<i>-28,7%</i>	<i>-9,6%</i>	<i>-6,4%</i>	<i>-7,5%</i>	<i>-9,6%</i>	<i>-10,8%</i>	<i>-10,8%</i>
Latente Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresergebnis	-74,6	-653,4	77,0	40,8	43,8	90,5	45,9	62,1	88,3	109,8	106,7	122,5	124,9

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

Angepasste Bilanz der alstria

	Bereinigte Historie			Planung					Konvergenz				TV
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Immaterielle Vermögenswerte	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	4.606,8	3.971,3	4.100,9	4.162,8	4.156,8	4.087,8	3.999,8	4.064,8	4.114,5	4.165,3	4.217,0	4.269,8	4.323,7
Sachanlagen	19,7	20,3	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7	20,1	20,5
Nutzungsrechte	0,5	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Finanzielle Vermögenswerte	129,8	111,3	102,5	102,5	102,5	102,5	102,5	102,5	102,5	102,5	8,1	8,3	8,4
Anlagevermögen	4.757,4	4.104,6	4.224,6	4.286,5	4.280,5	4.211,5	4.123,5	4.188,5	4.238,2	4.289,0	4.246,3	4.299,7	4.354,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	8,2	10,8	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	7,2	8,0	8,8	8,9	9,1
Sonstige Vermögenswerte	6,7	5,8	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	11,5	12,7	14,0	14,2	14,5
Zu Veräußerungszwecken gehaltene Immobilien	26,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	365,0	116,3	73,7	1,0	7,6	66,0	103,0	60,4	33,1	36,8	40,4	41,2	42,0
Umlaufvermögen	406,4	132,9	90,3	17,6	24,2	82,6	119,6	77,0	51,8	57,4	63,1	64,4	65,7
Summe Aktiva	5.163,8	4.237,5	4.314,9	4.304,1	4.304,7	4.294,1	4.243,1	4.265,5	4.290,0	4.346,4	4.309,4	4.364,1	4.419,8
Eigenkapital	2.571,4	1.617,5	1.480,2	1.501,0	1.544,7	1.635,2	1.681,1	1.743,3	1.759,2	1.806,9	1.853,1	1.863,0	1.873,1
Unternehmensanleihen	1.427,0	1.077,2	980,7	645,5	311,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Grundschuldendarlehen	893,3	1.321,5	1.419,6	1.724,1	2.016,0	2.267,0	2.171,1	2.132,7	2.132,7	2.132,7	2.132,7	2.175,4	2.218,9
Schuldscheindarlehen	78,2	40,7	40,0	40,0	40,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Kreditverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leasingverbindlichkeit	5,7	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,6	5,7
Verzinsliche Verbindlichkeiten	2.404,1	2.444,8	2.445,7	2.415,1	2.372,8	2.272,7	2.176,7	2.138,3	2.138,3	2.138,1	2.138,1	2.180,9	2.224,5
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3,6	4,7	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,4	3,7	3,8	3,9	4,0
Gesellschafter	121,0	98,3	96,8	95,9	95,0	94,2	93,1	91,9	91,9	91,9	0,0	0,0	0,0
Sonstige Verbindlichkeiten	63,7	72,1	289,0	289,0	289,0	288,9	289,0	288,9	297,3	305,8	314,3	316,2	318,1
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	188,2	175,1	389,0	388,1	387,2	386,3	385,3	384,0	392,7	401,4	318,2	320,1	322,1
Summe Passiva	5.163,8	4.237,5	4.314,9	4.304,1	4.304,7	4.294,1	4.243,1	4.265,5	4.290,0	4.346,4	4.309,4	4.364,1	4.419,8

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

Angepasste Werttreiber der alstria

	Bereinigte Historie			Planung					Konvergenz				TV
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Umsatzerlöse aus Vermietung	182,8	192,0	197,5	192,0	196,8	193,0	186,9	185,6	208,4	231,3	254,1	276,9	282,5
Wachstum in %	-	5,0%	2,9%	-2,8%	2,5%	-1,9%	-3,2%	-0,7%	12,3%	11,0%	9,9%	9,0%	2,0%
EBITDA	128,8	138,4	135,8	125,3	131,8	197,5	171,1	171,6	191,3	211,2	209,7	230,9	235,5
in % der Umsatzerlöse aus Vermietung	70,5%	72,1%	68,8%	65,2%	66,9%	102,3%	91,6%	92,5%	91,8%	91,3%	82,5%	83,4%	83,4%
EBIT	127,9	136,9	134,3	123,8	130,3	196,0	169,6	170,1	189,6	209,4	207,6	228,8	233,4
in % der Umsatzerlöse aus Vermietung	70,0%	71,3%	68,0%	64,5%	66,2%	101,5%	90,8%	91,7%	91,0%	90,5%	81,7%	82,6%	82,6%
Jahresergebnis	-74,6	-653,4	77,0	40,8	43,8	90,5	45,9	62,1	88,3	109,8	106,7	122,5	124,9
in % der Umsatzerlöse aus Vermietung	-40,8%	-340,3%	39,0%	21,2%	22,2%	46,9%	24,6%	33,5%	42,3%	47,5%	42,0%	44,2%	44,2%
NOPLAT	-44,3	-599,6	141,4	118,2	121,0	165,9	114,8	147,5	175,1	195,3	190,1	206,4	210,5
in % der Umsatzerlöse aus Vermietung	-24,2%	-312,3%	71,6%	61,5%	61,5%	86,0%	61,4%	79,5%	84,0%	84,4%	74,8%	74,5%	74,5%
Anlagevermögen	4.757,4	4.104,6	4.224,6	4.286,5	4.280,5	4.211,5	4.123,5	4.188,5	4.238,2	4.289,0	4.246,3	4.299,7	4.354,1
Wachstum in %	-	-13,7%	2,9%	1,5%	-0,1%	-1,6%	-2,1%	1,6%	1,2%	1,2%	-1,0%	1,3%	1,3%
Brutto-Investitionen (CAPEX)	-	634,3	-128,8	-63,4	4,5	67,5	86,5	-66,5	-51,4	-52,6	-53,8	-55,3	-56,4
in % der Umsatzerlöse aus Vermietung	-	330,3%	-65,2%	-33,0%	2,3%	35,0%	46,3%	-35,8%	-24,7%	-22,7%	-21,2%	-20,0%	-20,0%
Net Working Capital	218,2	-42,2	-298,7	-370,5	-362,9	-303,7	-265,7	-307,0	-340,9	-343,9	-255,0	-255,7	-256,5
Wachstum in %	-	-119,3%	607,7%	24,0%	-2,0%	-16,3%	-12,5%	15,5%	11,1%	0,9%	-25,8%	0,3%	0,3%
Investiertes Kapital (aktivisch)	4.975,5	4.062,4	3.925,9	3.916,0	3.917,6	3.907,8	3.857,8	3.881,5	3.897,3	3.945,0	3.991,3	4.043,9	4.097,7
Wachstum in %	-	-18,4%	-3,4%	-0,3%	0,0%	-0,2%	-1,3%	0,6%	0,4%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%
Verzinsliche Verbindlichkeiten	2.404,1	2.444,8	2.445,7	2.415,1	2.372,8	2.272,7	2.176,7	2.138,3	2.138,1	2.138,1	2.138,1	2.180,9	2.224,5
Verzinsliche Verbindlichkeiten/EBITDA	18,8x	17,9x	18,2x	19,3x	18,0x	11,5x	12,7x	12,5x	11,2x	10,1x	10,2x	9,4x	9,4x
Fremdkapitalquote (zu Buchwerten)	46,6%	57,7%	56,7%	56,1%	55,3%	52,9%	51,3%	50,1%	49,8%	49,2%	49,6%	50,0%	50,3%
Eigenkapital (Buchwert) EOP	2.571,4	1.617,5	1.480,2	1.501,0	1.544,7	1.635,2	1.681,1	1.743,3	1.759,2	1.806,9	1.853,1	1.863,0	1.873,1
Eigenkapital (Marktwert) BOP	-	-	-	718,2	824,8	933,8	1.048,6	1.169,2	1.293,5	1.352,0	1.424,4	1.502,9	1.533,0
Rendite des investierten Kapitals (ROIC) zu Buchwerten	-	-	-	3,0%	3,1%	4,2%	2,9%	3,8%	4,5%	5,0%	4,8%	5,2%	5,2%
Free Cash Flow (FCF)	108,1	119,5	175,6	164,8	175,6	164,8	123,8	159,3	147,6	143,9	153,7	156,8	156,8
Wachstum in %	-	-	-	10,6%	47,0%	-6,2%	-24,9%	28,6%	-7,4%	-2,5%	6,9%	2,0%	2,0%
Flow to Equity (FTE)	-	-	-	-	-	-	-	72,4	62,1	60,4	112,6	114,8	114,8
Wachstum in %	-	-	-	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-14,2%	-2,6%	86,3%	2,0%	2,0%
Loan-to-Value	51,2%	57,0%	60,6%	58,4%	57,0%	55,1%	53,8%	53,0%	52,3%	51,6%	51,0%	51,4%	51,8%

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

5 KAPITALKOSTEN

408. Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftig zu erwartenden finanziellen Überschüsse mit geeigneten Kapitalkosten auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Diese werden aus dem (erwarteten) Ertrag und dem Preis der im Vergleich zum Bewertungsobjekt besten alternativen Kapitalverwendung gebildet. Ökonomisch gesehen bilden die Kapitalkosten die Entscheidungsalternative eines Investors ab, der die Rendite seiner Investition in ein bestimmtes Unternehmen mit der Rendite einer entsprechenden Alternativanlage in Unternehmensanteilen vergleicht. Die Kapitalkosten repräsentieren dann die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage, wenn diese dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.⁹⁴
409. Für die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern gemäß IDW S 1 wird der Cashflow to Equity-Ansatz der DCF-Methode verwendet. Dabei werden die finanziellen Überschüsse bzw. der Cashflow to Equity vor persönlichen Steuern unter Anwendung der mittelbaren Typisierung gemäß IDW S 1 angewendet.
410. Im Rahmen der Ertragswert-Methode wird der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern auf Grundlage der unmittelbaren Typisierung nach IDW S 1 ermittelt.
411. Grundlage für diese Wertermittlung sind jeweils die den Eigenkapitalgebern zufließenden finanziellen Überschüsse. Demnach werden die den Eigenkapitalgebern zufließenden finanziellen Überschüsse mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten diskontiert, die den durchschnittlichen Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber entsprechen.

5.1 EIGENKAPITALKOSTEN

412. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern werden periodenspezifisch folgendermaßen bestimmt:

$$r_{EK}^{V;vSt} = r_{f(v.pers.Steuern)} + \beta_V \times MRP_{(v.pers.Steuern)}$$

⁹⁴ Vgl. IDW S 1, Tz. 113ff.

mit

$r_{EK}^{V;vSt.}$:	Verschuldete Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern
$r_{f(v.pers.Steuern)}$:	Risikoloser Basiszins (vor persönlichen Steuern)
β_V :	Verschuldeter Betafaktor („levered Betafaktor“)
$MRP_{(v.pers.Steuern)}$:	Marktrisikoprämie (vor persönlichen Steuern)

413. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern werden periodenspezifisch folgendermaßen bestimmt:

$$r_{EK}^{V;nSt} = r_{f(n.pers.Steuern)} + \beta_V \times MRP_{(n.pers.Steuern)}$$

mit

$r_{EK}^{V;nSt.}$:	Verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern
$r_{f(n.pers.Steuern)}$:	Risikoloser Basiszins (nach persönlichen Steuern)
β_V :	Verschuldeter Betafaktor („levered Betafaktor“)
$MRP_{(n.pers.Steuern)}$:	Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)

414. Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolien) in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen risikolosen Basiszins und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderten Risikoprämie zerlegen.

5.1.1 RISIKOLOSER BASISZINS

415. Der risikolose Basiszins repräsentiert die Rendite einer (quasi) risikofreien und fristadäquaten Anlage. Für die Schätzung des risikolosen Basiszins kann eine Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen zugrunde gelegt werden, da die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten, fristadäquaten Zerobondfaktoren die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz gewährleisten. Die Zinsstruktur zeigt den

Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko.

416. Zur Schätzung der Zinsstrukturkurve⁹⁵ kann auf die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank oder der EZB zurückgegriffen werden. Bei Verwendung einer Zinsstrukturkurve ist grundsätzlich für jedes Jahr mit dem entsprechenden laufzeitadäquaten Zinssatz zu diskontieren. Alternativ kann aus der Zinsstrukturkurve auch ein einheitlicher risikoloser Basiszins über den gesamten Zeitraum, d.h. beginnend mit dem ersten Jahr, berechnet und verwendet werden (sog. barwertäquivalenter Zins).
417. Auf dieser Grundlage gehen wir unter Verwendung der veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank zum Bewertungsstichtag von einem einheitlichen risikolosen Basiszins von 2,50% vor persönlichen Steuern aus.
418. Nach Berücksichtigung der Abgeltungsteuer i.H.v. 25% und dem Solidaritätszuschlag i.H.v. 5,5% ergibt sich ein einheitlicher risikoloser Basiszins nach persönlichen Steuern von 1,84%.

5.1.2 RISIKOZUSCHLAG

419. Bei der Ermittlung eines Unternehmenswerts ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das Verhalten des Gesamtmarkts abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen. Die für die Übernahme dieses Risikos geforderte Risikoprämie kann mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden. Das Capital Asset Pricing Model („CAPM“) stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten

⁹⁵ Schätzung anhand der Svensson-Methode.

und Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erklärt werden.

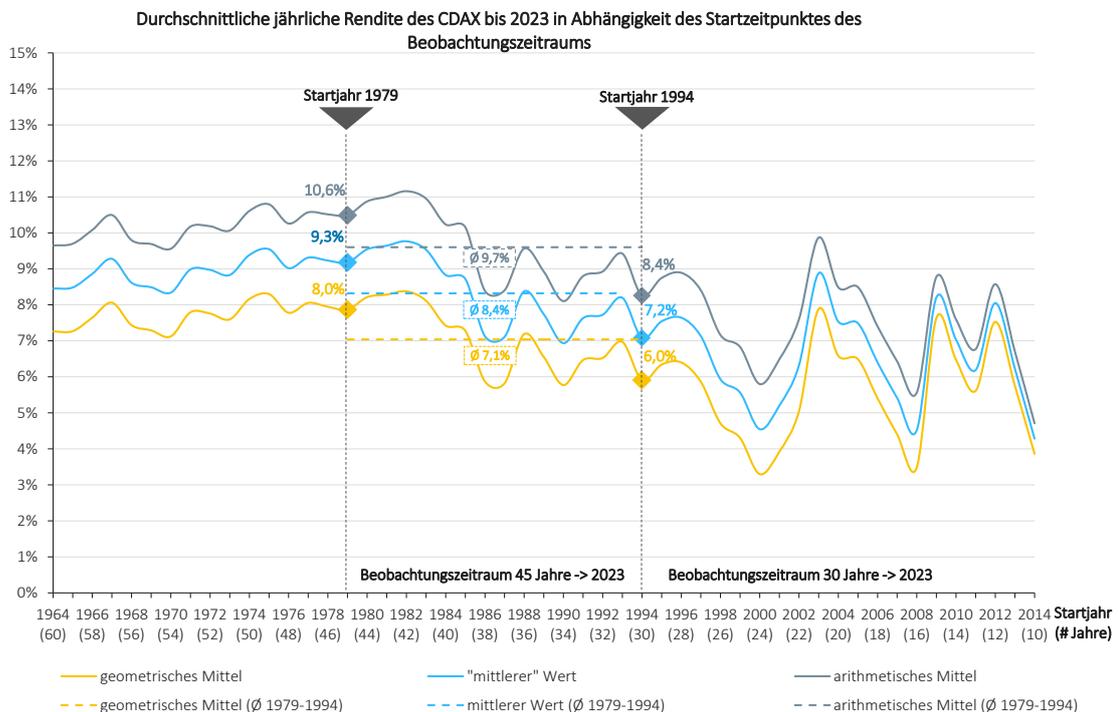
420. In Bezug auf die Kapitalkosten nach persönlichen Steuern wird auf das sog. „Tax-CAPM“ abgestellt. Hier ist die Marktrisikoprämie in eine Größe nach persönlichen Steuern zu überführen.

Marktrisikoprämie

421. Die Marktrisikoprämie wird als Differenz zwischen dem Erwartungswert der langfristigen Renditen eines Marktportfolios, bestehend aus riskanten Wertpapieren, und dem zum Bewertungsstichtag aktuellen risikolosen Basiszins, der durch die risikofreie Verzinsung von Staatsanleihen repräsentiert wird, definiert.
422. Kapitalmarktuntersuchungen haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Anleihen. Historisch beobachtbare Gesamtrenditen für ein Marktportfolio bewegen sich – in Abhängigkeit vom Betrachtungszeitraum und der Art der Mittelwertbildung – langfristig in einer Bandbreite von 7,1% bis 9,7% vor persönlichen Steuern.⁹⁶

⁹⁶ Eigene Analyse unter Berücksichtigung des CDAX als Marktportfolio und verschiedener Laufzeiten.

Durchschnittliche jährliche Rendite des CDAX bis 2023 in Abhängigkeit des Startzeitpunktes des Beobachtungszeitraums

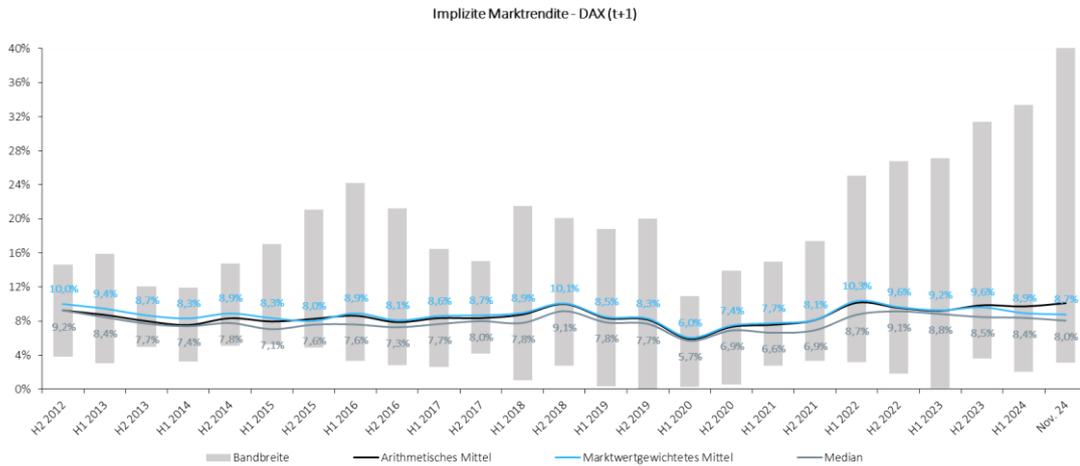


423. Da historische berechnete Gesamtrenditen abhängig vom Betrachtungszeitraum sind und historische Zeitreihen durch die Finanzmarktkrise seit 2007 sowie durch die Niedrigzinsphase beeinflusst sind, können hier Sensitivitäten in den Ergebnissen entstehen. Daher können zudem anhand der Schätzungen von Analysten historische implizite Marktrenditen abgeleitet werden. Diese basieren auf der Marktkapitalisierung der Unternehmen und den Ergebnisprognosen der Analysten, wobei hier unterschiedliche Prognosen für die Perioden verwendet werden können. Dabei bezieht sich die Prognose t+1 auf das jeweils aktuelle Geschäftsjahr (Einperiodenmodell) und die Prognose t+2 auf das darauffolgende Geschäftsjahr.

424. Auf Basis der Prognosen t+1 liegt die implizite Markttrendite im Zeitraum 2013 bis zum Bewertungsstichtag für den DAX⁹⁷ im marktwertgewichteten Durchschnitt in einer Bandbreite von 6,0% bis 10,3% vor persönlichen Steuern und beträgt im November 2024 8,7%:

Implizite Markttrendite – DAX (t+1)

in %



Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ und von der Deutsche Bundesbank - Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode)

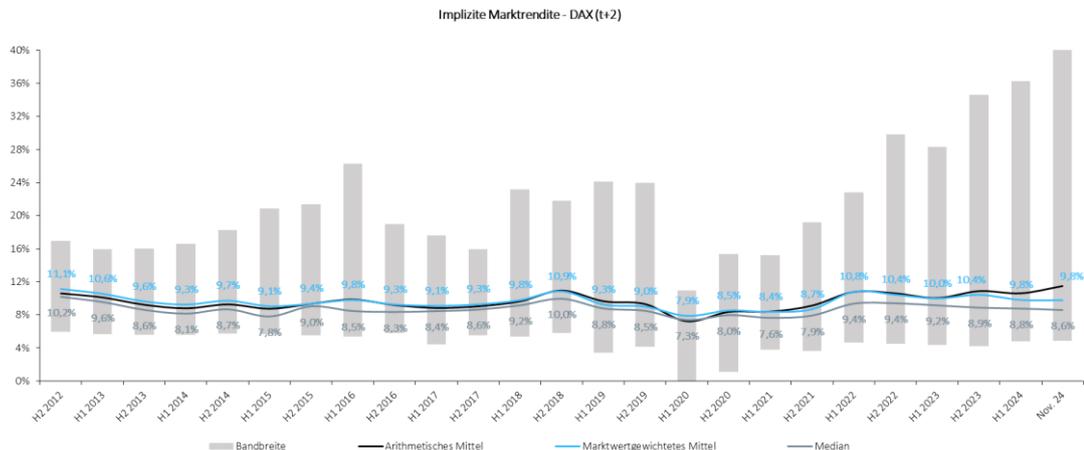
425. Dabei traten die niedrigen impliziten Renditen von 6,0% bis 8,1% in den Jahren 2020 und 2021 aufgrund der Covid-19-Einflüsse auf. Die vergleichsweise hohen impliziten Renditen in H1 2022 sind auf den Beginn des Russland-Ukraine-Konfliktes zurückzuführen. Seit dem 2. Halbjahr 2022 verhielten sich die impliziten Markttrenditen relativ stabil. Außerdem ist die Bandbreite der impliziten Renditen gegenüber den Zeiträumen vor Covid-19-Pandemie ausgeweitet, was für eine Zunahme der wirtschaftlichen Risiken spricht.

⁹⁷ Eigene Analyse von ValueTrust. Hinweis: Da für die Unternehmen des CDAX keine ausreichenden Analystenprognosen vorlagen, wurde hier auf den DAX abgestellt.

426. Da die Analystenschätzung t+1 von sehr kurzfristigen konjunkturellen Entwicklungen geprägt sein können, werden nachfolgend die impliziten Markttrenditen über den Zeitraum t+2 dargestellt:

Implizite Markttrendite – DAX (t+2)

in %



Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ und von der Deutsche Bundesbank - Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode)

427. Die implizite Markttrendite für den Prognosezeitraum t+2 liegt im November 2024 bei 9,8%, wobei sich der Verlauf der impliziten Renditen im letzten Jahr mit denen des Zeitraums t+1 deckt. Im Zeitraum Januar 2024 bis November 2024 beträgt die implizite Markttrendite t+2 im Durchschnitt 9,6%.

428. Die Einbeziehung der Unternehmen des MDAX in das Modell der impliziten Markttrendite bestätigen die für den DAX vorgenommenen Analysen. Die impliziten Markttrenditen auf Basis der Analystenschätzungen für den DAX und MDAX für t+1 liegen seit Januar 2024 im marktwertgewichteten Durchschnitt in einer Bandbreite von 8,2% bis 9,1% vor persönlichen Steuern. Im November 2024 betrug die implizite Markttrendite 8,7% und im Zeitraum Januar 2024 bis November 2024 im Durchschnitt 8,6%. Für den Prognosezeitraum t+2 ergeben sich Werte von 9,1% bis 10,0% als Bandbreite, ein Wert von 9,8% für November 2024 und im Zeitraum Januar 2024 bis November 2024 ein Durchschnitt von 9,6%. Aus diesen Analysen ergeben sich keine Anhaltspunkte dafür, dass Investoren in Zukunft eine andere Gesamttrendite fordern.

429. Die historisch und aktuell beobachteten Markttrenditen deuten auf eine Bandbreite für die implizite Markttrendite in einer Größenordnung von DAX und MDAX für t+2 von 9,1% bis 10,0% hin. Nach Abzug des risikolosen Basiszins vor persönlichen Steuern von 2,5% ergibt sich auf Basis der impliziten Renditen des DAX und MDAX eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern zwischen 6,6% und 7,5%.

430. Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW („FAUB“) empfiehlt aufgrund eigener Untersuchungen zu historischen und impliziten Marktrisikoprämien in seiner Empfehlung vom 22. Oktober 2019 eine Marktrisikoprämie vor persönlichen

Steuern i.H.v. 6,0% bis 8,0%.⁹⁸ Auch in der gegenwärtigen Situation des Kriegs in der Ukraine orientiert sich der Kapitalisierungszinssatz laut FAUB in der Empfehlung vom 20. März 2022 an langfristigen Analysen von durchschnittlichen Markttrenditen auf deren Basis der FAUB die Marktrisikoprämie weiterhin in einer Größenordnung von 6,0% bis 8,0% sieht.⁹⁹ Für die Nachsteuerbetrachtung empfiehlt der FAUB eine Bandbreite von 5,0% bis 6,5%.

431. Anhand der von uns durchgeführten Kapitalmarktuntersuchungen ist eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 7,0% und eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,75% als angemessen zu betrachten. Dies korrespondiert mit der aktuellen Empfehlung des FAUB. In der Praxis der Unternehmensbewertung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen ist es verbreitet, den Mittelwert der empfohlenen IDW-Bandbreite zu verwenden. In den nachfolgenden Wertableitungen wird daher eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 7,0% und 5,75% nach persönlichen Steuern angewendet.

Betafaktor

432. Die im vorherigen Abschnitt diskutierte Marktrisikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Das unternehmensspezifische Risiko wird nach dem CAPM im sogenannten Betafaktor ausgedrückt.
433. Da alstria ein börsennotiertes Unternehmen ist, kann zur Schätzung eines angemessenen Betafaktors zunächst der eigene Betafaktor der alstria AG herangezogen werden, sofern dieser einen adäquaten Schätzer für das in der Planungsrechnung abgebildete Risiko des Geschäftsmodells darstellt. Dies ist insbesondere zutreffend, wenn die Unternehmensstrategie und –ausrichtung der Vergangenheit im Wesentlichen unverändert in der Zukunft fortgeführt wird und der Aktienkurs als Grundlage für die Ermittlung des Betafaktors im relevanten Beobachtungszeitraum nicht durch Sondereinflüsse verzerrt ist.
434. Seit der Ankündigung des Übernahmeangebots durch die Alexandrite am 4. November 2021 bis Ende der weiteren Annahmefrist am 3. Februar 2022 orientierte sich der Kurs der alstria-Aktie am Preis des Angebots und war von der Entwicklung der Branchenindizes abgekoppelt. Auch für die Zeiträume nach Durchführung des Übernahmeangebots sind im Aktienkursverlauf Kursreaktionen zu beobachten, die nicht auf operative Risiko der alstria zurückzuführen sind, wie z.B. die Kursreaktionen in Bezug auf die Sonderdividenden. Vor diesem Hintergrund ist die

⁹⁸ Vgl. Sitzung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW vom 22. Oktober 2019: <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158>.

⁹⁹ Vgl. Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen vom 20. März 2022: <https://www.idw.de/blob/135162/ae068030dbc7af2e7e74d9ae1875bfab/down-ukraine-idw-fachlhin-unternehmensbewertung-data.pdf>

statistische Signifikanz des Eigenbeta nach der Übernahme nicht mehr gegeben und insofern kann das Eigenbeta zum Bewertungsstichtag nicht verwendet werden.

435. Als in der Bewertungspraxis anerkannte Methodik bietet sich der Rückgriff auf einen Betafaktor an, der sich aus einer Gruppe aus bestmöglich vergleichbaren Unternehmen (Peer Group) zusammensetzt. Hierbei werden die Peer Group-Unternehmen der alstria verwendet, die überwiegend aus Immobilienbestandshaltern in der DACH Region mit möglichst hohem Anteil des Portfolios in Büroimmobilien, bzw. europäischen Immobilienbestandshaltern mit überwiegender Office Fokus besteht. Dieser Peer Group-Betafaktor weist – gewährleistet durch eine Scoring-Analyse – ein zum Bewertungsobjekt vergleichbares operatives Risiko auf und kann demnach alternativ zur Bestimmung der Kapitalkosten für das Bewertungsobjekt herangezogen werden. Als Vergleichsindizes dienen die breitesten lokalen Indizes, die nach dem Standort des Großteils des Unternehmensimmobilienportfolios ausgewählt wurden. Eine Analyse der identifizierten Peer Group-Unternehmen im Hinblick auf die beobachtbaren Betafaktoren zeigt folgendes Bild:

Peer Group-Betafaktoren

Unternehmen	Index	Beta verschuldet		Verschuldungsgrad		Beta unverschuldet	
		5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre
		2024 - 2019 monatlich	2024 - 2022 wöchentlich	2024 - 2019 monatlich	2024 - 2022 wöchentlich	2024 - 2019 monatlich	2024 - 2022 wöchentlich
PSP Swiss Property AG	Swiss Performance Index (Total Return)	0,66	0,40	0,6x	0,6x	0,46	0,30
CA Immobilien Anlagen AG	STOXX Austria Total Market (Composite)	0,64	0,67	0,8x	0,9x	n.a.	0,41
Hamborner REIT AG	CDAX Index (Total Return)	0,57	0,44	1,1x	1,3x	0,35	0,28
EPIC Suisse AG	Swiss Performance Index (Total Return)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sirius Real Estate Limited	FTSE 100 Index	1,56	1,03	0,6x	0,7x	1,04	0,64
Aroundtown SA	S&P Luxembourg BMI Index	1,03	0,89	1,6x	2,3x	0,47	0,36
Inovalis Real Estate Investment Trust	S&P/TSX Composite Index	1,67	n.a.	1,6x	n.a.	0,71	n.a.
IREIT Global	MSCI Singapore Index	0,85	0,51	0,8x	1,0x	0,52	0,32
CLS Holdings plc	FTSE 100 Index	1,27	0,93	1,4x	2,4x	0,59	0,35
Gecina	Paris CAC 40 Index	1,12	0,84	0,8x	1,0x	0,67	0,49
NSI N.V.	STOXX Netherlands Total Market (Composite)	0,57	n.a.	0,5x	n.a.	0,43	n.a.
Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A.	STOXX Spain Total Market (Composite)	1,24	0,92	1,0x	1,2x	0,68	0,48
Vitura SA	Paris CAC 40 Index	0,95	n.a.	1,9x	n.a.	0,42	n.a.
Derwent London Plc	FTSE 100 Index	1,23	1,11	0,4x	0,5x	0,92	0,76
Helical plc	FTSE 100 Index	1,02	n.a.	0,7x	n.a.	0,64	n.a.
Great Portland Estates Plc	FTSE 100 Index	1,22	0,99	0,4x	0,6x	0,91	0,65
Min		0,57	0,40	0,4x	0,5x	0,35	0,28
Median		1,03	0,89	0,8x	1,0x	0,62	0,41
Mean		1,04	0,79	0,9x	1,2x	0,63	0,46
Max		1,67	1,11	1,9x	2,4x	1,04	0,76

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ und aus den Geschäftsberichten der einzelnen Peer Group-Unternehmen

436. Ausgehend von den am Kapitalmarkt beobachtbaren verschuldeten Betafaktoren der jeweiligen Vergleichsunternehmen werden unter Berücksichtigung der Kapitalstruktur der Peer Group-Unternehmen (i.S. Verschuldungsgrad) sowie unsicherer Steuervorteile der Fremdfinanzierung unverschuldete Betafaktoren ermittelt (sog. unlevered). Die Ermittlung der Debt Betas basiert auf den systematischen Credit Spreads, welche auf Grundlage der Fremdkapitalratings des jeweiligen Unternehmens abgeleitet wurden.
437. Zum Kapitalmarktdaten-Stichtag am 6. Dezember 2024 wurde ein unverschuldeter Betafaktor unter Berücksichtigung von fünfjährigen und zweijährigen Betrachtungszeiträumen ermittelt. Für die Peer Group ergibt sich ein Betafaktor zwischen rd. 0,4 und 0,6. Eine Plausibilisierung anhand europäischer branchenspezifischer Indizes sowie des MSCI World ergab keine Anhaltspunkte für eine abweichende Bandbreite.
438. Wie bei der Betrachtung des Eigenbetafaktors ist auch im Zusammenhang mit der Relevanz der aus Börsenkursen der Peer Group-Unternehmen ermittelten Renditen ferner zu prüfen, ob die

zur Ermittlung des Betafaktors herangezogenen Renditen nicht durch Verzerrungen der Börsenkurse der jeweiligen Vergleichsunternehmen beeinträchtigt sind. Im Rahmen dieser Analyse werden die Entwicklung der im freien Handelsverkehr befindlichen Aktien (sog. Free Float), des täglichen Handelsvolumens (absolut und im Verhältnis zum Free Float) sowie der Transaktionskosten (in Form des sog. Bid-Ask-Spreads) untersucht. Falls der Free Float und das Handelsvolumen gering sind sowie der Kurs von sonstigen nicht wertbezogenen Ereignissen beeinflusst ist, werden einzelne Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen aufgrund eingeschränkter „Marktgängigkeit“ der jeweiligen Aktien nicht im Rahmen der Ermittlung des Betafaktors berücksichtigt.

439. Ausgehend von den am Kapitalmarkt beobachtbaren verschuldeten Betafaktoren der jeweiligen Vergleichsunternehmen werden unter Berücksichtigung der Kapitalstruktur (i.S. Verschuldungsgrad) sowie unsicherer Steuervorteile der Fremdfinanzierung unverschuldete Betafaktoren (sog. „Unlevern“) mithilfe der Harris-Pringle Formel ermittelt. Die Ermittlung der Debt Betas selbst basiert auf einem Rating des jeweiligen Unternehmens, dessen Transformation anhand von korrespondierenden Credit Spreads entsprechender Unternehmen sowie einer Korrektur des in den Credit Spreads enthaltenen unsystematischen Risikos.
440. In einer Gesamtbetrachtung der Peer Group-Betafaktoren unter Berücksichtigung eines fünfjährigen und zweijährigen Betrachtungszeitraums und in Anbetracht des Risikoprofils der zukünftigen finanziellen Überschüsse von alstria erscheint ein Betafaktor von gerundet 0,50 sachgerecht.
441. Auf Grundlage der zuvor beschriebenen Marktrisikoprämie von 7,0% vor persönlichen Steuern und des unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,50 ergibt sich somit ein Risikozuschlag (für das operative Risiko) i.H.v. 3,50% vor persönlichen Steuern.

442. Die unverschuldeten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern betragen somit:

$$2,50\% + 0,50 \times 7,0\% = 6,00\%$$

443. Im Folgenden werden die unverschuldeten Eigenkapitalkosten von alstria in der Nachsteuerbetrachtung dargestellt. Auf Basis der zuvor beschriebenen Marktrisikoprämie von 5,75% nach persönlichen Steuern und des unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,50 ergibt sich ein Risikozuschlag (für das operative Risiko) i.H.v. 2,88% nach persönlichen Steuern.

444. Die unverschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern betragen somit

$$1,84\% + 0,50 \times 5,75\% = 4,72\%$$

445. In der Sensitivitätsrechnung wird angenommen, dass die nachhaltigen Umsatzerlöse mit einer Leerstandsquote entsprechend des historischen Durchschnitts von alstria angenommen wird.

Entsprechend wird in der Sensitivitätsrechnung ein unverschuldeter Betafaktor von 0,45 als unteres Ende der Peer Group Bandbreite herangezogen.

5.2 WACHSTUMSABSCHLAG

446. Die Kapitalkosten müssen in der Fortführungsphase technisch um einen Wachstumsabschlag korrigiert werden, um die geplanten langfristigen Wachstumserwartungen zu berücksichtigen. Dieses nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag in den Kapitalkosten abbilden. Analog zur Herleitung und zum Ansatz der unter 5.5 beschriebenen Wachstumsrate der nachhaltigen finanziellen Überschüsse wird in den Kapitalkosten ein Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente i.H.v. 2,0% bzw. 1,74% nach persönlichen Steuern festgesetzt.

6 UNTERNEHMENSBEWERTUNG

447. Entsprechend der höchstrichterlichen Rechtsprechung kann in geeigneten Fällen zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung alleinig auf den Börsenkurs abgestellt werden. Insofern wird zunächst anhand der Börsenkursanalyse geprüft, ob die Voraussetzungen für die Festlegung der Barabfindung auf Basis des Börsenkurses erfüllt sind.
448. Anschließend wird auftragsgemäß die Fundamentalbewertung anhand der Grundsätze des IDW S 1 und der DVFA-Empfehlungen der Verifizierung des anhand der Börsenkursanalyse festgestellten Verkehrswerts der alstria-Aktien vorgenommen.

6.1 BÖRSENKURS

449. Die Aktien der alstria AG werden unter der International Securities Identification Number („ISIN“) DE000AOLD2U1 unter anderem im Regulierten Markt an den Wertpapierbörse Frankfurt am Main (Prime Standard), sowie im Freiverkehr an den Börsenplätzen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München, Stuttgart, Tradegate Exchange, London, Luxemburg, SIX Swiss Exchange und der Wiener Börse gehandelt.
450. Am 18. September 2024 gab die BPG Holdings, eine Tochtergesellschaft des Mehrheitsaktionärs ihre Absicht zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre der alstria AG bekannt. Der maßgebliche Referenzzeitraum für die Berechnung des Dreimonatsdurchschnittskurses („3M-VWAP“) der alstria-Aktie umfasst somit den Zeitraum vom 18. Juni 2024 bis zum (einschließlich) 17. September 2024 („Referenzzeitraum“).
451. Der von der BaFin berechnete Dreimonatsdurchschnittskurs für diesen Referenzzeitraum beträgt EUR 3,49 je Aktie. Dies entspricht einer Marktkapitalisierung der alstria von EUR 623,2 Mio.
452. Maßgeblich für die Beurteilung, ob die marktorientierte Bewertung aufgrund des Börsenkurses, ein geeignete Bewertungsmethode sein kann, ist vor allem die Frage nach der Liquidität der Aktien, also ob und inwiefern im fraglichen Zeitraum ein ausreichend liquider Börsenhandel stattgefunden hat.
453. Vor diesem Hintergrund wurde auf Basis der Handelsdaten im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse, eine Analyse der Liquidität vorgenommen.

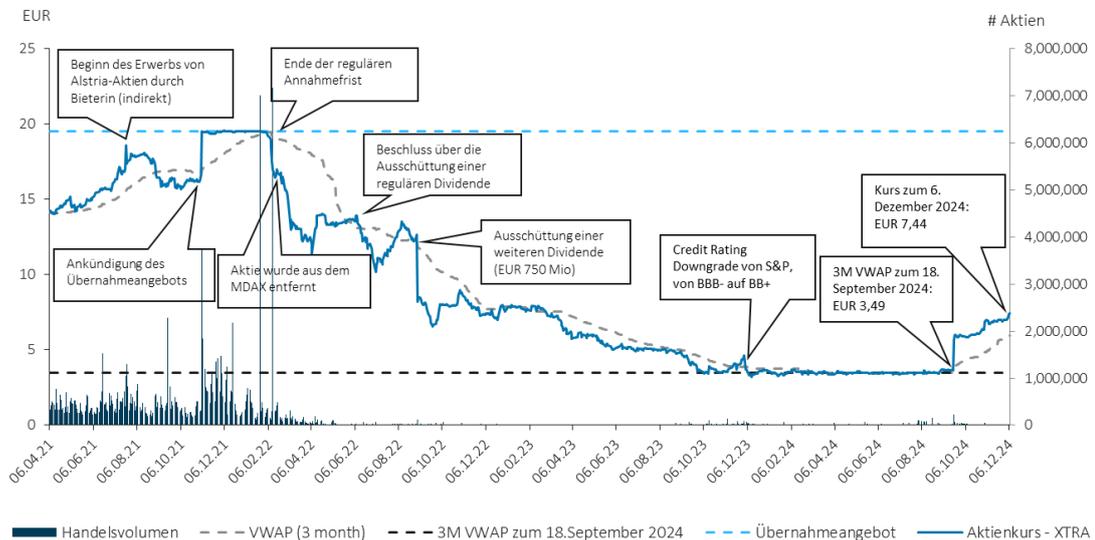
Kursverlauf der alstria-Aktie

454. Nach der Bekanntgabe des öffentlichen Übernahmeangebots der Alexandrite Lake Lux Holdings S.á r.l. („Alexandrite“) waren teilweise Sprünge im Kursverlauf der alstria-Aktie erkennbar, die im Wesentlichen auf Informationen zu regulären- und Sonderdividendenzahlungen, die Auswirkungen globaler Krisen auf den Zinsmarkt bzw. Büroimmobilienmarkt, wie beispielsweise

die globale COVID-19 Pandemie oder der Konflikt in der Ukraine, sowie auf die Veröffentlichungen von Immobilienportfolio- und Bonitätsbewertungen zurückzuführen sein könnten.

Aktienkursverlauf der alstria-Aktien

in EUR / in #



Quelle: S&P Capital IQ, ValueTrust Analyse

455. Am 21. Juli 2021 reagierte alstria mit einer Ad-hoc-Mitteilung¹⁰⁰ auf Gerüchte in der Presse¹⁰¹, dass Brookfield alstria übernehmen wolle. In diesem Zusammenhang dementierte die alstria, dass Verhandlungen zwischen alstria und Brookfield Asset Management Inc. zu einem Übernahmeangebot stattfinden. In diesem Zusammenhang stieg der Aktienkurs zunächst am 21. Juli 2021 um 9% auf EUR 18,58, fiel jedoch am darauffolgenden Tag wieder um 6,4% auf EUR 17,40.
456. alstria gab anschließend am 4. November 2021 bekannt, dass sie eine Investorenvereinbarung mit der von Brookfield Asset Management kontrollierten Alexandrite abgeschlossen hat. Im Rahmen dieser Vereinbarung war vorgesehen, dass Alexandrite, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot für alle ausstehenden alstria-Aktien unterbreitet zu einem Angebotspreis von EUR 19,50 je Aktie in bar. Aufgrund dieser Ankündigung stieg der Kurs der alstria-Aktien am 4. November 2021 um 17,4% auf EUR 19,48 und lag damit erstmalig auf Niveau des Angebotspreises.
457. Fünf Tage vor Ablauf der regulären Annahmefrist, die vom 13. Dezember 2021 bis zum 17. Januar 2022 lief, gab Alexandrite bekannt, dass die Mindestannahmeschwelle von 50% plus eine Aktie erreicht worden sei und das Übernahmeangebot erfolgreich war. Der Anteilsbesitz des

¹⁰⁰ "alstria wurde darauf aufmerksam gemacht, dass Brookfield ein mögliches Übernahmeangebot prüfen könnte, befindet sich aber derzeit nicht in Verhandlungen mit Brookfield über ein mögliches Übernahmeangebot" Vgl. Ad-hoc Mitteilung gemäß Artikel 17 MAR, 17. Juli 2021

¹⁰¹ Bloomberg, Brookfield Said to Explore Purchase of Germany's alstria Office, veröffentlicht am 21. Juli 2021

neuen Mehrheitsaktionärs lag bei 166 Mio. alstria-Aktien, was 91,6% aller ausgegebenen alstria-Aktien darstellt.¹⁰² Während der Annahmefrist orientierte sich der Börsenkurs weitgehend am Angebotspreis und bewegte sich zwischen EUR 19,37 und EUR 19,56. Dieses Kursniveau wurde seitdem nicht mehr erreicht.

458. Nach dem Ende der Annahmefrist im Januar 2022 fiel der Aktienkurs im Zeitraum bis März 2022 deutlich von etwa EUR 19,50 auf rund EUR 12. Der Kurs war somit nicht mehr an den ursprünglichen Angebotspreis gekoppelt, sondern reagierte auf unternehmensspezifische und ökonomische Entwicklungen.
459. Die alstria-Aktie wurde mit Wirkung zum 9. Februar 2022 aufgrund des geringen Streubesitzes nach Closing des Übernahmeangebots aus dem MDAX entfernt.¹⁰³ Dies hat u.a. zur Folge, dass passive Indexfonds ihre Anteile in kurzer Zeit veräußern müssen.
460. Am 11. Februar 2022 wurde alstria zudem von S&P Global Ratings auf ein Fremdkapital-Rating von „BBB-“ herabgestuft. Nach Einschätzung von S&P lag der Grund für das Downgrade in der vollzogenen Übernahme durch Brookfield, die zu einer Erhöhung des Loan-to-Value (LTV)-Ziels von bisher 35% auf 50-55% hätte führen können.
461. Zusätzlich zu den unternehmensspezifischen Faktoren, welche alstria unmittelbar beeinflussen, belastete die geopolitische Krise in Osteuropa die globalen Finanzmärkte erheblich. Der Ausbruch des Ukraine-Russland-Konflikts im späten Februar 2022 sorgte für Unsicherheit und starke Kursrückgänge an den Aktienmärkten insgesamt. Steigende Zinsrisiken, Inflation und hohe Energiekosten belasteten insbesondere auch die Aktien von Immobilienunternehmen. Im Anschluss daran verzeichnete die alstria-Aktie mehrere deutliche Kursrückgänge, darunter ein Rückgang um 5,4% am 28. Februar 2022, 10,6% am 7. März 2022 und 5,1% am 24. März 2022.
462. Am 8. April 2022 kündigte alstria an Fremdkapital in Höhe von bis zu EUR 850 Mio. aufzunehmen. Diese Mittel sollen über unbesicherte oder besicherte Finanzierungsinstrumente, wie Unternehmensanleihen oder Bankkredite, beschaffen werden. Der Erlös sollte für einen Aktienrückkauf oder eine Sonderausschüttung genutzt werden, vorbehaltlich der Entscheidung der Hauptversammlung¹⁰⁴. Diese Nachricht führt zu einem Anstieg des Aktienkurses der alstria-Aktien um 10,3% am folgenden Tag.
463. Am 30. August 2022 hat der Vorstand der alstria AG beschlossen, den Dividendenvorschlag für die außerordentliche Hauptversammlung am 31. August 2022 von ursprünglich EUR 550 Mio. auf EUR 750 Mio. zu erhöhen, die Sonderausschüttung betrug somit EUR 4,21 je Aktie. Diese Entscheidung wurde auf der Hauptversammlung am 31. August 2022 getroffen und anschließend die Sonderdividende am 01. September 2022 ausgezahlt, nachdem das Unternehmen zusätzliche Finanzierungsvereinbarungen in Höhe von insgesamt EUR 223 Mio. abgeschlossen hatte. Die Ausschüttung einer weiteren Dividende ist Teil der am 8. April 2022 veröffentlichten

¹⁰² Vgl. Kontrollwechsel-Mitteilung gemäß §6 Absatz 5(b) der Anleihebedingungen, alstria office REIT-AG Hamburg vom 17 Januar 2022

¹⁰³ Vgl. <https://www.boerse-frankfurt.de/news/mdax-ausserplanmaessige-anpassung-am-11-februar>, 19. November 2024

¹⁰⁴ Vgl. Ad hoc Mitteilung gemäß Artikel 17 MAR vom 08. April 2022, alstria office REIT-AG

Planung der Gesellschaft, insgesamt ca. EUR 1 Mrd. an die Aktionäre über Sonderausschüttungen oder Aktienrückkäufe zurückzugeben. Im Aktienkursverlauf war somit die Dividendenausschüttung im Ex-Dividenden-Tag abgebildet. Dennoch kann auch bei Bereinigung der Aktienkurse um den Dividendenbetrag selbst nicht ausgeschlossen werden, dass der Kurs durch Spekulationen in Bezug auf Dividendenauszahlungen beeinflusst war.

464. Am 13. Oktober 2023 gab alstria bekannt, dass Vorstand und Aufsichtsrat eine außerordentliche Hauptversammlung einberufen wollen, um bis Ende des Jahres eine nochmalige Sonderdividende in Höhe von EUR 250 Mio. an die Aktionäre auszuschütten. Als Reaktion darauf stieg der Aktienkurs der alstria-Aktien am selben Tag um 13,2%. Eine außerordentliche Hauptversammlung wurde für den 1. Dezember 2023 einberufen, nach deren Beschluss die Dividende am 04. Dezember 2023 ausgezahlt wurde. Die Sonderausschüttung belief sich damit auf 1,41 EUR je Aktie.
465. Insgesamt spiegelten die Kursentwicklungen den Einfluss unternehmensspezifischer Veränderungen und externer ökonomischer Faktoren wider, die den Kurs von alstria weit von seinem ursprünglichen Angebotspreis abkoppeln ließen.
466. Am 20. Oktober 2023 wurde alstria von S&P Global Ratings auf „BB+“ herabgestuft. Dieses Rating gehört zur Kategorie des „Speculative Grade“, was bedeutet, dass es als spekulativ und risikobehafteter als das bisherige Investment-Grade-Rating gilt. Der Hauptgrund für das Downgrade war die Ankündigung einer Sonderdividende in Höhe von EUR 250 Mio., die nach Einschätzung von S&P zu einem Anstieg der Verschuldungsquote (debt-to-equity) auf ca. 57-59% führen würde. Gleichzeitig sank die EBITDA-Zinsdeckung auf unter 1,8x.
467. Im Jahr 2023 bis Mitte 2024 fiel der Kurs der alstria-Aktie stetig, beeinflusst durch mehrere Faktoren. Das Downgrade auf „BB+“ durch S&P Global Ratings dämpfte das Vertrauen der Investoren, während die hohe Sonderdividende die Verschuldungsquote des Unternehmens zusätzlich erhöhte und weitere Finanzkennzahlen verschlechterte. Des Weiteren wurde das Immobilienportfolio im Rahmen der Jahresendbewertung zum beizulegenden Zeitwert um EUR 769,5 Mio. niedriger als im Vorjahr bewertet. Schließlich wirkte auch die schwächelnde gesamtwirtschaftliche Lage sowie hohe Inflationsraten in Deutschland negativ auf den Aktienkurs von alstria. Entsprechend sank der Aktienkurs von rund EUR 7,50 Ende Februar 2023 auf EUR 3,50 im August 2024.
468. Am 18. September 2024 gab alstria bekannt, dass der Mehrheitsaktionär, eine Tochtergesellschaft der Brookfield Corporation, ein Übertragungsverlangen für die Aktien der Minderheitsaktionäre gestellt hat. Ziel ist ein aktienrechtlicher Squeeze Out, bei dem die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen eine angemessene Barabfindung auf den Mehrheitsaktionär übertragen werden. Gleichzeitig wurde angekündigt, dass eine Entschädigung wegen des Verlusts des REIT Status Anfang 2025 gezahlt werden würde. Die Höhe muss noch durch ein Gutachten bestimmt werden. Ein Tag vor der Ankündigung lag der Aktienkurs bei EUR 3,69. Nach der Ankündigung stieg der Aktienkurs der alstria-Aktien um 55,7% innerhalb eines Tages. Zum 19. September 2024, einen Tag nach Ankündigung des Squeeze Outs, lag der Kurs der alstria-Aktien bei EUR 5,70. Zum Kapitalmarktdaten-Stichtag am 6. Dezember 2024 lag der Börsenkurs bei EUR 7,44. Der Börsenkurs stieg somit seit Ankündigung des Squeeze Outs am 18. September 2024 weiter an. Der VWAP in diesem Zeitraum vom 18. September 2024 bis zum 6. Dezember

2024 liegt bei EUR 6,10. Diese Kurse stellen einen Indikator für die Kapitalmarkterwartungen in Bezug auf die zu erwartende REIT Abfindung und die Squeeze Out Abfindung dar.

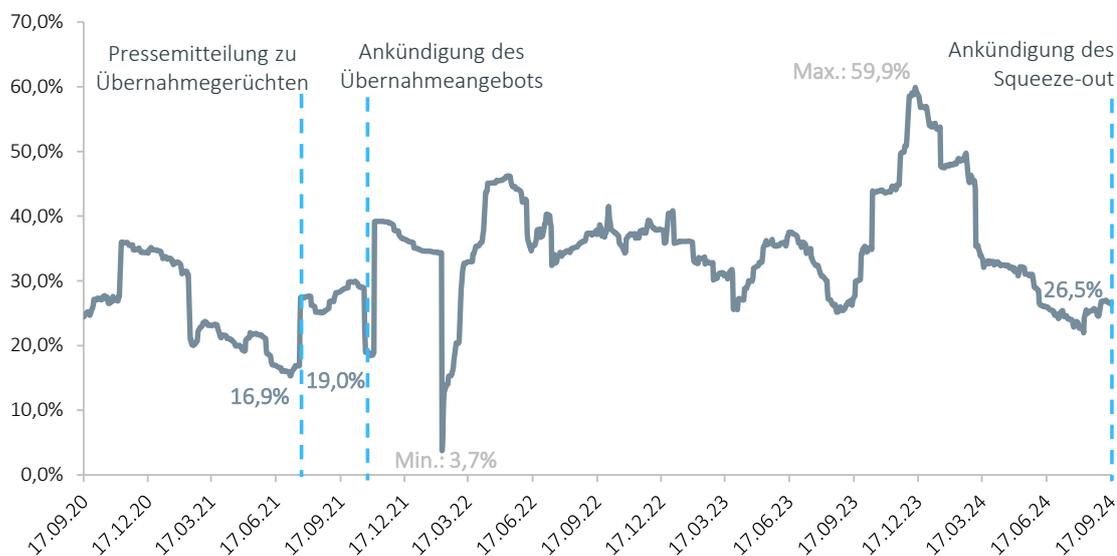
469. Insgesamt war der Kurs der alstria-Aktien im Betrachtungszeitraum zunächst von Spekulationen rund um das Übernahmeangebot durch Brookfield geprägt. Während der offiziellen Annahmefrist orientierte sich der Kurs am Angebotspreis von EUR 19,50. Nach Abschluss der Annahmefrist jedoch änderten sich die Einflussfaktoren erheblich und der Börsenkurs wurde zunehmend durch externe und unternehmensinterne Entwicklungen beeinflusst. Wesentliche Faktoren für die Kursbewegungen nach der Übernahme waren der Ukraine-Konflikt, die veränderte Finanzierungsstruktur, das Downgrade durch S&P Global Ratings, die Ankündigung von Sonderdividenden in Höhe von insgesamt EUR 1 Mrd. (aufgeteilt in Tranchen von EUR 750 Mio. und EUR 250 Mio.) sowie makroökonomische Entwicklungen wie steigende Zinsen und höhere Refinanzierungskosten. Diese Faktoren führten zu einer deutlichen Volatilität des Kurses und spiegelten die wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen wider, unter denen sich das Unternehmen befand. Insgesamt lässt der Kursverlauf keine Anzeichen dafür erkennen, dass der Börsenkurs auf einem ineffizienten Kapitalmarkt beruht. Ebenso fehlen Hinweise auf Marktmanipulation oder Insiderhandel.

Volatilität der alstria-Aktie

470. Die Volatilität¹⁰⁵ der alstria-Aktie wird anhand der annualisierten Standardabweichung der täglichen Renditen untersucht. Dabei wird ein Vergleich der Volatilität vor der Ankündigung der Übernahme und vor der Ankündigung des Squeeze Outs durchgeführt, der Hinweise auf mögliche „Sticky Price“-Effekte im Aktienkursverlauf oder auf eingeschränkte Liquidität geben könnte. Ein Sticky Price-Effekt liegt vor, wenn ein Aktienkurs nicht mehr auf wesentliche Informationen reagiert, sondern sich zum Beispiel an einem Angebots- oder Abfindungsbetrag orientiert.

¹⁰⁵ Die Volatilität wurde gemessen als Standardabweichung der täglichen Aktienrenditen über einen Dreimonatszeitraum berechnet und anschließend annualisiert.

Volatilitätsverlauf der alstria-Aktien berechnet über einen Dreimonatszeitraum annualisiert, in %



Quelle: S&P Capital IQ, ValueTrust Analyse

471. Am 21. Juli 2021 veröffentlichte alstria eine Pressemitteilung zu Übernahmerüchten. Im Dreimonatszeitraum vor dem Tag der Pressemitteilung zu den Übernahmerüchten lag die annualisierte Standardabweichung bei 18,7%. Aufgrund der Übernahmerüchte stieg die Volatilität im Dreimonatsdurchschnitt vor der Ankündigung des Übernahmeangebots auf 26,5%.
472. Im Gegensatz dazu lag die Volatilität im Dreimonatsdurchschnitt vor dem Tag der Ankündigung des Squeeze Outs bei 24,9%. Hier zeigt sich, dass zum Zeitpunkt vor der Ankündigung des Squeeze Outs keine geringere Volatilität zu beobachten war als vor dem Bekanntwerden der Übernahmerüchte. Insofern gibt es zum Zeitpunkt der Ankündigung des Squeeze Out keine Hinweise auf Sticky Price-Effekte.

Liquidität der alstria-Aktie

473. Im Zusammenhang mit der Relevanz des Börsenkurses ist ferner zu prüfen, ob der Börsenkurs tatsächlich einen Indikator für den Wert des Eigenkapitals zum Bewertungsstichtag darstellen kann. Aufgrund von eingeschränkter „Marktgängigkeit“ kann ggf. nicht vom Börsenkurs auf einen Verkehrswert der Aktie geschlossen werden.¹⁰⁶
474. Neben einer Analyse des Verlaufs des Aktienkurses bieten sich mehrere Kriterien zur Überprüfung der Liquidität der alstria-Aktie an. So ist nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV zur Ermittlung der

¹⁰⁶ Vgl. hierzu Beschluss des BVerfG. vom 27. April 1999, „DAT/Altana“.

Untergrenze der Gegenleistung bei Übernahme- und Pflichtangeboten der Dreimonatsdurchschnittskurs der BaFin nicht maßgeblich, wenn

- in den drei Monaten vor Veröffentlichung des Angebots in weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden und
- mehrere aufeinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5% voneinander abweichen.

475. Im Referenzzeitraum vom 18. Juni 2024 bis zum 17. September 2024 ist im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse an 66 von 66 möglichen Handelstagen mit alstria-Aktien gehandelt worden. Des Weiteren sind im Referenzzeitraum mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse nicht um mehr als fünf Prozent voneinander abgewichen.

476. Nach den beiden oben aufgeführten Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV bestehen somit keine Anzeichen einer mangelnden Liquidität der alstria-Aktie im Referenzzeitraum. Die alstria-Aktie wurde im Referenzzeitraum an ausreichend vielen Handelstagen mit ausreichendem Volumen gehandelt, d.h. Börsenkurse konnten festgestellt werden, und die Börsenkurse wiesen auch keine erheblichen Kurssprünge an nacheinander gelagerten Handelstagen auf, so dass auf dieser Basis von keiner Marktengung oder Kursmanipulation auszugehen ist.¹⁰⁷

477. Darüber hinaus wurden in der gängigen Rechtsprechung¹⁰⁸ weitere Kriterien zur Überprüfung der Liquidität entwickelt. Werden diese weiteren Liquiditätskriterien erfüllt, wird ein Börsenkurs im Regelfall nicht verworfen und die Aktie gilt als ausreichend liquide, sofern:

- der Streubesitz größer ist als 5,0%,¹⁰⁹
- mehr als 0,018% des gesamten Aktienbestands (ausstehende Aktien) pro Tag gehandelt werden.¹¹⁰

478. Nach Vollzug des Übernahmeangebotes am 21. Februar 2022 ging der Streubesitz der alstria-Aktien auf rd. 8,4%¹¹¹ zurück. Im Referenzzeitraum vom 18. Juni 2024 bis 17. September 2024 lag der Streubesitz der alstria-Aktien unter 5,0%.

479. Im Referenzzeitraum wurden durchschnittlich rd. 18,7 Tsd. Aktien pro Tag umgesetzt, was einem Anteil von 0,01% des gesamten Aktienbestands zum 18. September 2024 entspricht.

¹⁰⁷ Vgl. § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV.

¹⁰⁸ Vgl. u.a.: BGH-Beschluss vom 12. März 2001, Az. II ZB 15/00; OLG München, Beschluss vom 11. Juli 2006, Az. 31 Wx 041/05 und 06/05; OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 2. November 2006, Az. 20 W 233/93; LG Frankfurt a.M., Beschluss vom 17. Januar 2006, Az. 3.5 O 75/03.

¹⁰⁹ In der Rechtsprechung gibt es auch Urteile, dass dieses Kriterium insbesondere bei Squeeze Outs nicht uneingeschränkt anwendbar sei. Vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 3. April 2018 - 31 O 138/15, OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011 -20 W 11/08 Rn. 94; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 - 20 W 9/08, Rn. 235; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. September 2017 - 12 W 1/17, Rn. 38.

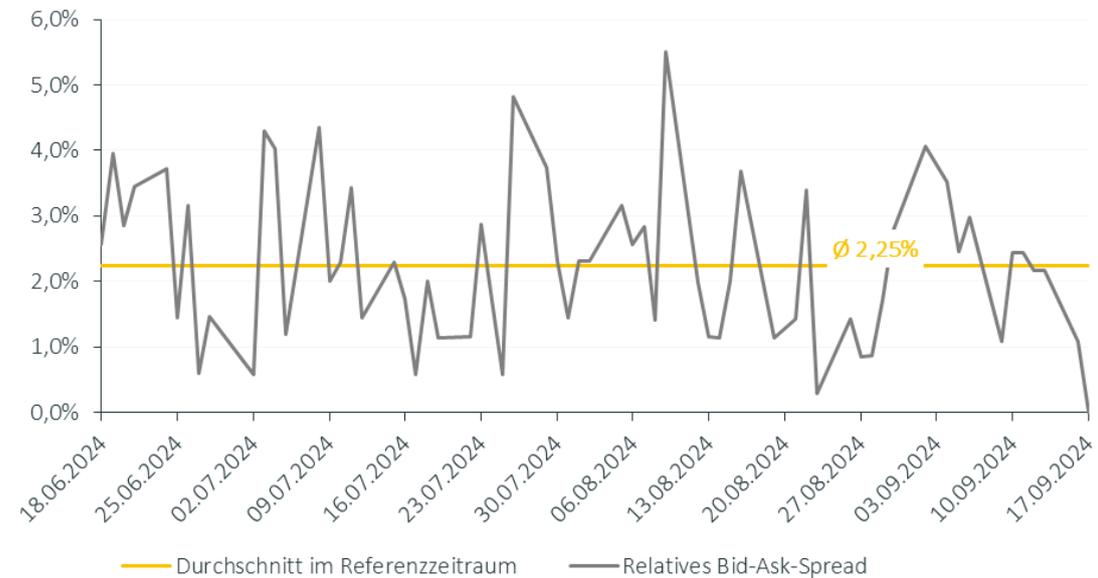
¹¹⁰ OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Rn. 395.

¹¹¹ Vgl. Alexandrite Lake Lux Holdings S. à r. l. Bekanntmachung gemäß § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpÜG vom 08.02.2022, Link: [Suchergebnis – Bundesanzeiger](#)

Durchschnittlich lag das Handelsvolumen somit bei rd. EUR 64,2 Tsd. im Referenzzeitraum. Im selben Zeitraum erreichte die Handelsaktivität bis zu rd. 151,4 Tsd. Aktien pro Tag, was ein Handelsvolumen von rd. EUR 0,5 Mio. entsprach. Des Weiteren wurden über den Referenzzeitraum kumuliert rd. 1,2 Mio. Aktien gehandelt. Dies entspricht einem Anteil von 0,67% in Bezug auf die ausstehenden alstria-Aktien.

480. Neben den rechtlichen Kriterien wurde die Liquidität der alstria-Aktie auch aus ökonomischer Sicht untersucht. Im Vergleich zu Analysen aus rechtlicher Perspektive sind die Anforderungen an die Liquiditätskriterien einer Aktie aus ökonomischer Sicht strenger. Im Rahmen der ökonomischen Liquiditätsanalyse werden zusätzlich die Transaktionskosten (in Form des sog. Bid-Ask-Spread) untersucht, um die Liquidität der Aktie im Zeitablauf beurteilen zu können. In Bezug auf den Bid-Ask-Spread verwendet beispielsweise das LG München einen Richtwert von 1,25%.¹¹²

Liquiditätsverlauf der alstria-Aktien anhand des Bid-Ask-Spread im Referenzzeitraum in %



Quelle: S&P Capital IQ, ValueTrust Analyse

¹¹² Vgl. LG München, Beschluss vom 2. Dezember 2016, Az. 5HK 5781/15; Grenzwert bei Bid-Ask-Spreads ist 1,25%;

481. Der durchschnittliche Bid-Ask-Spread im Referenzzeitraum betrug 2,25% und lag damit unter den Werten, die von den Gerichten in Hamburg nicht mehr als liquide angesehen wurden.¹¹³

482. Zum Vergleich werden zusätzlich die durchschnittlichen Bid-Ask-Spreads im Referenzzeitraum für den DAX, SDAX und MDAX sowie der Vergleichsunternehmen („Peer Group“) als vergleichsweise liquide Referenzwerte dargestellt:

Vergleichsmaßstab	Ø Referenzzeitraum
DAX	0,187%
MDAX	0,323%
SDAX	0,535%
Peer Group	1,082%

483. Im Vergleich zu den Referenzindizes weist die alstria-Aktie im Referenzzeitraum einen höheren Bid-Ask-Spread auf, so dass vor diesem Hintergrund von einer vergleichsweise niedrigeren Liquidität der Aktie ausgegangen werden kann.

484. Zusammenfassend sind auf Basis der durchgeführten Analysen aus rechtlicher sowie aus ökonomischer Perspektive folgende Feststellungen zu nennen:

- Die gesetzlichen Liquiditätskriterien nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV sind erfüllt. Insbesondere fand im Referenzzeitraum an allen Tagen aktiver Handel der alstria-Aktie statt. Es wurde an 66 von 66 möglichen Tagen gehandelt und damit an mehr als einem Drittel der gesamten Handelstage.¹¹⁴
- Darüber hinaus wies der Aktienkursverlauf der alstria-Aktie weist im Referenzzeitraum keine Häufung von nacheinander festgestellten Börsenkursen auf, die um mehr als 5% voneinander abweichen.¹¹⁵
- Nach Vollzug des Übernahmeangebots lag der Streubesitz der alstria-Aktien bei rd. 4,3% und damit unter dem Grenzwert von 5,0%.¹¹⁶

¹¹³ Vgl. LG Hamburg, Beschluss vom 23. Februar 2016, Az. 403 HKO 152/14; Bid-Ask-Spread von 4,26% spreche deutlich gegen eine Heranziehung eines auf diesem Kurs basierenden Beta-Faktors.

¹¹⁴ Vgl. § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV.

¹¹⁵ Vgl. § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV.

¹¹⁶ In der Rechtsprechung gibt es auch Urteile, dass dieses Kriterium insbesondere bei Squeeze Outs nicht uneingeschränkt anwendbar sei. Vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 3. April 2018 - 31 O 138/15, OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011 -20 W 11/08 Rn. 94; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 - 20 W 9/08, Rn. 235; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. September 2017 - 12 W 1/17, Rn. 38.

- Im Referenzzeitraum wurden durchschnittlich rd. 18,1 Tsd. Aktien pro Tag umgesetzt, was einem Anteil von 0,01% des gesamten Aktienbestands entspricht und damit niedriger ist als 0,018%. Weiters wurden über den Referenzzeitraum kumuliert rd. 1,2 Mio. Aktien gehandelt. Dies entspricht einem Anteil von 0,67% in Bezug auf die ausstehenden alstria-Aktien.¹¹⁷

485. Nach Interpretation des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV sind keine Anzeichen einer mangelnden Liquidität der Aktie im Referenzzeitraum gegeben, da die Aktie an ausreichend vielen Handelstagen gehandelt wurde, d.h. der Börsenkurs festgestellt werden konnte, und die Börsenkurse auch keine erheblichen Kurssprünge an nacheinander gelagerten Handelstagen aufwiesen.¹¹⁸

486. Insgesamt war die alstria-Aktie von einer ausreichenden Liquidität gekennzeichnet. Auch wenn der Free Float vor Ankündigung des Squeeze Out gering war und das Handelsvolumen vergleichsweise niedrig, fand kontinuierlicher Handel mit der alstria-Aktie statt. Unter Einbezug der Börsenkursentwicklung, die im Wesentlichen durch unternehmensspezifische bzw. gesamtwirtschaftliche Faktoren und nicht von einer grundsätzlich geringen Volatilität vor Ankündigung des Squeeze Out geprägt war, bestehen keine grundsätzlichen Bedenken gegen die Verwendung des Börsenkurses als Maßstab für die Abfindungsermittlung. Vor dem Hintergrund der rechtlichen Anforderungen sowie aus ökonomischer Sicht stellt der 3M-VWAP der alstria AG eine geeignete Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktien der alstria AG sowie der angemessene Barabfindung gemäß § 327b AktG dar.

487. Zur Verifizierung der Ergebnisse der Börsenkursanalyse wird nachfolgend eine Fundamentalbewertung der alstria durchgeführt.

6.2 WERT DES EIGENKAPITALS VOR PERSÖNLICHEN STEUERN GEMÄß DVFA

488. Aufgrund der Anwendung der DCF Methode bzw. Ertragswertmethode gemäß IDW S 1 werden im Folgenden auf Basis der Gewinn- und Verlustrechnungen sowie der Plan-Bilanzen die finanziellen Überschüsse abgeleitet und der Wert des Eigenkapitals der alstria ermittelt. Nach den

¹¹⁷ Vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Rn. 395.

¹¹⁸ Vgl. § 5 Abs. 4 WpÜGAngebV.

DVFA-Empfehlungen wird zunächst der Wert vor persönlichen Steuern unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 7,0% ermittelt.

- 489. Anschließend wird gemäß IDW S1 der Wert nach persönlichen Steuern unter Anwendung der unmittelbaren Typisierung und unter Berücksichtigung von Minderheiten und Sonderwerten mit einer Marktrisikoprämie von 5,75% nach persönlichen Steuern ermittelt.
- 490. Zusätzlich wird eine Sensitivitätsrechnung dargestellt, in der ein Betafaktor von 0,45 sowie ein geringeres Umsatzpotentials unterstellt werden.
- 491. Zudem werden zur Wertfindung auch Börsen- und Transaktions-Multiplikatoren den DCF Werten gegenübergestellt.

6.2.1 DCF-WERT

- 492. Im Folgenden werden die Cashflows-to-Equity der alstria auf Basis der Planungsrechnung abgeleitet:

Ableitung der Cashflows-to-Equity

in EUR Mio.

	Planung					Konvergenz				TV
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
EBIT	123,8	130,3	196,0	169,6	170,1	189,6	209,4	207,6	228,8	233,4
-(+) Finanzergebnis (Zins- und Beteiligungsergebnis)	-79,9	-81,9	-85,3	-91,4	-90,1	-87,8	-87,0	-89,6	-91,4	-93,2
- Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-3,1	-4,6	-17,1	-18,5	-6,6	-6,0	-8,9	-11,3	-14,9	-15,2
+ Gewinn aus dem Verkauf von Immobilien Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Abschreibungen kapitalisierter Entwicklungskosten	0,0	0,0	-3,1	-13,8	-11,3	-7,5	-3,8	0,0	0,0	0,0
Jahresergebnis	40,8	43,8	90,5	45,9	62,1	88,3	109,8	106,7	122,5	124,9
+ Abschreibungen	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,7	1,9	2,1	2,1	2,1
- Brutto-Investitionen (CAPEX) in das Anlagevermögen	-63,4	4,5	67,5	86,5	-66,5	-51,4	-52,6	40,6	-55,5	-56,6
-(+) Veränderung des Netto-Umlaufvermögens	71,8	-7,5	-59,3	-38,0	41,3	34,0	3,0	-88,9	0,7	0,7
+/(-) Anstieg / (Rückgang) der verzinslichen Verbindlichkeiten	-30,7	-42,2	-100,2	-95,9	-38,4	-0,1	0,0	0,0	42,8	43,6
- Entschädigungszahlung - Verlust des REIT-Status	-20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow-to-Equity	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	72,4	62,1	60,4	112,6	114,8

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

- 493. Ausgehend von dem Cashflow-to-Equity wird der DCF-Wert auf Basis der verschuldeten Eigenkapitalkosten von gerundet 14,8% bis 9,5% bzw. von 7,5% nach Abzug des Wachstumsabschlags von 2,0% in der ewigen Rente bei einer Marktrisikoprämie von 7,0% vor persönlichen Steuern und einem unverschuldeten Betafaktor von 0,50 ermittelt.
- 494. Unter Berücksichtigung eines unverschuldeten Betafaktors von 0,50 ergibt sich ein DCF-Wert i.H.v. EUR 718,2 Mio. zum 31. Dezember 2024:

DCF-Wert vor persönlichen Steuern

in EUR Mio.

	Planung					Konvergenz				TV
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Cashflow to Equity	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	72,4	62,1	60,4	112,6	114,8
Basiszinssatz	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Marktrisikoprämie	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Verschuldeter Betafaktor	1,76	1,53	1,40	1,29	1,16	1,09	1,06	1,04	1,00	1,00
Verschuldete Eigenkapitalkosten	14,84%	13,22%	12,29%	11,50%	10,63%	10,12%	9,95%	9,75%	9,49%	9,49%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,00%
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	14,84%	13,22%	12,29%	11,50%	10,63%	10,12%	9,95%	9,75%	9,49%	7,49%
Barwertfaktor	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	5,1
Barwert der Cashflows-to-Equity	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	36,5	28,5	25,3	43,0	585,1
DCF-Wert zum 31. Dezember 2024	718,2									

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

6.2.2 SONDERWERTE

495. Im Rahmen der Analysen und der Gespräche mit den Planungsverantwortlichen wurden weitere Sachverhalte identifiziert, die in der Bewertung der alstria als Sonderwerte zu berücksichtigen sind.

Steuerliches Einlagekonto

496. Wie in Kapitel 6.3.2 erläutert wird, beziehen sich die identifizierten Sonderwerte auf das steuerliche Einlagekonto der alstria. Dieses wird ausschließlich im Rahmen des Ertragswertverfahrens nach persönlichen Steuern berücksichtigt.

Minderheiten

497. Im Rahmen der Analysen und der Gespräche mit den Planungsverantwortlichen wurden nicht beherrschende Anteile des zurechenbaren Konzernergebnisses identifiziert, die bei der Bewertung der alstria als Minderheiten zu berücksichtigen sind. Das auf Minderheiten entfallende Ergebnis wird bei der Ableitung des DCF-Werts nicht berücksichtigt und stattdessen als Sonderwert vom DCF-Wert abgezogen. Daher ist eine Minderung des DCF-Werts bei der alstria in Höhe des Barwerts des auf Minderheiten entfallenden Ergebnisses von EUR 7,6 Mio. notwendig.

6.2.3 WERT DES EIGENKAPITALS VOR PERSÖNLICHEN STEUERN

498. Bei Verwendung einer Marktrisikoprämie von 7,00% vor persönlichen Steuern, einem unverschuldeten Betafaktor von 0,50, einer nachhaltigen Wachstumsrate von 2,0% und unter Berücksichtigung des entsprechenden DCF-Werts zum 31. Dezember 2024 i.H.v. EUR 718,2 Mio. sowie der Minderheiten und Sonderwerte i.H.v. insgesamt EUR -7,6 Mio. beträgt der Wert des Eigenkapitals der alstria vor persönlichen Steuern zum 31. Dezember 2024 insgesamt EUR 710,6 Mio. und zum 11. Februar 2025 insgesamt EUR 722,1 Mio. Bei einer ausstehenden Anzahl von rd. 178,6 Mio. alstria-Aktien ergibt sich ein Wert i.H.v. EUR 4,04 je alstria-Aktie:

DCF-Wert je alstria-Aktie vor persönlichen Steuern

in EUR Mio.

Marktwert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2024	718,2
Sonderwerte	-7,6
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
Minderheiten	-7,6
Marktwert des Eigenkapitals inkl. Sonderwerte zum 31. Dezember 2024	710,6
Aufzinsungsfaktor	1,02
Marktwert des Eigenkapitals zum 11. Februar 2025	722,1
Anzahl der ausstehenden Aktien (in Mio.)	178,6
Wert je Aktie (in EUR)	4,04

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

6.2.4 SENSITIVITÄTSRECHNUNG VOR PERSÖNLICHEN STEUERN

499. Zusätzlich zur Bewertung anhand eines Betafaktors i.H.v. 0,50 wird eine Sensitivitätsrechnung anhand eines Betafaktors i.H.v. 0,45 bei geringeren nachhaltigen Umsatzerlösen durchgeführt.

Entsprechend ergibt sich ein Risikozuschlag für das operative Risiko vor persönlichen Steuern von 3,15%.

Ableitung der Cashflows-to-Equity (Sensitivitätsrechnung)

in EUR Mio.

	Planung					Konvergenz				TV
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
EBIT	123,8	130,3	196,0	169,6	170,1	183,8	197,6	189,6	204,2	208,3
-/(+) Finanzergebnis (Zins- und Beteiligungsergebnis)	-79,9	-81,9	-85,3	-91,4	-90,1	-87,9	-87,2	-90,1	-91,9	-93,7
- Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-3,1	-4,6	-17,1	-18,5	-6,6	-5,4	-7,6	-9,3	-12,2	-12,4
+ Gewinn aus dem Verkauf von Immobilien Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Abschreibungen kapitalisierter Entwicklungskosten	0,0	0,0	-3,1	-13,8	-11,3	-7,5	-3,8	0,0	0,0	0,0
Jahresergebnis	40,8	43,8	90,5	45,9	62,1	83,0	99,0	90,2	100,2	102,2
+ Abschreibungen	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,8	1,9	1,9	2,0
- Brutto-Investitionen (CAPEX) in das Anlagevermögen	-63,4	4,5	67,5	86,5	-66,5	-51,4	-52,5	40,7	-55,3	-56,4
-/(+) Veränderung des Netto-Umlaufvermögens	71,8	-7,5	-59,3	-38,0	41,3	32,2	2,2	-89,7	0,6	0,6
+/(-) Anstieg / (Rückgang) der verzinslichen Verbindlichkeiten	-30,7	-42,2	-100,2	-95,9	-38,4	-0,1	0,0	0,0	42,8	43,6
- Entschädigungszahlung - Verlust des REIT-Status	-20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow-to-Equity	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	65,4	50,5	43,1	90,2	92,0

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

500. In der Sensitivitätsrechnung unter Verwendung eines Betafaktors von 0,45 vor persönlichen Steuern ergeben sich verschuldete Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern von gerundet 9,3% bis 14,8% bzw. von 7,3% nach Abzug des Wachstumsabschlags von 2,0% in der ewigen Rente. Unter Berücksichtigung dieser verschuldeten Eigenkapitalkosten ergibt sich ein DCF-Wert in der Sensitivitätsrechnung i.H.v. EUR 597,8 Mio. zum 31. Dezember 2024:

DCF-Wert vor persönlichen Steuern (Sensitivitätsrechnung)

in EUR Mio.

	Planung					Konvergenz				TV
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Cashflow to Equity	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	65,4	50,5	43,1	90,2	92,0
Basiszinssatz	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Marktrisikoprämie	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Verschuldeter Betafaktor	1,76	1,51	1,38	1,27	1,14	1,06	1,04	1,01	0,97	0,97
Verschuldete Eigenkapitalkosten	14,83%	13,09%	12,14%	11,36%	10,45%	9,92%	9,78%	9,58%	9,28%	9,28%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,00%
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	14,83%	13,09%	12,14%	11,36%	10,45%	9,92%	9,78%	9,58%	9,28%	7,28%
Barwertfaktor	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	5,3
Barwert der Cashflows-to-Equity	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	33,2	23,4	18,2	34,8	488,2
DCF-Wert zum 31. Dezember 2024	597,8									

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

501. Unter Berücksichtigung des entsprechenden DCF-Werts zum 31. Dezember 2024 i.H.v. EUR 597,8 Mio. sowie der Minderheiten und Sonderwerte i.H.v. insgesamt EUR -7,6 Mio. beträgt der Wert des Eigenkapitals der alstria vor persönlichen Steuern in der Sensitivitätsrechnung zum 31. Dezember 2024 insgesamt EUR 590,2 Mio. und zum 11. Februar 2024 insgesamt EUR 599,7 Mio. Bei einer ausstehenden Anzahl von rd. 178,6 Mio. alstria-Aktien ergibt sich in der Sensitivitätsrechnung ein Wert vor persönlichen Steuern i.H.v. EUR 3,36 je alstria-Aktie:

DCF-Wert je alstria-Aktie vor persönlichen Steuern (Sensitivitätsrechnung)

in EUR Mio.

Marktwert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2024	597,8
Sonderwerte	-7,6
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
Minderheiten	-7,6
Marktwert des Eigenkapitals inkl. Sonderwerte zum 31. Dezember 2024	590,2
Aufzinsungsfaktor	1,02
Marktwert des Eigenkapitals zum 11. Februar 2025	599,7
Anzahl der ausstehenden Aktien (in Mio.)	178,6
Wert je Aktie (in EUR)	3,36

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

6.3 WERT DES EIGENKAPITALS NACH PERSÖNLICHEN STEUERN GEMÄß IDW S 1

6.3.1 ERTRAGSWERT

502. Vor dem Hintergrund des zugrundeliegenden Bewertungsanlasses, der Ermittlung einer angemessenen Abfindung nach § 327a AktG, besteht ein wesentlicher konzeptioneller Unterschied zwischen dem Cashflow-to-Equity-Ansatz (vor persönlichen Steuern) und der Ertragswertmethode nach IDW S 1 (nach persönlichen Steuern) in der Berücksichtigung von persönlichen Steuern auf Ebene der Anteilseigner. Bei der Ermittlung eines objektivierten Werts gemäß IDW S 1 im Rahmen der Ausgleichs- und Abfindungsbemessung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen ist gemäß den Grundsätzen des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 eine Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorzunehmen. Bei dieser Typisierung ist die Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person einzunehmen und die entsprechenden persönlichen Ertragssteuern sind sowohl bei der Ermittlung der zu diskontierenden Cashflow-Größe als auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes zu berücksichtigen (sog. Tax-CAPM).
503. Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswertmethode gemäß IDW S 1 sind zusätzliche Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote relevant. Zur konsistenten Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen ist es notwendig, die nach den notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm, zu den erforderlichen Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens und zur Kapitalstruktur verbleibenden Ausschüttungen bewertungstechnisch in einen Dividendenanteil und einen Anteil fiktiver Thesaurierungen zu unterscheiden, da Dividenden und Kursgewinne, abgebildet durch fiktive Thesaurierungen, auf Ebene der Anteilseigner effektiv einer unterschiedlichen Steuerlast unterliegen. In der Detailplanungs- und Konvergenzphase wird von einer Vollausschüttung der überschüssigen liquiden Mittel unter Berücksichtigung der durch den Bilanzgewinn begrenzten Ausschüttungsfähigkeit ausgegangen. In der Phase der Ewigen Rente wird von einer aus der Peer Group abgeleiteten Ausschüttungsquote i.H.v. 50% ausgegangen (vgl. Kapitel 4.5).
504. Im Folgenden werden die finanziellen Überschüsse nach persönlichen Steuern auf Basis der Planungsrechnung abgeleitet:

Ableitung der finanziellen Überschüsse nach persönlichen Steuern

in EUR Mio.

	Planung					Konvergenz				TV
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Jahresergebnis	40,8	43,8	90,5	45,9	62,1	88,3	109,8	106,7	122,5	124,9
Dividende (vor pers. Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	44,1	54,9	53,3	61,2	62,5
Ausschüttungsquote	73,58%	68,56%	33,17%	65,30%	48,28%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
Regulär zu besteuern Dividende	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	44,1	54,9	53,3	61,2	62,5
Pers. Steuern auf regulär zu besteuern Dividende (26,38%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	11,6	14,5	14,1	16,2	16,5
Dividende nach pers. Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	32,5	40,4	39,3	45,1	46,0
Fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	28,2	7,2	7,1	51,3	52,4
Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung (13,19%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,7	0,9	0,9	6,8	6,9
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	24,5	6,2	6,2	44,6	45,5
Finanzieller Überschuss (nach pers. Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	57,0	46,7	45,4	89,7	91,4
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	57,0	46,7	45,4	89,7	91,4

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

505. In Bezug auf die Kapitalkosten nach Tax-CAPM sind der risikolose Basiszins und die Marktrisikoprämie jeweils nach persönlichen Steuern zu ermitteln. Der risikolose Basiszins beträgt nach persönlichen Steuern 1,84%. Für Bewertungszwecke wird von einer Marktrisikoprämie nach

persönlichen Steuern i.H.v. von 5,75% ausgegangen. Bei Berücksichtigung der unmittelbaren Typisierung erfolgt ein Abzug der effektiven persönlichen Steuern auf die wachstumsbedingte Thesaurierung, sodass der Wachstumsabschlag vor persönlichen Steuern i.H.v. 2,00% in der Nachsteuerbetrachtung 1,74% beträgt.

506. Auf Basis eines unverschuldeten Betafaktors von 0,50 ergeben sich folgende verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern:

Ableitung der Kapitalkosten nach persönlichen Steuern

	Planung					Konvergenz				TV
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Risikoloser Basiszinssatz (vor pers. Steuern)	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
<i>Persönliche Steuern (26,38%)</i>	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
Risikoloser Basiszinssatz (nach pers. Steuern)	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Markttrisikoprämie (nach pers. Steuern)	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Verschuldeter Betafaktor	1,52	1,37	1,28	1,20	1,11	1,05	1,03	1,01	0,98	0,98
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	10,60%	9,71%	9,20%	8,75%	8,20%	7,88%	7,78%	7,65%	7,47%	7,47%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,74%
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	10,60%	9,71%	9,20%	8,75%	8,20%	7,88%	7,78%	7,65%	7,47%	5,74%

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

507. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern liegen in einer Bandbreite von gerundet 10,6% bis 7,5% bzw. bei 5,74% nach Abzug des Wachstumsabschlag von 1,74% in der ewigen Rente.

508. Unter Anwendung eines unverschuldeten Betafaktors von 0,50 nach persönlichen Steuern ergibt sich ein Ertragswert i.H.v. EUR 885,7 Mio. zum 31. Dezember 2024:

Ertragswert nach persönlichen Steuern in EUR Mio.

	Planung					Konvergenz					TV
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	57,0	46,7	45,4	89,7	91,4	
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	10,60%	9,71%	9,20%	8,75%	8,20%	7,88%	7,78%	7,65%	7,47%	7,47%	
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,74%	
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	10,60%	9,71%	9,20%	8,75%	8,20%	7,88%	7,78%	7,65%	7,47%	5,74%	
Barwertfaktor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	8,3	
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	33,9	25,7	23,3	42,7	760,1	
Ertragswert zum 31. Dezember 2024	885,7										

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

6.3.2 SONDERWERTE

509. Im Rahmen der Analysen und der Gespräche mit den Planungsverantwortlichen wurden weitere Sachverhalte identifiziert, die in der Bewertung der alstria als Sonderwerte zu berücksichtigen sind.

Steuerliches Einlagekonto

510. Das steuerliche Einlagekonto der alstria AG, i.H.v. EUR 362,1 Mio.¹¹⁹, ist zur Ableitung der zu diskontierenden Ausschüttungen insofern relevant, als dass der Anteil der Dividenden, die als steuerliche Einlagenrückgewähr zu klassifizieren sind, zunächst nicht der Dividendenbesteuerung unterliegen. Steuerlich werden Dividenden, die den ausschüttbaren Gewinn¹²⁰ übersteigen, als Einlagenrückgewähr behandelt und zunächst nicht mit Abgeltungsteuer belastet. Die steuerliche Einlagenrückgewähr führt jedoch gleichzeitig zu einer Reduzierung der steuerlichen Anschaffungskosten, sodass bei der Veräußerung der Anteile durch Aktionäre ein Veräußerungsgewinn realisiert wird, der wiederum der Abgeltungsteuer unterliegt. Somit ergibt sich aus dem steuerlichen Einlagekonto lediglich ein Steuerstundungseffekt und keine Steuerersparnis. Analog zu den Annahmen bei der fiktiven Thesaurierung wurde dieser Steuerstundungseffekt durch die hälftige effektive Steuerquote i.H.v. 13,2% berücksichtigt.

511. Der Sonderwert i.H.v. EUR 23,2 Mio. bezieht sich auf das steuerliche Einlagekonto der alstria. Der Sonderwert für das steuerliche Einlagekonto wurde Zugunsten der Minderheitsaktionäre berücksichtigt, da dieser mit der angenommenen Migration der alstria AG nach Luxemburg tatsächlich nicht mehr genutzt werden kann.

Minderheiten

¹¹⁹ Zur Ableitung des Werts des steuerlichen Einlagekonto wurde der Wert zum 31. Dezember 2023 vereinfachend fortgeschrieben, da keine Ausschüttungen für das Jahr 2023 im Jahr 2024 getätigt wurden oder geplant sind.

¹²⁰ Der ausschüttbare Gewinn ist definiert als: steuerliches Eigenkapital abzgl. gezeichnetes Kapital und steuerliches Einlagekonto (minimal 0).

512. Im Rahmen der Analysen und der Gespräche mit den Planungsverantwortlichen wurden nicht beherrschende Anteile des zurechenbaren Konzernergebnisses identifiziert, die bei der Bewertung der alstria als Minderheiten zu berücksichtigen sind. Das auf Minderheiten entfallende Ergebnis wird bei der Ableitung des Ertragswerts nicht berücksichtigt und stattdessen als Sonderwert vom Ertragswert abgezogen. Daher ist eine Minderung des Ertragswerts bei der alstria in Höhe des Barwerts des auf Minderheiten entfallenden Ergebnisses von EUR -7,6 Mio. notwendig.
513. Die dem berechneten Ertragswert der alstria hinzugerechneten Sonderwerte und Minderheiten betragen in Summe EUR 15,6 Mio. zum 31. Dezember 2024.

6.3.3 WERT DES EIGENKAPITALS NACH PERSÖNLICHEN STEUERN GEMÄß IDW S 1

514. Bei Verwendung einer Marktrisikoprämie von 5,75% nach persönlichen Steuern, einem unverschuldeten Betafaktor von 0,50, einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,74% und unter Berücksichtigung des entsprechenden Ertragswerts zum 31. Dezember 2024 i.H.v. EUR 885,7 Mio. sowie der Minderheiten und Sonderwerte i.H.v. insgesamt EUR 15,6 Mio. beträgt der Wert des Eigenkapitals der alstria nach persönlichen Steuern zum 31. Dezember 2024 insgesamt EUR 901,3 Mio. und zum 11. Februar 2025 insgesamt EUR 911,8 Mio. Bei einer ausstehenden Anzahl von rd. 178,6 Mio. alstria-Aktien ergibt sich ein Wert i.H.v. EUR 5,11 je alstria-Aktie:

Wert je alstria-Aktie nach persönlichen Steuern

in EUR Mio.

Marktwert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2024	885,7
Sonderwerte	15,6
Wertbeitrag aus steuerlichen Einlagekonto	23,2
Minderheiten	-7,6
Marktwert des Eigenkapitals inkl. Sonderwerte zum 31. Dezember 2024	901,3
Aufzinsungsfaktor	1,01
Marktwert des Eigenkapitals zum 11. Februar 2025	911,8
Anzahl der ausstehenden Aktien (in Mio.)	178,6
Wert je Aktie (in EUR)	5,11

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

6.3.4 SENSITIVITÄTSRECHNUNG NACH PERSÖNLICHEN STEUERN

515. Zusätzlich wird eine Sensitivitätsrechnung anhand eines Betafaktors i.H.v. 0,45 bei geringeren nachhaltigen Umsatzerlösen vorgenommen. Entsprechend ergibt sich ein Risikozuschlag für das operative Risiko nach persönlichen Steuern von 2,59% (im Vergleich zu 2,88% zuvor).

516. In der Sensitivitätsrechnung ergeben sich verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern von gerundet von 10,54% bis 7,28% bzw. von 5,55% nach Abzug des Wachstumsabschlags von 1,74% in der ewigen Rente:

Ableitung der Kapitalkosten nach persönlichen Steuern (Sensitivitätsrechnung)

	Planung					Konvergenz					TV
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
Risikoloser Basiszinssatz (vor pers. Steuern)	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	
<i>Persönliche Steuern (26,38%)</i>	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	
Risikoloser Basiszinssatz (nach pers. Steuern)	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	
Marktrisikoprämie (nach pers. Steuern)	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	
Verschuldeter Betafaktor	1,51	1,34	1,26	1,18	1,08	1,02	1,01	0,98	0,95	0,95	
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	10,54%	9,57%	9,06%	8,62%	8,04%	7,71%	7,62%	7,49%	7,28%	7,29%	
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,74%	
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	10,54%	9,57%	9,06%	8,62%	8,04%	7,71%	7,62%	7,49%	7,28%	5,55%	

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

517. In der Sensitivitätsberechnung ergibt sich ein Ertragswert i.H.v. EUR 738,0 Mio. zum 31. Dezember 2024:

Ertragswert nach persönlichen Steuern (Sensitivitätsrechnung)

in EUR Mio.

	Planung					Konvergenz					TV
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	51,3	37,3	31,8	21,7	73,1	
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	10,54%	9,57%	9,06%	8,62%	8,04%	7,71%	7,62%	7,49%	7,28%	7,29%	
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,74%	
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	10,54%	9,57%	9,06%	8,62%	8,04%	7,71%	7,62%	7,49%	7,28%	5,55%	
Barwertfaktor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	8,7	
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	30,7	20,8	16,4	34,6	635,5	
Ertragswert zum 31. Dezember 2024	738,0										

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

518. Unter Berücksichtigung des entsprechenden Ertragswerts zum 31. Dezember 2024 i.H.v. EUR 738,0 Mio. sowie der Minderheiten und Sonderwerte i.H.v. insgesamt EUR 15,1 Mio. beträgt der Wert des Eigenkapitals der alstria nach persönlichen Steuern in der Sensitivitätsrechnung zum 31. Dezember 2024 insgesamt EUR 753,2 Mio. und zum 11. Februar 2025 insgesamt EUR 761,9 Mio. Bei einer ausstehenden Anzahl von rd. 178,6 Mio. alstria-Aktien ergibt sich in der Sensitivitätsrechnung ein Wert nach persönlichen Steuern i.H.v. EUR 4,27 je alstria-Aktie:

Wert je alstria-Aktie nach persönlichen Steuern (Sensitivitätsrechnung)

in EUR Mio.

Marktwert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2024	738,0
Sonderwerte	15,1
Wertbeitrag aus steuerlichen Einlagekonto	22,7
Minderheiten	-7,6
Marktwert des Eigenkapitals inkl. Sonderwerte zum 31. Dezember 2024	753,2
Aufzinsungsfaktor	1,01
Marktwert des Eigenkapitals zum 11. Februar 2025	761,9
Anzahl der ausstehenden Aktien (in Mio.)	178,6
Wert je Aktie (in EUR)	4,27

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

6.4 VERGLEICHSORIENTIERTE BEWERTUNG ANHAND DER MULTIPLIKATOR-METHODE

519. Zusätzlich zur Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf Basis der im Rahmen aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen üblichen Ertragswertmethode nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1

und der angewendeten DCF-Methode vor persönlichen Steuern gemäß den DVFA-Empfehlungen werden zur weiteren Plausibilisierung Wertbandbreiten basierend auf der Multiplikator-Methode ermittelt. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbeurteilung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig Umsatz- oder Ergebnisgröße) des Unternehmens und dem entsprechenden Multiplikator, der regelmäßig von börsennotierten Vergleichsunternehmen (Börsenmultiplikatoren) sowie aus vergleichbaren Transaktionen (Transaktionsmultiplikatoren) abgeleitet wird.

6.4.1 BEWERTUNG ANHAND VERGLEICHBARER BÖRSENNOTIERTER UNTERNEHMEN

520. Zur Bewertung der alstria kommen zunächst die bei vergleichbaren Unternehmen am Kapitalmarkt beobachtbaren Börsenkurse und daraus abgeleitete Multiplikatoren in Betracht. Im Gegensatz zur Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group ist bei einer vergleichenden Marktbeurteilung anhand von Börsenmultiplikatoren nicht die Länge der historischen Börsennotierung, sondern vielmehr die Güte der zukunftsgerichteten Analystenschätzungen der Bezugsgrößen entscheidend. Daher können zunächst alle in der Peer Group Auswahl identifizierten Vergleichsunternehmen in die Bewertung einbezogen werden. Die nachfolgenden Analysen basieren auf Multiplikatoren der zukünftigen Geschäftsjahre 2024 bis 2026.
521. Im Konzept des IDW S 1 dient die vergleichende Bewertung anhand von Multiplikatoren der Plausibilisierung des Ertragswerts. Insofern sind die abgeleiteten Multiplikatoren nicht als eigenständige Bewertung zu betrachten.
522. Für die Ableitung von Multiplikatoren für die alstria wird zunächst die Planungsrechnung des Bewertungsobjekts mit den Analystenschätzungen für die Peer Group Unternehmen verglichen. Als geeignete Referenzgrößen wurden Umsatzerlöse aus Vermietung und EBIT, sowie die Immobilienspezifische Referenzgröße des NAV-Multiplikators ausgewählt, um eine möglichst breite Basis für die Multiplikator-Bewertung sicherzustellen.
523. Zur Sicherstellung einer breiten Datenbasis bei der Bewertung mittels Börsenmultiplikatoren werden Durchschnitt und Median der am besten vergleichbaren Unternehmen aus der Peer Group herangezogen, um eine belastbare Bandbreite zu ermitteln. Als Referenzgröße werden die geplanten Umsatzerlöse aus Vermietung und EBIT der alstria für die Jahre 2024 bis 2026 verwendet.

Umsatz-Multiplikatoren

524. Für die Umsatz-Multiplikatoren haben Wachstumserwartungen und die EBIT-Marge einen hohen Erklärungsgehalt. Im Folgenden ist das Wachstums- und Margenprofil der Peer Group Unternehmen dargestellt:

Übersicht Umsatz-Multiplikatoren

	Mieterlöse			EBIT-Marge			Mieterlöse-Multiplikator		
	FY2024	FY2025	FY2026	FY2024	FY2025	FY2026	FY2024	FY2025	FY2026
PSP Swiss Property AG	5,4%	2,2%	2,1%	86,5%	86,1%	86,2%	26,7x	26,1x	25,6x
CA Immobilien Anlagen AG	3,3%	1,8%	3,7%	66,9%	73,8%	n/a	20,2x	19,8x	19,1x
Hamborner REIT AG	5,1%	0,5%	2,1%	66,8%	65,9%	66,5%	12,9x	12,8x	12,5x
EPIC Suisse AG	3,8%	-100,0%	n/a	n/a	n/a	n/a	21,6x	n/a	n/a
Aroundtown SA	n/a	0,6%	-0,3%	59,8%	59,5%	60,8%	13,1x	13,0x	13,0x
IREIT Global	11,3%	-24,5%	7,8%	77,3%	73,3%	76,6%	8,8x	11,6x	10,8x
Inovalis Real Estate Investment Trust	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Sirius Real Estate Limited	7,0%	13,4%	10,4%	66,1%	66,1%	66,8%	12,9x	11,4x	10,3x
CLS Holdings plc	n/a	-2,0%	2,0%	52,5%	51,7%	51,8%	8,9x	9,1x	8,9x
Gecina	3,9%	6,5%	3,0%	78,4%	78,7%	79,0%	20,0x	18,8x	18,2x
NSI N.V.	2,2%	2,1%	3,1%	68,3%	68,9%	70,9%	10,1x	9,9x	9,6x
Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A.	4,2%	3,6%	4,2%	80,9%	80,2%	81,3%	24,7x	23,9x	22,9x
Vitura SA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Derwent London Plc	0,1%	6,5%	9,1%	72,7%	73,4%	72,7%	17,5x	16,4x	15,0x
Helical plc	-23,2%	-4,8%	11,8%	51,0%	64,0%	66,6%	20,6x	21,6x	19,3x
Great Portland Estates Plc	n/a	10,2%	19,8%	27,2%	36,2%	40,4%	21,0x	19,1x	15,9x
alstria Office REIT-AG	2,9%	-2,8%	2,5%	68,0%	64,5%	66,2%			
Min	-23,2%	-100,0%	-0,3%	27,2%	36,2%	40,4%	8,8x	9,1x	8,9x
25%-Quantil	2,2%	-2,7%	2,1%	56,1%	61,7%	62,2%	12,2x	11,5x	10,5x
Durchschnitt	2,1%	-6,0%	6,1%	65,7%	67,5%	68,3%	17,1x	16,4x	15,5x
Median	3,9%	2,0%	3,7%	66,9%	68,9%	68,8%	18,7x	16,4x	15,0x
75%-Quantil	2,2%	-2,7%	2,1%	56,1%	61,7%	62,2%	12,2x	11,5x	10,5x
Max	11,3%	13,4%	19,8%	86,5%	86,1%	86,2%	26,7x	26,1x	25,6x
Auswahl	4,5%	2,0%	3,0%	75,3%	76,5%	78,0%	21,1x	20,6x	20,0x

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

525. Für die Umsatz-Multiplikatoren wird auf die Jahre 2024 bis 2026 abgestellt. Als Bandbreite wird dabei der Durchschnitt aller Peer Group-Unternehmen und der Durchschnitt der am besten vergleichbaren Unternehmen aus der Peer Group („Auswahl“) gewählt. Die Auswahl wurde auf Basis des Wachstums- und Margen-Profiles getroffen. Somit ergibt sich die Multiplikator-Bandbreite für das Jahr 2024 von 17,1x bis 21,1x, für das Jahr 2025 von 16,4x bis 20,6x und für das Jahr 2026 von 15,5x bis 20,0x.

EBIT-Multiplikatoren

526. Für die EBIT-Multiplikatoren haben EBIT-Wachstumserwartungen und die EBIT-Marge einen hohen Erklärungsgehalt. Im Folgenden ist das Wachstums- und Margenprofil der Peer Group-Unternehmen dargestellt:

Übersicht EBIT-Multiplikatoren

	EBIT-Wachstum			EBIT-Marge			EBIT-Multiplikator		
	FY2024	FY2025	FY2026	FY2024	FY2025	FY2026	FY2024	FY2025	FY2026
PSP Swiss Property AG	9,9%	1,8%	2,1%	86,5%	86,1%	86,2%	30,8x	30,3x	29,7x
CA Immobilien Anlagen AG	15,7%	12,2%	2,6%	66,9%	73,8%	n/a	30,2x	26,9x	26,2x
Hamborner REIT AG	-1,6%	-0,9%	3,0%	66,8%	65,9%	66,5%	19,3x	19,4x	18,9x
EPIC Suisse AG	n/m	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Aroundtown SA	-0,9%	0,1%	1,9%	n/a	59,5%	60,8%	21,9x	21,8x	21,4x
IREIT Global	31,7%	-28,4%	12,8%	77,3%	73,3%	76,6%	11,3x	15,8x	14,1x
Inovalis Real Estate Investment Trust	2,8%	-18,3%	-22,4%	n/a	n/a	n/a	17,4x	21,3x	27,5x
Sirius Real Estate Limited	15,5%	13,4%	11,4%	66,1%	66,1%	66,8%	19,5x	17,2x	15,5x
CLS Holdings plc	26,1%	-3,4%	2,2%	52,5%	51,7%	51,8%	17,0x	17,6x	17,2x
Gecina	4,0%	6,8%	3,5%	78,4%	78,7%	79,0%	25,5x	23,8x	23,0x
NSI N.V.	1,1%	3,0%	6,0%	68,3%	68,9%	70,9%	14,7x	14,3x	13,5x
Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A.	4,9%	2,7%	5,6%	80,9%	80,2%	81,3%	30,6x	29,7x	28,2x
Vitura SA	n/m	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Derwent London Plc	3,5%	7,5%	8,0%	72,7%	73,4%	72,7%	24,0x	22,3x	20,7x
Helical plc	-21,4%	19,5%	16,3%	51,0%	64,0%	66,6%	40,4x	33,8x	29,0x
Great Portland Estates Plc	53,7%	46,6%	33,8%	27,2%	36,2%	40,4%	n/a	n/a	n/a
alstria Office REIT-AG	-1,9%	-7,8%	5,2%	68,0%	64,5%	66,2%			
Min	-21,4%	-28,4%	-22,4%	27,2%	36,2%	40,4%	11,3x	14,3x	13,5x
25%-Quantil	0,6%	-1,5%	2,2%	55,9%	61,7%	62,2%	17,2x	17,4x	16,4x
Durchschnitt	10,3%	4,5%	6,2%	66,2%	67,5%	68,3%	23,3x	22,7x	21,9x
Median	4,4%	2,9%	4,5%	67,6%	68,9%	68,8%	21,9x	21,8x	21,4x
75%-Quantil	0,6%	-1,5%	2,2%	55,9%	61,7%	62,2%	17,2x	17,4x	16,4x
Max	53,7%	46,6%	33,8%	86,5%	86,1%	86,2%	40,4x	33,8x	29,7x
Auswahl Max	6,2%	3,8%	3,7%	82,0%	81,7%	82,2%	29,0x	28,0x	27,0x
Auswahl Min	-0,3%	6,8%	6,7%	73,0%	75,6%	76,8%	28,4x	26,4x	24,7x

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

527. Analog zu den Umsatz-Multiplikatoren wird bei den EBIT-Multiplikatoren auf die Jahre 2024 bis 2026 abgestellt. Als Bandbreite werden Durchschnittswerte über eine Auswahl an vergleichbaren Unternehmen herangezogen. Dabei werden jeweils vergleichbare Unternehmen anhand des Margen- bzw. Wachstumsprofils ausgewählt. Somit ergibt sich die Bandbreite für das Jahr 2024 von 28,4x bis 29,0x, für das Jahr 2025 von 26,4x bis 28,0x und für das Jahr 2026 von 24,7x bis 27,0x.

NAV-Multiplikator

528. Um die branchenrelevanten NAV-Werte zu berücksichtigen, wurde ebenfalls der NAV-Multiplikator¹²¹ verwendet. Dieser wird, wie auch der EBIT-Multiplikator, maßgeblich vom Wachstums- und Margenprofil getrieben:

¹²¹ Anm.: Bei der als NAV-Multiplikator bezeichneten Größe handelt es sich um den angepassten EPRA-NTA-Multiplikator. Der EPRA NTA-Multiplikator wurde dabei um latente Steuern bereinigt, sodass es sich dabei um eine Größe vor Steuereffekten handelt.

Übersicht NAV-Multiplikatoren

	NAV-Multiplikator
	LTM
PSP Swiss Property AG	0,95x
CA Immobilien Anlagen AG	0,74x
Hamborner REIT AG	0,65x
EPIC Suisse AG	0,88x
Aroundtown SA	0,74x
IREIT Global	0,47x
Inovalis Real Estate Investment Trust	n/a
Sirius Real Estate Limited	1,06x
CLS Holdings plc	0,36x
Gecina	0,66x
NSI N.V.	0,57x
Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A.	0,85x
Vitura SA	0,18x
Derwent London Plc	0,76x
Helical plc	0,60x
Great Portland Estates Plc	0,64x
alstria Office REIT-AG	
Min	0,18x
25%-Quantil	0,54x
Durchschnitt	0,69x
Median	0,70x
75%-Quantil	0,54x
Max	1,12x
Auswahl Max	0,78x
Auswahl Min	0,74x

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

529. Bei den meisten Unternehmen der Peer Group liegen keine Prognosen der Analysten für den NAV vor. Daher wird für die Bewertung ausschließlich der NAV-Multiplikator für das Geschäftsjahr 2024 (LTM) verwendet. Bei der Ableitung des NAV-Multiplikators wurde darauf geachtet, latente Steueransprüche gegebenenfalls zu bereinigen, um eine konsistente und vergleichbare Datenbasis sicherzustellen.
530. Für die Bandbreite der NAV-Multiplikatoren wird analog zu den Umsatz- und EBIT-Multiplikatoren der durchschnittliche Multiplikator der am besten vergleichbaren Unternehmen aus der Peer Group herangezogen. Die resultierende Bandbreite der NAV-Multiplikatoren liegt zwischen 0,78x und 0,74x für das Jahr 2024 (LTM).

Wert des Eigenkapitals anhand von Börsenmultiplikatoren

531. Für die abschließende Bestimmung der aus den Börsenmultiplikatoren resultierenden Wertbandbreite haben wir im Folgenden wie bereits oben erwähnt jeweils auf eine Bandbreite zwischen dem Durchschnitt und dem Median der am besten vergleichbaren Unternehmen aus der Peer Group abgestellt.
532. Bei der Bewertung anhand der Multiplikator-Methode werden nach gängiger Bewertungspraxis Prämien (zum Beispiel Übernahmepremien) und Abschläge (zum Beispiel Liquiditätsabschlag) auf die mit Börsenmultiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals berücksichtigt.

533. Konzeptionell liegt der Übernahmeprämie die Annahme zugrunde, dass Börsenmultiplikatoren lediglich die Preise von nicht-beherrschenden Anteilen widerspiegeln und Kontrolle an einem Unternehmen einen Wert hat, da dadurch eine suboptimale Geschäftspolitik verändert und Synergien mit dem Erwerber gehoben werden können. Konzeptionell muss die Übernahmeprämie in den sog. finanziellen Kontrollwert und den sog. strategischen Kontrollwert untergliedert werden,¹²² wobei letzterer Rationalisierungs- und Synergieeffekte abbildet. Dementsprechend müssen bei der Betrachtung von Börsenmultiplikatoren die abgeleiteten Unternehmenswerte um einen finanziellen Kontrollaufschlag adjustiert werden. Dies arbeitet z.B. die Studie von Grbenic/Zunk (2015) heraus und legt eine Kontrollprämie im einstelligen bis niedrigem zweistelligen Bereich nahe. Eichner (2017) hingegen untersucht in seiner Studie, inwiefern sich die in Europa beobachtbaren Übernahmeprämien in verschiedene Komponenten zerlegen lassen. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass in etwa ein Viertel bis ein Drittel der gesamten Übernahmeprämie auf die finanzielle Kontrollprämie zurückzuführen ist. Die beobachteten Übernahmeprämien in der Eichner Studie im Bereich von ca. 15% bis ca. 30% decken sich mit den Ergebnissen von Grbenic/Zunk. Somit kann insgesamt der Ansatz einer finanziellen Kontrollprämie i.H.v. 10% begründet werden.
534. Auf Basis der gewählten Multiplikatoren resultieren die in folgender Darstellung ausgewiesenen Wertbandbreiten des Unternehmensgesamtwerts. Die dargestellte Bandbreite des Unternehmensgesamtwerts wird in einem nächsten Schritt aus dem Durchschnitt aller gezeigten Bandbreitenwerte gebildet:

¹²² Vgl. Grbenic/Zunk, The Value of Control: Transaktionsorientierte Kontrollprämien für Europa, 2015, S. 16 ff; Eichner, Übernahmeprämien bei M&A, 2017, S. 191.

Wertableitung anhand von Börsenmultiplikatoren (Unternehmensgesamtwert Multiplikatoren)¹²³

in EUR Mio.

Börsenmultiplikator	Ausgewählte Multiplikatoren		alstria Office REIT-AG Bezugsgröße	Wertbandbreite	
	Auswahl Min	Auswahl Max		Min	Max
Mieterlöse-Multiplikator 2024	17,1x	21,1x	197,5	3.369,9	4.170,1
Mieterlöse-Multiplikator 2025	16,4x	20,6x	192,0	3.151,8	3.964,7
Mieterlöse-Multiplikator 2026	15,5x	20,0x	196,8	3.046,4	3.942,4
EBIT-Multiplikator 2024	28,4x	29,0x	134,3	3.813,2	3.888,9
EBIT-Multiplikator 2025	26,4x	28,0x	123,8	3.267,1	3.461,5
EBIT-Multiplikator 2026	24,7x	27,0x	130,3	3.215,7	3.512,2
Unternehmensgesamtwert (Ø)				3.310,7	3.823,3
- Finanzverbindlichkeiten				-2.445,7	-2.445,7
+ / (-) Sonderwerte				-7,6	-7,6
Vorläufiger Wert des Eigenkapitals				857,4	1.370,0
+ Kontrollprämie (10%)				85,7	137,0
- Sonderwert: Verlust REIT-Status				-501,8	-501,8
Wert des Eigenkapitals				441,3	1.005,2
Aktienanzahl in Mio. Stk.				178,6	178,6
Wert je Aktie (in EUR)				2,47	5,63

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

535. Die Börsenmultiplikatoren bestehen aus zwei zentralen Komponenten. Zum einen umfassen sie die Mieterlöse- und EBIT-Multiplikatoren, die den gesamten Unternehmensgesamtwert betrachten. Bei der Überleitung vom Unternehmensgesamtwert zum Wert des Eigenkapitals sind die verzinslichen Verbindlichkeiten i.H.v. EUR 2.445,7 Mio. in Abzug zu bringen.

Wertableitung anhand von Börsenmultiplikatoren (Eigenkapital Multiplikatoren)¹²⁴

in EUR Mio.

Börsenmultiplikator	Ausgewählte Multiplikatoren		alstria Office REIT-AG Bezugsgröße	Wertbandbreite	
	Auswahl Min	Auswahl Max		Min	Max
NAV-Multiplikator LTM	0,74x	0,78x	1.771,2	1.303,4	1.375,5
Vorläufiger Wert des Eigenkapitals				1.303,4	1.375,5
+ Kontrollprämie (10%)				130,3	137,5
- Sonderwert: Verlust REIT-Status				-501,8	-501,8
Wert des Eigenkapitals				931,9	1.011,3
Aktienanzahl in Mio. Stk.				178,6	178,6
Wert je Aktie (in EUR)				5,22	5,66

¹²³ Anm.: Die NAV Bezugsgröße von alstria wurde berechnet auf Basis des EPRA NTA zum 30. September 2024, der um latente Steuerverbindlichkeiten bereinigt wurde und somit eine Größe vor Unternehmenssteuer darstellt. Dieses Vorgehen wurde bei den Peer Group-Unternehmen konsistent angewendet.

¹²⁴ Anm.: Die NAV Bezugsgröße von alstria wurde berechnet auf Basis des EPRA NTA zum 30. September 2024, der um latente Steuerverbindlichkeiten bereinigt wurde und somit eine Größe vor Unternehmenssteuer darstellt. Dieses Vorgehen wurde bei den Peer Group-Unternehmen konsistent angewendet. Darüber hinaus wurde bei der Ableitung der Bezugsgröße von alstria die leicht höhere Bewertung des Immobilienportfolios durch BNP berücksichtigt.

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

536. Die zweite Komponente ist der NAV-Multiplikator, der den Eigenkapitalwert des Unternehmens widerspiegelt, da das Fremdkapital bereits abgezogen wurde und ausschließlich das Eigenkapital berücksichtigt wird.
537. Bei der Multiplikator-Bewertung zum Bewertungsstichtag sind neben der Kontrollprämie i.H.v. 10% zusätzlich die Sonderwerte, die nicht in der Planungsrechnung und somit nicht in der Referenzgröße enthalten sind, zu berücksichtigen. Analog zur Ermittlung des Werts des Eigenkapitals anhand der Ertragswert- und DCF-Methode werden Sonderwerte aus dem Barwert des auf Minderheiten entfallenden Ergebnisses abgezogen.¹²⁵ Die Summe aus Sonderwerten und Minderheiten beträgt somit EUR -7,6 Mio.
538. Insgesamt ergibt sich so eine Bandbreite für den vorläufigen Wert des Eigenkapitals nach Anpassungen i.H.v. EUR 1.303,4 Mio. bis EUR 1.375,5 Mio. Zusätzlich wird zum vorläufigen Wert des Eigenkapitals eine Kontrollprämie in Höhe von 10% des vorläufigen Eigenkapitals addiert. Gleichzeitig wird ein Sonderwert in Höhe von EUR 501,8 Mio., der durch den Verlust des REIT-Status entsteht, abgezogen. Auf dieser Grundlage ergibt sich eine Bandbreite für den Eigenkapitalwert von EUR 931,9 Mio. bis EUR 1.011,3 Mio. Bei einer ausstehenden Anzahl von rd. 178,6 Mio. alstria-Aktien ergibt sich ein aus den Börsenmultiplikatoren abgeleiteter Wert je alstria-Aktie in einer Bandbreite von EUR 5,22 bis EUR 5,66.
539. Auf Basis der Börsenmultiplikatoren, die zunächst zum Unternehmensgesamtwert führen und der Börsenmultiplikatoren, die direkt zum Eigenkapitalwert führen, wird im folgenden eine Gesamtbandbreite abgeleitet.

Wertableitung anhand von Börsenmultiplikatoren (Unternehmensgesamtwert + Eigenkapital Multiplikatoren)¹²⁶

in EUR Mio.

Börsenmultiplikatoren-Bandbreite	Min	Max
Wert des Eigenkapitals (Mieterlöse + EBIT)	441,3	1.005,2
Wert des Eigenkapitals (NAV)	931,9	1.011,3
Wert des Eigenkapitals	441,3	1.011,3
Aktienanzahl in Mio. Stk.	178,6	178,6
Wert je Aktie (in EUR)	2,47	5,66

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

540. Insgesamt ergibt sich so eine Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals auf Basis der Börsenmultiplikatoren i.H.v. EUR 441,3 Mio. bis EUR 1.011,3 Mio. Bei einer ausstehenden Anzahl von

¹²⁵ Sonderwerte in der Multiplikatorbewertung können von den Sonderwerten beim Ertragswert- und DCF-Verfahren abweichen, da Sonderwerte bei der Multiplikatorbewertung aufgezinst wird.

¹²⁶ Anm.: Die NAV Bezugsgröße von alstria wurde berechnet auf Basis des EPRA NTA zum 30. September 2024, der um latente Steuerverbindlichkeiten bereinigt wurde und somit eine Größe vor Unternehmenssteuer darstellt. Dieses Vorgehen wurde bei den Peer Group-Unternehmen konsistent angewendet.

rd. 178,6 Mio. alstria-Aktien ergibt sich ein aus den Börsenmultiplikatoren abgeleiteter Wert je alstria-Aktie in einer Bandbreite von EUR 2,47 bis EUR 5,66.

6.4.2 BEWERTUNG ANHAND VERGLEICHBARER TRANSAKTIONEN

541. Neben der Bewertung anhand von Börsenmultiplikatoren werden zudem Transaktionsmultiplikatoren verwendet. Der Unternehmenswert wird hierbei mithilfe beobachtbarer Transaktionen von Vergleichsunternehmen bestimmt, welche nicht zwingend börsennotiert sein müssen. Zur Ableitung dieser Multiplikatoren wird der gezahlte Kaufpreis der Vergleichsunternehmen ins Verhältnis zu einer Bezugsgröße gesetzt. Transaktionsmultiplikatoren weisen gegenüber Börsenmultiplikatoren den Unterschied auf, dass sie regelmäßig für Anteilspakete und Mehrheits-erwerbe beobachtbar sind.
542. Bei den auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise durch die subjektiven Interessenslagen der Transaktionspartner beeinflusst werden. Die Transaktionspreise berücksichtigen beispielsweise Synergieeffekte und andere subjektive Erwartungshaltungen, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion realisierbar werden. Ferner sind Interdependenzen zwischen gezahlten Preisen und der Kaufvertragsgestaltung (zum Beispiel Garantien etc.) vorhanden. So können gezahlte Kaufpreise für Mehrheitsanteile Zuschläge enthalten. Insgesamt wird in diesem Zusammenhang regelmäßig von sog. Übernahmeprämien gesprochen, die diese Effekte berücksichtigen. Im Gegensatz dazu enthalten Börsenmultiplikatoren solche Prämien nicht, sofern vorher keine Übernahmege-rüchte existieren. Die angesprochenen Effekte sind in der Praxis häufig beobachtbar, lassen sich jedoch i.d.R. nicht einzeln quantifizieren oder separieren. Teilweise können auch negative Prä-mien bzw. Abschläge beobachtet werden.
543. Es ist darauf hinzuweisen, dass im Wertkonzept gemäß IDW S 1 keine individuellen Synergien, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion entstehen (sog. echte Synergien) berücksich-tigt werden. Somit kommt den Transaktions-Multiplikatoren nur eine geringe Bedeutung zu.
544. Darüber hinaus ist bei Transaktions-Multiplikatoren auf den Zeitbezug der Transaktion zum Be-wertungsstichtag zu achten. Transaktionspreise mit zeitlich großem Abstand zum Bewertungs-stichtag sind nur eingeschränkt übertragbar, da sie zum Teil großen (Markt-) Schwankungen unterliegen können.¹²⁷ Insofern wird die Aussagekraft dieses Ansatzes – v.a. gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren – für die Unternehmensbewertung eingeschränkt. Zudem besteht, wie auch bei den Börsenmultiplikatoren, die Möglichkeit von Marktverzerrun-gen, die zu nicht aussagekräftigen Transaktionspreisen führen können, sodass ggf. das Krite-rium des Zeitbezugs zum Bewertungsstichtag zugunsten der Vermeidung der Fortschreibung temporärer Verzerrungen abgeschwächt werden muss.
545. Neben diesen Beschränkungen ist zudem regelmäßig die Datenbasis vergleichbarer Transakti-onen eingeschränkt, da sie auf öffentlich verfügbaren Informationen beruht, für welche im Un-terschied zu Börseninformationen keine vergleichbaren Veröffentlichungspflichten bestehen.

¹²⁷ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 218, neben ihrer Kritik auch an Börsen-Multiplikatoren.

Aus M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen wurden diejenigen ausgewählt, für die entsprechende Informationen und Kennzahlen öffentlich zugänglich sind.¹²⁸ Der Analysezeitraum umfasst die Jahre ab Ende 2015 bis zum Bewertungsstichtag. Bei der Auswahl vergleichbarer Unternehmen wurde der Kreis der Peer Group aufgrund der Datenverfügbarkeit erweitert. Berücksichtigt wurden Mehrheitstransaktionen im Gewerbeimmobilien-Sektor mit Zielunternehmen in der DACH-Region und Luxemburg sowie börsennotierte Unternehmen, deren Geschäftsfokus „Office“ oder „Commercial“ umfasst. Die Auswahl umfasst ausschließlich Unternehmen aus immobilienbezogenen Sektoren wie Immobilienwirtschaft, Immobilienfonds (REITs), diversifizierten Immobilienaktivitäten und Büroimmobilien. Zudem wurden nur operativ tätige Unternehmen mit positiven operativen Ergebnissen einbezogen. Die finale Liste der Zielunternehmen setzt sich aus folgenden Unternehmen zusammen: S IMMO AG, Deutsche EuroShop AG, VIB Vermögen AG, Deutsche Industrie REIT-AG, GxP German Properties AG, Bispacelimited, CA Immobilien Anlagen AG, Godewind Immobilien AG, TLG Immobilien AG und DO Deutsche Office AG.

546. Auf Basis ausschließlich öffentlich verfügbarer Informationen ist eine abschließende, fundierte Beurteilung der jeweiligen Transaktionen regelmäßig nicht umfassend möglich. Somit könnten die ausgewählten Transaktionen nicht bzw. nur sehr eingeschränkt vergleichbar sein. Insbesondere können gezahlte Prämien oder Abschläge in direktem Zusammenhang mit gewährten Garantien oder sonstigen Verpflichtungen im Rahmen des Kaufvertrags stehen. Trotz dieser Einschränkungen wurden folgende 12 Transaktionen identifiziert und in Abhängigkeit der Datenverfügbarkeit Multiplikatoren daraus abgeleitet.

Übersicht über die ausgewählten vergleichbaren Transaktionen
in EUR Mio.

Transaktionsinformationen				Zielunternehmen LTM Kennzahlen		Transaktionsmultiplikatoren	
Käuferunternehmen	Zielunternehmen	Land	Closing	Unternehmensgesamtwert	Erworbener Anteil	Mieteinnahmen-Multiplikator	NAV-Multiplikator
IMMOFINANZ AG	S IMMO AG	Österreich	27/12/2022	2.434,0	24,5%	18,5x	0,35x
CPI Property Group	S IMMO AG	Österreich	18/11/2022	2.716,1	47,8%	20,7x	0,49x
Oaktree Capital, L.P.; Cura G.m.b.h.	Deutsche EuroShop AG	Deutschland	26/07/2022	2.836,0	64,4%	11,4x	0,43x
DIC Asset AG (nka:Branicks Group AG)	VIB Vermögen AG	Deutschland	31/03/2022	2.123,4	36,0%	23,5x	n/a
CTP N.V.	Deutsche Industrie REIT AG	Deutschland	25/01/2022	1.168,5	80,9%	20,1x	n/a
Paccard eight GmbH	GxP German Properties AG	Deutschland	22/12/2021	151,1	11,0%	10,5x	n/a
Sinius Real Estate Limited	Bispacelimited	England	15/11/2021	391,3	100,0%	n/a	n/a
SOF-11 Klimt CAI S.à r.l.	CA Immobilien Anlagen AG	Österreich	14/07/2021	5.256,7	33,6%	20,3x	0,63x
Covivio X-Tend AG	Godewind Immobilien AG	Deutschland	11/05/2020	1.185,0	86,0%	33,5x	n/a
Aroundtown SA	TLG Immobilien AG	Deutschland	07/02/2020	5.676,8	77,5%	22,6x	0,90x
Summit Germany Limited	GxP German Properties AG	Deutschland	31/08/2018	162,5	72,0%	15,2x	0,68x
alstria office REIT-AG	DO Deutsche Office AG	Deutschland	27/10/2015	1.806,5	90,6%	17,5x	0,92x
Min				151,1	11,0%	10,5x	0,35x
Median				1964,9	68,2%	20,1x	0,63x
Durchschnitt				2159,0	60,4%	19,4x	0,63x
Max				5676,8	100,0%	33,5x	0,92x
Auswahl aktuell							0,42x

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

547. Ausgehend von den zuvor durchgeführten Analysen der Börsen-Multiplikatoren wird für die Bewertung mit Transaktions-Multiplikatoren ebenfalls auf die Bezugsgrößen Mieteinnahmen

¹²⁸ Zugang der Informationen und Kennzahlen über die Datenbank S&P Global Market Intelligence. Es werden insbesondere die impliziten Gesamtkapitalwerte und jeweiligen Bezugsgrößen von dieser Datenbank bezogen und anschließend auf dieser Basis die entsprechenden Multiplikatoren berechnet. Außerdem wurden einige der Multiplikatoren aus der Datenbank MergerMarket entnommen.

und NAV¹²⁹ zurückgegriffen. Die NAV-Multiplikatoren wurden ermittelt, indem der NAV des jeweiligen Unternehmens ins Verhältnis zum impliziten Eigenkapitalwert gesetzt wurde. Im Gegensatz dazu basiert der Multiplikator Mieteinnahmen auf dem Verhältnis der jährlichen Mieterlöse des jeweiligen Unternehmens zum impliziten Gesamtunternehmenswert. Diese Betrachtung fokussiert sich auf die operative Ertragskraft des Unternehmens aus der Vermietung und ermöglicht einen Vergleich der Bewertung verschiedener Unternehmen basierend auf deren Einnahmequellen. Beide Ansätze bieten unterschiedliche Perspektiven auf die Wertbemessung, wobei der NAV-Multiplikator stärker auf die Vermögenswerte und der Mieteinnahmen-Multiplikator auf die operative Performance des Unternehmens ausgerichtet ist.

548. Die beobachteten Multiplikatoren für die Mieterlöse seit 2015, weisen einen Median von 20,1x, und einen Durchschnitt von 19,4x aus. Der Median und der Durchschnitt der NAV-Multiplikatoren liegen jeweils bei 0,63x. Betrachtet man die jüngsten Transaktionen seit 2022, liegt der Durchschnitt der NAV-Multiplikatoren bei 0,42x.

Wert des Eigenkapitals anhand von Transaktionsmultiplikatoren

549. Basierend auf den ausgewählten Transaktionen ergibt sich bei der Verwendung der entsprechenden Multiplikatoren für die alstria die im Folgenden dargestellte Wertbandbreite für den Wert des Eigenkapitals analog zur Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf Basis von Börsenmultiplikatoren:

Wertableitung anhand von Transaktionsmultiplikatoren (Unternehmensgesamtwert)

in EUR Mio.

Transaktionsmultiplikatoren	Ausgewählte Multiplikatoren		alstria Office REIT-AG Bezugsgröße	Wertbandbreite	
	Median	Durchschnitt		Min	Max
Mieterlöse-Multiplikator	20,1x	19,4x	197,5	3.838,1	3.964,2
Unternehmensgesamtwert (Ø)				3.838,1	3.964,2
Finanzverbindlichkeiten				-2.445,7	-2.445,7
+/- Sonderwerte				-7,6	-7,6
Wert des Eigenkapitals				1.384,7	1.510,8
- Sonderwert: Verlust REIT-Status				-501,8	-501,8
Wert des Eigenkapitals				883,0	1.009,1
Aktienanzahl in Mio. Stk.				178,6	178,6
Wert je Aktie (in EUR)				4,94	5,65

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

¹²⁹ Anm.: Bei der NAV-Multiplikator Größe handelt es sich um EPRA NTA-Multiplikatoren, wenn verfügbar.

550. Zum Bewertungsstichtag liegt die Bandbreite für den Unternehmensgesamtwert der alstria auf Basis abgeleiteten Mieterlös-Multiplikatoren zwischen EUR 3.838,1 Mio. und EUR 3.964,2 Mio. Nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals der alstria i.H.v. EUR 2.445,7 Mio. und weiteren Sonderwerten i.H.v. EUR 7,6 Mio. ergibt sich eine Bandbreite des vorläufigen Werts des Eigenkapitals der alstria von EUR 1.384,7 Mio. bis EUR 1.510,8 Mio. Des Weiteren ist vom vorläufigen Eigenkapitalwert der Sonderwert in Höhe von EUR 501,8 Mio., der durch den Verlust des REIT-Status entsteht, abzuziehen. Dies führt zu einem Eigenkapitalwert in einer Bandbreite von EUR 883,0 Mio. bis EUR 1.009,1 Mio. Unter Berücksichtigung der Zahl der ausstehenden Aktien von 178,6 Millionen Stück ergibt sich eine Bandbreite für den Wert je Aktie von EUR 4,94 bis EUR 5,65.

Wertableitung anhand von Transaktionsmultiplikatoren (Eigenkapital)

in EUR Mio.

Transaktionsmultiplikatoren	Ausgewählte Multiplikatoren		alstria Office REIT-AG Bezugsgröße	Wertbandbreite	
	Durchschnitt (aktuell)	Durchschnitt (alle)		Min	Max
NAV-Multiplikator	0,42x	0,63x	1.771,2	748,7	1.111,2
Wert des Eigenkapitals				748,7	1.111,2
+ Kontrollprämie (0)				0,0	0,0
- Sonderwert: Verlust REIT-Status				-501,8	-501,8
Wert des Eigenkapitals				246,9	609,5
Aktienanzahl in Mio. Stk.				178,6	178,6
Wert je Aktie (in EUR)				1,38	3,41

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

551. Bei Anwendung des NAV-Multiplikators ergibt sich im Vergleich zum Mieteinnahmen-Multiplikator ein abweichender Wert des Eigenkapitals. Bei der Analyse der unteren Bandbreite des NAV-Multiplikator wird sichergestellt, dass ausschließlich der Durchschnitt der jüngsten Transaktionen berücksichtigt werden, für die Analyse der oberen Bandbreite, wird der Durchschnitt aller Transaktionen berücksichtigt. Auf Basis der ausgewählten Multiplikator-Bandbreite leitet sich eine Bandbreite für den vorläufigen Wert des Eigenkapitals der alstria von EUR 748,7 Mio. bis EUR 1.111,2 Mio. ab. Des Weiteren ist vom vorläufigen Eigenkapitalwert der Sonderwert in Höhe von EUR 501,8 Mio., der durch den Verlust des REIT-Status entsteht, abzuziehen. Daraus ergibt sich ein Eigenkapitalwert in einer Bandbreite von EUR 246,9 Mio. bis EUR 609,5 Mio. Unter Berücksichtigung der Zahl der ausstehenden Aktien in Millionen Stück ergibt sich daraus ein Wert je Aktie in einer Bandbreite von EUR 1,38 bis EUR 3,41.

Wertableitung anhand von Transaktionsmultiplikatoren (Unternehmensgesamtwert + Eigenkapital Multiplikatoren)

Transaktionsmultiplikatoren-Bandbreite	Min	Max
Wert des Eigenkapitals (Mieterlöse)	883,0	1.009,1
Wert des Eigenkapitals (NAV)	246,9	609,5
Wert des Eigenkapitals	246,9	1.009,1
Aktienzahl in Mio. Stk.	178,6	178,6
Wert je Aktie (in EUR)	1,38	5,65

Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ

552. Die endgültige Eigenkapital-Bandbreite ergibt sich aus den ermittelten Werten des Unternehmens Gesamtwerts sowie des Eigenkapitalwerts, wodurch unter Berücksichtigung aller gewählten Multiplikatoren eine finale Bandbreite der Transaktionsmultiplikatoren von EUR 1,38 bis EUR 5,65 festgelegt wird. Für die untere Bandbreite wurden ausschließlich die jüngsten Transaktionen herangezogen, die obere Bandbreite spiegelt hingegen den Multiplikator der Mieteinnahmen wider, der nicht direkt auf den jüngsten Transaktionen basiert.

6.5 NET ASSET VALUE

553. In der betriebswirtschaftlichen Theorie und der Bewertungspraxis ist unstrittig, dass sich der Wert eines Unternehmens durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner ergibt.¹³⁰ Unternehmen erwirtschaften finanzielle Überschüsse durch eine zweckgerichtete Kombination von materiellen und immateriellen Werten. Der Wert des Unternehmens wird nicht durch die einzelnen bzw. isolierten Werte der einzelnen Bestandteile des Vermögens und der Schulden bestimmt, sondern durch das Zusammenwirken aller Werte.¹³¹ Entsprechend ist der Unternehmenswert nach IDW S 1 i.d.F. 2008 als Zukunftserfolgswert unter Anwendung des Ertragswertverfahrens (oder eines Discounted-Cash-Flow-Verfahrens), d. h. nach einem sog. „Gesamtbewertungsverfahren“, zu ermitteln.¹³² Vor diesem Hintergrund wird die dargestellte Net Asset Value – Betrachtung nicht als eigenständige Bewertungsmethode angewendet, sondern allenfalls als Indikation des Eigenkapitalwerts auf Basis des aktuellen Immobilienbestands zur Plausibilisierung der Ergebnisse der DCF-Methode herangezogen.¹³³

¹³⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 4.

¹³¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 18.

¹³² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 7.

¹³³ Vgl. Kapitel 6.2.5.

554. Bei der Berechnung des NAV stellen wir vereinfachend auf die Bilanz zum 30. September 2024 nach IFRS ab und berücksichtigen zusätzlich den von BNP ermittelten (vorläufigen) Wert des Immobilienportfolios zum 31. Dezember 2024.¹³⁴ Auf dieser Basis ergibt sich folgender NAV:

Net Asset Value Ableitung in EUR Mio.	IFRS	NAV-Berechnung	
	30.09.2024	Min	Max
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 EUR 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		4,03	5,06

555. Den Ausgangspunkt der Ableitung des NAV bildet der Buchwert des Eigenkapitals zum 30. September 2024. i.H.v. EUR 1.452,9 Mio. (Saldo Aktiva – Verbindlichkeiten zum 30. September 2024). Da gemäß NAV Methode nicht alle Bilanzpositionen eine Indikation für den Wert des Eigenkapitals zum Bewertungsstichtag zulassen, wird der Buchwert des Eigenkapitals in mehreren Schritten angepasst.

556. Der Buchwert des Eigenkapitals zum 30. September 2024 enthält bereits von alstria auf Basis des Buchwerts vom 31. Dezember 2023 und den getätigten Investitionen fortgeschrieben Wert der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien zum 30. September 2024 i.H.v. EUR 4.070,9 Mio. Auf Grundlage der Neubewertung des Portfolios zum 31. Dezember 2024 durch den Immobiliengutachter BNP wird der Buchwert der Immobilien auf den ermittelten Wert von EUR 4.142,7 Mio. angepasst.¹³⁵ Bei der BNP Bewertung handelt es sich um die Ermittlung des Fair Value der Immobilien für Rechnungslegungszwecke gemäß IFRS.¹³⁶ Dies ist eine Einzelbewertung der 106 Immobilienobjekte der alstria, die bereits konzeptionell nicht auf den für die Abfindungsermittlung gesuchten Zukunftserfolgswert von alstria als zu bewertende Gesellschaft übertragen werden können.

¹³⁴ Vgl. alstria Quartalsbericht zum 30. September 2024.

¹³⁵ Vgl. Vorläufige Bewertung von BNP der 106 Objekte zum 31. Dezember 2024 mit Stand vom 6. Dezember 2024.

¹³⁶ Vgl. Royal Institution of Chartered Surveyors, RICS Valuation – Global Standards, 2024: Beim Immobilienwert (Investment Property) handelt es sich um einen Wert vor Steuern.

557. Des Weiteren werden aktive latente Steuern i.H.v. EUR 5,8 Mio. bereinigt.
558. Zum Zeitpunkt der Erstellung der gutachtlichen Stellungnahme liegen die Kurse der börsennotierten Fremdkapitalinstrumente von alstria unter dem Nominalwert. Da alstria diese verzinslichen Verbindlichkeiten jedoch bis zur Endfälligkeit hält und insofern die Zahlung der vertraglichen Zinskonditionen und die Rückführung zum Nominalwert vornimmt, materialisieren sich diese Marktwertschwankungen für alstria nicht. Insofern werden diese zu ihren Buchwerten berücksichtigt.
559. Da mit Entfall des REIT Status alstria der Körperschafts- und Gewerbesteuer unterliegt, ist bei der Betrachtung des Net Asset Value die entsprechende Steuerbelastung zu berücksichtigen. Dies erfolgt in einer Variante unter der Annahme der sofortigen Veräußerung aller Immobilien zum angepassten Bilanzbuchwert durch Berücksichtigung einer latenten Steuerverbindlichkeit i.H.v. EUR 373,9 Mio. Andererseits hat KPMG für die Ermittlung der REIT Abfindung den Ertragswert vor und nach Verlust des REIT Status ermittelt. Der Unterschiedsbetrag i.H.v. EUR 501,8 Mio. bzw. EUR 2,81 entspricht der Abnahme des Unternehmenswerts der alstria aufgrund der anfallenden Steuerbelastung. Insofern wird dieser Wert in der Überleitung in einer alternativen Variante anstatt der latenten Steuerverbindlichkeit in Abzug gebracht. Dies ist eine sachgerechte Annahme da die Minderheitsaktionäre diesen Betrag von alstria vor dem Squeeze Out tatsächlich ausgezahlt bekommen.
560. Die Verwaltungskosten enthalten Holdingkosten, die nicht objektspezifisch sind und daher nicht in der BNP-Bewertung der Immobilien enthalten sind. Diese Holdingkosten setzen sich aus Personalaufwendungen und allgemeinen Verwaltungsaufwand zusammen. Im Jahr 2025 belaufen sich die entsprechenden Aufwendungen auf EUR 11,1 Mio. für Verwaltungsaufwand (exklusive Abschreibungen) und EUR 11,9 Mio. für Personalaufwand. Insgesamt ergibt sich gemäß des verabschiedeten Businessplan eine Summe von EUR 23,0 Mio. im Jahr 2025. Variante 1 berücksichtigt zudem Steuervorteile aus der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Verwaltungskosten, da diese nicht in den latenten Steuerverbindlichkeiten (deferred tax liabilities) enthalten sind. Variante 2 berücksichtigt hingegen keine Steuervorteile, da diese bereits in der von KPMG ermittelten Abfindung für den Verlust des REIT-Status vollständig berücksichtigt wurden.
561. In beiden Varianten wurde der Barwert der Verwaltungskosten unter Verwendung der unverschuldeten Eigenkapitalkosten als Diskontierungssatz ermittelt. Die Diskontierung der Verwaltungskosten wurde in Anlehnung an die Adjusted Present Value-Methode des DCF-Kalküls mit den unverschuldeten Eigenkapitalkosten vorgenommen, da die Kapitalstruktur bereits bei der Ermittlung des Bilanzbuchwerts des Immobilienvermögens und des Abzugs der verzinslichen Verbindlichkeiten berücksichtigt ist. Ein etwaiger Vorteil aus der steuerlichen Abzugsfähigkeit wurde in der Variante 1 bereits von den Verwaltungskosten in Abzug gebracht. In Variante 2 sind diese in dem Gesamtbetrag der REIT Abfindung bereits berücksichtigt.
562. Auf Basis der durchgeführten Anpassungen ergibt sich eine Bandbreite des NAV von EUR 720,2 Mio. bis EUR 903,3 Mio., was einer Bandbreite des Werts je Aktie von EUR 4,03 bis EUR 5,06 entspricht.

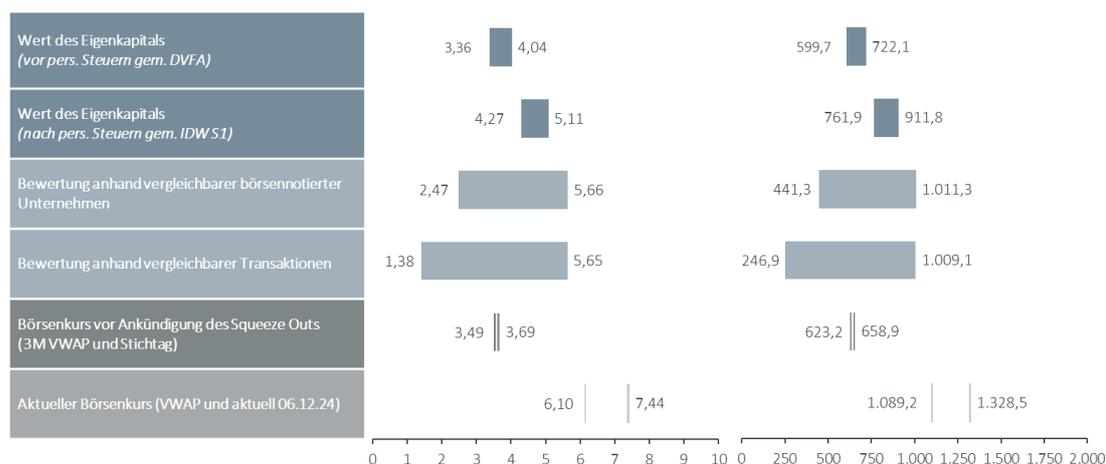
563. Vor diesem Hintergrund erscheint die auf Basis der Ertragswertmethode ermittelte Bandbreite des Werts je Aktie von EUR 4,27 bis EUR 5,11 plausibel.

6.6 FAZIT ZUM WERT DES EIGENKAPITALS

564. Die aus den verschiedenen Bewertungsmethoden und -parametern ermittelten Werte des Eigenkapitals der alstria stellen sich zum 11. Februar 2025 wie folgt dar:

Eigenkapitalwert der alstria zum 11. Februar 2025

in EUR je Aktie / in EUR Mio.



Quelle: ValueTrust Analyse

565. Der ermittelte 3M-VWAP auf Basis der Handelsdaten im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse, beträgt zum Zeitpunkt vor Ankündigung des Squeeze Out und des Verlusts des REIT-Status am 17. September 2024 EUR 3,49 je alstria-Aktie, was einer Marktkapitalisierung von EUR 623,2 Mio. bei einer Aktienanzahl von rd. 178,6 Mio. Stück entspricht. In Bezug auf den Börsenkurs bestehen keine Hinweise auf Marktmissbrauch oder Verstöße gegen Publizitätspflichten. Die Liquidität der alstria-Aktie war im Referenzzeitraum ausreichend. Insofern bestehen keine Anzeichen, dass der Börsenkurs nicht als Indikator für die Abfindungsermittlung herangezogen werden kann. Der aktuelle Börsenkurs nach Ankündigung des Squeeze Out und des Verlusts des REIT Status beträgt EUR 7,44 zum Kapitalmarktdaten-Stichtag am 6. Dezember 2024 und der VWAP im Zeitraum seit der Ankündigung des Squeeze Outs am 18. September 2024 bis zum 6. Dezember 2024 EUR 6,10. Der aktuelle Börsenkurs stellt insofern einen Indikator für die erwartete Gesamtabfindung der Kapitalmarktteilnehmer, bestehend aus der REIT Status Abfindung und der Barabfindung für den Squeeze Out, dar.

566. Der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern (objektivierter Unternehmenswert nach IDW S 1) wird in der Praxis zur Bestimmung der angemessenen Abfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen herangezogen, sofern nicht auf den 3M-VWAP abgestellt werden kann. Dieser ermittelte Wert des Eigenkapitals beträgt zum 11. Februar 2025 unter Verwendung einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,75% und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,74% nach persönlichen Steuern EUR 911,8 Mio. bzw. EUR 5,11 je alstria-Aktie. In der Sensitivitätsberechnung beträgt der Wert EUR 761,9 Mio. bzw. EUR 4,27 je alstria-Aktie. Insofern liegt der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S1 nach persönlichen Steuern

zum Bewertungsstichtag über dem 3M-VWAP. Daneben wurde der Wert des Eigenkapitals der alstria vor persönlichen Steuern gemäß den DVFA-Empfehlungen ermittelt. Der resultierende Wert des Eigenkapitals der alstria vor persönlichen Steuern beträgt zum 11. Februar 2025 EUR 722,1 Mio. bzw. EUR 4,04 je alstria-Aktie und in der Sensitivitätsrechnung EUR 599,7 Mio. bzw. EUR 3,36 je alstria-Aktie. Der 3M-VWAP vor Ankündigung des Squeeze Out liegt innerhalb dieser Bandbreite. Insofern kann davon ausgegangen werden, dass der 3M-VWAP dem Verkehrswert der alstria-Aktien entspricht.

567. Die Werte des Eigenkapitals der alstria wurden zudem anhand der Börsen- und Transaktionsmultiplikator-Methode plausibilisiert. Die anhand der Börsenmultiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals beträgt EUR 441,3 Mio. bis EUR 1.011,3 Mio. bzw. EUR 2,47 bis EUR 5,66 je alstria-Aktie. Die anhand der Transaktionsmultiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals beträgt EUR 246,9 Mio. bis EUR 1.009,1 Mio. bzw. EUR 1,38 bis EUR 5,65 je alstria-Aktie. Die ermittelten Bandbreiten des Werts des Eigenkapitals vor und nach persönlichen Steuern liegen innerhalb der Multiplikator-Bandbreite. Ebenso der 3M-VWAP vor Ankündigung des Squeeze Out.

6.7 WÜRDIGUNG DER BEWERTUNGSERGEBNISSE

568. Die BPG Holding als Hauptaktionärin der alstria AG beabsichtigt, gemäß §327a ff AktG die Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf sie gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung übertragen zu lassen (Squeeze Out). Die Beschlussfassung soll im Rahmen einer außerordentlichen Hauptversammlung der alstria AG am 11. Februar 2025 erfolgen. Die angemessene Abfindung wird von der Geschäftsführung der BPG Holdings festgelegt.
569. Bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung für Aktien an einer börsennotierten Gesellschaft kann der Börsenkurs als alleiniger Indikator für den Verkehrswert der Aktie nach höchstgerichtlicher Rechtsprechung berücksichtigt werden. Der Dreimonatsdurchschnittskurs (3M-VWAP) vor Veröffentlichung der Absicht der Durchführung des Squeeze Out am 18. September 2024 beträgt EUR 3,49 je alstria-Aktie, was einer Marktkapitalisierung von EUR 623,2 Mio. entspricht. Aus juristischer und ökonomischer Sicht bestehen keine Anzeichen, dass der Börsenkurs nicht als Indikator für den Verkehrswert der Aktien und somit für die Abfindungsermittlung herangezogen werden kann. Insofern stellt der 3M-VWAP der alstria AG eine geeignete Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktien der alstria AG sowie der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG dar.
570. Zur Beurteilung des Unternehmenswerts der alstria AG haben wir neben dem Börsenkurs auftragsgemäß Bandbreiten des Unternehmenswerts auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden ermittelt. Hiernach haben wir eine Bandbreite der objektivierten Unternehmenswerte nach dem IDW Standard 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1, Stand: 2. April 2008) in der Funktion eines neutralen Gutachters abgeleitet. Darüber hinaus haben wir die „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (Stand: Dezember 2012), berücksichtigt. Im Sinne der DVFA-Empfehlungen haben wir die Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines unabhängigen Sachverständigen abgegeben. Entsprechend der einschlägigen Rechtsprechung zur Ermittlung von angemessenen Abfindungen für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen und der

angewandten Bewertungsstandards haben wir eine Plausibilisierung der Unternehmensplanung vorgenommen. Auf dieser Basis haben wir Werte des Eigenkapitals gemäß IDW S 1 vor und nach persönlichen Steuern sowie nach den DVFA-Empfehlungen vor persönlichen Steuern ermittelt und Bandbreiten abgeleitet. Zudem wurden vergleichende Bewertungsverfahren wie Börsen- und Transaktions-Multiplikatoren angewandt. In der Praxis wird zur Bestimmung der angemessenen Abfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen gewöhnlich der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern auf Basis des Ertragswertverfahrens nach IDW S 1 herangezogen. Dabei gelangt regelmäßig eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern zum Ansatz, die in der Mitte der vom FAUB vorgeschlagenen Bandbreite von derzeit 5,0% bis 6,5% liegt.

571. Bei Anwendung dieser mittleren Marktrisikoprämie von 5,75% nach persönlichen Steuern ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals der alstria AG in Höhe von EUR 911,8 Mio. Unter Berücksichtigung von 178,6 Mio. ausstehenden alstria-Aktien beträgt die angemessene Abfindung gemäß §§ 327a ff. AktG demnach EUR 5,11 je alstria-Aktie.
572. Zudem haben wir vor dem Hintergrund des starken Wachstums der Umsatzerlöse in der Konvergenzphase eine Sensitivitätsberechnung auf Basis des bisherigen historischen Leerstands der alstria und eines geringeren Betafaktors von 0,45 durchgeführt, aus der sich ein Wert des Eigenkapitals der alstria AG in Höhe von EUR 761,9 Mio. ergibt. Unter Berücksichtigung von 178,6 Mio. ausstehenden alstria-Aktien beträgt die durch die Sensitivitätsberechnung ermittelte angemessene Abfindung gemäß §§ 327a ff. AktG EUR 4,27 je alstria-Aktie. BPG Holdings hat sich in Kenntnis der Wertbandbreiten dazu entschlossen, die Abfindung auf den Wert von EUR 5,11 je alstria-Aktie festzulegen. Die Abfindung liegt damit am oberen Ende dieser Bandbreite und oberhalb des 3M-VWAP vor Ankündigung des Squeeze Out.
573. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung im Sinne von § 293a Abs. 1 S. 2 AktG sind nicht aufgetreten.
574. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Arbeiten am 16. Dezember 2024 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der außerordentlichen Hauptversammlung der alstria AG am 11. Februar 2025 wesentliche Veränderungen ergeben, die sich auf die Bemessung der Bandbreiten für die angemessene Abfindung auswirken, wären diese nachträglich zu berücksichtigen.
575. Wir erstatten diese Gutachtliche Stellungnahme nach bestem Wissen und Gewissen aufgrund unserer sorgfältigen Analysen sowie unter Bezugnahme auf die uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte.

München, 13. Dezember 2024

Prof. Dr. Christian Aders
Senior Managing Director
ValueTrust Financial Advisors
Deutschland GmbH

Dennis Muxfeld
Managing Director
ValueTrust Financial Advisors
Deutschland GmbH

7 Anlagen

7.1 VERZEICHNIS DER WESENTLICHEN VERWENDETEN UNTERLAGEN UND INFORMATIONEN

Für die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme wurden uns von alstria verschiedene Unterlagen zur Verfügung gestellt:

- Planungsrechnung der alstria für die Geschäftsjahre 2025 bis 2029 vom 29. November 2024.
- Geprüfte und jeweils mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehene Konzernabschlüsse der alstria nach IFRS für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 sowie Quartalsberichte.
- Geprüfter und jeweils mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehene Jahresabschlüsse der alstria und der alstria Prime Portfolio nach HGB für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023.
- Übersicht der vorhandenen Darlehen, Anleihen und Zinssicherungsgeschäfte der alstria vom 4. September 2024.
- Hochrechnung für die Gewinn- und Verlustrechnung sowie die Bilanz der alstria auf Basis September 2024 für das gesamte Geschäftsjahr 2024 vom 29. November 2024.
- Vorläufige Bewertung von BNP der 106 alstria Objekte zum 31. Dezember 2024 mit Stand vom 6. Dezember 2024 sowie Immobiliengutachten von Savills zum 31. Dezember 2022 und 31. Dezember 2023.
- Gutachtliche Ermittlung eines etwaigen Ausschüttungsnachteils nach §20 Abs 2 der Satzung von KPMG, Entwurf vom 2. Dezember 2024.
- Satzung der alstria in der gültigen Fassung vom 12. Juli 2024.
- Handelsregisterauszug der alstria vom 6. November 2024.
- Konzern-Organigramm der alstria mit Stand vom 30. September 2024.
- Steuerliche Unterlagen der alstria ab 2021 (inklusive der Konzernstruktur nach geplanter steuerlicher Reorganisation).
- Gemeinsame begründete Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats der alstria gemäß § 27 Abs. 1 WpÜG zum freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der Alexandrite Lake Lux Holdings S.à.r.l. vom 13. Dezember 2021.
- Verlangen der BPG Holdings Bermuda Limited zur Beschlussfassung über einen aktienrechtlichen Squeeze-out vom 18. September 2024.

- Ad-hoc-Mitteilung gemäß §17 MAR der alstria zum Übertragungsverlangen der BPG Holdings Bermuda Limited vom 18. September 2024.
- Schreiben WA 16-Wp 7005/00007#00009 der BaFin zum gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs der Aktie der alstria vom 16. Oktober 2024.

7.2 PEER GROUP-AUSWAHL

Im Rahmen der Peer Group-Auswahl ergab sich nach einem ersten Screening eine Grundgesamtheit von 120 Unternehmen, die wir zunächst auf eine Longlist von 20 Unternehmen reduzierten und schließlich, nach detaillierter Analyse der Unternehmen und unter Berücksichtigung der Selektionskriterien auf eine Peer Group von 16 möglichen Vergleichsunternehmen eingrenzen:

Longlist	Shortlist
PSP Swiss Property AG	x
CA Immobilien Anlagen AG	x
Hamborner REIT AG	x
DEMIRE Deutsche Mittelstand Real Estate AG	
EPIC Suisse AG	x
Aroundtown SA	x
IREIT Global	x
Inovalis Real Estate Investment Trust	x
Sirius Real Estate Limited	x
CLS Holdings plc	x
Gecina	x
NSI N.V.	x
Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A.	x
Société Foncière Lyonnaise	
GMP Property SOCIMI, S.A.	
Vitura SA	x
Lafinca Global Assets SOCIMI, S.A.	
Derwent London Plc	x
Helical plc	x
Great Portland Estates Plc	x

7.3 GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG INKL. BEWERTUNGSTECHNISCHE ANPASSUNGEN

ALSTRIA

	Planung (vor Anpassung)					Bewertungstechnische Anpassungen					Planung				
	2025	2026	2027	2028	2029	2025	2026	2027	2028	2029	2025	2026	2027	2028	2029
Umsatzerlöse aus Vermietung	192,0	196,8	193,0	186,9	185,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	192,0	196,8	193,0	186,9	185,6
<i>Wachstum in %</i>	3,4%	2,5%	-1,9%	-3,2%	-0,7%						n/a	2,5%	-1,9%	-3,2%	-0,7%
Grundstücksbetriebsaufwand	-30,3	-31,0	-31,9	-32,6	-33,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-30,3	-31,0	-31,9	-32,6	-33,3
Nettomieteinnahmen	161,7	165,8	161,1	154,3	152,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	161,7	165,8	161,1	154,3	152,3
<i>in % der Umsatzerlöse aus Vermietung</i>	84,2%	84,2%	83,5%	82,6%	82,1%						84,2%	84,2%	83,5%	82,6%	82,1%
Verwaltungsaufwand	-12,6	-9,9	-10,2	-10,4	-10,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-12,6	-9,9	-10,2	-10,4	-10,6
Personalaufwand	-11,9	-12,1	-12,4	-12,6	-12,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-11,9	-12,1	-12,4	-12,6	-12,9
Sonstige betriebliche Erträge	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0
Nettoergebnis aus der Bewertung von Immobilien	-10,4	-10,5	60,5	41,3	44,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,4	-10,5	60,5	41,3	44,3
Nettoergebnis aus der Veräußerung von Immobilien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
EBIT	123,8	130,3	196,0	169,6	170,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	123,8	130,3	196,0	169,6	170,1
<i>in % der Umsatzerlöse aus Vermietung</i>	64,5%	66,2%	101,6%	90,7%	91,6%						64,5%	66,2%	101,5%	90,8%	91,7%
Abschreibungen	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
EBITDA nachrichtlich	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	125,3	131,8	197,5	171,1	171,6
<i>in % der Umsatzerlöse aus Vermietung</i>	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	65,2%	66,9%	102,3%	91,6%	92,5%
Finanzergebnis (Zins- und Beteiligungsergebnis)	-79,9	-81,9	-85,3	-91,4	-90,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-79,9	-81,9	-85,3	-91,4	-90,1
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,1	13,8	11,3	0,0	0,0	-3,1	-13,8	-11,3
Ergebnis vor Ertragsteuern	43,9	48,4	110,7	78,2	80,0	0,0	0,0	3,1	13,8	11,3	43,9	48,4	107,6	64,4	68,7
Ertragsteuern	-21,3	-22,4	-36,4	-33,6	-30,2	-18,2	-17,8	-19,3	-15,1	-23,6	-3,1	-4,6	-17,1	-18,5	-6,6
<i>Effektive Steuquote (in %)</i>	-48,5%	-46,3%	-32,9%	-43,0%	-37,8%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-7,1%	-9,5%	-15,9%	-28,7%	-9,6%
Jahresergebnis	22,6	26,0	74,3	44,6	49,8	-18,2	-17,8	-16,2	-1,3	-12,3	40,8	43,8	90,5	45,9	62,1

7.4 BILANZ INKL. BEWERTUNGSTECHNISCHE ANPASSUNGEN ALSTRIA

	Planung (vor Anpassung)					Bewertungstechnische Anpassungen					Planung				
	2025	2026	2027	2028	2029	2025	2026	2027	2028	2029	2025	2026	2027	2028	2029
Immaterielle Vermögenswerte	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	4.162,8	4.156,8	4.087,8	3.999,8	4.064,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4.162,8	4.156,8	4.087,8	3.999,8	4.064,8
Sachanlagen	20,8	20,8	20,8	20,8	20,8	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	19,7	19,7	19,7	19,7	19,7
Nutzungsrechte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Finanzielle Vermögenswerte	102,5	102,5	102,5	102,5	102,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	102,5	102,5	102,5	102,5	102,5
Anlagevermögen	4.286,5	4.280,5	4.211,5	4.123,5	4.188,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4.286,5	4.280,5	4.211,5	4.123,5	4.188,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Sonstige Vermögenswerte	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2
Zu Veräußerungszwecken gehaltene Immobilien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel	1,0	7,6	66,0	103,0	60,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	7,6	66,0	103,0	60,4
Umlaufvermögen	17,6	24,2	82,6	119,6	77,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	17,6	24,2	82,6	119,6	77,0
Summe Aktiva	4.304,1	4.304,7	4.294,1	4.243,1	4.265,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4.304,1	4.304,7	4.294,1	4.243,1	4.265,5
Eigenkapital	1.482,8	1.508,8	1.580,1	1.610,9	1.649,4	-18,2	-35,9	-55,1	-70,2	-93,9	1.501,0	1.544,7	1.635,2	1.681,1	1.743,3
Unternehmensanleihen	689,9	355,8	0,0	0,0	0,0	44,4	44,4	0,0	0,0	0,0	645,5	311,4	0,0	0,0	0,0
Grundschnuldarlehen	1.290,8	1.248,6	1.152,6	1.056,7	1.018,3	-433,3	-767,4	-1.114,4	-1.114,4	-1.114,4	1.724,1	2.016,0	2.267,0	2.171,1	2.132,7
Schuldscheindarlehen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-40,0	-40,0	0,0	0,0	0,0	40,0	40,0	0,0	0,0	0,0
Neue Finanzierungen (besichert/unbesichert)	428,9	763,0	1.114,4	1.114,4	1.114,4	428,9	763,0	1.114,4	1.114,4	1.114,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leasingverbindlichkeit	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,4	-5,4	-5,4	-5,4	-5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Verzinsliche Verbindlichkeiten	2.409,6	2.367,4	2.267,0	2.171,1	2.132,7	-5,5	-5,4	-5,7	-5,6	-5,6	2.415,1	2.372,8	2.272,7	2.176,7	2.138,3
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Kommanditeinlagen nicht beherrschender Gesellschafter	95,9	95,0	94,2	93,1	91,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	95,9	95,0	94,2	93,1	91,9
Sonstige Verbindlichkeiten	312,6	330,3	349,6	364,8	388,3	23,6	41,3	60,7	75,8	99,4	289,0	289,0	288,9	289,0	288,9
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	411,7	428,5	447,0	461,1	483,4	23,6	41,3	60,7	75,8	99,4	388,1	387,2	386,3	385,3	384,0
Summe Passiva	4.304,1	4.304,7	4.294,1	4.243,1	4.265,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4.304,1	4.304,7	4.294,1	4.243,1	4.265,5

7.5 KAPITALFLUSSRECHNUNG

	Planung					Konvergenz				TV
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Ergebnis vor Ertragsteuern	43,9	48,4	110,7	78,2	80,0	101,8	122,4	118,0	137,4	140,1
- Ertragsteuern	-3,1	-4,6	-17,1	-18,5	-6,6	-6,0	-8,9	-11,3	-14,9	-15,2
+/- Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	-3,1	-13,8	-11,3	-7,5	-3,8	0,0	0,0	0,0
+/- Erträge aus Ergebnisübernahme	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Abschreibungen	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,7	1,9	2,1	2,1	2,1
-/+ Veränderung der Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
-/+ Veränderung der Ford. und sonst. Vermögens	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-2,0	-2,0	-2,0	-0,5	-0,5
+/- Veränderung der unverzinslichen Verbindlichk	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,3	8,7	8,7	-83,2	2,0	2,0
+/- Veränderung der passiven latenten Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	41,4	44,4	91,1	46,4	62,3	96,6	118,3	23,5	126,1	128,6
(+)/- (Investitionen) / Desinvestitionen in das Anlag	-63,4	4,5	67,5	86,5	-66,5	-51,4	-52,6	-53,8	-55,3	-56,4
(+)/- (Investitionen) / Desinvestitionen in Finanzanl	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	94,4	-0,2	-0,2
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-63,4	4,5	67,5	86,5	-66,5	-51,4	-52,6	40,6	-55,5	-56,6
+/- Auszahlungen / (Einzahlungen) aus Kapitalmal	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeit	-30,7	-42,2	-100,2	-95,9	-38,4	-0,1	0,0	0,0	42,8	43,6
- Ausschüttung des Cashflows to Equity	-20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-72,4	-62,1	-60,4	-112,6	-114,8
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-50,7	-42,2	-100,2	-95,9	-38,4	-72,5	-62,1	-60,4	-69,8	-71,2

7.6 DEFINITION WESENTLICHER KENNZAHLEN

CAPEX -Quote _t =	$\frac{\text{CAPEX}_t}{\text{Umsatzerlöse}_t}$
EK-Quote (zu Buchwerten) _t =	$\frac{\text{Buchwert des Eigenkapitals}_t}{\text{Bilanzsumme}_t}$
FK-Quote (zu Marktwerten) _t =	$\frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{Unternehmensgesamtwert}_t}$
Eigenkapitalrendite _t =	$\frac{\text{Jahresergebnis}_t}{\text{Buchwert des Eigenkapitals}_{t-1}}$
Gesamtkapitalrendite _t =	$\frac{\text{NOPLAT}_t}{\text{Buchwert des Gesamtkapitals}_{t-1}}$
Return on Invested Capital (ROIC) _t =	$\frac{\text{NOPLAT}_t}{\text{Invested Capital (IC)}_{t-1}}$
Verschuldungsgrad (Bw.) _t =	$\frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{Buchwert des Eigenkapitals}_t}$
Verschuldungsgrad (Mw.) _t =	$\frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{Wert des Eigenkapitals}^{137}_t}$
Gross Loan-to-Value _t =	$\frac{\text{Verzinslichen Verbindlichkeiten}_t}{\text{Durchschnitt als Finanzinvestition gehaltene Immobilien}_{t \& t-1}}$
Netto-Mietrendite _t =	$\frac{\text{Vermietungsergebnis}_t}{\text{Durchschnitt als Finanzinvestition gehaltene Immobilien}_{t \& t-1}}$

¹³⁷ Wert des Eigenkapitals zu Marktwerten innerhalb der DCF-Methode bzw. Ertragswert-Methode

Anlage 2

Übertragungsverlangen

(Schreiben der BPG Holdings GmbH vom 18. September 2024
und vom 13. Dezember 2024 an den Vorstand der Gesellschaft)

**Verlangen zur Beschlussfassung über
einen aktienrechtlichen Squeeze-Out**

**Demand for a resolution on
a corporate law squeeze-out**

An den Vorstand der
alstria office REIT-AG
Steinstraße 7
20095 Hamburg

To the Management Board of
alstria office REIT-AG
Steinstraße 7
20095 Hamburg
Germany

Sehr geehrter Herr Elamine,

Dear Mr. Elamine,

die 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 Registernummer 48464, hält derzeit mittelbar insgesamt 170.291.615 nennwertlose Inhaberaktien der alstria office REIT-AG, einer nach deutschem Recht gegründeten Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 99204 (die "**Gesellschaft**"). Die mittelbare Beteiligung der BPG Holdings Bermuda Limited kann anhand der in **Anlage 1** beigefügten Übersicht über die Beteiligungsstruktur und der in **Anlage 2** beigefügten Nachweise über die jeweiligen unmittelbaren und mittelbaren Beteiligungen, die nach §§ 327a Abs. 2, 16 Abs. 4 AktG der BPG Holdings Bermuda Limited zugerechnet werden, nachvollzogen werden.

BPG Holdings Bermuda Limited, an exempted company with limited liability under the laws of Bermuda, having its registered office in Hamilton, Bermuda, and registered with the Bermuda Registrar of Companies under registration number 48464, currently indirectly holds in the aggregate 170,291,615 no-par value bearer shares in alstria office REIT-AG, a stock corporation organized under the laws of Germany with its corporate seat in Hamburg, Germany, registered with the commercial register of the Local Court of Hamburg under no. HRB 99204 (the "**Company**"). The indirect shareholding of BPG Holdings Bermuda Limited can be identified on the basis of the overview of the shareholder structure attached as **Annex 1** and the proof of the respective direct and indirect shareholdings attached as **Annex 2**, which are attributed to BPG Holdings Bermuda Limited in accordance with sections 327a para. 2, 16 para. 4 of the German Stock Corporation Act.

Die Gesellschaft hat ein Grundkapital von EUR 178.561.572, das in 178.561.572 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt ist, auf die jeweils ein rechnerischer Anteil

The Company has a registered share capital of EUR 178,561,572, divided into 178,561,572 no-par bearer shares, each representing a notional amount of

von EUR 1,00 am Grundkapital der Gesellschaft entfällt. Die Gesellschaft hält derzeit keine eigenen Aktien. Die mittelbare Beteiligung der BPG Holdings Bermuda Limited entspricht daher zum heutigen Tag 95,37 % des Grundkapitals der Gesellschaft. Die BPG Holdings Bermuda Limited ist damit jedenfalls Hauptaktionärin der Gesellschaft im Sinne des § 327a Abs. 1 AktG.

Die Durchführung des aktienrechtlichen Squeeze-Outs erfolgt entweder durch die BPG Holdings Bermuda Limited oder durch eine unmittelbare oder mittelbare Tochtergesellschaft, der ebenfalls mindestens 95% des Grundkapitals der Gesellschaft nach §§ 327a Abs. 2, 16 Abs. 4 AktG zugerechnet werden. Die konkrete Gesellschaft wird Ihnen noch separat in einem konkretisierenden zweiten Squeeze-Out Verlangen mitgeteilt.

Wir richten hiermit das Verlangen an den Vorstand der Gesellschaft, über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der Gesellschaft auf die BPG Holdings Bermuda Limited oder eine unmittelbare oder mittelbare Tochtergesellschaft gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG in einer nach Zugang des konkretisierenden zweiten Squeeze-Out Verlangens noch einzuberufenden Hauptversammlung beschließen zu lassen (aktienrechtlicher Squeeze-out).

Die Höhe der angemessenen Barabfindung je auf den Inhaber lautende Stückaktie der Gesellschaft werden wir unter anderem auf der Grundlage einer noch abzuschließenden Unternehmensbewertung festlegen und

EUR 1.00 of the Company's registered share capital. The Company currently holds no treasury shares. The indirect interest of BPG Holdings Bermuda Limited therefore currently corresponds to 95.37 % of the Company's share capital. BPG Holdings Bermuda Limited is thus in any case the main shareholder of the Company within the meaning of Section 327a para. 1 AktG.

The implementation of the corporate law squeeze-out will be carried out either by BPG Holdings Bermuda Limited or a direct or indirect subsidiary that is also attributed at least 95% of the Company's share capital in accordance with sections 327a para. 2, 16 para. 4 of the German Stock Corporation Act. The specific company will be communicated to you separately in a specifying second squeeze-out demand.

We hereby demand that the management board of the Company convenes, after receipt of the specifying second squeeze-out demand, a general meeting to pass a resolution on the transfer of the shares of the outside shareholders (minority shareholders) of the Company to BPG Holdings Bermuda Limited or a direct or indirect subsidiary against appropriate cash compensation being granted pursuant to Sec. 327a *et seqq.* AktG (corporate law squeeze-out).

We will determine the amount of the appropriate cash settlement per no-par bearer share in the Company on the basis of a business valuation yet to be con-

Ihnen noch separat in einem konkretisierenden zweiten Squeeze-Out Verlangen mitteilen.

Wir bitten Sie als Vorstand der Gesellschaft, alle für die Fassung des Übertragungsbeschlusses gemäß §§ 327a ff. AktG erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen und uns gemäß § 327b Abs. 1 S. 2 AktG alle für die Festlegung der Barabfindung notwendigen Unterlagen zur Verfügung zu stellen und Auskünfte zu erteilen.

Vor der Einberufung der Hauptversammlung werden wir Ihnen entsprechend den gesetzlichen Bestimmungen folgende zusätzliche Unterlagen gesondert übermitteln:

- Beschlussvorlage an die Hauptversammlung zum Übertragungsbeschluss;
- Mitteilung der festgelegten Höhe der angemessenen Barabfindung je Aktie;
- Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts im Sinne von § 327b Abs. 3 AktG; und
- Übertragungsbericht des Hauptaktionärs im Sinne von § 327c Abs. 2 S. 1 AktG mit einer Darlegung der Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre sowie einer Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Barabfindung.

Die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wird durch einen vom Landgericht Hamburg auszuwählenden und zu bestellenden sachverständigen Prüfer geprüft. Einen entsprechenden Antrag wird die BPG Hol-

cluded and will notify you of this separately in a specifying second squeeze-out demand.

As management board of the Company, we kindly ask you to take all appropriate measures for the transfer resolution pursuant to Secs. 327a *et seqq* AktG and to make available all necessary documents for the determination of the cash compensation to us and to provide all information in this regard pursuant to Sec. 327b para. 1 sentence 2 AktG.

Prior to the convocation of the general meeting and in accordance with statutory provisions, we will submit the following additional documents:

- Draft resolution to the general meeting on the transfer resolution;
- Amount of the appropriate cash compensation per share;
- Confirmation of a credit institution pursuant to Sec. 327b para. 3 AktG; and
- Written report by the principal shareholder pursuant to Sec. 327c para. 2 sentence 1 AktG presenting the prerequisites for the transfer and explaining and justifying the appropriateness of the cash compensation.

The appropriateness of the cash compensation will be reviewed by an auditor selected and appointed by the Regional Court of Hamburg. BPG Holdings Bermuda Limited or a direct or indirect sub-

dings Bermuda Limited oder eine unmittelbare oder mittelbare Tochtergesellschaft zeitnah beim Landgericht Hamburg stellen.

Die deutsche Version dieses Verlangens ist verbindlich.

sidiary will file a corresponding application with the Regional Court of Hamburg shortly.

The German version of this demand shall prevail.

BPG Holdings Bermuda Limited
vertreten durch / represented by

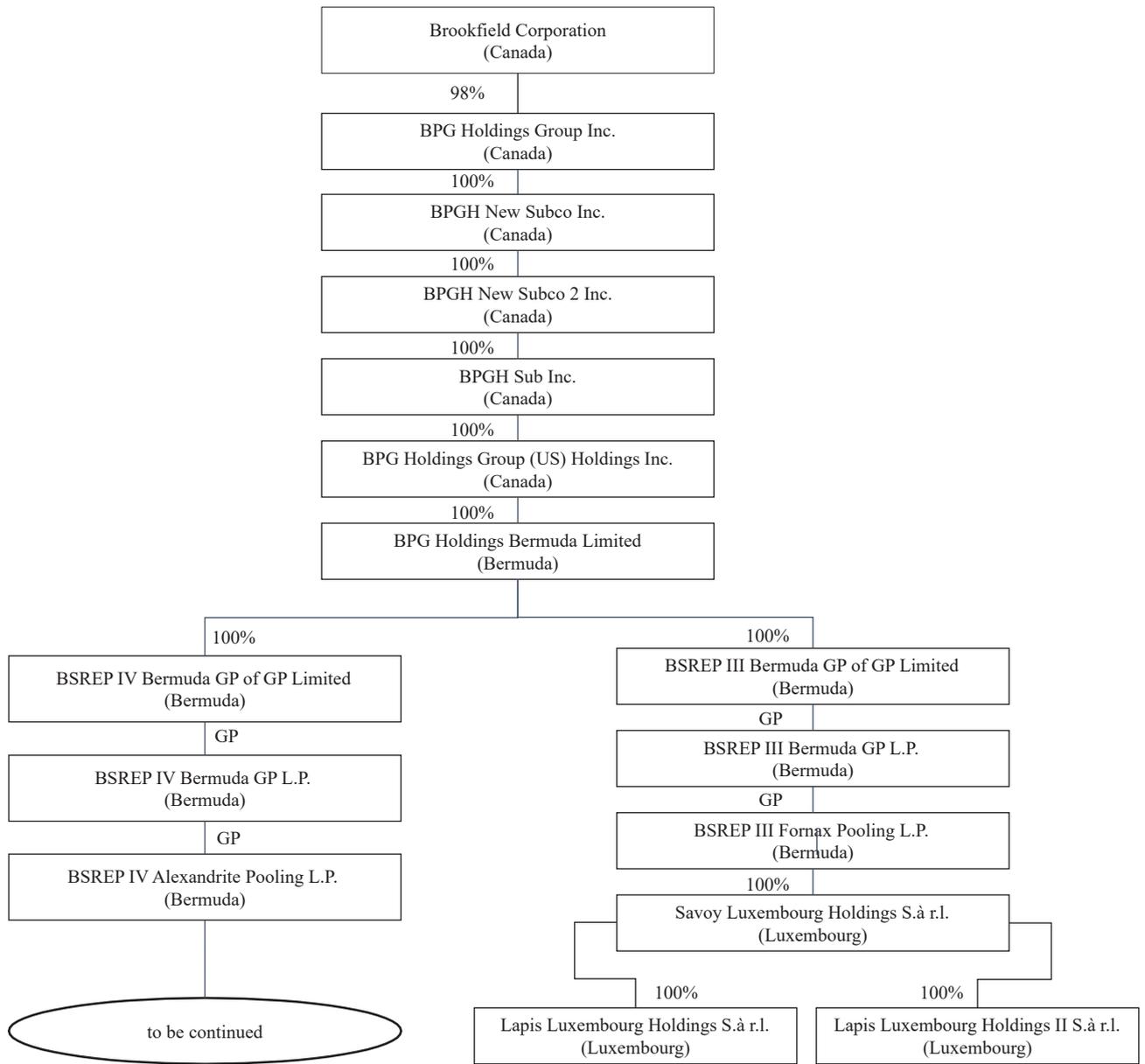
Ort, Datum / Place, date: September 18, 2024

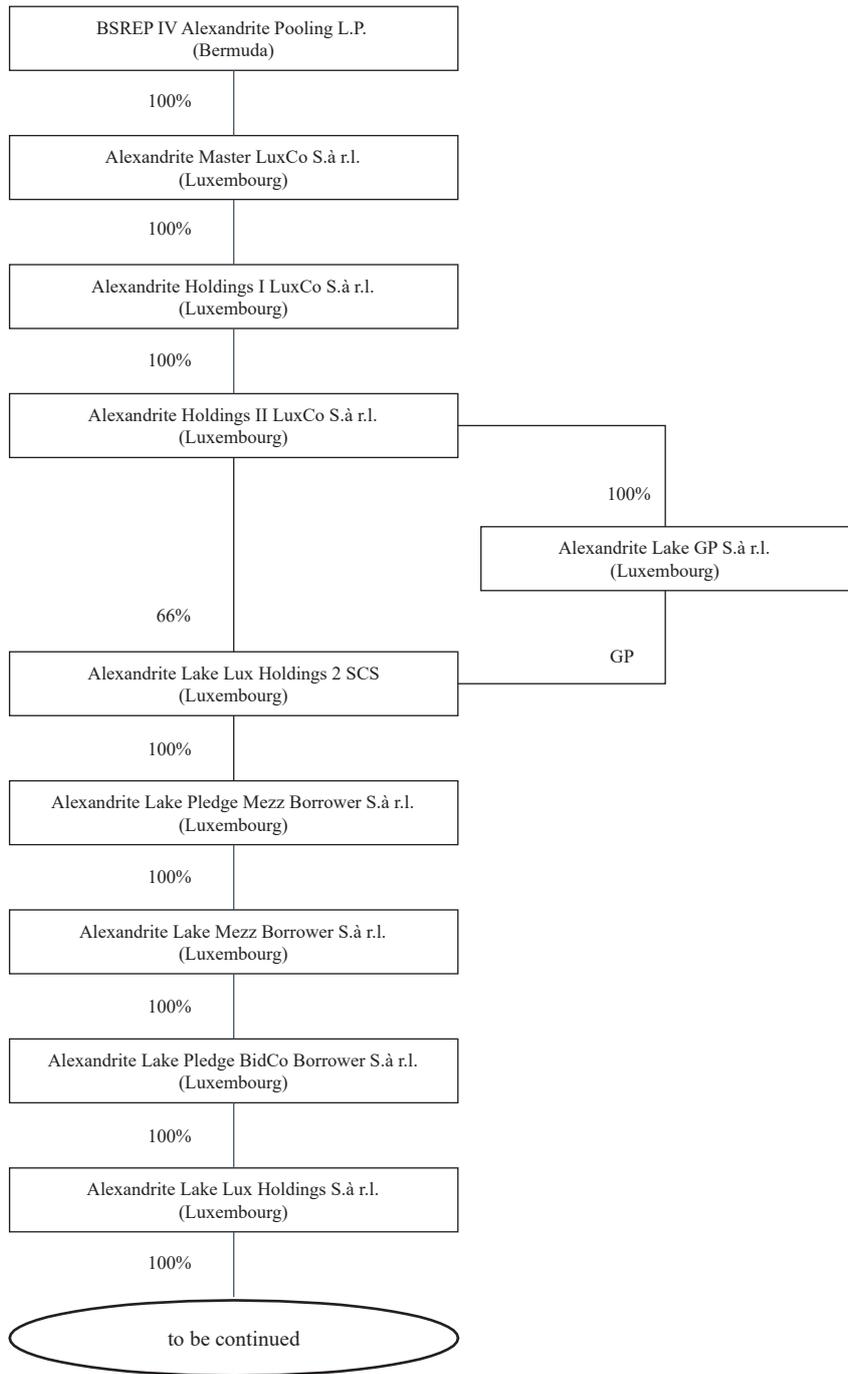
Unterschrift / Signature: James Bodi

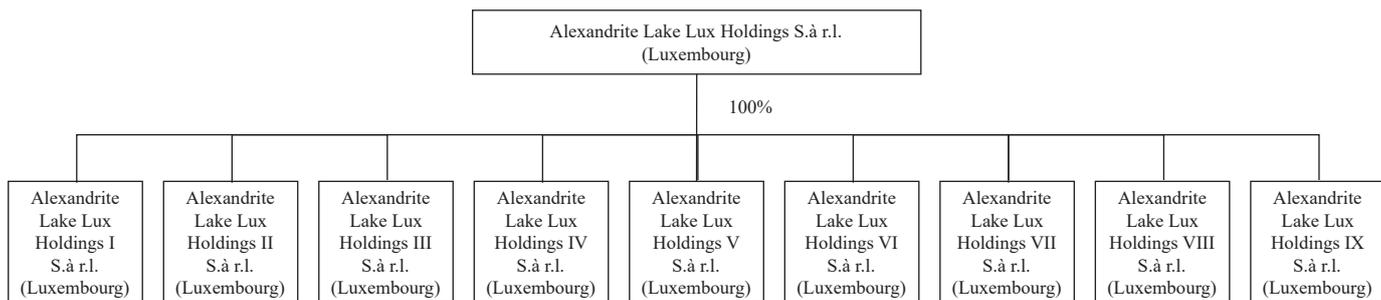
Name: James Bodi
Director

Position / Title: _____

Anlage 1 / Annex 1
Übersicht über die Beteiligungsstruktur / Overview of Shareholder Structure







Name			
FragCos* (aggregate amount)	83.45%	0.00%	83.45%
Lapis Luxembourg Holdings S.à r.l.	9.99%	0.02%	10.01%
Lapis Luxembourg Holdings II S.à r.l.	1.92%	0.00%	1.92%

* **FragCos** refers to: Alexandrite Lake Lux Holdings I S.à r.l., Alexandrite Lake Lux Holdings II S.à r.l., Alexandrite Lake Lux Holdings III S.à r.l., Alexandrite Lake Lux Holdings IV S.à r.l., Alexandrite Lake Lux Holdings V S.à r.l., Alexandrite Lake Lux Holdings VI S.à r.l., Alexandrite Lake Lux Holdings VII S.à r.l., Alexandrite Lake Lux Holdings VIII S.à r.l., and Alexandrite Lake Lux Holdings IX S.à r.l.

Anlage 2 / Annex 2
Nachweise der Beteiligungsverhältnisse / Proof of Shareholdings



16/09/24

Dear Client,

RE: Custody Account Balance confirmation – Project Lake

We refer to your request for information. Please note that the information given below in response, relates purely to accounts maintained with and/or activities carried out by the Issuer Services department on your behalf, and does not include any information on accounts held with or activities carried out by other areas of the HSBC Group.

Balances as at 16th September 2024				
Account Title	Custody A/c No	Name of Share Held	ISIN	No of Shares Held
Alexandrite Lake Lux Holdings I Sarl [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	16,557,395.00
Alexandrite Lake Lux Holdings II Sarl [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	16,557,395.00
Alexandrite Lake Lux Holdings III Sarl [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	16,557,395.00
Alexandrite Lake Lux Holdings IV Sarl [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	16,557,395.00
Alexandrite Lake Lux Holdings V Sarl [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	16,557,395.00
Alexandrite Lake Lux Holdings VI Sarl [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	16,557,395.00
Alexandrite Lake Lux Holdings VII Sarl [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE	DE000A0LD2U1	

HSBC Bank plc
Global Banking and Markets
Issuer Services
Level 14, 8 Canada Square, London E14 5HQ
Tel: +44 20 7991 8888 Fax: +44 345 587 0429

*Registered in England number 14259. Registered Office: 8 Canada Square, London E14 5HQ
Authorised and regulated by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority.*

RESTRICTED

[REDACTED]			REIT ORD NPV		16,557,395.00
Alexandrite Lake Lux Holdings VIII Sarl [REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	16,557,395.00
ALEXANDRITE LAKE LUX HOLDINGS IX SARL [REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	16,557,394.00
Lapis Luxembourg Holdings S.à r.l [REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	17,846,157.00
Lapis Luxembourg Holdings II S.à r.l [REDACTED]	[REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	3,428,904.00

Please be advised that where we have provided statements of custodial holdings, units traded and settled represent notional amounts in respect of assets held in dematerialized form in a clearing system.

Where assets are fund investments, please note that the amount of units traded and settled represent the number of fund units held. Any valuation information contained in this statement is indicative only. It does not necessarily represent an accurate or current valuation of the securities listed in this statement and should in no circumstances be relied on as such. HSBC accepts no liability whatsoever for any direct, indirect or consequential loss arising from the use of valuation information contained in this statement. HSBC is under no obligation to verify or keep current the valuation information in this statement. You are solely responsible for making your own independent appraisal of and investigations into the value of the securities listed in this statement and you should not rely on any information in this statement as constituting investment advice.

In providing this information the Bank is acting solely as agent of the customer and does not assume any obligation or responsibility towards or relationship of agency or trust for or with any third-party recipient who if he places reliance on the material without verifying it does so at his own risk.

HSBC Bank plc
 Global Banking and Markets
 Issuer Services
 Level 14, 8 Canada Square, London E14 5HQ
 Tel: +44 20 7991 8888 Fax: +44 345 587 0429

*Registered in England number 14259. Registered Office: 8 Canada Square, London E14 5HQ
 Authorised and regulated by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority.*

**Konkretisiertes Verlangen
zur Beschlussfassung über
einen aktienrechtlichen Squeeze-Out**

**Specified demand for a resolution on
a corporate law squeeze-out**

An den Vorstand der
alstria office REIT-AG
Steinstraße 7
20095 Hamburg

To the Management Board of
alstria office REIT-AG
Steinstraße 7
20095 Hamburg
Germany

Sehr geehrter Herr Elamine,

Dear Mr. Elamine,

die 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 Registernummer 48464 ("**BPG Holdings**"), hält derzeit mittelbar insgesamt 170.291.615 nennwertlose Inhaberaktien der alstria office REIT-AG, einer nach deutschem Recht gegründeten Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 99204 (die "**Gesellschaft**"). Die mittelbare Beteiligung der BPG Holdings kann anhand der in **Anlage 1** beigefügten Übersicht über die participationsstruktur und der in **Anlage 2** beigefügten Nachweise über die jeweiligen unmittelbaren und mittelbaren participations, die nach §§ 327a Abs. 2, 16 Abs. 4 AktG der BPG Holdings zugerechnet werden, nachvollzogen werden.

BPG Holdings Bermuda Limited, an exempted company with liability limited by shares under the laws of Bermuda, having its registered office in Hamilton, Bermuda, and registered with the Bermuda Registrar of Companies under registration number 48464 ("**BPG Holdings**"), currently indirectly holds in the aggregate 170,291,615 no-par value bearer shares in alstria office REIT-AG, a stock corporation organized under the laws of Germany with its corporate seat in Hamburg, Germany, registered with the commercial register of the Local Court of Hamburg under no. HRB 99204 (the "**Company**"). The indirect shareholding of BPG Holdings can be identified on the basis of the overview of the shareholder structure attached as **Annex 1** and the proof of the respective direct and indirect shareholdings attached as **Annex 2**, which are attributed to BPG Holdings in accordance with Sections 327a para. 2, 16 para. 4 of the German Stock Corporation Act (*AktG*).

Die Gesellschaft hat ein Grundkapital von EUR 178.561.572, das in 178.561.572 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt ist, auf die jeweils ein rechnerischer Anteil von EUR 1,00 am Grundkapital der

The Company has a registered share capital of EUR 178,561,572, divided into 178,561,572 no-par value bearer shares, each representing a notional amount of EUR 1.00 of the Company's registered

Gesellschaft entfällt. Die Gesellschaft hält derzeit keine eigenen Aktien. Die mittelbare Beteiligung der BPG Holdings entspricht daher zum heutigen Tag 95,37 % des Grundkapitals der Gesellschaft. Die BPG Holdings ist damit jedenfalls Hauptaktionärin der Gesellschaft im Sinne des § 327a Abs. 1 AktG.

Mit Schreiben vom 18. September 2024 haben wir das Verlangen an den Vorstand der Gesellschaft gerichtet, über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der Gesellschaft auf die BPG Holdings oder eine unmittelbare oder mittelbare Tochtergesellschaft gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG in einer nach Zugang des konkretisierenden zweiten Squeeze-Out Verlangens noch einzuberufenden Hauptversammlung beschließen zu lassen (aktienrechtlicher Squeeze-out).

In Bestätigung und Konkretisierung dieses Verlangens vom 18. September 2024 teilen wir hiermit mit, dass die Durchführung des aktienrechtlichen Squeeze-outs durch die BPG Holdings erfolgt und richten hiermit ferner das Verlangen an den Vorstand der Gesellschaft, kurzfristig eine außerordentliche Hauptversammlung der Gesellschaft einzuberufen und den Tagesordnungspunkt

"Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär BPG Holdings Bermuda Limited gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung nach §§ 327a ff. AktG (Ausschluss von Minderheitsaktionären/aktienrechtlicher Squeeze-Out)"

share capital. The Company currently holds no treasury shares. The indirect interest of BPG Holdings therefore currently corresponds to 95.37 % of the Company's share capital. BPG Holdings is thus in any case the main shareholder of the Company within the meaning of Section 327a para. 1 AktG.

With letter dated 18 September 2024, we have demanded the management board of the Company to convene, after receipt of the specifying second squeeze-out demand, a general meeting to adopt a resolution on the transfer of the shares of the outside shareholders (minority shareholders) of the Company to BPG Holdings or a direct or indirect subsidiary against appropriate cash compensation being granted pursuant to Sec. 327a *et seqq.* AktG (corporate law squeeze-out).

To confirm and specify our demand of 18 September 2024 we hereby inform you that the implementation of the corporate law squeeze-out will be carried out by BPG Holdings and hereby demand the management board of the Company to convene an extraordinary general meeting at short notice and include the following agenda item

"Resolution on the transfer of the minority shareholders' shares to the principal shareholder BPG Holdings Bermuda Limited in return for payment of an adequate cash compensation according to sections 327a et seqq. of the German Stock Corporation Act (exclusion of minority shareholders /

auf die Tagesordnung dieser außerordentlichen Hauptversammlung zu setzen. Die BPG Holdings hat gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die angemessene Barabfindung auf EUR 5,11 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der Gesellschaft festgesetzt.

Der vorgesehene Übertragungsbeschlusses soll wie folgt lauten:

„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.“

Eine Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts gemäß § 327b Abs. 3 AktG werden wir entsprechend den gesetzlichen Bestimmungen rechtzeitig übermitteln.

Einen von der BPG Holdings erstatteten schriftlichen Bericht an die Hauptversammlung der Gesellschaft, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre darge-

squeeze-out under stock corporation law)“

to the agenda of this extraordinary general meeting. Pursuant to Sec. 327b para 1 sentence 1 AktG, BPG Holdings has determined the adequate cash compensation to be EUR 5.11 per no-par value bearer share of the Company.

The proposed transfer resolution shall read as follows:

“The no-par bearer shares held by the other shareholders of alstria office REIT-AG (minority shareholders) will be transferred in accordance with the procedure for the exclusion of minority shareholders (Sections 327a et seq. AktG) in return for a cash compensation to be paid by BPG Holdings Bermuda Limited, an exempted company with liability limited by shares under the laws of Bermuda, with its registered seat in Hamilton, Bermuda, and registered with the Bermuda Registrar of Companies under registration number 48464 (principal shareholder), in the amount of EUR 5.11 for each no-par value bearer share to the principal shareholder.”

We will submit a bank guarantee pursuant to Sec. 327b para 3 AktG in good time in accordance with the statutory provisions.

A written report prepared by BPG Holdings to the general meeting of the Company, presenting the pre-requisites for the transfer of the shares of the minority shareholders and explaining and justify-

legt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden, lassen wir Ihnen zur Vorbereitung der Hauptversammlung rechtzeitig gesondert zukommen.

Ein aktueller elektronischer Handelsregisterauszug der BPG Holdings ist diesem Schreiben als **Anlage 3** beigelegt.

Dieses Verlangen unterliegt deutschem Recht. Die deutsche Version dieses Verlangens ist verbindlich.

ing the appropriateness of the cash compensation, will be sent to you separately in good time in preparation for the general meeting.

An up to date excerpt from the electronic commercial register of BPG Holdings is attached to this letter as **Annex 3**.

This demand shall be subject to German law. The German version of this demand shall prevail.

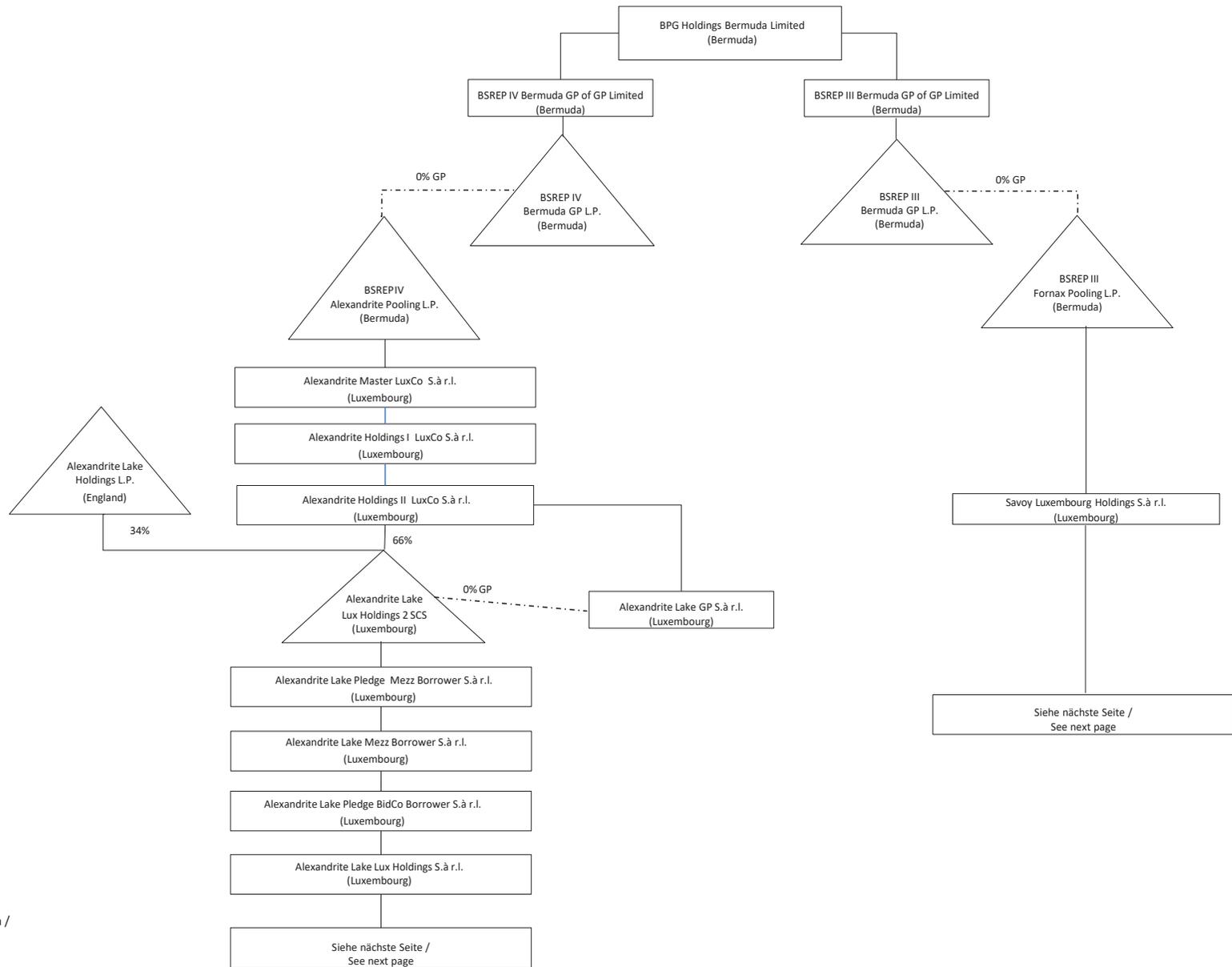
BPG Holdings Bermuda Limited
vertreten durch / represented by

Unterschrift / Signature: James Bodi

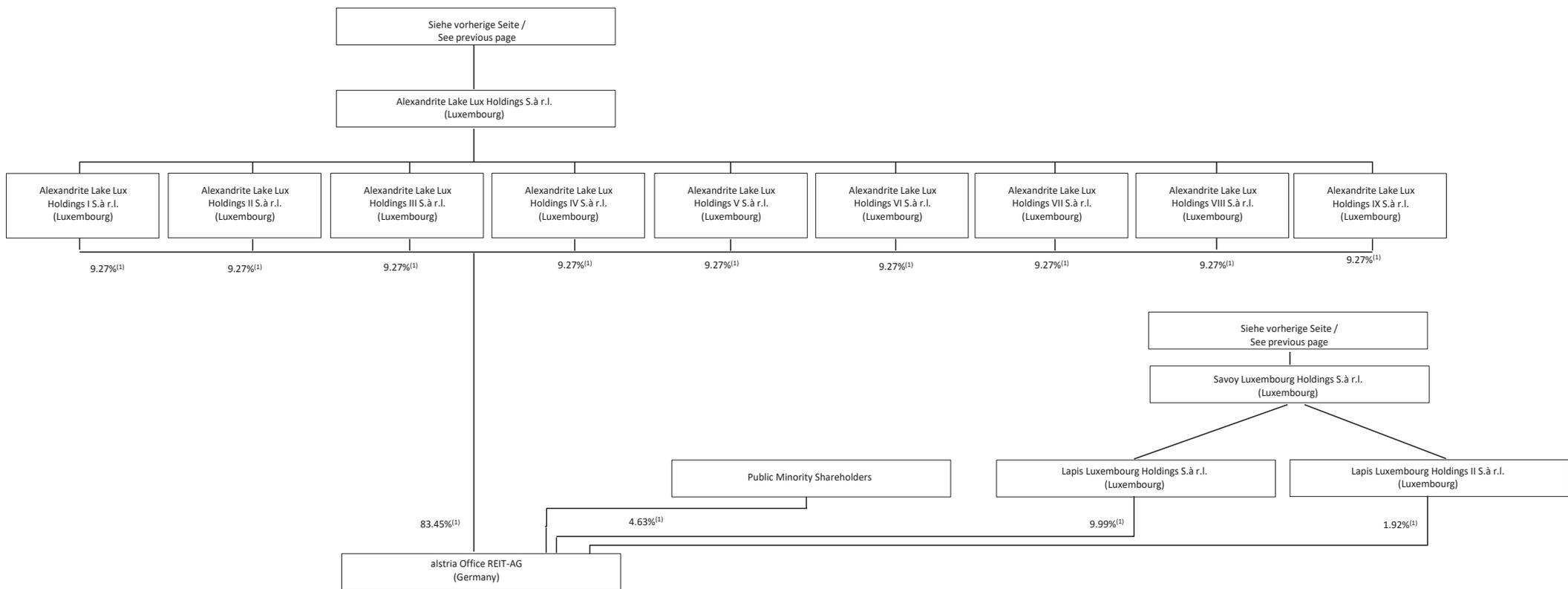
Name: James Bodi

Position / Title: Director

Anlage 1 / Annex 1
Übersicht über die Beteiligungsstruktur / Overview of Shareholder Structure



Beteiligung ist jeweils 100 %, sofern nicht anders angegeben /
Ownership is 100% unless indicated otherwise.



1. Prozentzahl auf die nächsten zwei Dezimalstellen gerundet /
Percentage rounded to the nearest two decimal places.

Beteiligung ist jeweils 100 %, sofern nicht anders angegeben /
Ownership is 100% unless indicated otherwise.

Anlage 2 / Annex 2
Nachweise der Beteiligungsverhältnisse / Proof of Shareholdings

Dear Client,

RE: Custody Account Balance confirmation – Project Lake

We refer to your request for information. Please note that the information given below in response, relates purely to accounts maintained with and/or activities carried out by the Issuer Services department on your behalf, and does not include any information on accounts held with or activities carried out by other areas of the HSBC Group.

Balances as at 10 th December 2024				
Account Title	Custody A/c No	Name of Share Held	ISIN	No of Shares Held
Alexandrite Lake Lux Holdings I Sarl [REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	16,557,395.00
Alexandrite Lake Lux Holdings II Sarl [REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	16,557,395.00
Alexandrite Lake Lux Holdings III Sarl [REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	16,557,395.00
Alexandrite Lake Lux Holdings IV Sarl [REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	16,557,395.00
Alexandrite Lake Lux Holdings V Sarl [REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	16,557,395.00
Alexandrite Lake Lux Holdings VI Sarl [REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	16,557,395.00

HSBC Bank plc
 Global Banking and Markets
 Issuer Services
 Level 14, 8 Canada Square, London E14 5HQ
 Tel: +44 20 7991 8888 Fax: +44 345 587 0429

*Registered in England number 14259. Registered Office: 8 Canada Square, London E14 5HQ
 Authorised and regulated by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority.*



Alexandrite Lake Lux Holdings VII Sarl [REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	16,557,395.00
Alexandrite Lake Lux Holdings VIII Sarl [REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	16,557,395.00
ALEXANDRITE LAKE LUX HOLDINGS IX SARL [REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	16,557,394.00
Lapis Luxembourg Holdings S.à r.l [REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	17,846,157.00
Lapis Luxembourg Holdings II S.à r.l [REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U1	3,428,904.00

Please be advised that where we have provided statements of custodial holdings, units traded and settled represent notional amounts in respect of assets held in dematerialized form in a clearing system.

Where assets are fund investments, please note that the amount of units traded and settled represent the number of fund units held. Any valuation information contained in this statement is indicative only. It does not necessarily represent an accurate or current valuation of the securities listed in this statement and should in no circumstances be relied on as such. HSBC accepts no liability whatsoever for any direct, indirect or consequential loss arising from the use of valuation information contained in this statement. HSBC is under no obligation to verify or keep current the valuation information in this statement. You are solely responsible for making your own independent appraisal of and investigations into the value of the securities listed in this statement and you should not rely on any information in this statement as constituting investment advice.

In providing this information the Bank is acting solely as agent of the customer and does not assume any obligation or responsibility towards or relationship of agency or trust for or with any third-party recipient who if he places reliance on the material without verifying it does so at his own risk.

PP HSBC

HSBC Bank plc
Global Banking and Markets
Issuer Services
Level 14, 8 Canada Square, London E14 5HQ
Tel: +44 20 7991 8888 Fax: +44 345 587 0429

*Registered in England number 14259. Registered Office: 8 Canada Square, London E14 5HQ
Authorised and regulated by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority.*

RESTRICTED

Anlage 3 / Annex 3
Handelsregisterauszug der / Commercial Register Excerpt of
BPG Holdings Bermuda Limited



GOVERNMENT OF BERMUDA

Registrar of Companies

Entity Extract

Date of Extract: 12th day of December 2024

Entity Name: BPG Holdings Bermuda Limited

Registration number: 48464

Entity Group: Exempted

Type of Entity: Company Limited By Shares

Registration date in Bermuda: 5th day of December 2013

Status: Active

Registered Address:

73 Front Street
5th Floor
Hamilton Pembroke HM12 Bermuda

Registration date of registered office - Date filed: 2nd day of December 2024

Authorized share cap (USD\$): \$1,575,000,000.00

Directors:

James A BODI (ALTERNATE DIRECTOR TO GREGORY EA MORRISON)
73 Front Street, 5th Floor, Hamilton, Pembroke, HM 12, Bermuda

Gregory N MCCONNIE
Rendezvous Corporate Center, 2nd Floor, Rendezvous, BB15131, Barbados

Gregory Ea MORRISON (ALTERNATE DIRECTOR TO JAMES A BODI)
73 Front Street, 5th Floor, Hamilton, Pembroke, HM12, Bermuda



Anlage 3

Gewährleistungserklärung der LBBW vom 13. Dezember 2024
gemäß § 327b Abs. 3 AktG

Kredit Neugeschäft/Agency
Auslands- und Inlandsavale
4244/MA
Andreas Graser

Dieses Dokument besteht aus 2 Seite(n)

Postanschrift:
Landesbank Baden-Württemberg
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

Telefon 0621 428-72288
Telefax 0711 127-6696345
DOKA_GA@LBBW.de

Zur Übermittlung an den Vorstand der

alstria office REIT-AG
Steinstr. 7
20095 Hamburg

Gewährleistungserklärung nach § 327b Abs. 3 AktG zugunsten der Minderheitsaktionäre der alstria office REIT-AG für die Barabfindungsverpflichtung der BPG Holdings Bermuda Limited
Referenznummer: LBW24BG907241

Die BPG Holdings Bermuda Limited, eine sog. *exempted company with liability limited by shares* nach dem Recht von Bermuda mit Sitz in 73 Front Street; 5th Floor; Hamilton; HM12; Bermuda, und eingetragen im *Bermuda Registrar of Companies* unter Registernummer 48464 ("**BPG Holdings**"), hat uns mitgeteilt, dass sie zum heutigen Tage mittelbar 170.291.615 der insgesamt 178.561.572 ausgegebenen auf den Inhaber lautenden Stückaktien an der alstria office REIT-AG, einer nach deutschem Recht gegründeten Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 99204 ("**Gesellschaft**"), und somit einen Anteil in Höhe von 95,37 % des Grundkapitals der Gesellschaft i.S.v. §§ 327a Abs. 2 i.V.m. 16 Abs. 4 AktG hält. Die Gesellschaft hält derzeit keine eigenen Aktien. Die BPG Holdings ist folglich Hauptaktionärin der Gesellschaft im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

Die BPG Holdings hat das Verlangen an den Vorstand der Gesellschaft gerichtet, eine außerordentliche Hauptversammlung einzuberufen und die Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien sämtlicher übriger Aktionäre ("**Minderheitsaktionäre**") auf die BPG Holdings als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Die BPG Holdings hat als Barabfindung einen Betrag in Höhe von EUR 5,11 je Aktie festgelegt.

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

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft gehen kraft Gesetzes alle Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf die BPG Holdings über und die Minderheitsaktionäre erhalten im Gegenzug einen Anspruch gegen die BPG Holdings auf unverzügliche Zahlung der festgelegten Barabfindung.

Landesbank Baden-Württemberg

Landesbank Baden-Württemberg
Anstalt des öffentlichen Rechts
Hauptsitze:
Stuttgart, Karlsruhe,
Mannheim, Mainz
Identnr. 06576427

HRA 12704
Amtsgericht Stuttgart
HRA 4356, HRA 104 440
Amtsgericht Mannheim
HRA 40687
Amtsgericht Mainz

Bankleitzahl 600 501 01
BIC/SWIFT-Code
SOLADEST600
USt.-IdNr. DE 147 800 343
kontakt@LBBW.de
www.LBBW.de

Vorstand:
Rainer Neske (Vorsitzender),
Anastasios Agathagelidis, Joachim Erdle,
Andreas Götz, Dirk Kipp, Stefanie Münz,
Thorsten Schönenberger

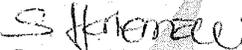
Dies vorausgeschickt, übernehmen wir, die Landesbank Baden-Württemberg, als im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugtes Kreditinstitut hiermit nach § 327b Abs. 3 AktG gegenüber jedem Minderheitsaktionär der Gesellschaft unbeding und unwiderruflich die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der BPG Holdings, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Gesellschaft unverzüglich die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 5,11 je auf die BPG Holdings übergegangene auf den Inhaber lautende Stückaktie an der Gesellschaft zu zahlen.

Jeder Minderheitsaktionär der Gesellschaft erwirbt aus dieser Gewährleistungserklärung im Wege eines echten Vertrages zugunsten Dritter im Sinne von § 328 Abs. 1 BGB einen unmittelbaren und ohne die Zustimmung des Minderheitsaktionärs nicht aufhebbaren Zahlungsanspruch gegen uns. Wir können aus dieser Gewährleistungserklärung nur insoweit in Anspruch genommen werden, als der Anspruch auf Barabfindung jeweils besteht und nicht verjährt ist. Der Anspruch eines Minderheitsaktionärs uns gegenüber aus dieser Gewährleistungserklärung wird mit dem Anspruch auf die Barabfindung gegen die BPG Holdings fällig und erlischt, wenn sein Anspruch auf die Barabfindung erlischt. Im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär der Gesellschaft sind Einwendungen und Einreden aus unserem Verhältnis zur BPG Holdings ausgeschlossen.

Diese Gewährleistungserklärung im Sinne von § 327b Abs. 3 AktG unterliegt ausschließlich deutschem Recht.

Mannheim, 13. Dezember 2024

Landesbank Baden-Württemberg


Sandra Horlemann


Andreas Graser

Anlage 4
Depotbestätigungen
der HSBC vom 12. Dezember 2024

Dear Client,

RE: Custody Account Balance confirmation – Project Lake

We refer to your request for information. Please note that the information given below in response, relates purely to accounts maintained with and/or activities carried out by the Issuer Services department on your behalf, and does not include any information on accounts held with or activities carried out by other areas of the HSBC Group.

Balances as at 12 th December 2024				
Account Title	Custody A/c No	Name of Share Held	ISIN	No of Shares Held
Alexandrite Lake Lux Holdings I Sarl [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U 1	16,557,395.00
Alexandrite Lake Lux Holdings II Sarl [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U 1	16,557,395.00
Alexandrite Lake Lux Holdings III Sarl [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U 1	16,557,395.00
Alexandrite Lake Lux Holdings IV Sarl [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U 1	16,557,395.00
Alexandrite Lake Lux Holdings V Sarl [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U 1	16,557,395.00
Alexandrite Lake Lux Holdings VI Sarl [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U 1	16,557,395.00

HSBC Bank plc
 Global Banking and Markets
 Issuer Services
 Level 14, 8 Canada Square, London E14 5HQ
 Tel: +44 20 7991 8888 Fax: +44 345 587 0429

*Registered in England number 14259. Registered Office: 8 Canada Square, London E14 5HQ
 Authorised and regulated by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority.*



Alexandrite Lake Lux Holdings VII Sarl [REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U 1	16,557,395.00
Alexandrite Lake Lux Holdings VIII Sarl [REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U 1	16,557,395.00
ALEXANDRITE LAKE LUX HOLDINGS IX SARL [REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U 1	16,557,394.00
Lapis Luxembourg Holdings S.à r.l [REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U 1	17,846,157.00
Lapis Luxembourg Holdings II S.à r.l [REDACTED] [REDACTED]	[REDACTED]	ALSTRIA OFFICE REIT ORD NPV	DE000A0LD2U 1	3,428,904.00

Please be advised that where we have provided statements of custodial holdings, units traded and settled represent notional amounts in respect of assets held in dematerialized form in a clearing system.

Where assets are fund investments, please note that the amount of units traded and settled represent the number of fund units held. Any valuation information contained in this statement is indicative only. It does not necessarily represent an accurate or current valuation of the securities listed in this statement and should in no circumstances be relied on as such. HSBC accepts no liability whatsoever for any direct, indirect or consequential loss arising from the use of valuation information contained in this statement. HSBC is under no obligation to verify or keep current the valuation information in this statement. You are solely responsible for making your own independent appraisal of and investigations into the value of the securities listed in this statement and you should not rely on any information in this statement as constituting investment advice.

In providing this information the Bank is acting solely as agent of the customer and does not assume any obligation or responsibility towards or relationship of agency or trust for or with any third-party recipient who if he places reliance on the material without verifying it does so at his own risk.

PP HSBC

HSBC Bank plc

Global Banking and Markets

Issuer Services

Level 14, 8 Canada Square, London E14 5HQ

Tel: +44 20 7991 8888 Fax: +44 345 587 0429

Registered in England number 14259. Registered Office: 8 Canada Square, London E14 5HQ

Authorised and regulated by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority.

RESTRICTED

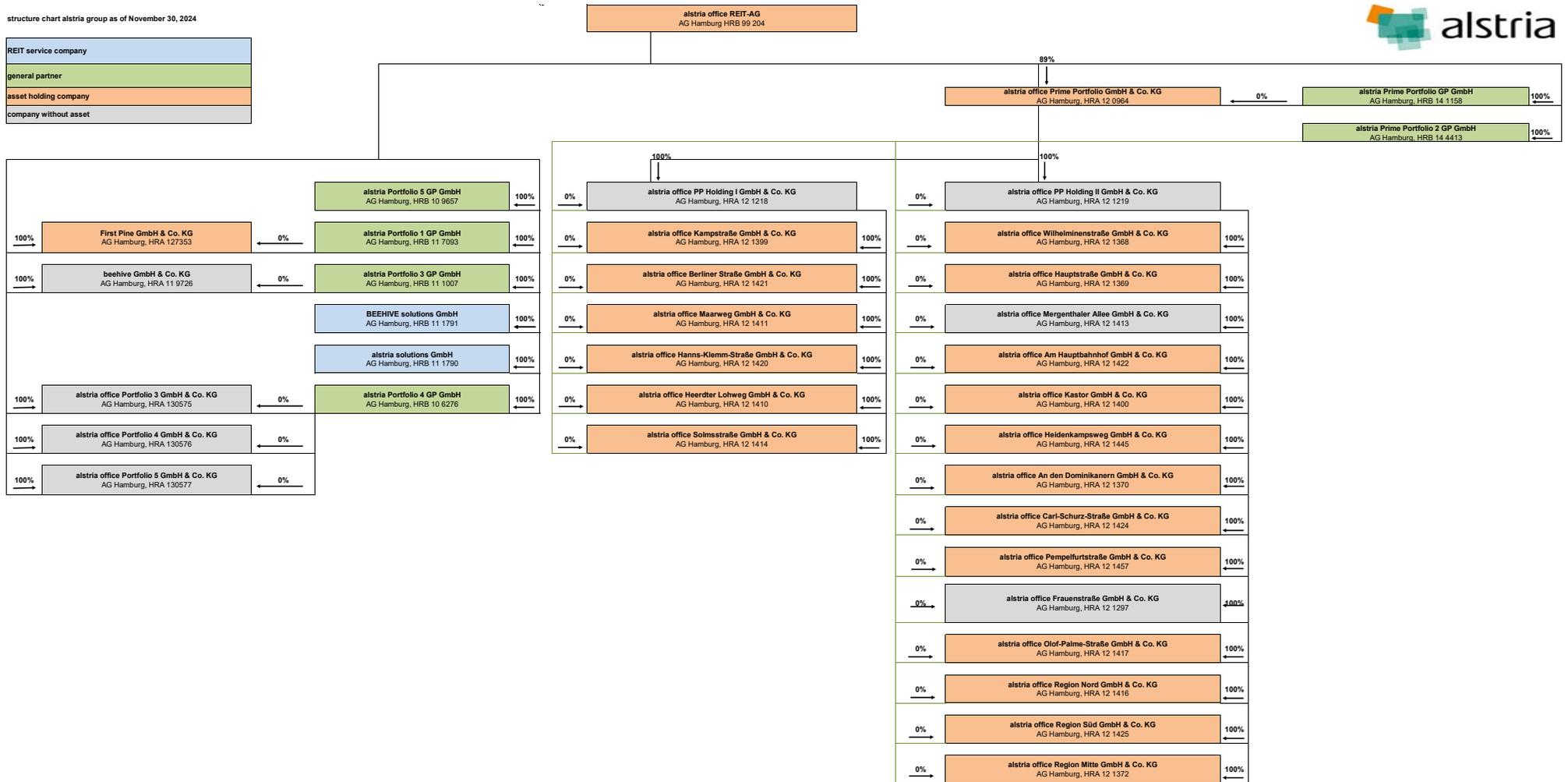
Anlage 5

Aufstellung des Anteilsbesitzes der alstria office REIT-AG

structure chart alstria group as of November 30, 2024

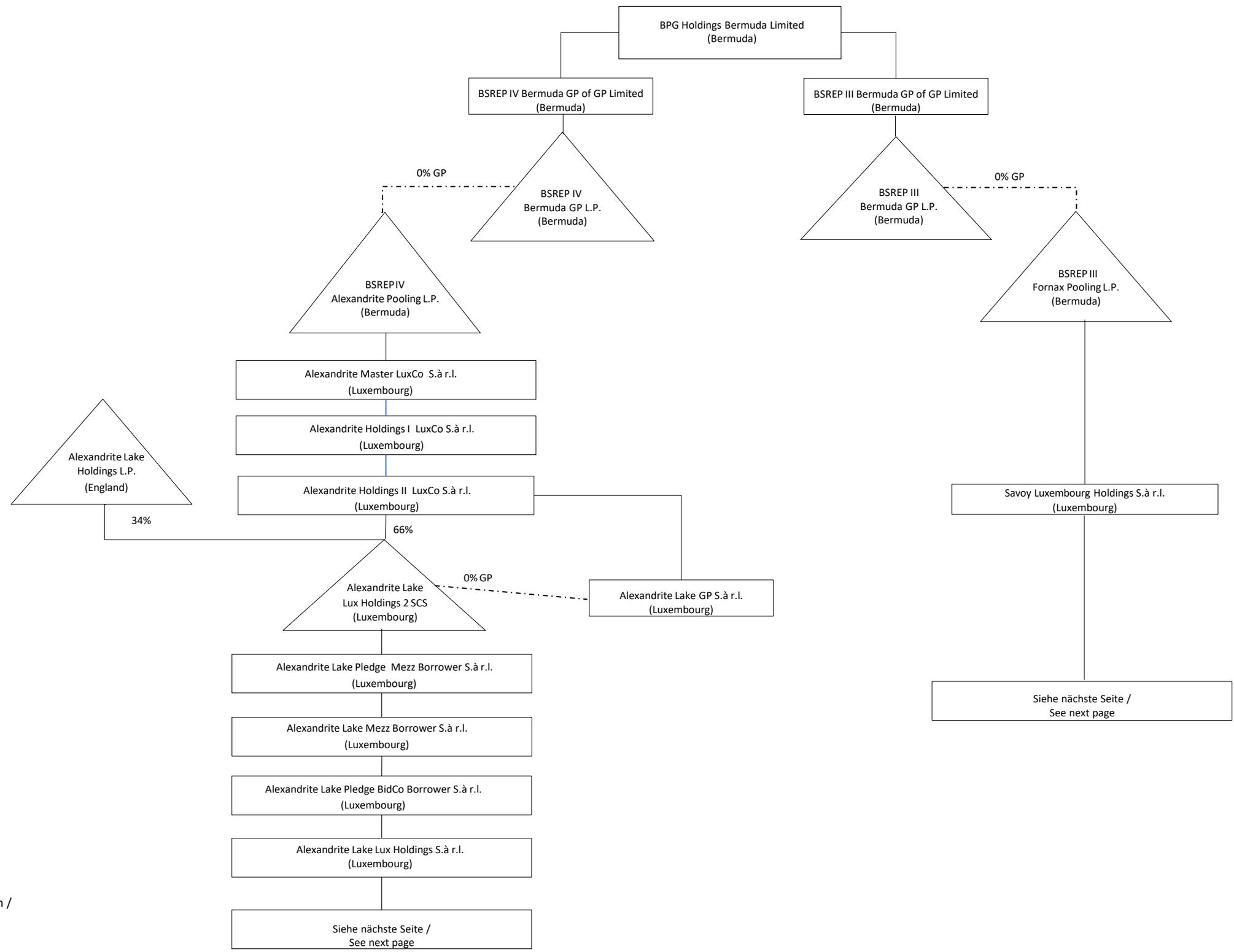


REIT service company
general partner
asset holding company
company without asset

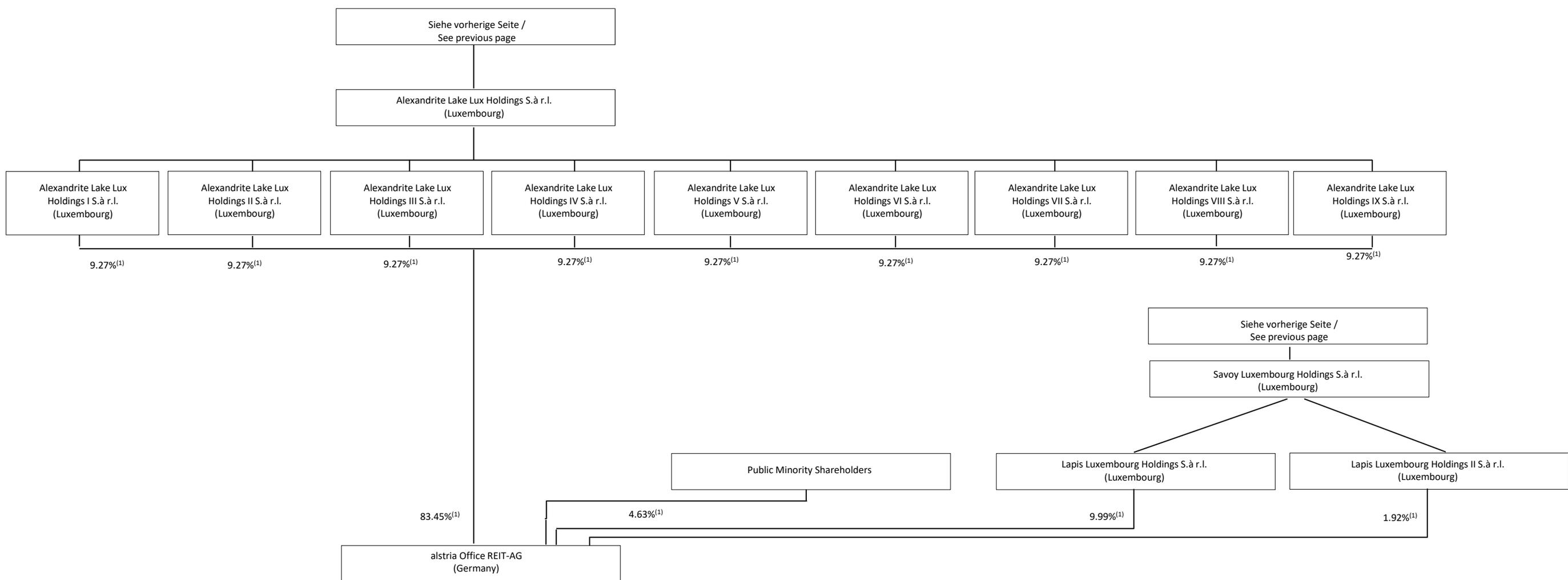


Anlage 6

Übersicht der mit der BPG Holdings Bermuda Limited verbundenen Unternehmen



Beteiligung ist jeweils 100 %, sofern nicht anders angegeben /
 Ownership is 100% unless indicated otherwise.



1. Prozentzahl auf die nächsten zwei Dezimalstellen gerundet /
Percentage rounded to the nearest two decimal places.

Beteiligung ist jeweils 100 %, sofern nicht anders angegeben /
Ownership is 100% unless indicated otherwise.