

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit
der Barabfindung für die beabsichtigte Übertra-
gung der Aktien der Minderheitsaktionäre der

Aareal Bank AG, Wiesbaden

auf die

Atlantic BidCo GmbH, Frankfurt am Main

nach §§ 327c Abs. 2, 293e Abs. 1 AktG

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Bezeichnung
Aareal Bank AG	Aareal Bank AG, Wiesbaden
Aareal, Aareal-Gruppe	Aareal Bank AG inklusive Tochtergesellschaften, Gemeinschaftsunternehmen und assoziierten Unternehmen
Aareon AG	Aareon AG, Mainz
Aareon	Aareon AG inklusive Tochtergesellschaften
AG	Aktiengesellschaft, Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Atlantic BidCo	Atlantic BidCo GmbH, Frankfurt am Main
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BCBS	Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
Bloomberg	Bloomberg Finance L.P., New York/USA
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
CAGR	Compound Annual Growth Rate

Abkürzung	Bezeichnung
CAPM	Capital Asset Pricing Model
Collect AI	Collect Artificial Intelligence GmbH, Hamburg
CRD	Capital Requirements Directive
CRR	Capital Requirements Regulation
DB	Der Betrieb
EBIT	Earnings before interest and taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
EBT	Earnings before taxes (Ergebnis vor Steuern)
EstG	Einkommensteuergesetz
ESTR	Euro short-term rate
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
FB	Finanz Betrieb
First Financial	Aareal First Financial Solutions AG, Mainz

Abkürzung	Bezeichnung
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
ICAAP	Internal Capital Adequacy Assessment Process
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IFRS	International Financial Reporting Standards
IRB-Ansatz	Internal-Ratings-Based-Ansatz
IWF	Internationaler Währungsfonds
KPMG	KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Wiesbaden
KSA	Kreditrisiko-Standardansatz
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KWG	Kreditwesengesetz
LCR	Liquidity coverage ratio (Liquiditätsdeckungsquote)
LG	Landgericht
LIBOR	London Interbank Offered Rate
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum (pro Jahr)
PwC	PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main

Abkürzung	Bezeichnung
RoE	Return on Equity
RSM Ebner Stolz	RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart
RWA	Risk-weighted Assets (risikogewichtete Aktiva)
RWZ	Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen
SaaS-Lösungen	Software-as-a-Service-Lösungen
SolZ	Solidaritätszuschlag
SREP	Supervisory Review and Evaluation Process
TSCR	Total SREP Capital Requirement
ValueTrust	ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

Inhaltsverzeichnis

	Seite
1. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung	8
2.1. Übertragungsbeschluss	8
2.2. Bericht des Hauptaktionärs	8
2.3. Prüfungsbericht	9
3. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	10
3.1. Allgemeines	10
3.2. Börsenkurs	11
a) Durchschnittsbildung und maßgeblicher Endzeitpunkt	11
b) Börsenkurs als Indikator für den „wahren Wert“ bzw. den Schätzwert für den Unternehmens-/Anteilswert	13
c) Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung	23
3.3. Bewertungsgrundsätze	25
a) Objektivierter Unternehmenswert nach IDW S 1 i.d.F. 2008 – Ertragswert	25
b) Liquidationswert	29
c) Substanzwert	30
d) Vergleichsorientierte Bewertung	30
e) Vorerwerbe durch die Atlantic BidCo	31
f) Ergebnis	33
4. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit der Unternehmensbewertung	34
5. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen	36
5.1. Bewertungsobjekt	36
a) Rechtliche Grundlagen	36
b) Geschäftsmodell	38

c) Regulatorische Rahmenbedingungen	43
d) Prüfung der Vollständigkeit	44
5.2. Bewertungsstichtag	45
5.3. Ertragswert	45
a) Analyse der Vergangenheitsergebnisse	45
b) Planungsrechnung	56
c) Weitere Planungskomponenten	90
d) Übergangsphase und nachhaltiges Ergebnis	91
e) Ableitung der erwarteten Netto-Ausschüttungen	94
f) Kapitalisierungszinssatz	99
g) Wachstumsabschlag	113
h) Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes	116
i) Ertragswertberechnung	117
5.4. Bewertung der Aareon AG	118
a) Planungsrechnung	118
b) Konvergenzphase und nachhaltiges Ergebnis	122
c) Weitere Planungskomponenten	123
d) Einordnung und Würdigung der Plausibilität der Planungsrechnung	123
e) Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf den 31. Dezember 2024	125
5.5. Sonderwerte	127
5.6. Unternehmenswert	128
5.7. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	128
6. Ermittlung der angemessenen Barabfindung	129
7. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung	130

Allgemeine Auftragsbedingungen

Anlagen

Beschluss des LG Frankfurt am Main vom 22. Dezember 2023	Anlage 1
Allgemeine Auftragsbedingungen	Anlage 2

<p>Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen in Höhe von \pm einer Einheit (TEUR, % usw.) auftreten.</p>
--

1. Auftrag und Auftragsdurchführung

Auf Verlangen des Hauptaktionärs

Atlantic BidCo GmbH, Frankfurt am Main

(im Folgenden auch „Atlantic BidCo“),

soll die Hauptversammlung der

Aareal Bank AG, Wiesbaden

(im Folgenden auch „Aareal Bank AG“ oder „Gesellschaft“),

am 3. Mai 2024 gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG auf die Atlantic BidCo als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

Die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Diese werden auf Antrag des Hauptaktionärs – hier der Atlantic BidCo – vom Gericht ausgewählt und bestellt.

Das Landgericht Frankfurt am Main hat uns auf Antrag der Atlantic BidCo ausgewählt und mit Beschluss vom 22. Dezember 2023 gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 3, 293c Abs. 1 AktG zum sachverständigen Prüfer bestellt (vgl. Anlage 1). Wir bestätigen analog § 321 Abs. 4a HGB, dass wir bei unserer Angemessenheitsprüfung die Vorschriften zur Unabhängigkeit beachtet haben.

Bei unserer Prüfung haben wir den Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (IDW S 1 i.d.F. 2008) beachtet. Ferner haben wir den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ beachtet.

Bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung hat sich die Geschäftsführung der Atlantic BidCo der sachverständigen Unterstützung durch die ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München (im Folgenden auch „ValueTrust“ oder die Bewertungsgutachterin), bedient. Die Bewertungsgutachterin hat mit Datum vom 21. März 2024 eine Gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung des Werts des Eigenkapitals der Aareal Bank AG und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG (nachfolgend „Gutachtliche Stellungnahme“ oder „Bewertungsgutachten“) abgegeben. Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir in die Bewertungsunterlagen Einsicht genommen.

Alle von uns erbetenen Informationen und Nachweise wurden uns vom Vorstand der Aareal Bank AG bzw. den von ihm benannten Auskunftspersonen bereitwillig erteilt. Die Vollständigkeit der erteilten Aufklärungen und Nachweise wurde uns von dem Vorstand der Aareal Bank AG in einer schriftlichen Erklärung bestätigt.

Ergänzend wurden uns Auskünfte vom Vorstand der Aareon AG, Mainz („Aareon“) sowie den von ihm benannten Auskunftspersonen erteilt. Die Vollständigkeit der erteilten Aufklärungen und Nachweise wurde uns von dem Vorstand der Aareon in einer schriftlichen Erklärung bestätigt.

Darüber hinaus wurden uns Auskünfte von der Geschäftsführung der Atlantic BidCo erteilt und deren Korrektheit in einer schriftlichen Erklärung bestätigt.

Wir haben unsere Prüfung ab Anfang Januar 2024 in den Geschäftsräumen der Aareal Bank AG in Wiesbaden, der Aareon in Mainz und in unseren Büros in Stuttgart, Frankfurt und Köln durchgeführt und am 21. März 2024 abgeschlossen. Wir haben dabei unsere Prüfungstätigkeit teilweise zeitlich parallel zu den Arbeiten der Bewertungsgutachterin durchgeführt und dabei auf der Grundlage von Zwischenergebnissen zur Bewertung und zur Vorbereitung des Übertragungsberichts sowie den Endergebnissen geprüft und unser Prüfungsurteil unabhängig und eigenverantwortlich gefällt.

Insbesondere fanden folgende Besprechungen statt:

Datum	Teilnehmer	Inhalt	Ort
9. Januar 2024	Aareal, ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Kick-off Call	Telefon-/Videokonferenz
15. Januar 2024	ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Organisatorisches	Telefon-/Videokonferenz
24. Januar 2024	Aareal, ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Bereinigungen und Plan/Ist- Abweichungen der historischen Ertragslage der Aareal	Telefon-/Videokonferenz
29. Januar 2024	Aareal, RSM Ebner Stolz	Einsichtnahme Aufsichtsratsprotokolle	Vor-Ort-Termin
30. Januar 2024	Aareal, ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Workshop Planungsprozess und Einführung Unternehmensplanung	Vor-Ort-Termin
6. Februar 2024	Aareon, Aareal, ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Historie und Planung der Aareon	Telefon-/Videokonferenz
7. Februar 2024	Aareal, ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Planung Zinsüberschuss	Telefon-/Videokonferenz
7. Februar 2024	Aareal, ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Planung Unternehmensteuern	Telefon-/Videokonferenz
9. Februar 2024	Aareal, ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Zusammensetzung der Peer Group	Telefon-/Videokonferenz
9. Februar 2024	Aareal, ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Planung Risikoversorge	Telefon-/Videokonferenz
15. Februar 2024	Atlantic BidCo, ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Erläuterung strategische Ausrichtung und Zukunftseinschätzung	Telefon-/Videokonferenz
16. Februar 2024	ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Zusammensetzung der Peer Group	Telefon-/Videokonferenz
20. Februar 2024	Aareon, Aareal, ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Follow-up Q&A Aareon Unternehmensplanung I	Telefon-/Videokonferenz
21. Februar 2024	Aareal, ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Planung RWA	Telefon-/Videokonferenz

Datum	Teilnehmer	Inhalt	Ort
22. Februar 2024	Aareon, Aareal, ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Follow-up Q&A Aareon Unternehmensplanung II	Telefon-/Videokonferenz
27. Februar 2024	Aareal, ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Planung Funding / Liquidität	Telefon-/Videokonferenz
27. Februar 2024	ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Jour Fixe	Telefon-/Videokonferenz
27. Februar 2024	Aareal, ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Planung Neugeschäft	Telefon-/Videokonferenz
1. März 2024	Aareal, ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Langfristige KPIs	Telefon-/Videokonferenz
4. März 2024	ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Bewertungsmodell	Telefon-/Videokonferenz
5. März 2024	ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Bewertungsmodell	Telefon-/Videokonferenz
18. März 2024	Aareal, ValueTrust, RSM Ebner Stolz	Capital Gain & OpRisk Update	Telefon-/Videokonferenz
19. März 2024	Aareal, ValueTrust, RSM Ebner Stolz	OpRisk / Zinsänderungsrisiko	Telefon-/Videokonferenz

Darüber hinaus fanden während des gesamten Zeitraums unserer Prüfungshandlungen zahlreiche weitere Abstimmungen auf Arbeitsebene zu verschiedenen bewertungsrelevanten Themenkomplexen statt, insbesondere mit der Bewertungsgutachterin ValueTrust.

Die Angemessenheitsprüfung wurde im Wesentlichen durch die beiden unterzeichnenden Wirtschaftsprüfer geleitet und durchgeführt. Sie wurden dabei durch einen Director, einen Manager und einen Senior Consultant unterstützt.

Sollten sich in der Zeit zwischen der Unterzeichnung dieses Prüfungsberichts und der voraussichtlichen Beschlussfassung der Hauptversammlung der Aareal Bank AG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Mehrheitsaktionär am 3. Mai 2024 wesentliche Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts der Aareal Bank AG ergeben, sind diese bei der Bemessung der Barabfindung noch zu berücksichtigen.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass sich unsere Prüfungstätigkeit nicht auf die Buchführung, die Jahres- und Konzernabschlüsse und Lageberichte oder auf die Geschäftsführung der Aareal Bank AG bezogen hat. Eine solche Überprüfung ist nicht Gegenstand der Prüfung nach § 327c Abs. 2 AktG. Die Übereinstimmung der Konzern-/Jahresabschlüsse (nach IFRS/HGB) der Aareal Bank AG mit den maßgebenden gesetzlichen Vorschriften ist von dem bestellten Abschlussprüfer KPMG bestätigt worden.

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind die Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgeblich, die diesem Bericht als Anlage 2 beigefügt sind. Diese Allgemeinen Auftragsbedingungen regeln, ergänzend zur gesetzlichen Haftungsbegrenzung durch §§ 327c Abs. 2, 293d Abs. 2 AktG i. V. m. § 323 Abs. 2 HGB, unsere Verantwortlichkeit auch im Verhältnis zu Dritten.

Dieser Prüfungsbericht dient ausschließlich als Information und Entscheidungsgrundlage für die am Squeeze Out der Aareal Bank AG beteiligten Parteien, deren Berater und Rechtsanwälte sowie für das uns bestellende Gericht. Der Bericht darf den Minderheitsaktionären der Aareal Bank AG in Kopie zur Verfügung gestellt werden. Für andere Zwecke darf der Bericht nicht verwendet werden. Die Verwendungsbeschränkung findet keine Anwendung auf Veröffentlichungen und Maßnahmen im Zusammenhang mit der Vorbereitung und der Durchführung der Hauptversammlung, die über den Squeeze Out entscheidet, oder Gerichtsverfahren, die im Zusammenhang mit dem Squeeze Out geführt werden könnten. Darüber hinaus bedarf eine Weitergabe an Dritte unserer textförmlichen Zustimmung.

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

Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:

- Finaler Entwurf des Übertragungsbericht der Atlantic BidCo als Hauptaktionärin der Aareal Bank AG über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG auf die Atlantic BidCo sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung mit Stand vom 21. März 2024, einschließlich vorausgegangener Entwürfe,
- Gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung des Unternehmenswerts der Aareal Bank AG, Wiesbaden und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung von ValueTrust vom 21. März 2024 (einschließlich vorangegangener Entwürfe),
- Beschluss des Landgericht Frankfurt am Main zur Bestellung der RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft zum Angemessenheitsprüfer hinsichtlich der Angemessenheit der Barabfindung vom 22. Dezember 2023 (Anlage 1),
- Berichte der PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, über die Prüfung des Konzernabschlusses nach IFRS und des Jahresabschlusses nach HGB der Aareal Bank AG für das Geschäftsjahr 2020,
- Berichte der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Wiesbaden, über die Prüfung des Konzernabschlusses nach IFRS und des Jahresabschlusses nach HGB der Aareal Bank AG für die Geschäftsjahre 2021 bis 2022. Geprüfter Jahresabschluss sowie Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2023 der Aareal Bank AG,
- Financial Reporting der Aareal Bank AG für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022, sowie zum Juni 2023,
- Planungsrechnung der Aareal Bank AG für die Geschäftsjahre 2024 bis 2026 sowie zugrunde liegende Planannahmen nach IFRS, die am 23. Februar 2024 vom Vorstand verabschiedet und dem Prüfungsausschuss des Aufsichtsrats am 28. Februar 2024 vorgestellt wurde, sowie ergänzende Informationen,

- Planungsrechnung der Aareon AG für die Geschäftsjahre 2024 bis 2026 sowie zugrunde liegende Planannahmen nach IFRS, die am 26. Februar 2024 vom Vorstand der Aareon AG verabschiedet wurde,
- Handelsregisterauszug der Aareal Bank AG (HRB 13184) vom 31. Januar 2024 des Amtsgericht Wiesbaden,
- aktuelle Satzung der Aareal Bank AG vom 19. September 2023,
- Protokolle der Sitzungen des Aufsichtsrats der Aareal Bank AG vom 22. September 2021 bis zum 20. September 2023 zur Einsicht vor Ort,
- Protokolle des Management Boards der Aareal Bank AG aus dem Zeitraum vom 20. Januar 2022 bis 23. Januar 2024 zur elektronischen Einsicht,
- Protokolle des Advisory Board der Aareal Bank AG aus dem Zeitraum 28. Juni 2023 bis 11. Dezember 2023 zur elektronischen Einsicht,
- Protokolle des Aufsichtsrats der Aareon AG im Zeitraum 16. März 2021 bis 1. Dezember 2023 zur Einsicht vor Ort bzw. teilweise zur elektronischen Einsicht,
- Protokolle des Advisory Board der Aareon AG im Zeitraum vom 27. Januar 2023 bis 11. Dezember 2023 zur elektronischen Einsicht,
- Soll- / Ist-Vergleich für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023,
- Organigramm der Aareal-Gruppe zum 31. Dezember 2023,
- Informationen über steuerliche Verlustvorträge und sonstige Aspekte hinsichtlich der steuerlichen Situation,
- von der Bewertungsgutachterin erstellte Bewertungsunterlagen und Analysen,
- öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten.

2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung

2.1. Übertragungsbeschluss

Nach § 327b Abs. 1 AktG legt der Hauptaktionär die Barabfindung fest. Diese muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung berücksichtigen.

Die Atlantic BidCo hat die Barabfindung für die Aktien der Minderheitsaktionäre auf EUR 33,20 je Aktie der Aareal Bank AG festgelegt.

Nach § 327a Abs. 1 AktG ist Voraussetzung für den Beschluss der Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär, dass dem Hauptaktionär 95 % (oder mehr) der Anteile am Grundkapital gehören. Das Grundkapital der Aareal Bank AG in Höhe von EUR 179.571.663,00 ist eingeteilt in 59.857.221 nennwertlose Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 3,00 je Aktie. Zum Ende der Prüfungsarbeiten hält der Hauptaktionär unmittelbar insgesamt 57.162.573 Aktien bzw. rund 95,50 % der Aktien der Aareal Bank AG.

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Aareal Bank AG gehen gemäß § 327e Abs. 3 AktG alle Aktien der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG kraft Gesetzes und ohne weiteren Übertragungsakt auf den Hauptaktionär, die Atlantic BidCo, über.

Als Kompensation für den Ausschluss steht den ausgeschiedenen Minderheitsaktionären der Aareal Bank AG nach § 327a Abs. 1 AktG ein Anspruch auf eine angemessene Abfindung zu, der ausschließlich in bar zu erfüllen ist. Die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung ist gemäß § 327c Abs. 2 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.

2.2. Bericht des Hauptaktionärs

Der Hauptaktionär der Aareal Bank AG – die Atlantic BidCo – hat der Hauptversammlung der Aareal Bank AG gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.

Wir haben im Rahmen unserer Tätigkeit die im finalen Entwurf des Übertragungsberichts und in der gutachtlichen Stellungnahme, und – zeitlich vorgelagert – in den Berichts- und Gutachtenentwürfen enthaltenen Angaben und Erläuterungen zur Ermittlung, Art und Höhe der Barabfindung im Hinblick auf die Angemessenheit der Barabfindung geprüft. Im Übrigen war die Prüfung der weiteren Voraussetzungen, wie insbesondere die Prüfung auf Vollständigkeit und Richtigkeit des Berichts des Hauptaktionärs oder die Beurteilung der wirtschaftlichen Zweckmäßigkeit der Übertragung der Aktien, nicht Gegenstand unseres Prüfungsauftrags.

2.3. Prüfungsbericht

Als Prüfer berichten wir gemäß § 327c Abs. 2 AktG, § 293e AktG schriftlich über das Ergebnis unserer nach den Berufsgrundsätzen durchgeführten Prüfung.

Der Schwerpunkt der Prüfung liegt in der Beurteilung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung. Der Prüfer hat in diesem Zusammenhang zu prüfen, ob die vom Hauptaktionär – hier der Atlantic BidCo – angewandten Methoden zur Ermittlung der Barabfindung angemessen sind. Insbesondere ist dabei zu untersuchen, ob die zur Ermittlung der Barabfindung durchgeführte Unternehmensbewertung den allgemein anerkannten Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen entspricht und ob die zugrunde gelegten Daten fachgerecht abgeleitet und die Zukunftsschätzungen plausibel sind.

Nach § 327c Abs. 2 S. 4 AktG, § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG, ist der Prüfungsbericht mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die vorgeschlagene Barabfindung angemessen ist. Dabei ist anzugeben

- nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist,
- aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist,
- welche Barabfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde. Zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der vorgeschlagenen Barabfindung und der ihr zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und
- welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.

3. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

3.1. Allgemeines

Grundlage für die Festlegung der Barabfindung sind grundsätzlich die Ergebnisse einer Unternehmensbewertung, soweit nicht unter Berücksichtigung der höchstrichterlichen Rechtsprechung der höhere Börsenkurs relevant ist. Der Übertragungsbericht enthält in Abschnitt VII. Ausführungen zur Festlegung und Begründung der angemessenen Barabfindung.

In dem Bewertungsgutachten wird ausgeführt, dass die Bewertungsgrundsätze beachtet worden sind, die heute in der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert gelten und ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer e. V. („IDW“), insbesondere in dem IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008 (IDW S 1 i.d.F. 2008), gefunden haben.

Nach herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis, der auch die von ValueTrust erstellte Bewertung folgt, ist die angemessene Barabfindung beim Ausschluss von Minderheitsaktionären aus objektivierten Unternehmenswerten abzuleiten (vgl. OLG Düsseldorf, 21. Februar 2019, 26 W 5/18, Tz. 42 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 22. März 2018, 26 W 18/14, Tz. 44 (BeckRS); LG München I, 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22, Beschlusstext S. 27; LG Berlin, 15. November 2022, 102 O 100/12, Beschlusstext S. 27). Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich grundsätzlich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 5, 29). Im Falle gesellschaftsrechtlicher und vertraglicher Bewertungsanlässe erfolgt die Bewertung aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 31).

Wie nachfolgend im Einzelnen ausgeführt wird, halten wir die im Übertragungsbericht enthaltenen Darlegungen und Ausführungen zur angewandten Bewertungsmethode sowie zur Entscheidung über die Höhe der Barabfindung für zutreffend.

3.2. Börsenkurs

Das Bundesverfassungsgericht hat in seiner DAT/ALTANA Entscheidung vom 27. April 1999 (1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566 ff.) die Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze bei der Bemessung der Abfindung im Falle des Abschlusses eines Ergebnisabführungsvertrags und bei der Eingliederung hervorgehoben, die nach ganz herrschender Meinung und Rechtsprechung des BGH (19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 630) auch auf Squeeze-Out-Fälle Anwendung findet.

Die Aktie der Aareal Bank AG wurde bis zu ihrem Delisting im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Mit Ablauf des 21. November 2023 wurde der Handel von Aareal Bank-Aktien auf XETRA und im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) eingestellt. Vor diesem Hintergrund kommt eine Relevanz der Kurse der Aareal Bank-Aktien für die Bemessung der angemessenen Kompensation grundsätzlich in Betracht.

Nachfolgend werden die Anforderungen der Rechtsprechung an die Relevanz des Börsenkurses der Aareal Bank AG für die Bemessung der angemessenen Barabfindung untersucht.

a) Durchschnittsbildung und maßgeblicher Endzeitpunkt

Nach dem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 (II ZB 18/09, AG 2010, S. 629 ff. „Stollwerck“) ist der einer angemessenen Abfindung zu Grunde zu legende Börsenwert grundsätzlich auf Basis eines nach Umsätzen gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines Dreimonatszeitraumes **vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme** zu errechnen. Diese Vorgehensweise entspricht der ganz herrschenden Meinung in der Rechtsprechung (vgl. OLG Stuttgart, 31. März 2020, 20 W 8/20, Tz. 91 (BeckRS); OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 146 (BeckRS); OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Beschlusstext S. 35; OLG Hamburg, 7. September 2020, 13 W 123/20, Tz. 20 (BeckRS); OLG Frankfurt, 27. August 2020, 21 W 59/19, Tz. 20 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 11. Mai 2020, 26 W 14/17, Tz. 26 (BeckRS)).

Niederschlag hat diese Auffassung bereits in § 5 Abs. 1 der Angebotsverordnung zum WpÜG gefunden, der bestimmt, dass die im Fall eines Übernahmeangebots angebotene Gegenleistung mindestens dem durchschnittlichen Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots entsprechen muss.

Die Berechnung der Dreimonatsfrist erfolgt in Anlehnung an die WpÜG-Angebotsverordnung gemäß den §§ 187, 188 Abs. 2 BGB (vgl. Fragen und Antworten zum IDW S 1 i.d.F. 2008 (Stand: 14. Oktober 2020), Abschn. 3.1, IDW Life 2020, S. 955).

Um potenzielle Manipulationen des Börsenkurses durch eine Vorverlegung des Endzeitpunkts der Dreimonatsfrist möglichst auszuschalten, wird verlangt, dass in der Verlautbarung die uneingeschränkte Absicht zur Durchführung der **konkreten Strukturmaßnahme** zum Ausdruck kommt. Zudem müsse objektiv die Aussicht bestehen, dass die konkrete Strukturmaßnahme in absehbarer Zeit tatsächlich durchgeführt wird (vgl. van Rossum, in: Münchener Kommentar AktG, 6. Aufl. 2023, § 305 AktG, Rz. 104).

Als Endzeitpunkt der einbezogenen Aktienkurse wird im Übertragungsbericht auf den **21. November 2023** (inklusive) abgestellt. Dabei handelt es sich um den letzten Tag vor der Bekanntgabe der Absicht der Atlantic BidCo, einen Squeeze Out bei der Aareal Bank AG durchzuführen (vgl. Pressemitteilung der Atlantic BidCo vom 22. November 2023).

Die Festlegung des Endzeitpunkts ist nach unserer Einschätzung sachgerecht.

Eine „Hochrechnung“ des Börsenkurses auf den Bewertungsstichtag ist nach dem BGH vorzunehmen, wenn ein „längerer Zeitraum“ zwischen dem Tag der Bekanntmachung und dem Tag der Hauptversammlung liegt und die „allgemeine oder branchentypische“ Börsenentwicklung eine Anpassung als notwendig erscheinen lässt (vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632).

Der BGH war in der Stollwerck-Entscheidung bei einem Zeitraum von siebeneinhalb Monaten zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der beschlussfassenden Hauptversammlung von einem „längeren Zeitraum“ ausgegangen. In der Fachliteratur wird jedenfalls ein Zeitraum bis zu sechs Monaten nicht als „längerer Zeitraum“ gesehen. Zum Teil werden auch Zeiträume bis zu siebeneinhalb Monaten - d.h. die konkrete Zeitspanne im Stollwerck-Beschluss des BGH - noch nicht als „längere“ Zeiträume gesehen (vgl. zu Literaturnachweisen Popp/Ruthardt, WPg 2017, S. 1222, 1223). In der Rechtsprechung wird der „längere Zeitraum“ restriktiv gehandhabt und die Hochrechnung auf „unübliche“ Ausnahmefälle beschränkt. Ein Zeitraum von bis zu sechs Monaten zwischen Bekanntwerden und Tag der Hauptversammlung wird als „normal“ oder „üblich“ angesehen, da sechs Monate regelmäßig für die Bewertung, Prüfung und Vorbereitung der Hauptversammlung benötigt werden (vgl. bspw. OLG Stuttgart, 24. Juli 2013, 20 W 2/12, Tz. 174 (juris)).

Zwischen der am 22. November 2023 erfolgten Veröffentlichung der Absicht, einen Squeeze Out durchzuführen, und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 3. Mai 2024 werden gut fünf Monate liegen. Eine Hochrechnung des Börsenkurses ist daher nach der Rechtsprechung nicht erforderlich.

b) Börsenkurs als Indikator für den „wahren Wert“ bzw. den Schätzwert für den Unternehmens-/Anteilswert

Auswirkungen und Einordnung des Beschlusses des BGH vom 21. Februar 2023

Die Frage der Eignung bzw. Aussagekraft des Börsenkurses zur Abfindungs- und Ausgleichsbemessung betrifft mit der Rechtsfrage und der Tatfrage zwei Stufen.

Für die erste Stufe der **Rechtsfrage** hat der BGH in seinem Beschluss vom 21. Februar 2023 in Folge des Vorlagebeschlusses des OLG Frankfurt vom 26. April 2021 bestätigt, dass der Rückgriff auf Börsenkurse den gesetzlichen Bewertungszielen grundsätzlich nicht widerspricht. Die Heranziehung der marktorientierten Methode sei für die Ermittlung des Schätzwerts als Basis der Abfindung nach § 305 AktG und der Ableitung der Ausgleichszahlung nach § 304 AktG grundsätzlich geeignet.¹ Sie beruhe auf der Annahme, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens **zutreffend bewerten** und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlägt. Voraussetzung für die Anwendung der marktorientierten Methode sei nicht, dass der Kapitalmarkt streng allokatons- und informationseffizient ist, also ein Zustand perfekten Wettbewerbs herrscht und alle prinzipiell zugänglichen öffentlichen und nichtöffentlichen Informationen korrekt in den Kursen verarbeitet sind. Nur wenn im konkreten Fall **nicht von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung** durch die Marktteilnehmer ausgegangen werden könne, könne der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden (vgl. BGH, 21. Februar 2023, II ZB 12/21, Tz. 20 und Tz. 45 (BeckRS)).

Auf der zweiten Stufe der **Tatfrage** ist die Eignung der marktorientierten Methode im konkreten Fall zu würdigen. Der BGH hat im Hinblick auf den Vorlagebeschluss des OLG Frankfurt vom

¹ Die Auffassung ist analog auch auf Squeeze-Out-Fälle zu übertragen.

26. April 2021 die folgenden **Indikatoren bzw. Analysen zur Einschätzung der Aussagefähigkeit** bzw. Relevanz des Börsenkurses genannt:

- (1) Analyse der Liquidität anhand von Liquiditätsmaßen,
- (2) Analyse eines potenziellen Informationsgefälles zwischen Gesellschaft und Marktteilnehmern,
- (3) Analyse einer möglichen Kursverzerrung im Sinne einer Abkopplung der Kursentwicklung von der operativen Entwicklung der Gesellschaft,
- (4) Analysen zur Eignung des originären Betafaktors.

Es ist daher davon auszugehen, dass diese vier Analysekomplexe zur Einschätzung der Relevanz des Börsenkurses (weiter) an Bedeutung gewinnen werden (vgl. ausführlich auch Ruthardt, *BewertungsPraktiker 2023*, S. 50, 51). Vor diesem Hintergrund gehen wir im folgenden Abschnitt auf die genannten Indikatoren im Hinblick auf die Aktie der Aareal Bank AG ein.

Außenstehende Aktionäre sind im Rahmen gesellschaftsrechtlicher Strukturmaßnahmen für die Beeinträchtigung ihrer vermögensrechtlichen Stellung **wirtschaftlich voll** zu entschädigen. Im Mittelpunkt steht demnach eine **betriebswirtschaftliche Betrachtungsweise**, da es im Ergebnis darum geht, eine Vermögensposition mit dem „wirklichen“ oder „wahren“ Wert (vgl. BVerfG, 24. Mai 2012, 1 BvR 3221/10, AG 2012, S. 674) zu bewerten. Auch der BGH hat zuletzt explizit und unverändert festgehalten, dass die Frage, welche Bewertungsmethode im Einzelfall den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet, nach der wirtschafts- oder betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und Praxis zu beurteilen ist (vgl. BGH, 21. Februar 2023, II ZB 12/21, Tz. 17 (BeckRS)).

Aus betriebswirtschaftlicher Sicht kann anhand der vom BGH genannten Indikatoren im Einzelfall zwar die Belastbarkeit des Börsenkurses ausgeschlossen werden (vgl. für einen Fall eingeschränkter Liquidität OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21; BeckRS). Allerdings ist auch eine umfassende Betrachtung dieser Indikatoren nach der einhelligen Auffassung der betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und Praxis nicht hinreichend, um eine am „wirklichen“ oder „wahren“ Wert orientierte, wirtschaftlich angemessene Kompensation sicherzustellen. Eine methodisch alleinige Orientierung der angemessenen Kompensation am Börsenwert, mithin der Verzicht auf die Ertragswertermittlung ist weder in der betriebswirtschaftlichen Theorie anerkannt noch in der betriebswirtschaftlichen Praxis üblich. Sofern dagegen abweichende Auffassungen vorgebracht werden, handelt es sich nicht um die Auffassung von Vertretern der Betriebswirtschaftslehre (vgl. dazu Ruthardt/Popp, AG 2022, S. 347, 350 f.; Ruthardt, *BewertungsPraktiker 2023*, S. 50, 52). Aus

betriebswirtschaftlicher Sicht bleibt weiterhin festzuhalten, dass der Ertragswert im konkreten Fall (auch bei Vorliegen eines liquiden Aktienhandels) als betragsmäßiger Referenzpunkt erforderlich ist, um die Aussagekraft eines Börsenkurses und insbesondere auch die „effektive Informationsbewertung“ durch den Markt hinreichend belastbar einschätzen bzw. plausibilisieren zu können (vgl. stellvertretend FAUB, WPg 2023, S. 765; FAUB, AG 2021, S. 588, 590; Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 240, 246; Ballwieser/Hachmeister, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., 2021, S. 280; Ruiz de Vargas, in: Bürgers/Körber/Lieder (Hrsg.), AktG, 5. Aufl. 2021, Anh. § 305 AktG Rn. 50e; Schwetzler, in: FS Großfeld, 2019, S. 408).

Auf die Notwendigkeit einer Gesamtbeurteilung unter Berücksichtigung der Ertragswertmethode (sowie zusätzlichen Plausibilisierungshandlungen über kapitalmarktgestützte Multiplikatoren), wird auch in der jüngeren juristischen Literatur hingewiesen. „Auch bei hoher Liquidität der Aktie wird die alleinige Betrachtung des Börsenkurses als Schätzgrundlage für die Angemessenheit der Unternehmensbewertung regelmäßig nicht sachgerecht sein“ (Decher, AG 2023, S. 106, 115). Auch Bungert/Strothotte (DB 2023, S. 1332, 1337) sowie Wasmann (Der Konzern 2023, S. 810, 812), halten fest, dass Kompensationsverpflichtete auch nach dem Beschluss des BGH vom 21. Februar 2023 (weiterhin) nicht auf die Unternehmensbewertung nach der Ertragswertmethode verzichten sollten. In diesem Sinne halten es auch das OLG Frankfurt (9. Februar 2024, 21 W 129/22, Beschlusstext, S. 28) sowie das OLG München (14. Dezember 2021, 31 Wx 190/20, Tz. 125 (juris)) für erforderlich, den Ertragswert zu Kontrollzwecken mit einzubeziehen.

Analyse der Aussagekraft des Börsenkurses

In der Folge werden die vom BGH im Beschluss vom 21. Februar 2023 angesprochenen Indikatoren bzw. Analysen zur Einschätzung der Aussagefähigkeit bzw. Relevanz des Börsenkurses im Hinblick auf die Aktie der Aareal Bank AG dargestellt.

Analyse der Liquidität bzw. Liquiditätsmaße

Grundsätzlich können aussagekräftige Börsenkurse nur vorliegen, wenn sie sich sachlich und zeitlich unverzerrt an Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen. Dies kann nur bei hochliquiden Aktien ohne weiteres unterstellt werden. Als Liquiditätsmaße werden in der Praxis und der Rechtsprechung (vgl. u.a. OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Beschlusstext S. 17) bspw. die Geld-Brief-Spanne oder der Handelsumsatz genannt, wobei sich für die Messung

der Liquidität bislang weder in der Theorie noch in der Praxis ein überlegenes Messkonzept herausgebildet hat. Insofern bedarf es im Einzelfall einer ergänzenden Beurteilung verschiedener Liquiditätsmaße. Ebenso existieren für die einzelnen Messkonzepte (derzeit) keine allgemein anerkannten Schwellenwerte für „liquide Aktien“ (vgl. ausführlich Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 328 f.). Praktisch kann eine relative Einordnung durch Vergleiche mit durchschnittlichen Größen bspw. des DAX, CDAX oder den herangezogenen Peer Group Unternehmen vorgenommen werden (vgl. Ruthardt, BewertungsPraktiker 2023, S. 50, 51).

Vorab ist festzuhalten, dass allein aus dem Nichtvorliegen der Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung nicht auf den Grad der Informationseffizienz bzw. darauf geschlossen werden kann, dass der Börsenkurs eine sachgerechte Indikation für den Unternehmenswert oder (allein) eine angemessene Kompensation darstellt (vgl. ausführlich zur Bedeutung des Börsenkurses aus betriebswirtschaftlicher Sicht: Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 240, 244 ff.; FAUB, AG 2021, S. 588 ff.). Auch die BaFin selbst verweist darauf, dass es sich bei den Kriterien nach § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung um „enge“ Kriterien handelt, wenn sie regelmäßig in ihren Schreiben zur Mitteilung des gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurses darauf hinweist, dass nur „unter engen gesetzlichen Voraussetzungen“ von der BaFin kein Mindestpreis berechnet werden kann.

Im Hinblick auf relevante Liquiditätsmaße wurde in dem Vorlagebeschluss des OLG Frankfurt vom 26. April 2021 insbesondere die Bedeutung der **Geld-Brief-Spanne** hervorgehoben. Diese habe bei den beiden Gesellschaften nur 0,27 % bzw. 0,37 % betragen. Dass es sich hierbei um „sehr geringe“ Bid-Ask-Spreads handelt, wird anhand eines relativen Vergleichs festgestellt: So haben die entsprechenden Bid-Ask-Spreads nur geringfügig oberhalb des durchschnittlichen Bid-Ask-Spread der DAX-Unternehmen und deutlich unter dem durchschnittlichen Bid-Ask-Spread der CDAX-Unternehmen gelegen (vgl. OLG Frankfurt, 26. April 2021, 21 W 139/19, Tz. 40 f. (BeckRS)).

Zudem kann aufgrund der vergleichbaren Fragestellung auf Aussagen der Rechtsprechung zu Liquiditätsmaßen im Rahmen der Einschätzung der Prognoseeignung bzw. Aussagefähigkeit von Betafaktoren zurückgegriffen werden. Neben der Geld-Brief-Spanne wird in diesem Zusammenhang häufig der Handelsumsatz (mit dem bezahlten Kurs bewertete gehandelte Aktien), das tägliche Handelsvolumen (Anzahl der gehandelten Aktien oder synonym zu Handelsumsatz verwendet) und der Free Float-Anteil (potenziell für den Handel zur Verfügung stehende Aktien) herangezogen (vgl. dazu Popp/Ruthardt, Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2019, Rz. 12.102 ff.).

Im Hinblick auf den **Handelsumsatz** wurde in einzelnen Beschlüssen jeweils unter Verweis auf Analysen der gerichtlich bestellten Sachverständigen darauf verwiesen, dass ab einem Handelsumsatz von (weniger als) rund TEUR 115 pro Tag „regelmäßig nicht mehr“ von einer hinreichenden Liquidität auszugehen sei (vgl. OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17, Beschlusstext S. 15; OLG Frankfurt, 20. November 2019, 21 W 77/14, Tz. 78 (BeckRS)).

Deutlich strenger sind die Anforderungen der Deutschen Börse, die als Kriterium für eine hinreichend liquide Aktie u.a. einen tagesdurchschnittlichen Orderbuchumsatz von mindestens EUR 2,5 Mio. heranzieht (vgl. Deutsche Börse, Designated Sponsors Guide Version 13.0., S. 2). Ähnlich streng sind die Anforderungen des OLG Frankfurt und der BaFin im Rahmen öffentlicher Übernahmeangebote, die sich an dem Liquiditätskriterium des Art. 22 Abs. 1 der Finanzinstrumente-Aufzeichnungspflicht-DVO orientieren (vgl. OLG Frankfurt, 11. Januar 2021, WpÜG 1/20, AG 2021, S. 356). Demnach sind Aktien dann liquide, wenn sie täglich gehandelt werden und der Streubesitz nicht weniger als EUR 500 Mio. Euro beträgt. Zudem darf entweder die durchschnittliche tägliche Zahl der Geschäfte mit dieser Aktie nicht unter 500 liegen oder der durchschnittliche Tagesumsatz mit dieser Aktie nicht unter EUR 2 Mio. liegen. Die BaFin zieht die genannten Kriterien hinsichtlich der Prüfung der Liquidität von Tauschaktien inzwischen schematisch heran (vgl. le Dandack, BKR 2022, S. 628, 631 f.).

Den durchschnittlichen Handelsumsatz bzw. das historische Handelsvolumen der Aktie der Aareal Bank AG haben wir über verschiedene Zeiträume – ausgehend vom 21. November 2023 als maßgebliches Fristende – analysiert. Der durchschnittliche Handelsumsatz an Tagen, an denen die Aktie der Aareal Bank AG gehandelt wurde, beträgt über einen Zeitraum von zwei Jahren rund EUR 2.356.016 (Handelsvolumen: 78.494 Stück); über einen Zeitraum von fünf Jahren beträgt der durchschnittliche Handelsumsatz an Tagen mit Handel rund EUR 5.297.733 (Handelsvolumen: 224.754 Stück).

Im Hinblick auf die **Geld-Brief-Spanne** finden sich in der Rechtsprechung die im Folgenden aufgeführten Hinweise.

Nach Auffassung des **OLG Frankfurt** liegt jedenfalls bei Geld-Brief-Spannen in Höhe von 1,56 % bzw. 1,88 %, die für unterschiedliche betrachtete Perioden ermittelt wurden, kein hinreichend liquider Handel vor (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 55 (BeckRS)). Bei einer deutlich über 2 % liegenden Geld-Briefs-Spanne bestünden erhebliche Bedenken hinsichtlich der Liquidität der Aktie (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 34 (BeckRS)).

Das **OLG Düsseldorf** stellt fest, dass eine Geld-Brief-Spanne von 1,88 % auf die Illiquidität der Aktie hinweist (vgl. OLG Düsseldorf, 22. März 2018, 26 W 20/14, Tz. 97 (BeckRS)). In einer Entscheidung des OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17, Beschlusstext S. 15, wird auf eine Studie des gerichtlichen Sachverständigen verwiesen, nach der für den CDAX bei Geld-Brief-Spannen von rund 1,25 % „regelmäßig nicht mehr“ von einer hinreichenden Liquidität zur Bestimmung unverzerrter Betafaktoren ausgegangen werden könne (vgl. analog auch OLG Frankfurt, 20. November 2019, 21 W 77/14, Tz. 78 (BeckRS)).

Das **LG München I** sieht die Obergrenze für den Bid-Ask-Spread bei 1,0 % bis maximal 1,25 % (vgl. LG München I, 9. Juni 2018, % HK 4268/17, Beschlusstext S. 65; LG München I, 2. Dezember 2016, 5 HK 4781/15, Tz. 147 (juris)). Bei darüber liegenden Werten soll der Kurs zu träge auf Kapitalmarktinformationen reagieren, da die Transaktionskosten durch hohe Bid-Ask-Spreads zu hoch seien (vgl. LG München I, 30. Juni 2017, 5 HK 13182/15, Beschlusstext S. 120).

Das **LG Stuttgart** sieht keine hinreichende Liquidität mehr bei einem Bid-Ask-Spread von mehr als 1,25 % und einem täglichen Handelsumsatz von bis zu TEUR 115 (vgl. LG Stuttgart, 20. Dezember 2018, 31 O 38/16, Beschlusstext S. 103).

Wir haben für die Aktie der Aareal Bank AG die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne über verschiedene Zeiträume ausgehend vom 21. November 2023 als maßgebliches Fristende analysiert. Die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne für die Aktie der Aareal Bank AG über den Dreimonatszeitraum vor dem Tag der Bekanntgabe der Absicht, einen Squeeze Out durchzuführen, liegt bei 0,35 %. Die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne für die Aktie der Aareal Bank AG liegt bei einem Betrachtungszeitraum von 2 Jahren bei 0,27 % und bei einem Betrachtungszeitraum von 5 Jahren bei 0,20 %. Die Geld-Brief-Spannen liegen damit in einer Größenordnung, in der von der Rechtsprechung von einer hinreichenden Liquidität ausgegangen wird.

Zur weiteren Einordnung der erhobenen Geld-Brief-Spannen haben wir die Ausprägungen der Geld-Brief-Spanne für alle CDAX-Unternehmen für den Zeitraum von 1. Januar 2019 bis 31. Dezember 2023 erhoben. Dazu werden in der folgenden Übersicht nach Jahresscheiben gegliedert der marktwertgewichtete Mittelwert, der Median sowie das 25 % und 75 % Quartil dargestellt:

Geld-Brief-Spannen nach Jahresscheiben (Schlusskurs-Methode)

	01.01.2023 - 31.12.2023	01.01.2022 - 31.12.2022	01.01.2021 - 31.12.2021	01.01.2020 - 31.12.2020	01.01.2019 - 31.12.2019
Gewichtung nach Marktkap.	0,16%	0,18%	0,16%	0,21%	0,16%
Median	0,92%	1,09%	0,82%	1,02%	1,00%
25% Quartil	0,22%	0,20%	0,15%	0,24%	0,18%
75% Quartil	2,24%	2,59%	2,24%	2,79%	2,53%

Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung.

Bei einer marktwertgewichteten Mittelwertbildung über alle CDAX-Unternehmen liegt die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne zwischen 0,16 % und 0,21 % und somit tendenziell nur leicht unterhalb den für die Aktie der Aareal Bank AG beobachtbaren Werten.

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass unter Berücksichtigung der in der Rechtsprechung diskutierten Schwellenwerte für liquide Aktien von einer hinreichenden Liquidität ausgegangen werden kann.

Analyse eines potenziellen Informationsgefälles zwischen Gesellschaft und Marktteilnehmern

In diesem Zusammenhang kann analysiert werden, ob umfangreiche marktbezogene Informationspflichten vorliegen und diese erfüllt wurden (z.B. Prime Standard, Ad-hoc Pflichten, Quartalsberichterstattung). Ferner kann grundsätzlich analysiert werden, ob die Gesellschaft regelmäßig von (externen) Analysten beobachtet und aktuell eingeschätzt wird. In diesem Zusammenhang ist zudem sinnvoll zu prüfen, ob bzw. inwieweit sich die Erwartungen des Managements, die sich in der Unternehmensplanung widerspiegeln, mit den Analystenprognosen decken.

Die Aktie der Aareal Bank AG wird seit dem mit Ablauf des 21. November 2023 erfolgten Delisting nicht mehr im regulierten Markt gehandelt. Da vorliegend die Aktien der Aareal Bank AG lediglich im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt werden und dieser Handel nicht auf Veranlassung der Gesellschaft erfolgt, liegen grundsätzlich keine Ad-hoc Publizitätspflichten vor. Allerdings hat die Aareal Bank AG erklärt, dass trotz des Rückzugs aus dem regulierten Aktienmarkt weiterhin eine transparente Kommunikation sowie hohe Offenlegungsstandards beibehalten werden sollen (vgl. Aareal Bank AG, Pressemitteilung vom 17. November 2023). Hintergrund sind vorliegend insbesondere auch die Anforderungen der Fremdkapitalinvestoren der Aareal Bank AG, insbesondere auch die Verpflichtung des Debt Issuance Programme.

Aktuelle Einschätzungen von Analysten liegen nicht vor. Ein Vergleich der letzten uns vorliegenden Einschätzungen von Analysten zur Prognose der Risikovorsorge und zum Ergebnis vor Steuern für die Jahre 2023 bis 2025 (mit Datum vom 20. Oktober 2023 und 9. November 2023) zeigt gegenüber der aktuellen Planungsrechnung deutlich positivere Zukunftserwartungen. Insofern kann davon ausgegangen werden, dass die rund um das Jahresende bekannt gewordenen schwierigeren Entwicklungen des US-Büroimmobilienmarkts (vgl. Aareal Bank AG, Pressemitteilung 29. Februar 2024) in den Analystenprognosen noch nicht reflektiert sind. Entsprechend war die Rating Herabstufung der Aareal Bank AG sowie der Deutschen Pfandbriefbank AG, München zum Zeitpunkt der Analystenprognosen nicht erfolgt.

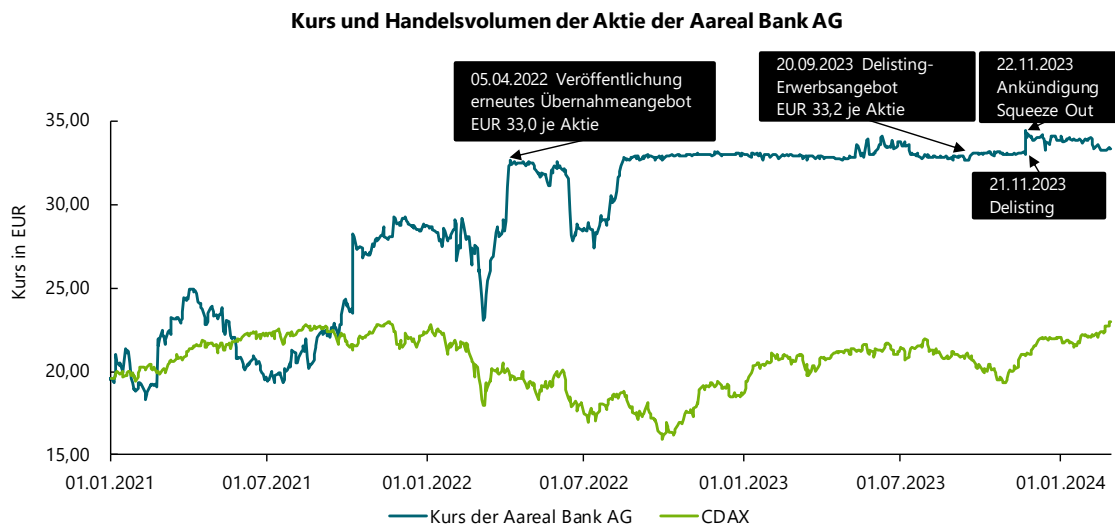
Analyse einer möglichen Kursverzerrung im Sinne einer Abkopplung der Kursentwicklung von der operativen Entwicklung der Gesellschaft

Hierzu ist die Entwicklung der Aktienkurse über längere Zeiträume im Vorfeld der Ankündigung der Strukturmaßnahme zu analysieren. Um eine Indikation für eine mögliche Abkopplung von der Branchen-/Marktentwicklung zu analysieren, können relative Vergleiche mit Indizes oder Peer-Group-Unternehmen vorgenommen werden. Ferner kann im Rahmen von Ereignisstudien analysiert werden, ob die Kurse auf neue unternehmensbezogene Informationen am Markt reagiert haben (z.B. bei der Veröffentlichung von Gewinnwarnungen oder Anpassungen von Prognosen durch das Unternehmen). Grundsätzlich kann festgehalten werden, dass u.a. bei vorangegangenen Übernahmeangeboten oder Strukturmaßnahmen bzw. der (faktischen) Beherrschung durch einen Mehrheitsaktionär regelmäßig Kursverzerrungen zu vermuten sind. Entsprechend wird in der Rechtsprechung in einem anderen, aber inhaltlich vergleichbaren Zusammenhang angeführt, dass der (originäre) Betafaktor bei (faktisch) beherrschten Unternehmen regelmäßig keine Prognoseeignung aufweist (vgl. Ruthardt, BewertungsPraktiker 2023, S. 50, 51).

In einer Pressemitteilung hat die Aareal Bank AG am 7. Oktober 2021 bestätigt, dass der Vorstand in ergebnisoffene Gespräche über eine mögliche Mehrheitsbeteiligung einer Gruppe von Finanzinvestoren eingetreten sei. Dabei sei von den Finanzinvestoren ein öffentliches Erwerbsangebot zu einem indikativen Preis von EUR 29,00 je Aktie in den Raum gestellt worden, was einer Prämie von ca. 35 % gegenüber dem volumengewichteten durchschnittlichen Aareal Bank AG Aktienkurs während der vorhergehenden drei Monate entspreche. In der Folge hat die Atlantic BidCo am 23. November 2021 die Absicht zur Abgabe eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots zu einem Preis von EUR 29,00 je Aktie der Aareal Bank AG veröffentlicht. Am 4. Februar 2022 hat die Atlantic BidCo mitgeteilt, dass ihr freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot nicht erfolgreich war. Am 5. April 2022 hat die Atlantic BidCo die Absicht bekannt gegeben, ein neues Übernahmeangebot zu unterbreiten, woraufhin der Börsenkurs auf das angebotene Preisniveau von EUR 33,00 angestiegen ist. In der Folge waren keine wesentlichen Schwankungen des Kurses mehr zu beobachten. Auch dies bestätigt die bereits seit längerer Zeit bestehende Abkopplung der Kursentwicklung von der operativen Entwicklung der Gesellschaft.

Nachfolgend dargestellte Grafik zeigt den Kursverlauf der Aareal Bank AG-Aktie im Vergleich zum CDAX im Zeitraum vom 1. Januar 2021 bis zum 28. Februar 2024. Der CDAX wurde hierbei zum 1. Januar 2021 auf den Aktienkurs der Aareal Bank AG normiert. Die Darstellung zeigt eine

Abkopplung vom allgemeinen Marktgeschehen aufgrund der erfolgten Übernahmeangebote und des Delisting-Erwerbsangebots.



Analysen zur Eignung des originären Betafaktors

Die Voraussetzung für einen aussagekräftigen Betafaktor ist, dass sich die Aktienrenditen und damit die zugrundeliegenden Aktienkurse sachlich und zeitlich unverzerrt an Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen. Wird im konkreten Fall davon ausgegangen, dass der auf Basis der historischen Aktienkurse des Unternehmens abgeleitete originäre Betafaktor das operative Risiko der Gesellschaft nicht sachgerecht abbildet (vgl. dazu Abschnitt 5.3. f)), wird darin regelmäßig auch ein starker Indikator für die mangelnde Aussagekraft des Börsenkurses im Hinblick auf den „wirklichen“ oder „wahren“ Wert der Aktie gesehen. Der Zusammenhang zwischen einer mangelnden Aussagekraft des originären Betas und einer mangelnden Aussagekraft des Börsenkurses für den inneren Wert, wird vom OLG Frankfurt nicht als zwingend angesehen, da bereit die relevanten Zeiträume der Kursanalyse für die Bestimmung des (unternehmenseigenen) Betafaktors und die Schätzung des inneren Werts der Gesellschaft unterschiedlich sind (vgl. OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Beschlusstext S. 19).

Fazit

Vor dem Hintergrund der dargestellten Analysen kann vorliegend ohne Ermittlung des Ertragswerts als Referenzpunkt nicht abschließend beurteilt werden, ob die Marktteilnehmer aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft der Aareal Bank AG zutreffend bewerten.

c) Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung

Die in Abschnitt 3.2.b) diskutierte Frage der Relevanz bzw. Aussagekraft des Börsenkurses im Hinblick auf die Ermittlung des „wirklichen“, „wahren“ Wertes oder in den Worten des BGH „Schätzwertes“ für den Unternehmenswert ist strikt zu trennen von der verfassungs- und auch betriebswirtschaftlich begründeten Relevanz des Börsenkurses als **Untergrenze** der Kompensation. Für diese „Untergrenzenbestimmung“ ist der mögliche Desinvestitionswert bzw. genauer der Desinvestitionspreis maßgeblich. Der Desinvestitionspreis ist der Preis, zu dem eine einzelne Aktie (nicht ein Aktienpaket oder gar das Unternehmen als Ganzes) unter Abstraktion von der Strukturmaßnahme – tatsächlich und freiwillig – am Markt hätte veräußert werden können. Entsprechend ist allein relevant, ob der Aktionär zum Börsenkurs tatsächlich hätte desinvestieren können, d.h. keine Marktengende besteht und eine ausreichende Markttiefe vorliegt. Für die Bedeutung des Börsenkurses als Untergrenze kommt es dagegen nicht auf die Informationseffizienz des Kapitalmarktes und eine damit verbundene angemessene Bepreisung bzw. „richtige“ Bewertung durch den Markt an (vgl. Ruthardt/Popp, AG 2022, S. 347, 349; FAUB, AG 2021, S. 588, Tz. 4). Diese notwendige Differenzierung zwischen der Rolle des Börsenkurses für den „wirklichen“, „wahren“ Wert und der Rolle des Börsenkurses als Desinvestitionspreis wurde auch in dem Vorlagebeschluss des OLG Frankfurt, der dem Beschluss des BGH vom 21. Februar 2023 zugrunde liegt, nicht aufgehoben (vgl. Ruthardt/Popp, AG 2022, S. 347, 349 f.).

Ein Unterschreiten des Börsenkurses kommt lediglich in Ausnahmefällen in Betracht, wenn

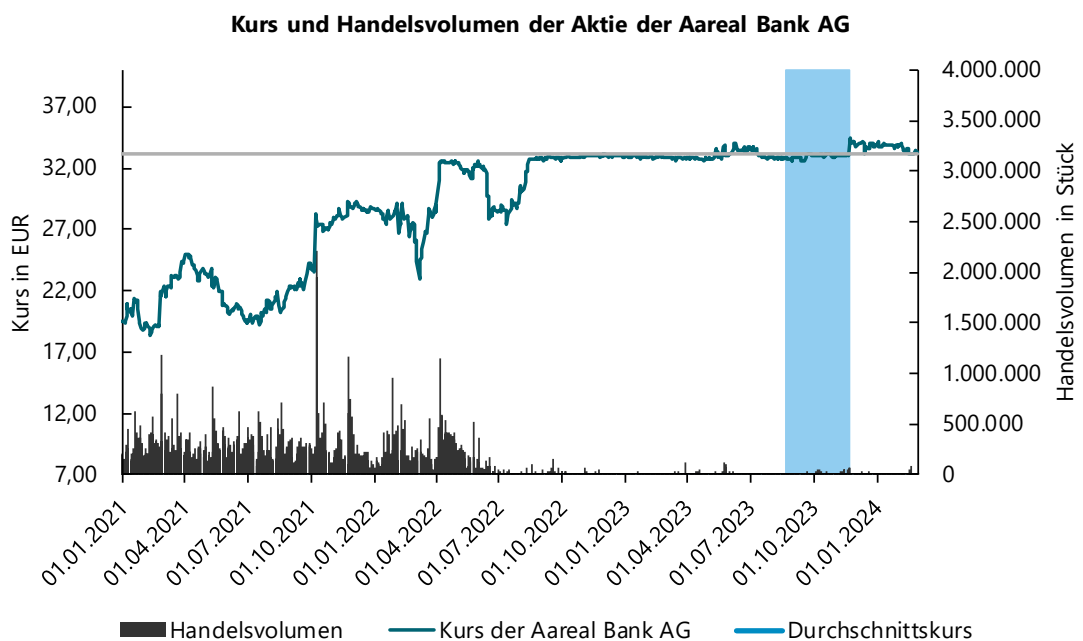
- über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel der Aktie stattgefunden hat,
- einzelne Aktionäre aufgrund einer Marktengende nicht in der Lage gewesen wären, ihre Aktien am Markt zu veräußern, oder
- Anzeichen für eine Manipulation des Börsenkurses vorliegen (vgl. BGH, 12. März 2001, II ZB 15/00, NJW 2001, S. 2080, 2082).

Bezüglich der Ermittlung des volumengewichteten Durchschnittskurses ist auf den von der BaFin errechneten Kurs gemäß § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung abzustellen. Ausweislich des Schreibens der BaFin vom 6. Februar 2024 beläuft sich der von der BaFin nach § 31 Abs.1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung berechnete gültige Mindestpreis der Aktien der Aareal Bank AG zum Stichtag 21. November 2023 (einschließlich) auf

EUR 33,13

Zu Vergleichszwecken haben wir den umsatzgewichteten Börsenkurs anhand der Kursdaten des Finanzdienstleisters Bloomberg ermittelt. Der sich hierbei ergebende Wert liegt minimal unter dem von der BaFin errechneten Kurs.

Das folgende Schaubild zeigt die Kursentwicklung sowie das Handelsvolumen (jeweils über alle deutschen Börsenplätze) bis zum Ende der Bewertungsarbeiten sowie den relevanten Dreimonats-Durchschnittskurs der Aareal Bank AG. Blau hervorgehoben ist der Dreimonatszeitraum vor dem Tag der Bekanntgabe der Absicht, einen Squeeze Out durchzuführen (21. November 2023). Der volumengewichtete Dreimonats-Durchschnittskurs zum 22. November 2023 beträgt EUR 33,13.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

3.3. Bewertungsgrundsätze

a) Objektivierter Unternehmenswert nach IDW S 1 i.d.F. 2008 – Ertragswert

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Dieser Zukunftserfolgswert ergibt sich grundsätzlich aufgrund der frei verfügbaren finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens erwirtschaftet werden können. Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert als Sonderwert (einschließlich Schulden) hinzuzurechnen. Hinzu kommt gegebenenfalls der Liquidationswert nicht betriebsnotwendiger (neutraler) Vermögensteile. Zur Ableitung des Barwerts dieser Überschüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 4).

Nach IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 7, kann der Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert nach dem Ertragswertverfahren oder nach den Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden. Vorliegend wurde der Unternehmenswert der Aareal Bank AG von ValueTrust nach dem in der Praxis in Deutschland am meisten verbreiteten und von der Rechtsprechung anerkannten **Ertragswertverfahren** ermittelt.

Bei der Bewertung von Banken wird im Regelfall ein Nettoansatz (Equity Methode) herangezogen (vgl. Sterz, FB 2007, S. 213, 213; Kunowski, Bewertung von Kreditinstituten, 2001, S. 46). Insbesondere die im Rahmen des Bruttoansatzes (Entity-Methode) notwendige Ermittlung des Marktwertes des Fremdkapitals ist bei Banken komplex. Zudem trägt das Zinsergebnis bei Banken zum operativen Ergebnis bei. Der Rückgriff auf Entity-Ansätze ist daher bei der Bewertung von Banken nicht sinnvoll (vgl. Geltinger/Völkel, Bewertung von Banken, 2. Aufl., 2011, S 97). Insoweit ist der seitens der Bewertungsgutachterin mit dem Ertragswertverfahren gewählte Nettoansatz sachgerecht.

Im Hinblick auf die Betrachtung möglicher **Synergieeffekte** wird in der Rechtsprechung und im IDW S 1 i.d.F. 2008 zwischen echten und unechten Synergieeffekten unterschieden (vgl. ausführlich Popp, Der Konzern 2023, S. 58 ff.; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.25 ff.).

Echte Synergieeffekte ergeben sich erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme (hier: Squeeze Out). Anders gewendet lassen sich echte Synergieeffekte ohne die Durchführung der Strukturmaßnahme – mithin den Bewertungsanlass – nicht realisieren. So genannte unechte Synergieeffekte sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung des Squeeze Out realisieren lassen (vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 120).

Im Rahmen der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts sind die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten zu berücksichtigen (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 34). Dies gilt nach Auffassung der Rechtsprechung jedoch nur insoweit, als die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 60 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 10. März 2016, 26 W 14/13, Tz. 51 (BeckRS)).

Der Einbezug echter Synergien, derentwegen üblicherweise Strukturmaßnahmen gerade durchgeführt werden, ist rechtlich nicht geboten und im Rahmen der objektivierten Bewertung nach ganz h. M. in der Rechtsprechung folglich nicht angezeigt (vgl. OLG München, 19. Januar 2022, 31 Wx 366/17, Beschlusstext S. 18; OLG Hamburg, 23. September 2021, 13 W 87/18, Beschlusstext S. 15; OLG Düsseldorf, 8. Juli 2021, 26 W 10/20, Beschlusstext S. 20; OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 41).

Im Rahmen unserer Arbeiten haben wir die Synergiethematik sowohl mit dem Vorstand der Aareal Bank AG als auch der Geschäftsführung der Atlantic BidCo erörtert. Die der Bewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung enthält alle aus der Sicht des Bewertungsstichtages unter Abstraktion von der Strukturmaßnahme des Squeeze Outs erwarteten Effekte. Insofern sind keine weiteren Synergieeffekte zu berücksichtigen.

Eine integrierte Unternehmensplanung umfasst die geplante Investitions-, Ausschüttungs-, Thesaurierungs- und Finanzierungspolitik. Ergibt sich aus dem integrierten Planungsmodell temporär nach Ausnutzung der geplanten Fremdfinanzierung ein Kapitalbedarf, so kann dieser durch die Nichtausschüttung von Gewinnen finanziert werden. Diese Form der Innenfinanzierung in der Detailplanungsphase (sog. Ist-Thesaurierung) kann zur Tilgung von Verbindlichkeiten oder zur Verwendung für operativ notwendige Investitionen herangezogen werden. Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 35, ist bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des dokumentierten Unternehmenskonzepts und rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Das Ausschüttungsvolumen wird hierbei im sog. **Wertbeitrag aus Ausschüttungen** abgebildet. Im

Rahmen der Fortführungsphase (so genannte ewige Rente) ist grundsätzlich typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist.

In der Rentenphase wird regelmäßig von einem inflationsbedingten Wachstum des Unternehmens ausgegangen. Auch bei einer nachhaltigen Vollauskehrung (teilweise auch als fiktive Vollausschüttung bezeichnet) der finanziellen Überschüsse, unterliegt das im Unternehmen gebundene Kapital inflationsbedingten Wachstumseinflüssen, wodurch sich die in der Plan-Bilanz zum Ende des letzten Jahres der Detailplanungsphase ausgewiesenen Aktiva und Passiva in der Phase der ewigen Rente inflationsbedingt fortentwickeln (vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 455). Zur Finanzierung des bilanziellen Wachstums in der ewigen Rente müssen Teile des nachhaltigen Ergebnisses definitiv einbehalten werden, da anderenfalls kein eingeschwungener Verschuldungsgrad realisiert werden kann – sog. **Wachstumsthesaurierung** (vgl. Popp, Der Konzern 2019, S. 105, 108 f.; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 12.56).

Sofern vom Jahresergebnis (anteilig) Beträge einbehalten werden, für diese allerdings keine konkrete Verwendung geplant ist, wird im Rahmen des Ertragswertverfahrens für diese üblicherweise die ökonomisch sinnvolle Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 37) getroffen. Damit können diese formal nicht ausgeschütteten Mittel wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner abgebildet werden und bilden den sog. **Wertbeitrag aus Thesaurierungen**. Die (fiktive) Investition der Beträge auf Unternehmensebene führt in den Jahren nach der Thesaurierung zu zusätzlichen Erträgen, die den Wert des Unternehmens erhöhen. Aus Sicht der typisierten Anteilseigner wird durch die fiktive unmittelbare Zurechnung ein Wertzuwachs unterstellt, der in steuerlicher Hinsicht einen Veräußerungsgewinn auslöst. Dieser unterliegt unter der Annahme einer längeren Haltedauer unter Bewertungsaspekten einer niedrigeren effektiven Belastung mit persönlichen Ertragsteuern. Des Weiteren sind sog. **inflationsbedingte Veräußerungsgewinne** bei der Ableitung der Nettoeinnahmen zu berücksichtigen (vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1568, 1582 ff.; Popp, Der Konzern 2019, S. 149 ff.; OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 66 (BeckRS); OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21, Beschlusstext S. 21; KG Berlin, 1. November 2021, 2 W 6/17, Beschlusstext S. 22; OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Tz. 73 ff. (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 101 ff. (BeckRS)).

Da die Ermittlung des Unternehmenswerts aus der Sicht der Unternehmenseigner erfolgt, sind die Steuerbelastungen der Anteilseigner auf die Dividenden sowie die Veräußerungsgewinne zu berücksichtigen. Auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes sind die steuerlichen Wirkungen auf Ebene der Anteilseigner zu berücksichtigen. Nach den berufsständischen Bewertungsgrundsätzen und unserer Auffassung ist als Alternativanlage auf die Rendite eines Aktienportfolios abzustellen und die durchschnittlich auf solche Renditen entfallende Steuerbelastung zu ermitteln (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 93).

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

Nicht betriebsnotwendige Vermögensteile, die einzeln veräußert werden können, ohne die eigentliche Unternehmensaufgabe zu berühren (funktionales Abgrenzungskriterium), werden mit dem Liquidationswert unter Abzug der Kosten der Liquidation sowie den steuerlichen Folgen auf Unternehmensebene berücksichtigt. Inwieweit Steuern auf der Eigentümerebene zu berücksichtigen sind, hängt von der beabsichtigten Verwendung der erzielten Erlöse ab (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 61). Weder die früher diskutierte Verwendungsmöglichkeit eines einmaligen steuerfreien Aktienrückkaufs noch die kapitalwertneutrale Wiederanlage zur Auskehrung des Liquidationserlöses an die Anteilseigner (vgl. hierzu: Wagner et al., WPg 2006, S. 1005, 1022) sind im heutigen Abgeltungssteuersystem einkommensteuerfrei möglich. Wird von einer Ausschüttung der erzielten Erlöse oder nicht betriebsnotwendiger Liquidität ausgegangen, erfordert dies in der Regel die Berücksichtigung (typisierter) persönlicher Ertragsteuern der Anteilseigner (vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.156; Popp, Der Konzern 2020, S. 177, 179 m.w.N.; OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Tz. 121 (BeckRS) i.V.m. LG München I, 29. August 2018, 5 HK O 16585/15, Beschlusstext S. 126).

b) Liquidationswert

Nach den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen ist der Liquidationswert alternativ zum Ertragswert zu ermitteln, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 5).

Nach der Rechtsprechung soll es auf den Liquidationswert allenfalls dann ankommen, wenn die Absicht besteht, das Unternehmen tatsächlich zu liquidieren und die Ertragsaussichten des Unternehmens auf Dauer negativ sind (vgl. BGH, 18. September 2006, II ZR 225/04, AG 2006, S. 887, 889; OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16, Beschlusstext S. 14; OLG München, 17. Juli 2014, 31 Wx 407/13, S. 6 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 10. Juni 2009, 26 W 1/07, Tz. 96 f. (juris); OLG Düsseldorf, 29. Juli 2009, 26 W 1/08, Tz. 37 (juris)) oder die finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen oder die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht vertretbar erscheint (vgl. OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Beschlusstext S. 36; OLG München, 15. Dezember 2020, 31 Wx 299/16, Beschlusstext S. 7). Die Abwägung speziell der aktienrechtlichen Spruchverfahrensentscheidungen, wonach nicht stets der Liquidationswert als Untergrenze anzusehen ist, resultiert nicht zuletzt daraus, dass ihn die abfindungsberechtigten Minderheitsaktionäre nicht realisieren können (vgl. OLG Frankfurt, 13. September 2021, 21 W 38/15, Tz. 149 (BeckRS)).

Die neuere Rechtsprechung differenziert jedoch nicht nur danach, ob die Absicht besteht, das Unternehmen zu liquidieren, sondern unterscheidet auch nach den Gründen und den Umständen der Fortführung gegebenenfalls unrentabler Unternehmen. Sofern ein rechtlicher oder tatsächlicher Zwang zur Unternehmensfortführung (vgl. OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, 26 W 7/07, AG 2009, S. 667, 668) besteht, scheidet eine Unternehmensbewertung anhand des Liquidationswerts aus.

Die Bewertungsgutachterin führt im Hinblick auf die Aareal Bank AG aus, es sei vor dem Hintergrund des restriktiven regulatorischen Umfelds von einem Fortbestand der Bank auszugehen. Auch Marktwert/Buchwert-Verhältnisse kleiner eins seien im Bankensektor kein Anhaltspunkt für eine Liquidation. Auf eine Ermittlung des Liquidationswerts oder überschlägige Liquidationswertüberlegungen hat die Bewertungsgutachterin insofern verzichtet.

Aufgrund der strengen regulatorischen Vorgaben ist nicht davon auszugehen, dass Banken innerhalb eines kurzen Zeitfensters abgewickelt werden können. Solange auch nur ein Pfandbrief der Emittentin aussteht, benötigt das Institut eine Pfandbrieflizenz sowie eine Banklizenz. Zudem hängt das Geschäftsmodell im Wesentlichen auch an dem „Vertrauen“ an die Fortführung und „sichere“ Verwaltung und Investition zur Verfügung gestellter Einlagen. Im Rahmen einer Liquidation wäre zu erwarten, dass zwar die Erträge schnell wegbrechen, gleichzeitig aber über einen längeren Zeitraum deutliche Verwaltungsaufwendungen anfallen würden. Auch wenn (fiktiv) eine Liquidation unterstellt würde, ist demnach nicht davon auszugehen, dass der Liquidationswert über dem unter Fortführungsgesichtspunkten ermittelten Unternehmenswert liegt.

c) Substanzwert

Im Gegensatz zum Liquidationswert ist der Substanzwert i. S. d. IDW sowohl für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung als auch für den Fall einer beabsichtigten Liquidation ohne Aussagewert (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6; OLG Stuttgart, 14. September 2011, 20 W 6/08, Tz. 202 (juris); OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, AG 2009, S. 667, 668; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.162; Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 29; LG München, 14. Februar 2014, 5 HK O 16505/08, Beschlusstext S. 64). Auch bei einer anzunehmenden Liquidation ist nicht der Substanz-, sondern der Liquidationswert anzusetzen. Eine Ermittlung des Substanzwerts war daher nicht erforderlich.

d) Vergleichsorientierte Bewertung

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

Derartige Multiplikator-Bewertungen stellen nur vereinfachte Wertfindungen dar, können jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle bieten (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 143; OLG Düsseldorf, 29. Oktober 2018, 26 W 13/17, Tz. 55 (BeckRS); kritisch zur Aussagekraft: OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12, Tz. 146 (BeckRS); OLG Frankfurt 2. Mai 2011, 21 W 3/11, Tz. 83 (juris); OLG Frankfurt, 15. Februar 2010, 5 W 52/09; Tz. 105 (juris); LG München I, 2. Dezember 2016, 5 HK 5781/15, Tz. 62 (juris)). Nach Auffassung des OLG Stuttgart kann eine Multiplikatoranalyse allenfalls das Ergebnis einer fundamentalen Bewertung bestätigen, nicht aber widerlegen (vgl. OLG Stuttgart, 11. Januar 2021, 20 W 10/19, Beschlusstext S. 23).

Die Bewertungsgutachterin hat ergänzend zu der vorgenommenen analytischen Bewertung nach der Ertragswertmethode eine vergleichsorientierte Bewertung unter Verwendung von Analystenschätzungen (Börsenmultiplikatoren) sowie unter Verwendung von Transaktionsmultiplikatoren durchgeführt.

Analog zu den Discounted Cashflow Verfahren kann bei der Multiplikatorbewertung nach Enterprise Ansätzen und Equity Ansätzen differenziert werden. Bei den Equity Ansätzen wird direkt der Wert für die Eigenkapitalgeber ermittelt. Dagegen wird bei den Enterprise Ansätzen zunächst der gesamte Wert des Unternehmens für die Eigen- und Fremdkapitalgeber ermittelt. Der Wert des Eigenkapitals ergibt sich durch Subtraktion des Marktwertes des Fremdkapitals. Aufgrund des Geschäftsmodells von Banken ist bei deren Bewertung der Einsatz von **Equity Ansätzen** zu bevorzugen (vgl. zur Begründung: Geltinger/Völkel, Bewertung von Banken, 2. Aufl. 2011, S. 97 f.). Dem folgend wurden seitens der Bewertungsgutachterin ausschließlich Werte in Bezug auf das Eigenkapital berechnet.

Wir haben die Berechnungen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen. Der von der Bewertungsgutachterin ermittelte objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 i.d.F. 2008 liegt innerhalb der im Bewertungsgutachten dargestellten Multiplikatorbandbreiten.

e) Vorerwerbe durch die Atlantic BidCo

Das Bundesverfassungsgericht hat mit seiner Entscheidung vom 27. April 1999 festgestellt, dass die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Anteilseigentums zur Bemessung der Barabfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben können, weil sie regelmäßig weder zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderheitsaktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien

eine Beziehung haben (vgl. BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566, 568). Die Erwägungen eines Mehrheitsaktionärs, der im Vorfeld und zur Vorbereitung einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme – z. B. im Rahmen eines Übernahmeangebots – gegebenenfalls überhöhte Preise zu akzeptieren bereit ist, seien lediglich für den Mehrheitsaktionär bestimmend, während sie für Dritte keine Bedeutung hätten. Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelänge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch. Diese Entscheidung entspricht der herrschenden Meinung in der Literatur und der höchstrichterlichen Rechtsprechung (vgl. für alle: van Rossum, in: Münchener Kommentar zum AktG, 6. Aufl., 2023, § 305, Tz. 91; BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632).

Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH am 15. Oktober 2009 (Rs. C 101/08, AG 2009, S. 821 ff.) getroffen. Nach Auffassung des EuGH enthält das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz, durch den die Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt sind, dass der Hauptaktionär verpflichtet ist, deren Aktien zu den gleichen Bedingungen aufzukaufen wie die, die beim Erwerb einer Beteiligung vereinbart wurden, mit der der Hauptaktionär die Kontrolle erlangt oder seine Kontrolle verstärkt wird. Die Irrelevanz von Preisen, die der Hauptaktionär zahlt, wurde ausdrücklich vom BGH (19. Juli 2010, II ZR 18/09, AG 2010, S. 629, 632), dem OLG München (26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, Tz. 34 (BeckRS)), dem OLG Düsseldorf (28. November 2022, 26 W 4/21, Tz. 183 (BeckRS); 22. März 2018, 26 W 20/14, Tz. 58 (BeckRS); 12. November 2015, 26 W 9/14, Tz. 43 (BeckRS)), dem OLG Stuttgart (30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 61 f.; 4. Mai 2020, 20 W 3/19, Beschlusstext S. 34), dem OLG Frankfurt (8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 33 (BeckRS)), dem Thüringer OLG (16. Mai 2022, 2 W 197/19, Beschlusstext S. 19; 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 18) sowie dem OLG Hamburg (8. Oktober 2018, 13 W 20/16, Tz. 30 (BeckRS); 27. März 2012, 13 W 20/09, Beschlusstext S. 7) nochmals festgehalten (gl.A. LG München I, 28. März 2019, 5 HK 3374/18, Beschlusstext S. 85, m.w.N.).

Das OLG Frankfurt hat jüngst klargestellt, dass Vorerwerbspreisen in der Regel für die Abfindungsbemessung keine Bedeutung zukomme. Allerdings stünde dieser Regelfall einer Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen als Marktpreisen im Rahmen der Schätzung gem. § 287 ZPO im Einzelfall nicht entgegen. Dies gelte insbesondere dann, wenn ein „erhöhter“ Preis (gemeint ist ein enthaltener Paketzuschlag) nicht festgestellt werden könne (vgl. OLG Frankfurt, 13. September 2021, 21 W 38/15, Tz. 32 (BeckRS)). Der Referenzpunkt ist gesondert festzustellen (vgl. Ruthardt/Popp, AG 2022, S. 347, 356).

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass Vorerwerbspreisen aus früheren Aktienkäufen keine Bewertungsrelevanz zukommt.

f) Ergebnis

Die angemessene Barabfindung muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär berücksichtigen. Die Barabfindung ist angemessen, wenn sie mindestens dem vollen Wert der jeweils übertragenen Aktien entspricht. Dieser entspricht dem quotalen Wertanteil am objektivierten Gesamtwert des Unternehmens (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 13).

Die Anwendung der Ertragswertmethode nach IDW S 1 i.d.F. 2008 zur Bewertung des Unternehmens bzw. als Ausgangspunkt für die Ableitung der angemessenen Barabfindung halten wir für angemessen im Sinne des § 327a AktG.

4. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit der Unternehmensbewertung

Der Unternehmensbewertung liegt die Planungsrechnung der Aareal-Gruppe für die Geschäftsjahre 2024 bis 2026 zu Grunde. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Planungsrechnung auf Konsistenz und Plausibilität der Annahmen untersucht (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 5). Unsere Prüfungshandlungen haben wir auf Vergangenheitsanalysen, Erläuterungen zur Planungsrechnung durch das Management, Arbeitsunterlagen der Bewertungsgutachterin sowie veröffentlichte markt- und wettbewerbsbezogene Informationen gestützt.

Eine Planung ist insgesamt als plausibel anzusehen, wenn sie sowohl rechnerisch richtig und auf Grundlage eines geeigneten Planungsprozesses erstellt ist als auch konsistent an die Vergangenheits- und Lageanalyse des Bewertungsobjekts anknüpft, bestehende Abweichungen zur vergangenen Entwicklung schlüssig erklärbar sind und die erwartete Entwicklung des Bewertungsobjekts nachvollziehbar reflektiert ist. Dagegen kann eine unvertretbare und damit unplausible Planung vorliegen, wenn sie einseitige, systematische Verzerrungen aufweist oder wenn bei entsprechender Marktcontinuität ein bisher auch in den besten oder schlechtesten Zeiten nie erreichtes Niveau ohne nachvollziehbare Begründung geplant worden ist.

Zur internen Plausibilisierung hat uns das Management der Gesellschaft die Geschäftstätigkeit sowie die Grundlagen und Annahmen der Planungsrechnung ausführlich erläutert. Zur externen Plausibilisierung der Planung haben wir ferner diverse Kennzahlen und Steigerungsraten ermittelt und Abgleiche mit Markt- und Wettbewerbsinformationen vorgenommen. Zu Einzelheiten verweisen wir auf unsere nachstehenden Ausführungen.

Für die Vergangenheitsanalysen standen uns die Prüfungsberichte der Jahres- und Konzernabschlüsse der Aareal Bank AG für die Geschäftsjahre 2021 und 2023 zur Verfügung. Für das Geschäftsjahr 2023 lag uns der Geschäftsbericht der Aareal Bank AG vor.

Wesentliche Einflussfaktoren wurden uns von dem Management in Gesprächen ergänzend erläutert.

Zur Prüfung der Unternehmensbewertung haben wir die von der Bewertungsgutachterin in elektronischer Form (als Wertkopie) zur Verfügung gestellten Bewertungsmodelle sowie das Bewertungsgutachten herangezogen. Zu Einzelfragen wurde uns jeweils mündlich oder gegebenenfalls in schriftlicher Form Auskunft erteilt. Bei der Beurteilung der methodischen Vorgehensweise haben wir geprüft, ob die Grundsätze des IDW S 1 i.d.F. 2008 beachtet worden sind. Den Kapitalisierungszinssatz haben wir anhand der Arbeitsunterlagen der Bewertungsgutachterin sowie öffentlich zugänglicher Kapitalmarktdaten geprüft. Auf der Grundlage der zur Verfügung gestellten Vergangenheitsinformationen sowie durch eine Befragung der uns benannten Auskunftspersonen haben wir untersucht, ob nicht betriebsnotwendiges Vermögen gesondert zu erfassen ist.

Bei der Überprüfung der Ertragswertermittlung haben wir folgende Prüfungsschwerpunkte festgelegt:

1. Vollständigkeit der Abbildung des Bewertungsobjekts,
2. Analyse des Markt- und Wettbewerbsumfeldes,
3. Analyse der Bereinigungen im Rahmen der Vergangenheitsanalyse,
4. zutreffende Anwendung des IDW S 1 i.d.F. 2008,
5. Einhaltung regulatorischer Vorgaben bzw. Maßnahmen im Bereich der Eigenkapitalunterlegung,
6. Plausibilität der verabschiedeten Planung unter Berücksichtigung aktueller Entwicklungen,
7. Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses und der nachhaltigen Thesaurierung,
8. Zusammenstellung der Peer Group und Ableitung des Betafaktors,

Zum endgültigen Stand der Bewertungsarbeiten hat es zwischen ValueTrust und uns keine sich auf unser Angemessenheitsurteil auswirkenden Meinungsunterschiede mehr gegeben. Dementsprechend ist unser Prüfungsbericht in keinem Punkt eingeschränkt und bestätigt in vollem Umfang die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung.

5. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen

Die in Abschnitt 3.3. erläuterten allgemeinen Bewertungsgrundsätze bilden einen Rahmen, der im Einzelfall zu konkretisieren ist. Von der Angemessenheit der Umsetzung der allgemeinen Bewertungsgrundsätze in die konkrete methodische Vorgehensweise bei der Bewertung der Aareal Bank AG haben wir uns – wie im Folgenden erläutert – überzeugt.

Der Unternehmenswert der Aareal Bank AG wurde von der Bewertungsgutachterin aus dem Ertragswert des laufenden Geschäfts zuzüglich Sonderwerten abgeleitet. Diese konkrete Vorgehensweise ist nach unseren Feststellungen sachgerecht und bildet den Wert der Aareal Bank AG angemessen in einem Bewertungsmodell ab.

Die Durchführung der Bewertung haben wir in allen wesentlichen Schritten, insbesondere hinsichtlich der Ableitung der zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes und der Abzinsung der Überschüsse auf den Bewertungsstichtag nachvollzogen.

5.1. Bewertungsobjekt

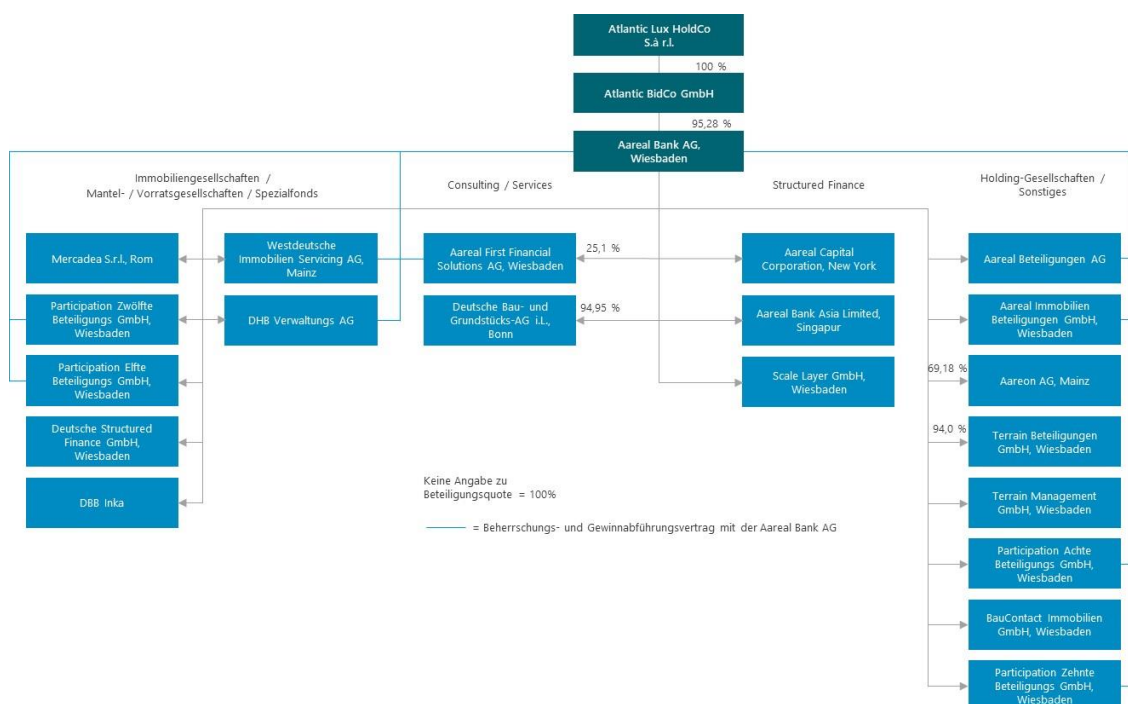
a) Rechtliche Grundlagen

Das Bewertungsobjekt ist die Aareal Bank AG, mit Sitz in Wiesbaden inklusive ihrer Tochtergesellschaften, Gemeinschaftsunternehmen sowie assoziierten Unternehmen (zusammen in der Folge „Aareal“ oder „Aareal-Gruppe“). Die Aareal Bank AG ist eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Wiesbaden (HRB 13184).

Gegenstand der Aareal Bank AG ist gemäß Satzung vom 19. September 2023 der Betrieb von Bankgeschäften, mit Ausnahme des Investmentgeschäfts, von Finanz- und sonstigen Dienstleistungen sowie die Förderung internationaler Wirtschaftsbeziehungen. Das Pfandbriefgeschäft ist auf die Ausgabe von Hypothekendarlehen gem. § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 PfandBG und von Öffentlichen Pfandbriefen gem. § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 PfandBG beschränkt.

Der Konsolidierungskreis setzt sich zum 31. Dezember 2023 aus 98 Gesellschaften zusammen. Neben der Aareal Bank AG gehören zum Konsolidierungskreis 88 vollkonsolidierte Unternehmen, ein Gemeinschaftsunternehmen, vier assoziierte Unternehmen sowie vier sonstige Unternehmen.

Die nachfolgende Abbildung stellt eine vereinfachte Struktur der Aareal-Gruppe dar.



Quelle: Unternehmensinformation - Stand 31. Dezember 2023.

Die Aareal Bank AG hat am 20. September 2023 bekanntgegeben, dass sie eine Delisting-Vereinbarung mit ihrer Hauptaktionärin Atlantic BidCo abgeschlossen hat. Die Atlantic BidCo hat ebenfalls am 20. September 2023 die Entscheidung veröffentlicht, den Aktionären der Aareal Bank AG ein öffentliches Delisting-Erwerbsangebot in Form eines Barangebots zum Erwerb sämtlicher Aktien der Aareal Bank AG, die nicht bereits direkt von der Bieterin gehalten werden, gegen Zahlung einer Gegenleistung in bar in Höhe von EUR 33,20 je Aareal Bank-Aktie zu unterbreiten.

Nachdem die Frankfurter Wertpapierbörse dem Antrag der Aareal Bank AG auf Widerruf der Börsenzulassung stattgegeben hat, wird die Aareal Bank AG-Aktie mittlerweile nicht mehr im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt.

Am 24. November 2023 hat die Atlantic BidCo die endgültigen Ergebnisse des Delisting-Erwerbungsangebots bekanntgegeben: Zum Ende der Annahmefrist wurde das Angebot für rund 4,56 % der Aktien angenommen. Dementsprechend hielt die Atlantic BidCo nach Settlement des Delisting-Erwerbungsangebots insgesamt 95,28 % der Aktien der Aareal Bank AG.

Die Aareal-Gruppe wird im Rahmen des einheitlichen europäischen Aufsichtsmechanismus als bedeutendes Kreditinstitut eingestuft und wird damit direkt von der EZB beaufsichtigt.

Das Geschäftsjahr entspricht gemäß § 3 der Satzung dem Kalenderjahr.

Das Grundkapital der Aareal Bank AG beträgt EUR 179.571.663,00 und ist eingeteilt in 59.857.221 nennwertlose Namensaktien, jeweils mit einem anteiligen Betrag von EUR 3,00 am Grundkapital. Es bestehen keine unterschiedlichen Aktiengattungen.

Zum Tag der Unterzeichnung dieses Berichts werden 57.162.573 der insgesamt 59.857.221 Aareal Bank AG-Aktien unmittelbar von der Atlantic BidCo gehalten. Dies entspricht einem Anteilsbesitz der Atlantic BidCo an der Aareal Bank AG in Höhe von ca. 95,50 %. Die Aareal Bank AG hält aktuell keine eigenen Aktien.

b) Geschäftsmodell

Die Aareal-Gruppe ist ein internationaler Anbieter von Finanzierungen, Software-Produkten, digitalen Lösungen sowie Zahlungsverkehrsanwendungen in der Immobilienbranche und angrenzenden Industrien.

Die Aareal-Gruppe gliedert sich in drei Geschäftssegmente:

- Strukturierte Immobilienfinanzierungen
- Banking & Digital Solutions
- Aareon

Im Geschäftssegment **Strukturierte Immobilienfinanzierungen** unterstützt die Aareal Kunden bei großvolumigen Investitionen in gewerbliche Immobilien. Dabei handelt es sich vor allem um Bürogebäude, Hotels, Shoppingcenter, Logistik- und Wohnimmobilien sowie Studentenappartements. Sie ist in Europa, Nordamerika und Asien/Pazifik aktiv. Zu den Kunden zählen institutionelle Investoren, Private-Equity-Häuser, Family Offices, Finanzinstitute, Privatpersonen, börsennotierte Immobilienunternehmen, Pensionsfonds und Investoren mit Branchenfokus.

Die Aareal **refinanziert** sich durch die Emission von Pfandbriefen, die einen bedeutenden Anteil an ihren langfristigen Refinanzierungsmitteln ausmachen. Daneben werden weitere Refinanzierungsinstrumente darunter auch Senior-preferred- und Senior-non-preferred Anleihen sowie weitere Schuldscheine und Schuldverschreibungen begeben. Zudem generiert die Bank im Segment Banking & Digital Solutions Bankeinlagen aus der Wohnungswirtschaft, als strategisch wichtiger zusätzlicher Refinanzierungsquelle. Daneben verfügt sie über Einlagen institutioneller Geldmarktinvestoren und Privatkundeneinlagen im Treuhandmodell.

Die Ratingagentur Fitch hat am 14. Februar 2024 das langfristige Emittenten-Rating („Long-Term Issuer Default Rating) von BBB+ (Outlook negative) auf BBB (Outlook stable) heruntergestuft. Ebenfalls herabgestuft wurden das Rating für langfristige Einlagen, Senior-preferred und subordinated debt Titel. Als Begründung für die Herabstufung wird von Fitch die Erwartung angeführt, dass Herausforderungen auf dem US-Markt für Office-Immobilien die Qualität der Vermögenswerte und die operative Profitabilität der Aareal beeinträchtigen.

Im Geschäftssegment **Banking & Digital Solutions** bietet die Aareal als Digitalisierungspartner umfassende Beratungsservices und Produktlösungen für Unternehmen aus der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft sowie der Energie- und Versorgungswirtschaft. Es kombiniert diese mit klassischem Firmenkunden-Banking und Einlagengeschäft. Mit BK01 vertreibt sie ein Verfahren der Gruppe zur automatisierten Abwicklung von Massenzahlungsverkehr in der deutschen Immobilienwirtschaft. Im Zusammenhang mit dem über die Kontosysteme der Aareal laufenden Zahlungsverkehr werden Einlagen generiert, die wesentlich zur Refinanzierung der Aareal beitragen. Zum Segment Banking & Digital Solutions zählen die Tochterunternehmen Collect Artificial Intelligence GmbH, Hamburg (Collect AI) und plusForta GmbH, Düsseldorf.

Im Geschäftssegment **Aareon** bietet der Aareon-Teilkonzern (mit der Muttergesellschaft Aareon AG) den Kunden in der europäischen Immobilienwirtschaft Software-as-a-Service-Lösungen (SaaS-Lösungen) an. In den jeweiligen Ländern (Deutschland, Schweden, Frankreich, Großbritannien, Niederlande und Spanien) unterstützt Aareon Kunden mit ERP-Systemen und weiteren Software-Lösungen. Über das offene Ökosystem „Aareon Connect“ erhalten Kunden zudem einfachen Zugang zu zahlreichen spezialisierten Lösungen von Drittanbietern. Aareon investiert signifikant in Forschungs- und Entwicklung, um seine Lösungen zu verbessern.

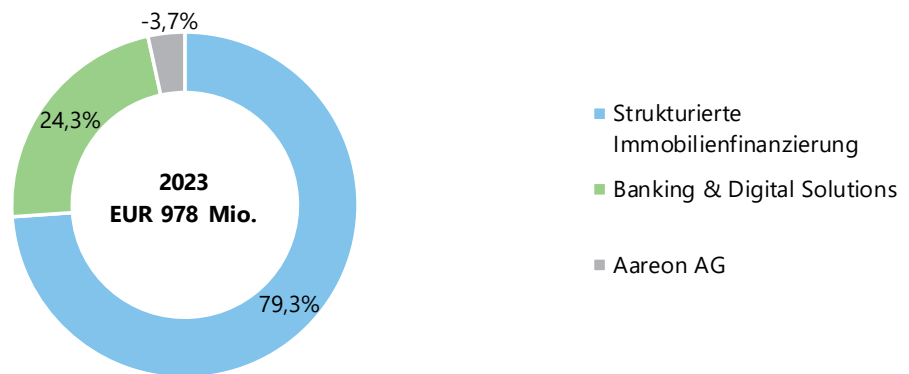
Seit dem Jahr 2021 verfolgt Aareon nicht mehr die Strategie Softwarelösungen über Lizenzverträge zu vertreiben. Unter dem SaaS-Modell ist Aareon verantwortlich für die laufende Funktionsfähigkeit der Software und dazu verpflichtet, in kurzen Abständen neue Funktionalitäten auszuliefern. Die Software wird entsprechend dem aktuellen Geschäftsmodell selbst von Aareon auf Servern betrieben, zu denen die Kunden Zugriff erhalten.

Die Aareal Bank AG ist (durchgerechnet) mit einem Anteil in Höhe von 69,2 % an der Aareon beteiligt.

Zum 31. Dezember 2023 wurde die (bislang zu 100 % der Aareal Bank AG gehörende) Aareal First Financial Solutions AG, Mainz („First Financial“) mehrheitlich (74,9 %) von der Aareon AG übernommen. In der First Financial bündeln die Aareal Bank AG und Aareon ihre Kompetenzen in der Softwareentwicklung von Zahlungsverkehrslösungen für die Wohnwirtschaft. Die First Financial fokussiert sich auf Software-Lösungen zur technischen Integration von Finanzdienstleistungen in ERP.

Die folgende Übersicht stellt die Aufteilung des Zinsüberschusses auf die verschiedenen Geschäftssegmente im Geschäftsjahr 2023 dar.

Prozentuale Verteilung des Zinsüberschusses nach Segmenten im Jahr 2023



Quelle: Unternehmensinformation.

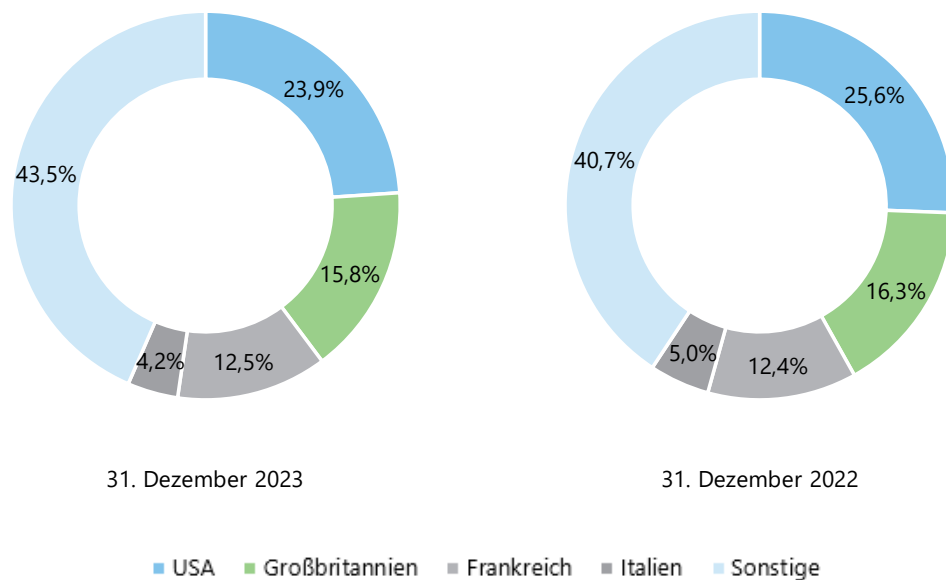
Der negative Zinsüberschuss der Aareon ergibt sich aus der Finanzierung der Aareon. Hierbei handelt es sich im Wesentlichen um die Finanzierung der M&A Aktivitäten. Die im Geschäftssegment Aareon erzielten Erträge aus wiederkehrenden bzw. nicht-wiederkehrenden Leistungen werden in der Erfolgsrechnung als Provisionserträge erfasst. Im Jahr 2023 stammen EUR 344 Mio. der Provisionserträge des Konzerns (Summe EUR 376 Mio.), d.h. der Großteil der ausgewiesenen Provisionserträge, aus dem Geschäftssegment Aareon.

Im Geschäftsjahr 2023 entfallen rund 70,0 % des Umsatzes im Geschäftssegment Strukturierte Immobilienfinanzierungen auf Deutschland. Daneben werden wesentliche Umsatz-Anteile in Italien und den USA erzielt. Im Geschäftssegment Banking & Digital Solutions entfällt der gesamte Umsatz auf Deutschland. Im Geschäftssegment Aareon entfallen rund 46,0 % der Umsätze auf Deutschland. Daneben werden wesentliche Umsatz-Anteile insbesondere in den Niederlanden erzielt.²

² Die Anteile entsprechen dem Country-by-Country-Reporting des Aareal Geschäftsberichts 2023, S. 168. Das als Umsatzgröße herangezogene operative Ergebnis der jeweiligen Niederlassungen wird als Summe aus folgenden Komponenten der Gewinn- und Verlustrechnung nach IFRS definiert: Zinsüberschuss (ohne Risikovorsorge), Provisionsüberschuss, Abgangsergebnis, Ergebnis aus Finanzinstrumenten, Ergebnis aus Sicherungszusammenhängen, Ergebnis aus at equity bewerteten Unternehmen, Sonstiges betriebliches Ergebnis.

Die folgende Übersicht stellt das Länder-Exposure (Forderungen und außerbilanzielle Verpflichtungen im internationalen Geschäft) der Aareal dar. Es wird deutlich, dass auch zum 31. Dezember 2023 noch knapp ein Viertel des internationalen Exposures auf die USA entfällt.

Prozentualer Anteil Länder-Exposure im internationalen Geschäft zum 31. Dezember 2022 und 2023



Quelle: Unternehmensinformation.

Die **Steuerung** der Aareal-Gruppe erfolgt auf Basis finanzieller Leistungsindikatoren unter Berücksichtigung der Risikotragfähigkeit auf Konzernebene. Grundlage der Steuerung ist eine jährlich erstellte mittelfristige Konzernplanung, die auf die langfristige Geschäftsstrategie des Konzerns ausgerichtet ist. Auf Konzernebene werden als Leistungsindikatoren insbesondere die folgenden Kenngrößen herangezogen: Betriebsergebnis (nach IFRS), Return on Equity (RoE) nach Steuern, harte Kernkapitalquote (CET1-Quote) – Basel IV (phase-in).

c) Regulatorische Rahmenbedingungen

Die Aareal-Gruppe unterliegt als Finanzinstitut den regulatorischen Vorgaben der Bankenaufsicht. Regulatorisches Bezugsobjekt ist die Atlantic-Gruppe, die aufgrund der Institutseigenschaft der Aareal Bank AG zusammen mit der Atlantic Lux HoldCo S.à r.l. und der Atlantic BidCo als Zwischenholding eine Finanzholdinggruppe darstellt. Für sie gelten die regulatorischen Anforderungen entsprechend. In Deutschland teilen sich grundsätzlich die BaFin und die Deutsche Bundesbank die Aufsichtstätigkeiten. Die Atlantic Lux HoldCo S.à r.l., Atlantic BidCo sowie die Aareal Bank AG fallen direkt unter die Aufsicht der EZB.

Im Dezember 2017 verabschiedete der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) ein Regelwerk zur Reformierung von Basel III und Überarbeitung des Kreditrisiko-Standardansatzes (KSA). Dieses internationale Regelwerk, welches als „Basel IV“ bezeichnet wird, muss von der EU europaweit umgesetzt werden, da der BCBS nicht befugt ist rechtsverbindliche Vorschriften zu erlassen. Am 27. Oktober 2021 veröffentlichte die EU-Kommission den ersten Entwurf der in Basel IV reformierten Capital Requirements Regulation (CRR) III sowie der Capital Requirements Directive (CRD) VI. Ursprünglich sollten die Änderungen bereits zu Beginn 2022 in Kraft treten. Aufgrund der Covid-19-Pandemie wurde der Umsetzungszeitpunkt vom BCBS jedoch vorerst auf den Jahresbeginn 2023 verschoben. Aufgrund der Komplexität der Umsetzung streben jedoch sowohl die EU-Kommission als auch das Vereinigte Königreich, nach aktuellem Stand, eine Erstanwendung ab dem 1. Januar 2025 an.

Die regulatorischen Vorschriften betreffen u.a. Eigenkapitalanforderungen, Liquiditätsvorgaben, Verschuldungsquoten und Risikomanagementvorschriften. Die Umsetzung von Basel IV wird bei Instituten, die den Internal-Ratings-Based-Ansatz (IRB-Ansatz) angewendet haben, im Regelfall zu einer Erhöhung des für die risikogewichteten Aktiva (RWA) vorzuhaltenden Eigenkapitals führen. Der vorgesehene Erstanwendungszeitpunkt der für Banken relevantesten Regelungen ist der 1. Januar 2025. Die Aareal Bank AG ermittelt bereits heute die RWA nach Maßgabe der geltenden Rechtslage unter Anwendung der Teilregelung zur Eigenmitteluntergrenze (sog. Outputfloor) basierend auf der Entwurfsfassung zur Umsetzung von Basel IV.

Das Eigenkapital eines Kreditinstituts unterteilt sich in hartes Kernkapital nach Art. 26 bis Art. 50 CRR, in zusätzliches Kernkapital nach Art. 51 bis Art. 61 CRR und Ergänzungskapital nach Art. 62 bis Art. 71 CRR. Die vorgeschriebenen Kapitalquoten beziehen sich auf die RWA. Weiterhin existieren Vorgaben zum Kapitalerhaltungspuffer und zum antizyklischen Kapitalpuffer nach Art. 130 bis Art. 140 CRR.

Das harte Kernkapital besteht aus eingezahlten Eigenkapitalinstrumenten mit gewissen Anforderungen sowie aus offenen Rücklagen und muss dem Finanzinstitut uneingeschränkt und unmittelbar zum Ausgleich von Verlusten und zur Deckung von Risiken zur Verfügung stehen. Finanzinstitute haben eine harte Kernkapitalquote von mindestens 4,5 % einzuhalten. Zusätzlich sind Kapitalpufferanforderungen wie der Capital Conservation Buffer, der Countercyclical Buffer und der systemische Risikopuffer einzuhalten. Zusätzliches Kernkapital (AT-1-Kapital) bildet zusammen mit dem harten Kernkapital das Kernkapital (T1). Das AT-1-Kapital der Aareal Bank AG beläuft sich zum 31. Dezember 2023 auf EUR 300 Mio. Zusätzlich zu den Mindestkapitalanforderungen (Säule 1) werden im Rahmen des aufsichtlichen Überwachungs- und Bewertungsprozesses (Supervisory Review and Evaluation Process - SREP) institutsindividuelle Säule 2-Anforderungen (Pillar 2-Requirement) festgelegt. Zusätzlich zu den verbindlichen Eigenmittelanforderungen wird durch die EZB eine Pillar 2-Empfehlung (P2G) gegeben, um sicherzustellen, dass Institute potenzielle Verluste aus Stressszenarien durch ausreichendes Eigenkapital und Liquiditätspuffer auffangen können.

Entsprechend dem (Konzern-)Geschäftsbericht der Aareal Bank AG für das Jahr 2023 beläuft sich die harte Kernkapitalquote (CET1-Quote) des Bewertungsobjektes zum Jahresende 2023 auf 19,4 % (Vorjahr: 19,3 %). Die Anforderungen zu den Eigenmittelvorgaben gemäß CRR (EU-Verordnung Nr. 575/2023) wurden während des gesamten Geschäftsjahres eingehalten.

Darüber hinaus wird seitens der Politik und der Bankenaufsicht die Notwendigkeit gesehen, den Nachhaltigkeitsgedanken in der Gesellschaft und als regulatorische Anforderung zu verankern. Basierend auf der EU-Taxonomie resultieren daraus eine Vielzahl von zusätzlichen Offenlegungsanforderungen durch die Anwendung der Corporate Sustainability Reporting Directive.

d) Prüfung der Vollständigkeit

Die Vollständigkeit des Bewertungsobjektes haben wir auf Basis der vorgelegten Informationen, insbesondere Anteilsbesitzlisten, sowie ergänzend erteilter Auskünfte der Aareal Bank AG geprüft. Nach unseren im Rahmen der Prüfung gewonnenen Erkenntnissen wird das Bewertungsobjekt im Rahmen der von ValueTrust durchgeführten Bewertung vollständig abgebildet.

5.2. Bewertungsstichtag

Als Bewertungsstichtag wurde der 3. Mai 2024 gewählt. Dies ist nach § 327b Abs. 1 AktG zutreffend, da dies der Tag ist, an dem die Hauptversammlung der Aareal Bank AG über die Übertragung der Aktien beschließen soll.

5.3. Ertragswert

a) Analyse der Vergangenheitsergebnisse

aa) Gewinn- und Verlustrechnung

Als Ausgangspunkt für die Analyse der Unternehmensplanung und für Plausibilitätsbeurteilungen hat die Bewertungsgutachterin ValueTrust ausgehend von den geprüften Konzernjahresabschlüssen der Aareal Bank AG für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 die Vergangenheitsergebnisse analysiert und Aufwendungen und Erträge um Sondereffekte und außerordentliche Positionen bereinigt. Durch die Eliminierung von Sachverhalten mit Einmalcharakter kann die Planungsrechnung besser eingeordnet werden (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 25).

Die unbereinigten **Vergangenheitsergebnisse** auf Konzernebene für die letzten drei Geschäftsjahre auf Basis der IFRS-Geschäftsberichte stellen sich im Einzelnen wie folgt dar:

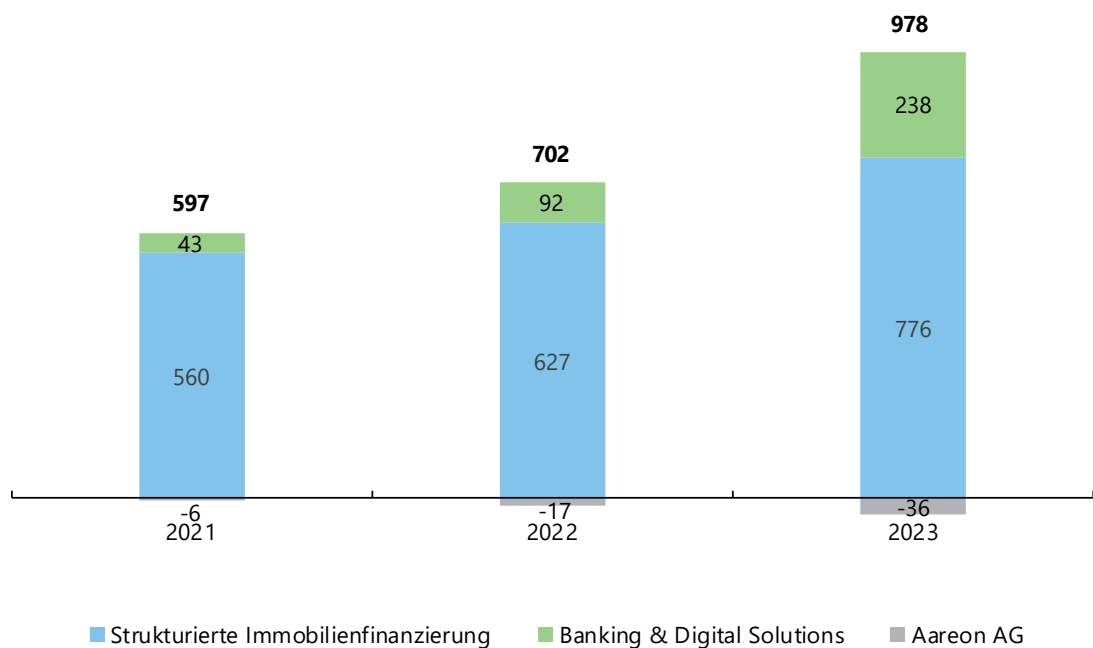
	Ist 2021	Ist 2022	Ist 2023	CAGR 21-23
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	%
Zinsüberschuss	597	702	978	28,0%
Risikovorsorge	-133	-192	-441	82,0%
Provisionsüberschuss	245	277	307	12,0%
Weiteres Ergebnis	-26	23	-51	40,1%
Verwaltungsaufwand	-528	-571	-645	10,5%
Betriebsergebnis	155	239	149	-2,0%
Ertragsteuern	-87	-86	-101	7,9%
Konzernjahresergebnis	68	153	48	-16,2%
<i>Cost/Income Ratio</i>	64,7%	57,0%	52,2%	
<i>Wachstum</i>				
<i>Zinsüberschuss</i>		17,6%	39,3%	
<i>Risikovorsorge</i>		44,4%	129,5%	
<i>Provisionsüberschuss</i>		13,1%	10,9%	
<i>Verwaltungsaufwand</i>		8,1%	12,9%	
<i>Betriebsergebnis</i>		54,2%	-37,7%	

Quelle: Geschäftsberichte der Aareal Bank AG der Jahre 2021 bis 2023.

Der **Zinsüberschuss** konnte zwischen den Geschäftsjahren 2021 und 2023 kontinuierlich von EUR 597 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 978 Mio. zum Ende des Geschäftsjahres 2023 gesteigert werden. Insbesondere im Jahr 2023 lag der Zinsüberschuss aufgrund des im Vorjahresvergleich höheren Kreditportfolios und guter Margen sowie des gestiegenen Zinsniveaus in Verbindung mit dem weiterhin hohen Einlagevolumen deutlich über dem Vorjahreswert.

In der folgenden Übersicht werden die Zinsüberschüsse der Geschäftsjahre 2021 bis 2023 nach Segmenten dargestellt.

**Verteilung der Zinsüberschüsse nach Segmenten der Jahre 2021 bis 2023
in EUR Mio.**



Quelle: Geschäftsberichte der Aareal Bank AG der Geschäftsjahre 2021 bis 2023.

Die Betrachtung des Zinsüberschusses nach Geschäftssegmenten macht deutlich, dass der Großteil des Zinsüberschusses im Geschäftssegment Strukturierte Immobilienfinanzierungen generiert wird. Dieser ist im Jahr 2023 insbesondere aufgrund des im Vorjahresvergleich höheren Kreditportfolios und guter Margen deutlich angestiegen.

Der Zinsüberschuss im Segment Banking & Digital Solutions wird im Zusammenhang mit den über den Zahlungsverkehr generierten Einlagen erwirtschaftet. Der deutliche Anstieg im Jahr 2023 ist auf positive Effekte gestiegener Marktzinsen auf das Einlagegeschäft zurückzuführen. Hintergrund des positiven Effekts sind gestiegene Marktzinsen im (wohnungswirtschaftlichen) Einlagegeschäft. Ende 2023 liegt (noch) ein relativ hoher Anteil der Einlagen in unverzinslichen Sichteinlagen. Generell positiv haben sich auch die seit dem Jahr 2022 für das Einwerben von Privatkundeneinlagen eingegangenen Kooperationen beispielsweise mit Raisin (insb. Privatkundeneinlagen) ausgewirkt.

Der für das Segment Aareon ausgewiesene negative Zinsüberschuss ist im Wesentlichen auf die kreditfinanzierten M&A-Aktivitäten zurückzuführen.

Die **Risikoversorge** ist ausschließlich dem Segment Strukturierte Immobilienfinanzierungen zuzuordnen. Die Risikoversorge war in den vergangenen Geschäftsjahren von äußeren Einflüssen beeinflusst. Im historischen Betrachtungszeitraum stieg die Risikoversorge von EUR 133 Mio. auf EUR 441 Mio. (81,9 % CAGR).

Im hier ergänzend angeführten Jahr 2020 belief sich die Risikoversorge auf EUR 344 Mio. Hintergrund waren die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie. Im darauffolgenden Jahr 2021 konnte die Risikoversorge auf EUR 133 Mio. reduziert werden. Im darauffolgenden Geschäftsjahr war die Risikoversorge durch den Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine geprägt und stieg auf EUR 192 Mio. Darüber hinaus führte im Geschäftsjahr 2022 die Einführung eines neuen, zu den aktualisierten Guidelines der European Banking Authority konformen Loss-Given-Default-Modells für Zwecke der modellbasierten bilanziellen Risikoversorge in Stage 1 und 2 zu einem Modelleffekt aus der Umstellung von EUR 10 Mio. Daneben führte die Bildung eines sogenannten Management Overlay von EUR 11 Mio. für Immobilienfinanzierungen in Stage 1 und 2 zu einem Anstieg der Risikoversorge.

Der deutliche Anstieg der Risikoversorge im Geschäftsjahr 2023 auf EUR 441 Mio. resultiert im Wesentlichen aus Kreditausfällen US-amerikanischer Büroimmobilien und lag deutlich über den Erwartungen. In der Risikoversorge enthalten ist auch die Risikoversorgezuführung für einen forcierten Abbau von Non Performing Loans einschließlich rund EUR 36 Mio. für das (nun vollständig) abgebaute Russland-Exposure. Darüber hinaus wurde die modellbasierte Risikoversorge in Stage 1 und 2 durch ein Post-Model-Adjustment, das erforderliche Anpassungen bei der Risikoversorgeermittlung aufgrund stichtagsbedingter Sachverhalte abbildet, in Höhe von insgesamt EUR 25 Mio. gebildet.

Der **Provisionsüberschuss** der Aareal ist in den vergangenen Jahren durchgängig gestiegen (2021: EUR 245 Mio., 2022: EUR 277 Mio., 2023: EUR 307 Mio.), was einem jährlichen Anstieg von 11,9 % p.a. von 2021 bis 2023 entspricht.

Der weit überwiegende Teil des Provisionsüberschusses ist auf das Segment Aareon zurückzuführen (2021: EUR 221 Mio., 2022: EUR 252 Mio., 2023: EUR 284 Mio.), das eine kontinuierlich positive Entwicklung des Provisionsüberschusses zwischen den Geschäftsjahren 2021 und 2023 aufweist. Das Wachstum des Provisionsüberschusses der Aareon resultiert in erster Linie aus höheren

Umsätzen mit ERP-Software und digitalen Lösungen für die europäische Immobilienwirtschaft. Das deutliche Umsatzwachstum ist insbesondere auch auf stetige M&A Aktivitäten bzw. anorganisches Wachstum zurückzuführen.

Der Provisionsüberschuss des Segments Banking & Digital Solutions zeigte ebenfalls einen positiven Trend von 2021 bis 2023 mit einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von 8,5 % p.a. im genannten Zeitraum. Im Jahr 2023 ergibt sich der Anstieg des Provisionsüberschusses auf EUR 33 Mio. (2022: EUR 31 Mio.) im Wesentlichen aus der im Jahr 2022 erworbenen Collect AI, einem Payment-Solution-Provider für KI-gestütztes intelligentes Rechnungs- und Mahnwesen.

Das „**weitere Ergebnis**“ umfasst das Abgangsergebnis, das Ergebnis aus Finanzinstrumenten und aus Sicherungszusammenhängen sowie das sonstige betriebliche Ergebnis.

Das **Abgangsergebnis** belief sich im historischen Betrachtungszeitraum auf EUR 23 Mio. im Geschäftsjahr 2021, EUR 1 Mio. im Geschäftsjahr 2022 und EUR 23 Mio. im Geschäftsjahr 2023. Ein Rückgang im Abgangsergebnis im Geschäftsjahr 2022 war auf eine Anpassung der Konditionen der bestehenden dritten Reihe gezielter Refinanzierungsgeschäfte der EZB (TLTRO III) zurückzuführen, woraus im Zusammenhang mit abgeschlossenen Zinssicherungsgeschäften ein Bewertungsverlust von EUR 24 Mio. realisiert wurde. Das Abgangsergebnis im Geschäftsjahr 2023 resultiert aus Erträgen im Treasuryportfolio und positiven marktbedingten Effekten aus vorzeitigen Kreditrückzahlungen.

Im Jahr 2023 resultierte das **Ergebnis aus Finanzinstrumenten und aus Sicherungszusammenhängen** in Höhe von insgesamt EUR -70 Mio. im Wesentlichen aus negativen Bewertungseffekten aus kreditrisikoinduzierten Bewertungsverlusten von ausgefallenen US-amerikanischen Büromobiliendarlehn. Im Jahr 2022 hatte es noch einen positiven Bewertungseffekt aus den marktseitigen Entwicklungen in Derivaten zur Währungs- und Zinssicherung infolge einer hohen Marktdynamik gegeben.

Das **sonstige betriebliche Ergebnis** betrug im Jahr 2023 EUR -6 Mio. und ist auf verschiedene Effekte, u.a. einen Grunderwerbsteuereffekt, zurückzuführen. Im Jahr 2021 war es im Wesentlichen durch steuerliche Nachzahlungszinsen belastet worden.

Die Hauptbestandteile des **Verwaltungsaufwands** stellen die Personal- und Sachaufwendungen sowie die Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte dar. Zwischen dem Geschäftsjahr 2021 und 2023 sind die Verwaltungsaufwendungen von EUR 528 Mio. auf

EUR 645 Mio. deutlich angestiegen. Der Anstieg ist auf die Geschäftsausweitung der Aareon zurückzuführen. Zudem haben im Jahr 2022 Transaktionskosten aus dem Abschluss des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots der Atlantic BidCo zu einem Anstieg des Verwaltungsaufwands geführt.

Das **Konzernergebnis** liegt im Geschäftsjahr 2023 mit EUR 48 Mio. im Wesentlichen begründet durch die deutlich erhöhte Risikovorsorge deutlich unter dem hohen Vorjahreswert sowie auch unter dem Konzernergebnis des Geschäftsjahrs 2021 in Höhe von EUR 68 Mio.

Die ausgewiesenen **Ertragsteuern** wurden im Geschäftsjahr 2023 durch die Abschreibung von Verlustvorträgen der Aareon infolge der Übernahme der Aareal Bank AG durch die Atlantic BidCo belastet.

Bereinigungen:

Das Bewertungsgutachten enthält auf den Seiten 68 bis 70 Erläuterungen zu den von der Bewertungsgutachterin durchgeführten Bereinigungen der Ertragslage. Die Bewertungsgutachterin hat keine Bereinigungen der Risikovorsorge im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie, des Russland-Ukraine-Konflikts oder der angespannten Situation des amerikanischen Büroimmobilienmarkts vorgenommen. Als Begründung wird angeführt, dass diese Effekte das operative Geschäft von Aareal betreffen.

In der folgenden Übersicht werden die Bereinigungen der Bewertungsgutachterin dargestellt:

	Ist 2021	Ist 2022	Ist 2023
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.
Einmaleffekte aus Übernahmeangebot	9	11	
Refinanzierung und M&A-Einmaleffekte	5	5	22
Post-Merger-Integration und Effizienzsteigerungen	6	2	5
Einmalaufwendungen im Personalbereich		8	43
Übrige Einmaleffekte	1	1	8
Nicht-zahlungswirksame buchhalterische Anpassungen	3		18
Bereinigungen ValueTrust	24	26	96

Quelle: Gutachtliche Stellungnahme, S. 69, Unternehmensinformation.

Die Bewertungsgutachterin hat im Zusammenhang mit dem nicht erfolgreichen Übernahmeangebot der Atlantic BidCo im Jahr 2021 bzw. dem erfolgreichen Übernahmeangebot im Jahr 2022 stehende Verwaltungsaufwendungen in Höhe von EUR 9 Mio. bzw. EUR 11 Mio. bereinigt.

Weitere bereinigte Sachverhalte stellen Aufwendungen im Zusammenhang mit M&A-Aktivitäten der Aareon dar. Im Jahr 2023 sind darin Aufwendungen in Höhe von EUR 10 Mio. im Zusammenhang mit der Refinanzierung der bislang von der Aareal gestellten Finanzierungslinie für M&A Aktivitäten enthalten. Nachgelagerte Post-Merger-Integration Aufwendungen wurden ebenso wie Aufwendungen aus Effizienzsteigerungsmaßnahmen bereinigt.

Daneben hat die Bewertungsgutachterin Einmalaufwendungen im Personalbereich sowie damit im Zusammenhang stehende Beratungsleistungen bereinigt. Nicht zahlungswirksame buchhalterische Anpassungen entfallen auf Impairments betreffend Geschäfts- oder Firmenwerte sowie weiterer immaterieller Vermögenswerte in Höhe von EUR 3 Mio. im Jahr 2021 sowie EUR 18 Mio. im Jahr 2023.

Die von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Bereinigungen betreffen den Verwaltungsaufwand sowie das sonstige betriebliche Ergebnis.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Bereinigungen und Erläuterungen der Bewertungsgutachterin anhand der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und ergänzenden Erläuterungen durch die Gesellschaft nachvollzogen. Wir halten die vorgenommenen Bereinigungen für vertretbar.

Die bereinigte Ertragslage der Aareal für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 stellt sich wie folgt dar:

	Ist 2021	Ist 2022	Ist 2023	CAGR 21-23
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	%
Zinsüberschuss	597	702	978	28,0%
Risikovorsorge	-133	-192	-441	82,0%
Provisionsüberschuss	245	277	307	12,0%
Weiteres Ergebnis (bereinigt)	-23	23	-51	48,9%
Verwaltungsaufwand (bereinigt)	-507	-545	-548	4,0%
Betriebsergebnis (bereinigt)	179	265	245	17,0%
<i>Cost/Income Ratio</i>	<i>61,9%</i>	<i>54,4%</i>	<i>44,4%</i>	
<i>Wachstum</i>				
<i>Zinsüberschuss</i>		<i>17,6%</i>	<i>39,3%</i>	
<i>Risikovorsorge</i>		<i>44,4%</i>	<i>129,5%</i>	
<i>Provisionsüberschuss</i>		<i>13,1%</i>	<i>10,9%</i>	
<i>Verwaltungsaufwand (bereinigt)</i>		<i>7,6%</i>	<i>0,6%</i>	
<i>Betriebsergebnis (bereinigt)</i>		<i>47,8%</i>	<i>-7,4%</i>	

Quelle: Gutachtliche Stellungnahme, S. 69.

ab) Wesentliche Bilanzposten und aufsichtsrechtliche Kennziffern

In der folgenden Übersicht werden wesentliche Bilanzposten sowie aufsichtsrechtliche Kennziffern über den Vergangenheitszeitraum dargestellt. Die Angaben der Risikogewichteten Aktiva (Basel IV phase-in) basieren auf den Informationen der Geschäftsberichte der Jahre 2021 bis 2023.

	Ist 2021	Ist 2022	Ist 2023
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.
Kernkapital (T1)	2.627	2.768	2.961
CET1 Kapital	2.327	2.468	2.661
AT1 Kapital	300	300	300
Ergänzungskapital	394	297	257
Eigenmittel (TC)	3.021	3.065	3.218
Bilanzielles Eigenkapital	3.061	3.258	3.300
Risikogewichtete Aktiva (Basel IV phase-in)	12.817	12.782	13.720
Risikogewichtete Aktiva (Basel IV fully phased-in)	n/a	n/a	19.894
Bilanzsumme	48.728	47.331	46.833
Immobilienfinanzierungen	30.048	30.901	32.876
Aufsichtsrechtliche Kennziffern			
Basel IV (phase-in)			
Harte Kernkapitalquote (CET1-Quote)	18,2%	19,3%	19,4%
Kernkapitalquote (T1-Quote)	20,5%	21,7%	21,6%
Gesamtkapitalquote (TC-Quote)	23,6%	24,0%	23,5%
Basel IV (fully phased-in)			
Harte Kernkapitalquote (CET1-Quote)	n/a	n/a	13,4%
RoE (nach Steuern)	2,0%	5,1%	1,5%

Quelle: Geschäftsberichte der Aareal Bank AG der Geschäftsjahre 2021 bis 2023.

Das bilanzielle (Konzern-)Eigenkapital der Aareal betrug zum 31. Dezember 2021 EUR 3.061 Mio. Sie nutzte das Wahlrecht nach § 2a KWG i.V.m. Art. 7 CRR, die aufsichtsrechtlichen Kennzahlen ausschließlich auf Gruppenebene der Aareal- Gruppe zu ermitteln. Sie wies im Geschäftsjahr 2021 ein Kernkapital (T1) von EUR 2.627 Mio. aus, das sich aus dem harten Kernkapital (CET1) von EUR 2.327 Mio. und dem zusätzlichen Kernkapital (AT1-Anleihe), von EUR 300 Mio. zusammensetzt. Bei der AT 1-Anleihe handelt es sich um einen „perpetual“ Bond mit jährlichem Kündigungsrecht, der sich zu einem Spread von 718 Basispunkten bei Nichtkündigung jeweils um ein Jahr

verlängert. Die aufsichtlichen Eigenmittel (TC) betragen EUR 3.021 Mio. und umfassen zusätzlich zum Kernkapital das Ergänzungskapital (T2), welches im Wesentlichen nachrangige Verbindlichkeiten von EUR 346 Mio. enthält. Die Eigenmittel im Jahr 2021 enthalten nicht die ursprünglich geplante Dividende von 1,60 EUR je Aktie im Jahr 2022 für das Geschäftsjahr 2021 und schließt die in 2021 nicht ausgeschütteten 1,10 EUR je Aktie sowie die zeitanteilige Abgrenzung der Nettoverzinsung der AT1-Anleihe ein. Aus den risikogewichteten Aktiva von EUR 12.817 Mio., basierend auf einem Immobilienfinanzierungsvolumen von EUR 30.048 Mio., leitete sich eine Mindesteigenmittelanforderung von EUR 1.026 Mio. (8,0 %) ab. Der Gesamtrisikobeitrag i.S.d. Art. 92 Abs. 3 CRR ermittelte sich dabei nach den zu dem Zeitpunkt gültigen Regelungen der CRR II ohne Durchführung des sogenannten „higher of“-Vergleichs nach dem revised KSA gemäß CRR III für das Jahr 2025 (50 %-Outputfloor), basierend auf der Entwurfsfassung zur Umsetzung von Basel IV der Europäischen Kommission. Die harte Kernkapitalquote (CET1-Quote) nach Basel III betrug somit 22,2 %. Unter Berücksichtigung des Basel IV (phase-in) betrug der Vergleichswert der CET1-Quote 18,2 %. Die Kernkapitalquote (T1-Quote) betrug 20,5 % und die Gesamtkapitalquote (TC-Quote) 23,6 %.

Zum 31. Dezember 2022 erhöhte sich das bilanzielle Eigenkapital auf EUR 3.258 Mio. Die aufsichtsrechtlichen Eigenmittel (TC) erhöhten sich ebenfalls auf EUR 3.065 Mio., einschließlich der ursprünglich geplanten Dividende von EUR 1,60 je Aktie im Jahr 2022 und der zeitanteiligen Abgrenzung des Nettozinsaufwands aus der AT1-Anleihe und exklusive des handelsrechtlichen Jahresergebnisses 2022, da die Gewinnverwendung vorbehaltlich der Zustimmung der Hauptversammlung ist. Das Kernkapital (T1) stieg auf EUR 2.768 Mio., wobei sich das harte Kernkapital (CET1) auf EUR 2.468 Mio. und die AT1-Anleihe sich unverändert auf EUR 300 Mio. beliefen. Die nachrangigen Verbindlichkeiten, die auch im Geschäftsjahr 2022 den wesentlichen Teil des Ergänzungskapitals (T2) von EUR 297 Mio. ausmachten, gingen dabei auf EUR 248 Mio. zurück. Die risikogewichteten Aktiva blieben bei einem Immobilienfinanzierungsvolumen von EUR 30.901 Mio. mit EUR 12.782 Mio. nahezu konstant. Der risikogewichtete Positionsbeitrag für Immobilienkredite und Beteiligungspositionen wurde dabei unter Anwendung des „higher of“-Vergleichs zwischen dem Ermittlungsschema nach der derzeit gültigen CRR II und des revised KSA gemäß CRR III mit Stand der Übergangsregelung für das Jahr 2025 (50%-Outputfloor) ermittelt. Die harte Kernkapitalquote (CET1-Quote) betrug somit nach Basel IV (phase-in) und nach Basel III 19,3 %. Die Kernkapitalquote (T1-Quote) betrug 21,7 %, die Gesamtkapitalquote (TC-Quote) 24,0 %.

Zum 31. Dezember 2023 erhöhte sich das bilanzielle Eigenkapital leicht auf EUR 3.300 Mio. Die aufsichtsrechtlichen Eigenmittel (TC) erhöhten sich bei einem auf EUR 2.661 Mio. gestiegenen harten Kernkapital und einem weiterhin konstant gebliebenen zusätzlichen Kernkapital (AT1-Anleihe) von EUR 300 Mio. auf EUR 3.218 Mio. Das Ergänzungskapital (T2) sank auf EUR 257 Mio. Die Eigenmittel enthalten dabei das Jahresergebnis 2023 und die zeitanteilige Abgrenzung der Verzinsung der AT1-Anleihe, da keine Ausschüttung des Jahresergebnisses 2023 im Geschäftsjahr 2024 geplant ist. Die risikogewichteten Aktiva von EUR 13.720 Mio. stiegen dabei korrespondierend zum Immobilienkreditvolumen von EUR 32.876 Mio. an. Der risikogewichtete Positionsbeitrag für Immobilienkredite und Beteiligungspositionen wurde dabei wie im Vorjahr unter Anwendung des „higher of“-Vergleichs ermittelt. Die harte Kernkapitalquote (CET1-Quote) betrug nahezu konstant zum Vorjahr 19,4 %. Die Kernkapitalquote (T1-Quote) betrug 21,6 % und die Gesamtkapitalquote (TC-Quote) 23,5 %.

b) Planungsrechnung

Planungsprozess

Die Unternehmensbewertung basiert auf der aktualisierten Unternehmensplanung der Geschäftsjahre 2024 bis 2026. Die Planungsrechnung wurde am 23. Februar 2024 im regulären Planungsprozess vom Vorstand der Aareal Bank AG verabschiedet und am 28. Februar 2024 dem Prüfungsausschuss des Aufsichtsrats vorgestellt. Die Planungsrechnung besteht aus einer integrierten Plan-Gewinn- und Verlustrechnung und einer Planbilanz gemäß IFRS.

Die Erstellung der Planungsrechnung erfolgt im Rahmen eines mehrstufigen Prozesses anhand eines Top-down-/Bottom-up-Ansatzes. Der grundsätzlich rollierende Planungsprozess sieht eine quartalsweise Überprüfung bzw. Aktualisierung der Planung vor. Sofern keine besonderen Entwicklungen oder Anpassungen erforderlich sind, wird die strategische Ausrichtung der Planung bei unterjährigen Aktualisierungen beibehalten. Die Planung erfolgt grundsätzlich getrennt nach den Segmenten Strukturierte Immobilienfinanzierungen, Banking & Digital Solutions sowie Aareon. Übergeordnet wird die Konsistenz der Planungsannahmen u.a. durch die Berücksichtigung von Konsolidierungseffekten sichergestellt.

Der Planungsrechnung liegen grundsätzlich makroökonomische Einschätzungen von Oxford Economics zugrunde. Das Treasury liefert Annahmen zur Refinanzierungsstruktur, zu Devisenkosten, Zinsen und Spreads. Auf Basis der Markteinschätzung und Portfolioziele werden die neuen Kreditgeschäftsannahmen zusammengestellt. Portfolioauswirkungen werden im bankeigenen Portfoliosimulationstool "Neo" simuliert. Wesentliche aufsichtsrechtliche Kennzahlen, wie insbesondere die CET1-Quote und die RWA-Planung werden unter frühzeitiger Berücksichtigung von (potenziellen) Anpassungen des regulatorischen Umfelds berechnet. Um die unterschiedlichen Szenarien des Kreditgeschäftswachstums und des Liquiditäts-, Risiko- und Kapitalbedarfs aufeinander abzustimmen, wird der Geschäftsplan iterativ berechnet.

Basierend auf den verschiedenen Beiträgen wird der Zinsüberschuss als Hauptertrag im Hinblick auf seine Haupttreiber und verschiedene Portfolios analysiert und verschiedene andere relevante Parameter (z.B. Liquiditätsplan, LCR, ICAAP, Risikokosten, Steuern) berechnet. Der Zinsüberschuss wird ausgehend von den erwarteten durchschnittlichen Aktiv- bzw. Passivvolumina und den durchschnittlichen Spreads als Differenz zwischen den vereinbarten Konditionen und den jeweiligen ESTR-Einstandszinsätzen bestimmt, wobei bei den Volumina zwischen dem Bestands- sowie Neugeschäft und den Prolongationen sowie Rückzahlungen differenziert wird.

Ausgehend von der Planung eines Base Cases, werden auf Konzernebene zusätzlich adverse Szenarien (Stressfälle) berechnet.

Für eine weitergehende Beschreibung des Planungsprozesses (insb. zur Risikovorsorge, den Verwaltungskosten, zur Steuerplanung sowie zur CET1 und RWA-Planung) verweisen wir auf die gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust.

Aufgrund der derzeitigen strategischen Überlegungen in Bezug auf die Beteiligung an der Aareon, sieht die Planungsrechnung eine Entkonsolidierung der Aareon zum 1. Januar 2025. Eine Prognose eines potenziellen Veräußerungsgewinns wurde durch die Aareal Bank AG nicht vorgenommen. Der potenzielle Veräußerungsgewinn basiert insofern auf der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts der Aareon durch die Bewertungsgutachterin und wird bewertungstechnisch als sonstiger betrieblicher Ertrag zum Ende des Planjahres 2024 in der Bewertung der Aareal Bank AG abgebildet.

Die Ermittlung des Unternehmenswerts der Aareon basiert auf der vom Vorstand der Aareon am 26. Februar 2024 verabschiedeten Planungsrechnung. Sie umfasst die Planjahre 2024 bis 2026 und wurde grundsätzlich einem Top-down/Bottom-up-Ansatz folgend im regulären Planungsprozess erstellt. Die Planungsrechnung besteht aus einer Planung der Gewinn- und Verlustrechnung. In Abstimmung mit der Aareon hat die Bewertungsgutachterin die von der Gesellschaft für das Jahr 2024 erstellte Bilanzplanung fortentwickelt.

Für eine weitergehende Beschreibung des Planungsprozesses der Aareal Bank AG bzw. der Aareon verweisen wir auf die gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust.

Die verabschiedete Planungsrechnung der Aareal-Gruppe basiert auf Zinsstrukturdaten vom 29. Dezember 2023. Vor diesem Hintergrund hat die Aareal Bank AG eine Schätzung der Zinssensitivität des Zinsüberschusses auf Basis der aktuelleren Zinsstrukturdaten vom 16. Februar 2024 erstellt. Darüber hinaus hat die Gesellschaft eine Aktualisierung der RWA-Planung in Bezug auf operationelle Risiken (sog. „OpRisk-Update“) vorgenommen. Die Aktualisierung der Zinsüberschussplanung und die aktualisierte RWA-Planung hat die Bewertungsgutachterin im Rahmen der Unternehmensbewertung berücksichtigt, um die Aktualität der verarbeiteten Informationen zu gewährleisten.

Die Berücksichtigung dieser Planungsaktualisierungen ist aus unserer Sicht angemessen, da bei der Unternehmensbewertung alle Informationen zu berücksichtigen sind, die bei angemessener Sorgfalt am Bewertungsstichtag für die Entscheidungsträger erkennbar gewesen wären und deren Kenntnis den Unternehmenswert beeinflusst hätte. Planungsaktualisierungen sind in der Praxis üblich und grundsätzlich unbedenklich (vgl. OLG Zweibrücken, 14. August 2018, 9 W 4/14, Beschlusstext S. 21; OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 136/16, Beschlusstext S. 7).

Plan-Ist-Vergleich

Die Analyse der Planungstreue erfolgt durch den Vergleich historischer Planungsrechnungen (Bottom-up Planung) mit den Ist-Ergebnissen. Dies kann zur Einschätzung führen, ob die Planungen in der Vergangenheit gegebenenfalls zu optimistisch bzw. zu pessimistisch oder realistisch waren (vgl. OLG Düsseldorf, 9. Mai 2022, 26 W 3/21, Tz. 41 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 25. Februar 2020, 26 W 7/18, Tz. 39 (BeckRS); OLG München, 14. Dezember 2021, 31 Wx 190/20, Tz. 109 (BeckRS)).

Die Bewertungsgutachterin hat zur Beurteilung der Planungstreue einen jeweils einjährigen Plan-Ist-Vergleich für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 vorgenommen. Dazu wird der jeweils zu Beginn des Jahres für das laufende Jahr geplante Wert mit dem realisierten Wert abgeglichen. Die wesentlichen Gründe für die Abweichungen werden dargestellt.

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die Berechnungen der Bewertungsgutachterin sowie die Erläuterungen zu den Plan-Ist-Abweichungen nachvollzogen.

Die kurzfristigen Plan-/Ist-Abweichungen sind im Wesentlichen auf Abweichungen auf der Ebene des Zinsüberschusses sowie der Risikovorsorge zurückzuführen.

Auf der Ebene des Zinsüberschusses konnten die Planwerte mehr oder weniger deutlich übertroffen werden. Vor dem Hintergrund des in diesem Ausmaß nicht erwarteten Zinsanstiegs sowie der außergewöhnlich hohen Volatilität des Zinsumfeldes teilen wir die Auffassung der Bewertungsgutachterin, dass daraus nicht auf eine grundsätzlich konservative Zinsüberschussplanung geschlossen werden kann. Die tatsächlich notwendige Risikovorsorge lag dagegen in den Jahren 2022 und 2023 insbesondere aufgrund des Russland-Ukraine-Konflikts sowie der US-Office Krise deutlich bzw. sehr deutlich über den jeweils geplanten Werten. Auf der Ebene des geplanten Betriebsergebnisses zeigt sich im Ergebnis ein gemischtes Bild. Während das geplante Betriebsergebnis im Jahr 2021 um 12,1 % übertroffen werden konnte, wurde es im Jahr 2023 sehr deutlich um 65,5 % unterschritten. Das geplante Konzernergebnis konnte in keinem der betrachteten Jahre erreicht werden.

Ergänzend zu den Analysen der Bewertungsgutachterin haben wir wie in der Folge dargestellt die im Februar 2021 bzw. Februar 2022 erstellten Mehrjahresplanungen für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 sowie 2022 bis 2024 den jeweiligen (unbereinigten) Ist-Zahlen gegenübergestellt. Aus Gründen der Vollständigkeit haben wir die im Februar 2023 erstellte Mehrjahresplanung für die Geschäftsjahre 2023 bis 2026 ergänzt. Dargestellt werden in der Folge die Abweichungen auf der Ebene des Zinsüberschusses, der Risikovorsorge sowie des Betriebsergebnisses.

Auf eine weitergehende Analyse der Planungstreue für bereinigte Ergebnisse haben wir vorliegend verzichtet, da eine Einschätzung darüber gewonnen werden soll, inwiefern die geplanten Ergebnisse im Ist tatsächlich strukturell über- oder unterschritten wurden.

Grüne Felder zeigen eine das Betriebsergebnis positiv beeinflussende Planübererfüllung, rote Felder eine das Betriebsergebnis negativ beeinflussende Planabweichung.

Auf der Ebene des **Zinsüberschusses** stellen sich die Plan-Ist-Abweichungen wie folgt dar:

Δ Zinsüberschuss (%)		Planjahr		
		2021	2022	2023
Planung	2021	5%	22%	71%
	2022		13%	61%
	2023			30%
Durchschn. Δ		5%	18%	54%

Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse.

Die Analyse der Abweichungen auf Ebene des Zinsüberschusses zeigt, dass die in der Planung aus dem Jahr 2021 für die Jahre 2021 bis 2023 geplanten Zinsüberschüsse deutlich unterhalb der tatsächlich erzielten Zinsüberschüsse lagen. Auch hinsichtlich der Planungen aus den Jahren 2022 und 2023 wurde eine deutliche Planübererfüllung realisiert. Wie oben bereits erläutert, sind die deutlichen Abweichungen auf den in diesem Ausmaß nicht erwarteten Zinsanstieg sowie außergewöhnlich hohe Volatilität des Zinsumfeldes zurückzuführen. Gleichzeitig hat eine Zunahme der Portfoliogröße aufgrund des über Plan liegenden Neugeschäfts zu dem kontinuierlichen Anstieg des Zinsüberschusses beigetragen.

Auf der Ebene der **Risikovorsorge** stellen sich die Plan-Ist-Abweichungen wie folgt dar:

Δ Risikovorsorge (%)		Planjahr		
		2021	2022	2023
Planung	2021	-22%	81%	438%
	2022		57%	349%
	2023			132%
Durchschn. Δ		-22%	69%	393%

Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse.

Die Analyse der Abweichungen auf Ebene der Risikovorsorge zeigt lediglich im Ist-Jahr 2021 ein Unterschreiten der geplanten Risikovorsorge. In den weiteren betrachteten Jahren wurde die im Ist erforderliche Risikovorsorge durchgehend bzw. teilweise sehr deutlich unterschätzt.

Auf der Ebene des **Betriebsergebnisses** stellen sich die Plan-Ist-Abweichungen wie folgt dar:

Δ Betriebsergebnis (%)		Planjahr		
		2021	2022	2023
Planung	2021	14%	-2%	-52%
	2022		0%	-53%
	2023			-40%
Durchschn. Δ		14%	-1%	-48%

Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse.

Die Analyse der Abweichungen auf Ebene des Betriebsergebnisses zeigt, dass die in den historischen Mehrjahresplanungen aus den Jahren 2021 bis 2023 für das Jahr 2023 geplanten Betriebsergebnisse zwischen 40% und 53% oberhalb des im Jahr 2023 tatsächlich realisierten Betriebsergebnisses lagen.

Auf Basis der Analyse der Planungstreue ist festzuhalten, dass wir keine Hinweise identifizieren konnten, die die Eignung der Planungsrechnung für Zwecke der Unternehmensbewertung in Frage stellen. Ein strukturell konservativer Planungsansatz ist nicht ersichtlich. Insbesondere die Risikovorsorge wurde in der Vergangenheit (u.a. auch in den hier nicht dargestellten Jahren 2018 bis 2020) teilweise sehr deutlich unterschätzt, was diesbezüglich auf einen deutlich ambitionierten Charakter schließen lässt.

Planungsrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung

Die folgende Übersicht stellt die **Planungsrechnung** nach IFRS für die Planjahre 2024 bis 2026 dar. Im Hinblick auf die Aareon wird aufgrund der potenziellen Veräußerung eine Entkonsolidierung zum 31. Dezember 2024 bzw. 1. Januar 2025 abgebildet.

	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.
Zinsüberschuss	878	873	883
Risikovorsorge	-350	-221	-167
Provisionsüberschuss	356	35	38
Weiteres Ergebnis	30	19	27
Abgangsergebnis Aareon	1.172	0	0
Verwaltungsaufwand	-581	-372	-378
Betriebsergebnis	1.506	335	403
Ertragsteuern	-97	-100	-121
Konzernergebnis	1.409	234	282
davon nicht beherrschenden Anteilen zugeordnet	6	0	0
davon AT-1 Investoren zugeordnet	32	30	30
davon Stammaktionären zugeordnet	1.371	204	252
<i>Cost/Income Ratio</i>	<i>45,9%</i>	<i>40,1%</i>	<i>39,9%</i>
<i>Wachstum</i>			
<i>Zinsüberschuss</i>		<i>-0,6%</i>	<i>1,1%</i>
<i>Risikovorsorge</i>		<i>-36,9%</i>	<i>-24,2%</i>
<i>Provisionsüberschuss</i>		<i>-90,1%</i>	<i>7,8%</i>
<i>Verwaltungsaufwand</i>		<i>-36,0%</i>	<i>1,6%</i>
<i>Betriebsergebnis</i>		<i>-77,8%</i>	<i>20,4%</i>

Quelle: Unternehmensplanung der Aareal-Gruppe der Geschäftsjahre 2024 bis 2026.

Für den **Zinsüberschuss** wird ausgehend von dem außergewöhnlich guten Jahr 2023 (EUR 978 Mio.) bis zum Jahr 2026 ein Rückgang auf EUR 883 Mio. erwartet. Dieser Rückgang lässt sich auf die erwartete Normalisierung des Zinsniveaus sowie insbesondere zu erwartende Veränderungen der erzielbaren Spreads im Aktiv- und Passivgeschäft zurückführen. Die dargestellte Entwicklung berücksichtigt das Zinsupdate der Gesellschaft vom 16. Februar 2024, mit dem der Zinsüberschuss der Planjahre 2024, 2025 und 2026 um EUR 18 Mio., EUR 32 Mio. und EUR 25 Mio. unter Berücksichtigung aktueller Forward Rates erhöht wurde.

Das Volumen an Immobilienfinanzierungen soll ausgehend von EUR 32,9 Mrd. zum 31. Dezember 2023 bis zum Ende des Planjahres 2026 auf rund EUR 36 Mrd. ansteigen. Dazu wird ein leichter Anstieg der im Geschäft mit Immobilienfinanzierungen erzielbaren Spreads abgebildet. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass das Neukundengeschäft gegenüber dem Bestandsgeschäft zu vorteilhafteren Konditionen abgeschlossen werden kann.

Diese grundsätzlich positive Entwicklung wird erwartungsgemäß durch das gegenüber der jüngeren Vergangenheit deutlich schwierigere Refinanzierungsumfeld überkompensiert. Negativ auf den Zinsüberschuss wirkt sich die erwartete Ausweitung der Spreads bei Anschlussfinanzierungen sowie Neuemissionen im Funding-Geschäft ((Hypotheken-)Pfandbriefe, Senior-unsecured sowie Nachrangdarlehen) aus. Der Zinsanstieg hat die Refinanzierungskonditionen gegenüber den Altbeständen deutlich verschlechtert. Dazu geht die Gesellschaft in ihrem sogenannten Baseline Szenario ausgehend vom Jahr 2023 von einem weiteren leichten Rückgang der Immobilienpreise aus.

Auch im Hinblick auf die wohnungswirtschaftlichen Einlagen wird im Zeitablauf unter Berücksichtigung des gestiegenen Zinsniveaus mit einer Verschlechterung der Spreads bzw. einem Rückgang der erzielbaren Zinsüberschüsse aus wohnungswirtschaftlichen Einlagen gerechnet. Dahinter steht auch die Annahme, dass Kunden zunehmend (aktuell noch sehr niedrig verzinsliche) Sichteinlagen in höher verzinsliche Termineinlagen umwandeln.

Für den **Provisionsüberschuss** wird ausgehend vom Jahr 2023 (EUR 307 Mio.) zunächst ein deutlicher Anstieg auf EUR 356 Mio. im Planjahr 2024 prognostiziert. Der deutliche Rückgang im Planjahr 2025 ist durch die Entkonsolidierung des Aareon-Teilkonzerns zum 1. Januar 2025 begründet. Im Provisionsüberschuss sind ab dem Planjahr 2025 keine Erträge aus dem Aareon-Teilkonzern mehr enthalten. Für das Planjahr 2026 wird wieder ein leichter Anstieg des Provisionsüberschusses prognostiziert.

Für die **Risikovorsorge** wird unter Berücksichtigung der aktuellen Entwicklungen bei US-Büro-Immobilien ausgehend von EUR 441 Mio. im Jahr 2023 zunächst für das Planjahr 2024 ein Rückgang auf EUR 350 Mio. geplant. Anschließend wird bis zum Planjahr 2026 grundsätzlich von einer Normalisierung der Risikovorsorge ausgegangen.

Das über einen längeren Zeitraum tendenziell geringe **weitere Ergebnis** umfasst das Abgangsergebnis, das Ergebnis aus der Fair Value Bewertung von Finanzinstrumenten sowie aus Sicherungszusammenhängen. Daneben sind das Ergebnis aus nach der Equity Methode bilanzierten Beteiligungen sowie sonstige Bestandteile enthalten. Der im historischen Vergleich relativ hohe positive Betrag von EUR 30 Mio. im Planjahr 2024 ist insbesondere auf das außerordentliche Ergebnis aus Rettungserwerben zurückzuführen. Nach der Entkonsolidierung (der die restlichen Anteile haltenden Aareon AG) wird die bei der Aareal Bank AG verbleibende Beteiligung an der First Financial (25,1 %) nach der Equity Methode abgebildet. Insofern haben die hieraus geplanten Beteiligungserträge ab dem Jahr 2025 einen positiven Effekt auf das weitere Ergebnis.

Der deutliche Rückgang der **Verwaltungsaufwendungen** im Planjahr 2025 ist auf die Entkonsolidierung der Aareon zum 1. Januar 2025 zurückzuführen. Insofern sind in den Verwaltungsaufwendungen ab dem Planjahr 2025 keine Aufwendungen aus der Aareon mehr enthalten. Bei der Ableitung der Planzahlen wurden insbesondere erwartete Gehaltssteigerungen sowie Kostensenkungen und Effizienzsteigerungen aus strategischen Maßnahmen berücksichtigt.

Der prognostizierte Ertrag aus der Entkonsolidierung der Aareon, für die planerisch von einem Exit zum 31. Dezember 2024/1. Januar 2025 ausgegangen wird, wird von der Bewertungsgutachterin im Jahr 2024 als **sonstiger betrieblicher Ertrag** in Höhe von EUR 1.172 Mio. berücksichtigt. Entsprechend den Annahmen der Kapitalplanung der Gesellschaft wird eine Sonderausschüttung berücksichtigt. Die Ableitung des sonstigen betrieblichen Ertrags basiert auf der von der Bewertungsgutachterin separat vorgenommenen und dargestellten Ermittlung des Werts des Eigenkapitals der Aareon AG (für 100 % des Eigenkapitals). Bei der Überleitung ist zu berücksichtigen, dass die Aareal Bank AG nur rund 69,2 % der Anteile der Aareon hält. Zudem wurden Werteffekte aus dem Management Equity Program der Aareon, erwartete Transaktionskosten, die Besteuerung des Veräußerungsgewinns sowie regulatorische Thesaurierungseffekte berücksichtigt. Darüber hinaus wird eine Neutralität des Exits bzw. der Sonderausschüttung im Hinblick auf das CET1-Kapital unterstellt.

Das **Betriebsergebnis** soll ausgehend von EUR 149 Mio. im Jahr 2023 bis zum Planjahr 2026 auf EUR 403 Mio. deutlich steigen. Der Ausreißer nach oben im Geschäftsjahr 2024 ist auf die abgebildete Veräußerung der Aareon AG zurückzuführen.

Der dargestellten Entwicklung der **Ertragsteuern** liegt eine Steuerplanung der Gesellschaft zugrunde. Die im Durchschnitt auch längerfristig zu erwartende Steuerquote liegt bezogen auf das IFRS-Betriebsergebnis bei 30,0 %. Die deutlich geringere effektive Steuerquote im Jahr 2024 ist auf die geringe Besteuerung des Abgangserfolgs der Anteile an der Aareon AG zurückzuführen. Das resultierende **Konzernergebnis** ist unter Berücksichtigung der Verzinsung der AT1-Anleihe auf die AT1-Investoren sowie die Aktionäre der Aareal Bank AG aufzuteilen.

Bilanzplanung und aufsichtsrechtliche Kennzahlen

Die folgende Übersicht zeigt die Entwicklung wesentlicher Bilanzposten sowie aufsichtsrechtlicher Kennzahlen der Aareal Bank AG über den Planungszeitraum.

	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.
Kernkapital (T1)	3.091	3.192	3.313
CET1 Kapital	2.791	2.892	3.013
AT1 Kapital	300	300	300
Ergänzungskapital	210	662	627
Eigenmittel (TC)	3.301	3.854	3.940
Bilanzielles Eigenkapital	2.965	3.067	3.193
Risikogewichtete Aktiva (Basel IV phase-in)	15.442	15.462	16.183
Risikogewichtete Aktiva (Basel IV fully phased-in)	21.094	21.197	21.332
Bilanzsumme	46.842	47.269	47.592
Immobilienfinanzierungen	34.000	35.000	36.006
Aufsichtsrechtliche Kennziffern			
Basel IV (phase-in)			
<i>Harte Kernkapitalquote (CET1-Quote)</i>	18,1%	18,7%	18,6%
<i>Kernkapitalquote (T1-Quote)</i>	20,0%	20,6%	20,5%
<i>Gesamtkapitalquote (TC-Quote)</i>	21,4%	24,9%	24,3%
Basel IV (fully phased-in)			
<i>Harte Kernkapitalquote (CET1-Quote)</i>	13,2%	13,6%	14,1%
<i>RoE (nach Steuern)</i>	6,9%	6,9%	8,2%

Quelle: Unternehmensplanung der Aareal Bank AG der Geschäftsjahre 2024 bis 2026, Gutachtliche Stellungnahme, S. 121 ff.

Die der Bewertung zugrunde gelegte Bilanzplanung wird in der gutachtlichen Stellungnahme auf den Seiten 120 bis 130 dargestellt. Wir beschränken uns an dieser Stelle auf die betragsmäßig bedeutendsten Posten und Entwicklungslinien. Die Folgewirkungen der Anpassung des Zinsüberschusses im Rahmen der Aktualisierung der Zinsprognosen wurde von der Bewertungsgutachterin integriert berücksichtigt.

Für die **Bilanzsumme** wird über den Planungszeitraum ein leichter Anstieg von jährlich im Durchschnitt 0,5 % abgebildet. Auf der **Aktivseite** wird der Anstieg durch das Wachstum des Immobilienfinanzierungsportfolios sowie des Wertpapierportfolios getrieben. Im Hinblick auf die ausgezeichneten Immobilienfinanzierungen wird ausgehend von EUR 32.876 Mio. im Jahr 2023 ein Anstieg auf den – von der Gesellschaft verfolgten – strategischen Zielwert in Höhe von rund EUR 36.006 Mio. im Jahr 2026 abgebildet. In regionaler Hinsicht wird nicht von wesentlichen Veränderungen der Portfoliozusammensetzung ausgegangen.

In Bezug auf die unverzinslichen Aktiva wird ausgehend von einem Planwert in Höhe von EUR 2.597 Mio. im Jahr 2024 für das Jahr 2025 ein deutlicher Rückgang prognostiziert, der in Höhe von EUR 1.258 Mio. auf die Entkonsolidierung der Aareon AG zurückzuführen ist. Daneben wird ein Rückgang aufgrund der Abgänge von Rettungserwerben geplant.

Auf der **Passivseite** soll das Wachstum der Bilanzsumme im Wesentlichen durch eine geplante leichte Erhöhung der wohnungswirtschaftlichen Einlagen (CAGR 1,2 %), ausgegebener Hypothekendarlehen (CAGR 5,1 %) sowie von Senior unsecured bzw. nachrangigen Titeln (3,0 %) finanziert werden. Des Weiteren ergibt sich auf der Ebene der sonstigen Passiva im Jahr 2025 ein Rückgang um EUR 843 Mio., der auf die Entkonsolidierung der Aareon AG zurückzuführen ist.

Die geplante Entwicklung des Eigenkapitals ergibt sich unter Berücksichtigung einer Ausschüttungsquote von 50 % sowie der für das Planjahr 2024 aufgrund des Aareon-Exits geplanten Sonderausschüttung.

Die Planung des bilanziellen Eigenkapitals ist im Wesentlichen geprägt durch die **regulatorischen Anforderungen**. Mit der Einführung der Regelungen von Basel IV zum Erstanwendungszeitpunkt zum 1. Januar 2025 ergeben sich Auswirkungen für Institute, die bislang einen institutsinternen Ansatz zur Unterlegung von Kreditrisiken mit Eigenkapital angewendet haben. Im Fall der Aareal Bank AG wird der fortgeschrittene IRB-Ansatz (auch „AIRBA“) herangezogen. Sie müssen den Gesamtrisikobeitrag der risikogewichteten Aktiva im Rahmen eines „higher of“-Vergleichs zwischen dem Ermittlungsschema nach der derzeit gültigen CRR II und des revised KSA (Basel IV Standardrisikoansatz) gemäß CRR III für das Jahr 2025 mit einem 50 %-Outputfloor ermitteln. Im Jahr 2030 ist ein Outputfloor von 72,5 % anzuwenden. Die Gesellschaft folgt in der Übergangsphase der regulatorischen Vorgabe eines „phase-in“, indem der Outputfloor jährlich bis 2029 um 5,0 % erhöht wird, im Planjahr 2026 bei 60 % liegt und im Jahr 2030 72,5 % erreichen soll. Somit berücksichtigt die Planung der risikogewichteten Positionsbeiträge aus dem Immobilienkreditportfolio

und den Beteiligungen bereits im Planungszeitraum stufenweise die regulatorischen Vorgaben nach Basel IV.

Die risikogewichteten Aktiva entwickeln sich unter Berücksichtigung des „higher of“-Ansatzes nach Basel IV (phase-in) grundsätzlich korrespondierend zu dem Anstieg des Immobilienkreditportfolios von EUR 15.442 Mio. (2024) auf EUR 15.462 Mio. (2025) und auf EUR 16.183 Mio. zum 31. Dezember 2026. Die relativ stabile Entwicklung der risikogewichteten Aktiva zum 31. Dezember 2025 im Vergleich zum 31. Dezember 2024, trotz der geplanten Erhöhung des Immobilienkreditvolumens, resultiert im Wesentlichen aus dem geplanten Abgang des Aareon-Teilkonzerns sowie dem geplanten Verkauf von Rettungserwerben.

Unter Anwendung eines simulierten Basel IV „fully phased-in“ Ansatzes mit einem 72,5 %-Outputfloor belaufen sich die risikogewichteten Aktiva auf EUR 21.094 Mio. zum 31. Dezember 2024, EUR 21.197 Mio. zum 31. Dezember 2025 sowie EUR 21.332 Mio. zum 31. Dezember 2026.

Die Planung des harten Kernkapitals (CET1) geht mit der Entwicklung der risikogewichteten Aktiva einher. Das harte Kernkapital wird zum 31. Dezember 2024 mit EUR 2.791 Mio., zum 31. Dezember 2025 mit EUR 2.892 Mio. und zum 31. Dezember 2026 mit EUR 3.013 Mio. prognostiziert. Die CET1-Quote entwickelt sich im Planungszeitraum von 18,1 % (2024) über 18,7 % (2025) auf 18,6 % (2026) und liegt unter Berücksichtigung des sukzessiven Basel IV „phase-in“ oberhalb der derzeitigen regulatorischen Mindestanforderung von 12,44 % (einschließlich Management Buffer von 1,0 %) bzw. 9,44 %, bezogen auf das EZB-Stressszenario, in dem die Pillar 2-Empfehlung (P2G) von 2,0 % und der Management Buffer von 1,0 % als verwendet gelten. Die Gegenüberstellung des harten Kernkapitals mit den unter der hypothetischen Annahme von nach Basel IV „fully phased-in“ (72,5 %-Outputfloor) bewerteten risikogewichteten Aktiva ergibt CET1-Quoten von 13,2 % (2024) über 13,6 % (2025) bis auf 14,1 % zum 31. Dezember 2026. Sie bewegen sich damit in einem Bereich, in dem weiterhin Dividendenausschüttungen vorgenommen werden können. Das AT1-Kapital bleibt über den Planungszeitraum hinweg mit EUR 300 Mio. konstant. Die Kernkapitalquote (T1-Quote) entwickelt sich auf dieser Basis von 20,0 % im Jahr 2024 bis zum Jahr 2026 auf 20,5 %.

Das Ergänzungskapital (T2-Kapital) wird im Jahr 2024 mit EUR 210 Mio. geplant. Im Geschäftsjahr 2025 ist die Emission einer T2-Benchmark Anleihe vorgesehen, weshalb sich das Ergänzungskapital zum 31. Dezember 2025 auf EUR 662 Mio. erhöht. Zum 31. Dezember 2026 wird das Ergänzungskapital mit EUR 627 Mio. prognostiziert. Das Gesamtkapital (TC) wird folglich zum 31. Dezember 2024 mit EUR 3.301 Mio. geplant und steigt zum 31. Dezember 2025 auf EUR 3.854 Mio. bzw. zum 31. Dezember 2026 auf EUR 3.940 Mio. an. Die Gesamtkapitalquote entwickelt sich korrespondierend von 21,4 % im Jahr 2024 auf 24,3 % im Jahr 2026. Der Anstieg der Gesamtkapitalquote im Jahr 2025 ist dabei im Wesentlichen auf die Erhöhung des T2-Kapitals und den geplanten Rückgang der risikogewichteten Aktiva zurückzuführen.

Für die Entwicklung weiterer regulatorischer Kennzahlen, wie z.B. die Leverage Ratio und die Liquidity Coverage Ratio sowie die Benchmarkanalyse der CET1-Quote verweisen wir auf den Bericht der Bewertungsgutachterin.

Markt- und Wettbewerbsumfeld

In der nachfolgenden Darstellung beschränken wir uns auf die wesentlichen von der Bewertungsgutachterin dargestellten Marktinformationen. Ergänzend ziehen wir Erkenntnisse und Marktprognosen heran, die wir im Rahmen unserer eigenen Marktrecherchen gewinnen konnten.

Die Zukunftsaussichten der Aareal hängen von der volkswirtschaftlichen Entwicklung insbesondere der relevanten Märkte Deutschland, dem Euroraum, Großbritannien sowie den USA ab. Das Aktivgeschäft der Aareal konzentriert sich auf gewerbliche Immobilienfinanzierungen, insofern kommt insbesondere auch der prognostizierten Entwicklung auf den gewerblichen Immobilienmärkten bzw. Märkten für Immobilienfinanzierung eine wesentliche Bedeutung zu. Auch die Refinanzierungsseite steht mit der Emission von Pfandbriefen sowie den wohnungswirtschaftlichen Einlagen im Zusammenhang mit der Immobilienbranche. Dazu werden von der Bewertungsgutachterin die Entwicklungen des Zinsumfelds, der gewerblichen Immobilienmärkte, der Refinanzierungsbedingungen, der Verwaltungskosten im Bankensektor sowie das regulatorische Umfeld erörtert. Darüber hinaus wird auf langfristige Trends in der Finanzindustrie eingegangen.

Makroökonomisches Umfeld

Die wirtschaftliche Entwicklung im Jahr 2023 ist durch im historischen Vergleich hohe Inflationsraten und den Russland-Ukraine-Konflikt geprägt. Diese Ausgangslage hat bedeutenden Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland, Europa und der Welt und wird voraussichtlich auch für die mittelfristige volkswirtschaftliche Entwicklung von Bedeutung sein.

Das globale Wirtschaftswachstum wird laut Internationalem Währungsfonds (IWF) voraussichtlich nach einem Wachstum von 3,5 % im Jahr 2022, auf 3,1 % im Jahr 2023 leicht zurückgehen. Für 2024 prognostiziert der IWF ein Weltwirtschaftswachstum von 3,1 %. Im Jahr 2025 soll die globale Wirtschaft um 3,2 % wachsen. Für die Jahre 2024 bis 2028 veranschlagt der IWF nahezu gleichbleibende globale Wachstumsraten um 3,1 %, die über den Prognosen für die EU oder Deutschland liegen.³

Die folgende Tabelle zeigt das historische Wachstum des realen BIP ausgewählter Volkswirtschaften in den Jahren 2021 und 2022 sowie Prognosen des IWF für die Jahre 2023 bis 2028.

³ Vgl. IWF (World Economic Outlook Update, Januar 2024 und Oktober 2023).

	Ist 2021	Ist 2022	Progn. 2023	Progn. 2024	Progn. 2025	Progn. 2026	Progn. 2027	Progn. 2028
	%	%	%	%	%	%	%	%
Welt	6,3%	3,5%	3,1%	3,1%	3,2%	3,2%	3,1%	3,1%
Eurozone	5,6%	3,4%	0,5%	0,9%	1,7%	1,7%	1,5%	1,3%
Deutschland	3,2%	1,8%	-0,3%	0,5%	1,6%	1,9%	1,3%	0,9%
USA	5,9%	1,9%	2,5%	2,1%	1,7%	2,1%	2,1%	2,1%
Großbritannien	7,6%	4,3%	0,5%	0,6%	1,6%	2,1%	1,8%	1,5%

Quelle: IWF (World Economic Outlook Update, Januar 2024; World Economic Outlook, Oktober 2023).

Für die Eurozone geht die EU-Kommission für 2024 bzw. 2025 von einem BIP-Wachstum von 1,3 % bzw. 1,7 % aus.⁴ Die bisherige Wachstumsprognose von 1,3 % für 2024 wurde somit bestätigt.⁵

Laut Schätzungen der Deutschen Bundesbank wird die deutsche Wirtschaft in Bezug auf das kalenderbereinigte BIP im aktuellen Jahr 2024 um 0,4 % wachsen. Die wirtschaftliche Expansion gewinnt im Verlauf von 2024 an Fahrt, getragen von steigenden Exporten und höheren Konsumausgaben der Privathaushalte. Wohnungsbau- und Unternehmensinvestitionen gehen jedoch zurück und zeigen erst 2026 wieder eine moderate Zunahme.⁶ Der IWF erwartet für die deutsche Wirtschaft im Jahr 2024 ein Wachstum von 0,5 %. Für die Jahre 2025 und 2026 werden Wachstumsraten des realen BIP in Deutschland in Höhe von 1,6 % und 1,9 % erwartet.⁷

Nachdem die Inflation in der EU im Jahr 2022 noch 9,2 % betrug, lag diese nach Angaben der EU-Kommission im Jahr 2023 bei 6,5 %. Für die Jahre 2024 bzw. 2025 wird in der EU ein Rückgang der Inflationsrate auf rund 3,5 % bzw. 2,4 % prognostiziert.⁸ Für Deutschland betrug die Inflationsrate 2023 nach Angaben der EU-Kommission 6,2 %. Für 2024 erwartet die EU-Kommission eine Inflationsrate in Deutschland von 3,1 %. Vor dem Hintergrund des rückläufigen Energiepreisanstiegs erwartet die Deutsche Bundesbank, dass sich die Inflationsrate von 6,1 % im Jahr 2023 auf 2,7 % im Jahr 2024 mehr als halbiert. In den Folgejahren sollen die Inflationsraten weiter sinken und 2026 bei 2,2 % liegen.⁹

⁴ Vgl. Europäische Kommission (Herbstprognose, November 2023).

⁵ Vgl. Europäische Kommission (Sommerprognose, September 2023).

⁶ Vgl. Deutsche Bundesbank (Perspektiven der deutschen Wirtschaft bis 2026, Dezember 2023).

⁷ Vgl. IWF (World Economic Outlook Update, Januar 2024; World Economic Outlook, Oktober 2023).

⁸ Vgl. Europäische Kommission (Herbstprognose, November 2023).

⁹ Vgl. Europäische Kommission (Herbstprognose, November 2023) sowie Deutsche Bundesbank (Perspektiven der deutschen Wirtschaft bis 2026, Dezember 2023).

Ergänzend werden in der folgenden Übersicht die historischen Inflationsraten ausgewählter Volkswirtschaften in den Jahren 2021 und 2022 sowie Prognosen des IWF für die Jahre 2023 bis 2028 dargestellt.

	Ist 2021	Ist 2022	Progn. 2023	Progn. 2024	Progn. 2025	Progn. 2026	Progn. 2027	Progn. 2028
	%	%	%	%	%	%	%	%
Welt	4,7%	8,7%	6,8%	5,8%	4,4%	4,2%	3,9%	3,8%
Eurozone	2,6%	8,4%	5,6%	3,3%	2,2%	2,0%	1,9%	1,9%
Deutschland	3,2%	8,7%	6,3%	3,5%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%
USA	4,7%	8,0%	4,1%	2,8%	2,4%	2,2%	2,1%	2,1%
Großbritannien	2,6%	9,1%	7,7%	3,7%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%

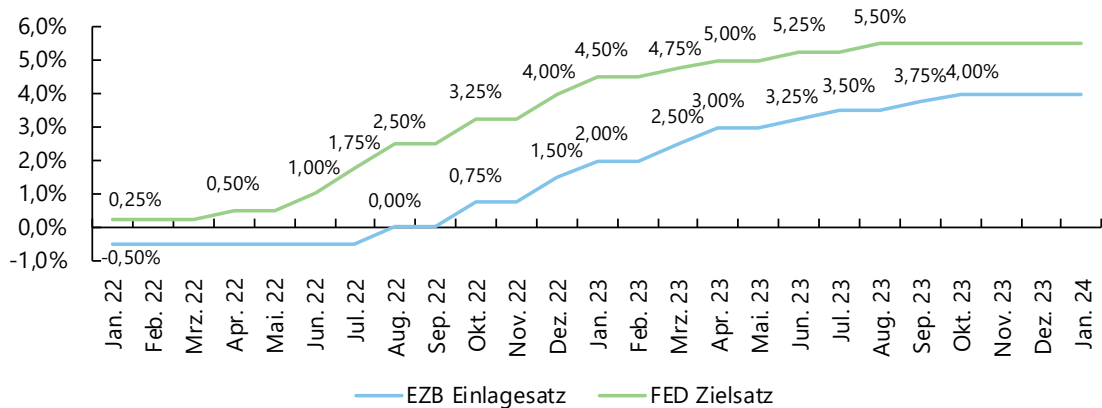
Quelle: IWF (World Economic Outlook Update, Januar 2024; World Economic Outlook, Oktober 2023).

Bankensektor und Zinsumfeld

Der Bankensektor wird insbesondere auch durch die Entwicklung des Zinsniveaus beeinflusst.

Aufgrund der geographischen Ausrichtung der Aareal ist insbesondere die erwartete Zinsentwicklung im europäischen Raum von Relevanz. Das Zinsniveau wird grundsätzlich durch die Leitzinsfestsetzung der jeweiligen Zentralbanken beeinflusst. Als Indikatoren für die künftige europäische Geldmarktentwicklung können demnach der Hauptrefinanzierungssatz und die Einlagefazilität der EZB herangezogen werden. Der Hauptrefinanzierungssatz ist als derjenige Zinssatz definiert, zu dem Banken bei der EZB Geld für einen Zeitraum von einer Woche gegen die Bereitstellung von Sicherheiten als Garantieleistung aufnehmen können (sog. „Geldaufnahmesatz“). Unter der Einlagenfazilität der EZB wird der Zinssatz verstanden, zu dem Banken Geldvolumina bei der EZB bis zum nächsten Geschäftstag anlegen können (auch „Einlagesatz“). Das US-Amerikanische Äquivalent zum europäischen Einlagesatz ist der durch die FED bestimmte sogenannte Zielsatz, zu dem ferner Ober- und Untergrenzen bestimmt werden.

**Entwicklung der Einlagefazilität im Euroraum und in den USA in den Jahren
2022 bis 2024**

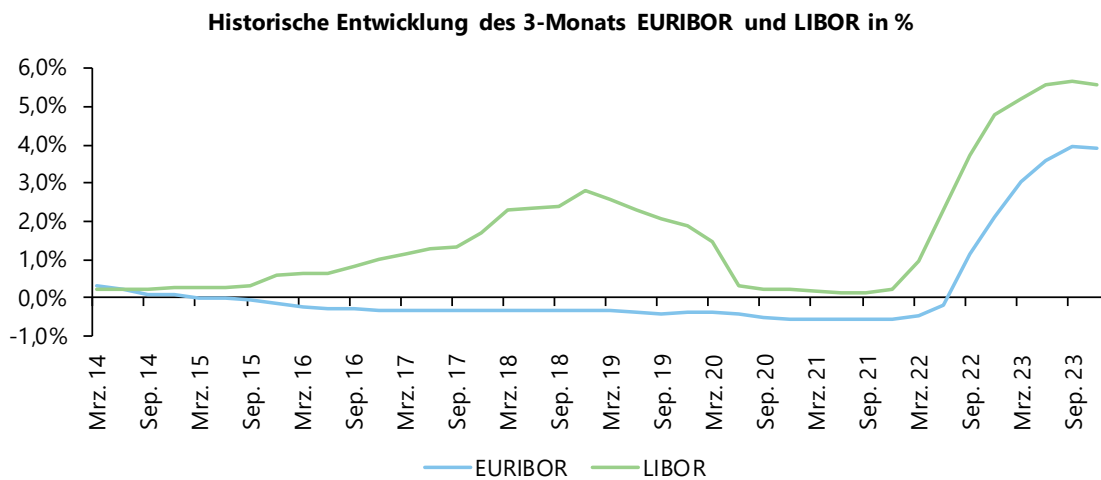


Quelle: EZB; Federal Reserve System.

Während sich das Zinsniveau in der letzten Dekade noch auf einem historisch niedrigen Niveau befand, stiegen die Leitzinsen seit 2022 aufgrund der Maßnahmen zur Inflationsbekämpfung stark an. Sowohl für die FED als auch die EZB besteht die Herausforderung darin, die eingeleiteten Zinserhöhungen so auszusteuern, dass die zunehmend teureren Kredite für die Realwirtschaft nicht zu einem Wachstumshemmnis werden. Ab der zweiten Hälfte des Jahres 2024 ist nach einer mehrmonatigen Pause eine Trendwende mit Zinssenkungen der Zentralbanken denkbar. Grund dafür ist der Rückgang der Inflation in den letzten beiden Jahren, der sich bis zum Erreichen der Zielmarke von 2,0 % im Euroraum im Jahr 2025 fortsetzen dürfte. Auch die aus den bisherigen Zinserhöhungen resultierenden Finanzierungsbedingungen dämpfen die Nachfrage und tragen damit zum Rückgang der Inflation bei. Insbesondere die Zinsen für Immobilienkredite sind im November 2023 weiter auf 4,0 % gestiegen. Dies hat dazu geführt, dass Investitionen von Wohneigentum reduziert oder aufgeschoben werden und die Nachfrage nach Immobilienkrediten gesunken ist.¹⁰

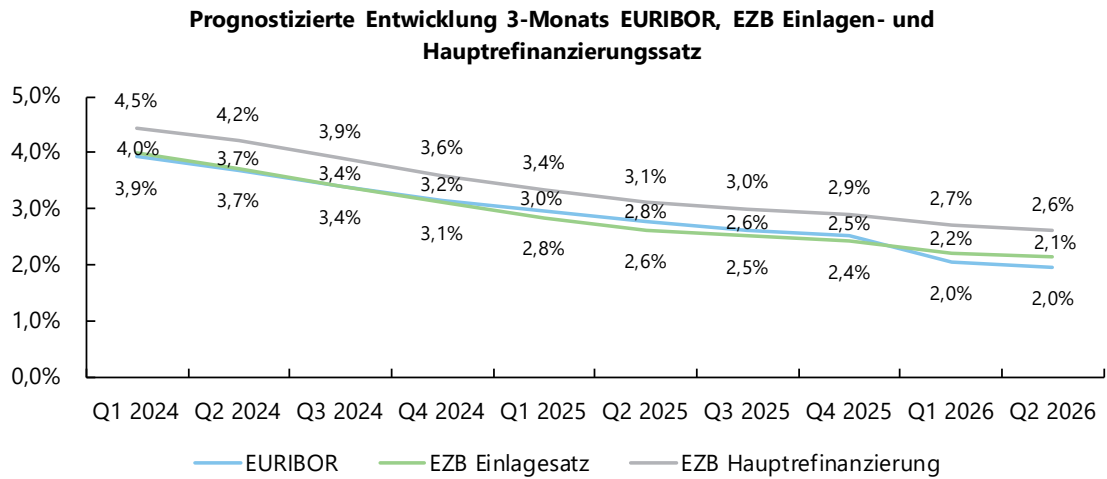
¹⁰ Vgl. EZB (Pressemitteilung vom 25. Januar 2024).

Ein wichtiger Indikator für den europäischen Interbankenhandel ist die Euro Interbank Offered Rate (EURIBOR), da der EURIBOR häufig als Referenzzinssatz für Bankgeschäfte herangezogen wird. Für den amerikanischen Interbankenhandel wird häufig die London Interbank Offered Rate (LIBOR) als Indikator herangezogen. Der EURIBOR befand sich im letzten Jahrzehnt entsprechend des Leitzinsniveaus auf einem historischen Tiefpunkt. In den USA kam es jedoch bereits in den Jahren 2015 bis 2018 zu Zinserhöhungen in Folge der guten Wirtschaftslage und um einem befürchteten Inflationsdruck vorzubeugen. Seit dem Jahr 2022 weisen der EURIBOR und der LIBOR eine steigende Tendenz auf. Hintergrund waren die von den Zentralbanken initiierten Maßnahmen zur Straffung der Geldpolitik zur Eindämmung der gestiegenen Inflationsraten, die zunächst aufgrund der unterbrochenen Lieferketten in Folge der COVID-19-Pandemie und anschließend aus den Folgen der geopolitischen Konflikte im Jahr 2022 entstanden.



Quelle: Bloomberg.

In der folgenden Übersicht werden aktuelle Prognosen von Bankanalysten für die Entwicklung des EURIBOR sowie des EZB Einlage- und Hauptrefinanzierungssatzes bis zum Jahr 2026 dargestellt.

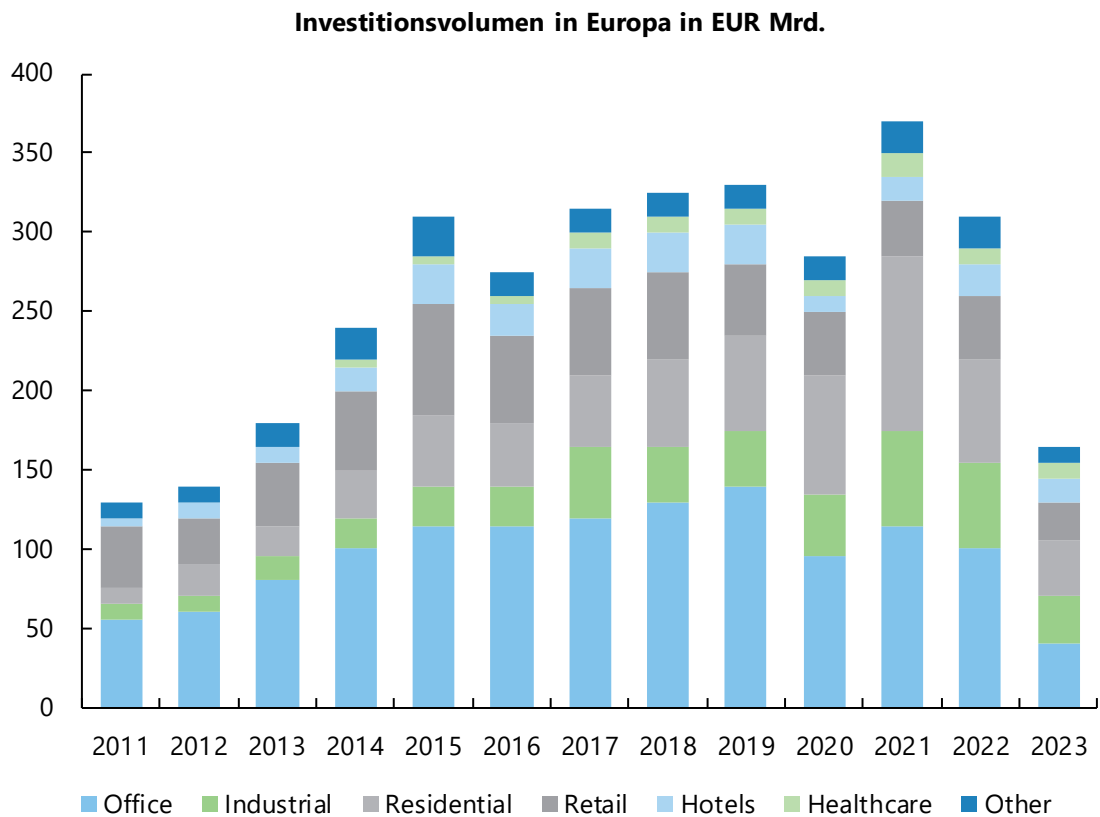


Quelle: Bloomberg.

Entsprechend wird von einer rückläufigen Entwicklung der dargestellten Zinssätze ausgegangen.

Marktumfeld für Gewerbeimmobilien in Europa

Die folgende Übersicht stellt die Entwicklung des Immobilien-Investitionsvolumens in Europa zwischen den Jahren 2011 und 2023 dar.



Quelle: CBRE.

Infolge des anhaltend niedrigen Zinsniveaus zwischen den Jahren 2011 und 2015 stieg das Investitionsvolumen in der Eurozone bis Ende 2015 auf über EUR 300 Mrd. Nach einem Rückgang im Jahr 2016 erreichte es wieder das Niveau von 2015 und blieb nahezu konstant auf diesem hohen Level. Seit dem Jahr 2022 ist ein deutlicher Rückgang des Investitionsvolumens infolge der Zinserhöhungen der EZB zu beobachten. Im vierten Quartal 2023 erreichten die Investitionen in europäische Gewerbeimmobilien EUR 45 Mrd., was einem Rückgang von 30 % gegenüber dem vierten Quartal 2022 entspricht.

Die Erholung der Tourismusbranche von der COVID-19-Pandemie sowie die vermehrte Anzahl von Geschäftsreisen führen grundsätzlich zu positiven Aussichten für die **Hotelindustrie** in Europa. Dennoch hat das gesamte europäische Hotelinvestitionsvolumen im Verlauf des Jahres 2023 bis zum dritten Quartal einen Rückgang um 26 % im Vergleich zum Vorjahr verzeichnet. Trotz dieses Rückgangs blieb die Aktivität auf dem spanischen und französischen Hotelimmobilienmarkt lebhaft. Spanien liegt mit einem Anteil von 26 % am gesamten Hoteltransaktionsvolumen in Europa auf dem ersten Platz, gefolgt von Frankreich mit einem Anteil von 24 %.¹¹

Das Transaktionsvolumen von **Einzelhandelsobjekten** in Europa belief sich in der rollierenden Betrachtung auf EUR 28,9 Mrd. (3. Quartal 2023), was einem Rückgang um 41 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Über die Asset-Klassen konnten Retail-Immobilien zuletzt Marktanteile hinzugewinnen und einen Anstieg von 15 % im 3. Quartal 2022 auf 19 % im 3. Quartal 2023 erzielen, während Büros im selben Zeitraum einen Rückgang von 37 % auf 31 % verzeichneten und Logistikimmobilien von 24 % auf 20 % nachgegeben haben.¹²

Während das Investmentvolumen in **Büroimmobilien** in den ersten beiden Quartalen 2022 noch ein Rekordniveau verzeichnete, war das Transaktionsvolumen im dritten und vierten Quartal rückläufig. Für diese Entwicklung sind der deutliche Anstieg der Finanzierungskosten und Preisanpassungen verantwortlich. Im Jahr 2022 wurden insgesamt EUR 248,3 Mrd. in Gewerbeimmobilien investiert, was einem Rückgang von 14 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Dieser rückläufige Trend war zwar in sämtlichen Assetklassen zu verzeichnen, das Bürosegment war jedoch am stärksten betroffen und verzeichnete einen Rückgang um 21 %. Der Rückgang in Europa betraf vor allem größere Märkte wie Deutschland (-28 %), Großbritannien (-25 %), und Frankreich (-15 %).¹³ Post-COVID Entwicklungen wie remote oder hybrides Arbeiten üben weiterhin einen Einfluss auf den Büroimmobilienmarkt aus. Die Büro Leerstandsquoten in Europa stiegen in den letzten zwölf Monaten um durchschnittlich 60 Basispunkte von 7,7 % auf 8,3 %. Am deutlichsten ist dies in Dublin (+400 Basispunkte), La-Défense (+300 Basispunkte), Budapest (+200 Basispunkte) und Lissabon (+200 Basispunkte). Damit verzeichnet nahezu die Hälfte der zentralen europäischen Metropolregionen eine Leerstandsquoten von über 8 %. Insgesamt ist derzeit eine signifikante Erholung des Büroimmobilienmarktes nicht absehbar, da sich auch die Neueinstellungen der meisten Unternehmen in Grenzen halten.¹⁴

¹¹ Vgl. CBRE (2023), Europe Hotel Market.

¹² Vgl. BNP Paribas Real Estate (2023), Investmentvolumen von Einzelhandelsimmobilien in Europa.

¹³ Vgl. BNP Paribas Real Estate-Presse (2023), Europäisches Büromarkt.

¹⁴ Vgl. Savills (2023), Spotlight: European Office Outlook.

Die Märkte für **Logistikimmobilien** erweisen sich auch unter den derzeit schwierigen Rahmenbedingungen im Vergleich zu anderen Immobilienmärkten widerstandsfähig. Der Grund dafür ist die rechtzeitige Preiskorrektur im Logistik-Segment. Aufgrund der signifikant gestiegenen Mieten war die Kapitalwertentwicklung bei Logistikimmobilien robust. Der Nachfrageübergang sorgte für stark anziehende Spitzenmieten bei Neubauschlüssen. 2022 ergab sich europaweit ein Rekordzuwachs von 12 %. 2023 bis einschließlich dem dritten Quartal folgte ein Zuwachs von 5 %.¹⁵

Die Leerstandsquoten für Logistikimmobilien bleiben niedrig und die Verfügbarkeit erstklassiger Lagerhallen ist knapp. Die europäische Leerstandsquote ist leicht von einem Rekordtief von 3,3 % im vierten Quartal 2022 auf 4,7 % im zweiten Quartal 2023 gestiegen. Die wesentlichen Treiber für die hohe Nachfrage im Segment der Logistikimmobilien sind die langfristigen Nachfragefaktoren aus E-Commerce, Nearshoring, Supply-Chain-Diversifizierung und Modernisierung. Die Logistikmieten stiegen im Zeitraum von 12 Monaten bis Juni 2023 um 10,4 %, jedoch verlangsamte sich das Wachstum im zweiten Quartal 2023 gegenüber dem Vorquartal. Langfristig wird aber davon ausgegangen, dass das Mietwachstum die Inflation übersteigt.

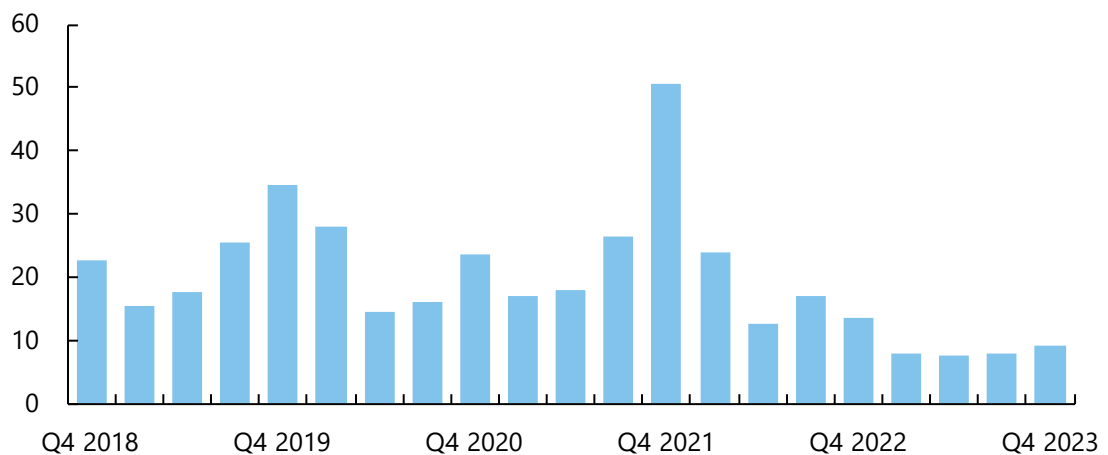
Generell zeigten Investoren im Jahr 2023 eine deutliche Zurückhaltung, die von erschwerten Preisfindungen und vorwiegend sinkenden Immobilienbewertungen begleitet wurde. Der rasante Zinsanstieg hatte nicht nur Auswirkungen auf die Transaktionsmärkte und die von den Investoren geforderten Renditen, sondern auch auf die Möglichkeit der Bedienung des Kapitaldienstes (vgl. Konzernlagebericht Aareal Bank AG 2023, S. 17).

¹⁵ Vgl. DekaBank (2023), Makro Research

Marktumfeld für Gewerbeimmobilien in Deutschland

Die folgende Übersicht zeigt die Entwicklung des Transaktionsvolumens für Gewerbeimmobilien in Deutschland von 2018 bis Ende 2023.

Entwicklung des Transaktionsvolumens für Gewerbeimmobilien in Deutschland in EUR Mrd.



Quelle: JLL.

Im Hinblick auf das Transaktionsvolumen zeigt sich in Deutschland eine ähnliche Entwicklung wie in Europa. Im Jahr 2019 wurden an den deutschen Immobilienmärkten insgesamt EUR 84,5 Mrd. investiert.¹⁶ Insbesondere in den letzten zwei Jahren sind die Investitionen sehr deutlich zurückgegangen. Zum Jahresende 2023 wurde ein Gesamtwert von EUR 31,7 Mrd. verzeichnet, was einem Rückgang um 52 % im Vergleich zum Vorjahr entspricht und somit das schlechteste Investmentjahr seit 2011 kennzeichnet.

Das Marktsegment für **Büroimmobilien** geriet zuletzt besonders unter Druck: Im Jahr 2023 brach der Markt für Büroinvestments nahezu vollständig ein. Gegen Jahresende machten Büroimmobilien nur noch knapp 17 % des gesamten Transaktionsvolumens aus, verglichen mit einem Durchschnitt von 33 % in den vergangenen fünf Jahren. Lediglich EUR 5,2 Mrd. wurden 2023 in diese Assetklasse investiert, der niedrigste Wert seit dem Tiefpunkt im Jahr 2009.¹⁷ Hauptantriebe für

¹⁶ Vgl. CBRE (2020), neuer Rekord am Immobilieninvestmentmarkt Deutschland.

¹⁷ Vgl. JLL (2023), Investmentmarktüberblick Q4 2023.

den starken Druck auf den Büromarkt sind steigende Zinsen und die Inflation. Hinzu kommen gefallene Immobilienpreise, die Investoren unter Druck setzen. Vor allem leiden Unternehmen, die ihre Geschäftsaktivitäten hauptsächlich durch Fremdkapital finanzieren lassen. Dies liegt daran, dass weder Immobilien zu hohen Preisen verkauft werden können noch die Mieten signifikant erhöht werden können. Gleichzeitig fordern Banken höhere Zinsen und mehr Sicherheiten.¹⁸

Im Gegensatz dazu verzeichnete die Assetklasse Wohnimmobilien einen Anstieg von 7 % bezogen auf ihren prozentualen Anteil am Investitionsvolumen, das Segment Logistik & Industrie einen Anstieg von 23 %. Einzelhandelsimmobilien erreichten einen Anteil von 17 %.¹⁹

Im ersten Halbjahr 2023 belief sich das Transaktionsvolumen auf dem deutschen **Hotelinvestmentmarkt** auf EUR 357 Mio. Euro, was einem Rückgang von 56 % gegenüber dem ersten Halbjahr 2022 entspricht. Im zweiten Quartal des Jahres verzeichnete man mit knapp EUR 194 Mio. ein ungewöhnlich niedriges Ergebnis, das 43 % unter dem Wert des Vorjahresquartals lag.²⁰

In Bezug auf den **deutschen Gewerbeimmobilienmarkt** lässt sich seit Mitte 2022 ein rückläufiger Trend in der Preisentwicklung feststellen. Die Preise für Büroimmobilien sind im dritten Quartal 2023 um 10,6 % gefallen, während die Preise für gewerbliche Wohnimmobilien einen Rückgang von 6,8 % verzeichnet haben. Dieser Preisrückgang betraf auch den Immobilienmarkt für Einzelhandelsobjekte, was hauptsächlich auf den anhaltenden Trend zum Online-Handel zurückzuführen ist.²¹

Das Immobilienfinanzierungsneugeschäft der im Verband deutscher Pfandbriefbanken zusammengeschlossenen Institute, die 96 % am gesamten Pfandbriefumlauf in Deutschland repräsentieren, belief sich im ersten Quartal 2023 auf EUR 25,6 Mrd. Gegenüber dem vierten Quartal 2022 ergibt sich zwar ein leichter Anstieg um 3,2 %, die Nachfrage nach Immobilienfinanzierungen bewegt sich jedoch weiter auf einem im längerfristigen Vergleich niedrigen Niveau.

Der Immobilienmarkt büßte aufgrund veränderter Rahmenbedingungen bereits im Verlauf des vergangenen Jahres jegliche Dynamik ein, was sich auch im Finanzierungsgeschäft niederschlug.

¹⁸ Vgl. IDW-Presseservice (2024), 9 Artikel, S. 12.

¹⁹ Vgl. JLL (2023), Investmentmarktüberblick Q4 2023.

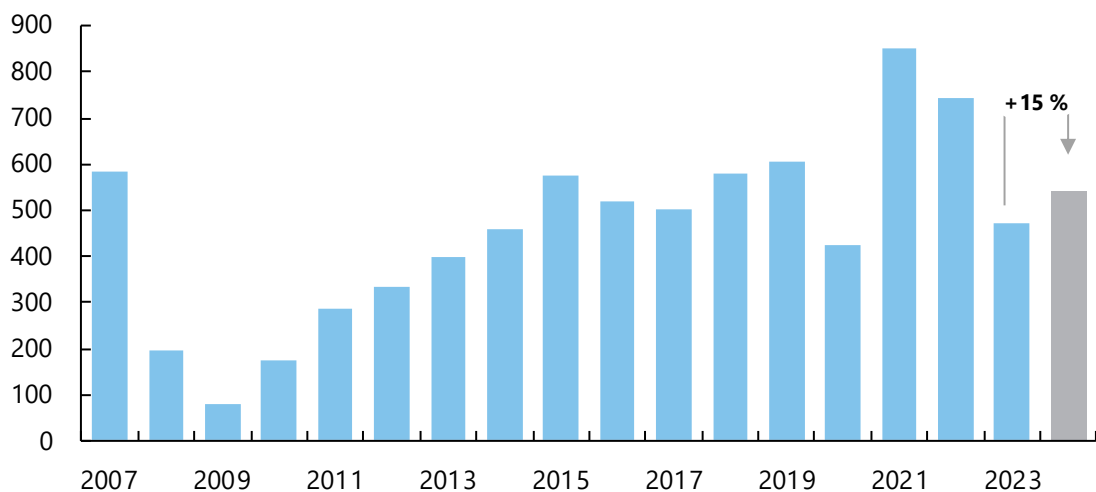
²⁰ Vgl. CBRE (2023), Hotelinvestmentmarkt Deutschland trotz guter Übernachtungsdynamik mit geringen Transaktionen.

²¹ Vgl. BaFin (2024), Risiken im Fokus der BaFin.

Die Nachfrage nach Gewerbeimmobilienfinanzierungen liegt weiterhin auf einem relativ niedrigen Niveau.²²

Marktumfeld für Gewerbeimmobilien in Nordamerika

Investitionsvolumen in Gewerbeimmobilien in den USA in USD Mrd.



Prognosen beginnen ab dem Jahr 2023.

Quelle: MSCI Real Asset, CBRE Research, Q2 2023.

Die Entwicklung der Transaktionsvolumina in Nordamerika ähnelt dem in Europa. Zwischen den Jahren 2009 und 2015 stiegen die Investitionen in gewerbliche Immobilien kontinuierlich an, erreichten dann jedoch im Jahr 2015 ihren Höhepunkt mit über USD 550 Mrd. und zeigten eine negative Entwicklung bis 2017. Der Hauptgrund für diesen negativen Trend waren leichte Zinserhöhungen. Nach einer zweijährigen Erholungsphase erlebte das Transaktionsvolumen im Jahr 2020 einen rapiden Rückgang aufgrund der COVID-19-Pandemie. Im Jahr 2021 erholte es sich jedoch deutlich und erreichte den höchsten Stand der letzten 15 Jahre mit knapp USD 850 Mrd. Im Jahr 2023 erwiesen sich Inflation und Zinssätze als die beiden Säulen, die die Dynamik des Gewerbeimmobiliensektors bestimmt haben. Um die Inflation zu senken, führte die FED im Laufe des Jahres mehrere Zinserhöhungen durch. Eine der unmittelbarsten Auswirkungen dieser

²² Vgl. Verband deutscher Pfandbriefbanken, Berlin, 22. Mai 2023 Berlin, Nachfrage nach Immobilienfinanzierungen weiterhin auf niedrigem Niveau.

höheren Zinssätze waren die gestiegenen Kreditkosten, die sich auf die das Gesamtvolumen der Immobilieninvestitionen auswirkten. Für das Jahr 2024 wird unter der Voraussetzung erster Zinssenkungen durch die FED eine Erholung prognostiziert.²³

Im Hinblick auf das Investitionsvolumen in Gewerbeimmobilien in den USA verzeichnete das Jahr 2023 einen Rückgang um etwa 52 % auf USD 348 Mrd., was den niedrigsten jährlichen Gesamtwert seit 2012 darstellt. Trotz eines Rückgangs von über 60 % bleibt der Wohnimmobiliensektor auch im Jahr 2023 die bevorzugte Immobilienklasse für Investoren, gefolgt von Logistikimmobilien mit einem Rückgang von knapp 44 %. Der Bürosektor blieb das am stärksten negativ betroffene Segment innerhalb der Gewerbeimmobilien, der im Vergleich zu anderen gewerblichen Immobilienklassen mit einem Rückgang um 56 % gegenüber dem Vorjahr den stärksten Rückgang verzeichnet hat.²⁴ Insbesondere bei Büroimmobilien wird die angespannte Lage durch den Trend zu Remote- und Home-Office weiter verstärkt, in dessen Folge Unternehmen Büroräume deutlich einschränken.²⁵

Der US-Büroimmobilienmarkt befindet sich derzeit in einer angespannten Lage. Laut Moody's Research Analytics stieg die landesweite Büroleerstandsquote im vierten Quartal 2023 auf einen Rekordwert von 19,6 %. Damit verzeichnete der Büroimmobilienmarkt den größten vierteljährlichen Anstieg seit dem ersten Quartal 2021 und übertraf das Niveau von 19,3 %, das in den letzten 40 Jahren nur zweimal erreicht wurde. Angesichts der sinkenden Nachfrage ist die Neubautätigkeit auf den niedrigsten Stand seit 2012 zurückgegangen. Angesichts des fortlaufenden Umbruchs auf dem Markt haben auch Untervermietungen einen Teil der Büronachfrage absorbiert. Trotz des zunehmenden Optimismus einer möglichen makroökonomischen sanften Abschwächung und positiver Nachrichten vom Arbeitsmarkt hat das hybride Arbeiten die Büronachfrage gedämpft.²⁶

Die Kreditausfallquoten stiegen im 2. Quartal 2023 bei US-Banken im Bereich der Gewerbeimmobilien weiter an. Dies deutet darauf hin, dass der Anteil der notleidenden Kredite zunimmt und die Wahrscheinlichkeit einer Rückzahlung an die Kreditgeber sinkt. Als Reaktion darauf schreiben die Banken ihre ausstehenden Kreditforderungen ab. Nach Angaben der Federal Deposit Insurance Corporation verzeichneten die größten Banken im zweiten Quartal 2023 die höchsten Abschreibungsraten, die sich bei Banken mit einem Vermögen von mehr als 250 Milliarden US-Dollar auf

²³ Vgl. CBRE (2023), U.S. Real Estate Market Outlook Midyear Review.

²⁴ Vgl. CBRE (2024), U.S. Capital Markets Q4 2023, Investment Volume Continued to Fall in Q4.

²⁵ Vgl. JLL (2024), U.S. Office Outlook, S. 14.

²⁶ Vgl. Moody's Analytics (2024), Q4 2023 Preliminary Trend Announcement.

rund 0,50 % beliefen. Dies lässt sich möglicherweise darauf zurückführen, dass diese Banken üblicherweise größere Kreditvolumina gewähren, wobei Leerstände in großen Büro- und Einzelhandelsflächen diesen Trend verstärken.²⁷

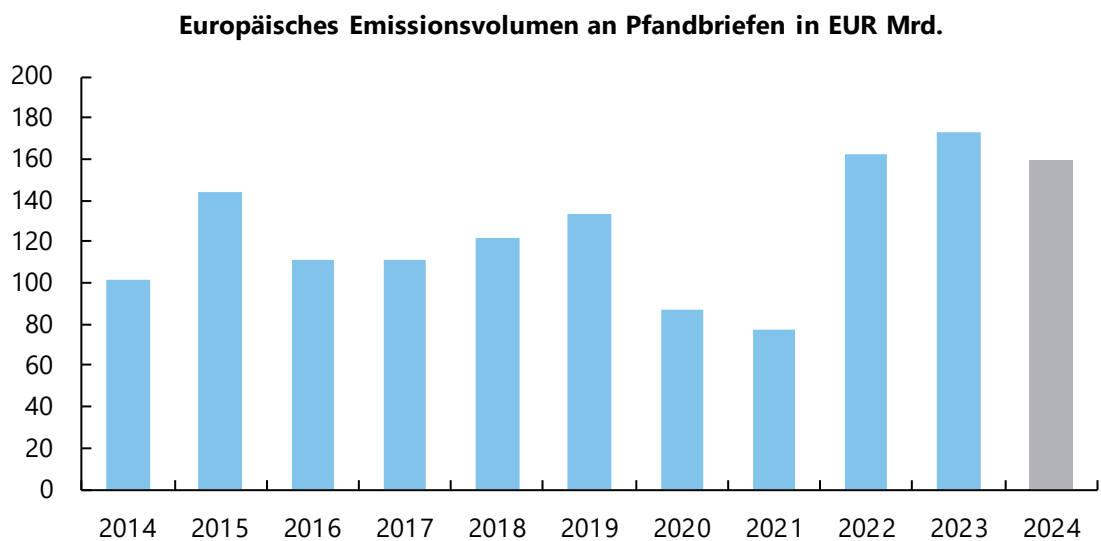
Entwicklung des Refinanzierungsumfelds

Nachdem im Jahr 2022 ein Höchststand bei der **Kreditvergabe in der gesamten Eurozone** verzeichnet wurde, wird erwartet, dass das gesamte Volumen in den nächsten zwei Jahren aufgrund eines Rückgangs der Kreditnachfrage beeinträchtigt wird. Insgesamt wurde für Deutschland eine Verringerung des Nettokreditwachstums von 6,9 % im Jahr 2022 auf 2,8 % im Jahr 2023 prognostiziert, wodurch Deutschland die stärkste Verlangsamung in der gesamten Eurozone erlebt. Diese Reduktion wird auf das schwache BIP-Wachstum und den Anstieg der Zinsen zurückgeführt. Die Prognosen für das Kreditvolumen in den folgenden zwei Jahren sind trotz starker Marktvolatilität und geopolitischer Unsicherheit grundsätzlich positiv, wobei erwartet wird, dass die Gesamtkreditvergabe in der Eurozone voraussichtlich um 3,3 % im Jahr 2025 und um weitere 3,2 % im Jahr 2026 wachsen wird. Dieser positive Trend wird auf die Abschwächung des Energieschocks des letzten Jahres und die erwartete Zinssenkung der Europäischen Zentralbank im Jahr 2024 zurückgeführt.²⁸

²⁷ Vgl. CRS Insight (2023), Bank Exposure to Commercial Real Estate.

²⁸ Vgl. EY (2024), Decade-low European mortgage growth forecast this year and next, as high borrowing costs and a weak economy drive down demand.

Die folgende Übersicht zeigt das europäische Emissionsvolumen an Pfandbriefen in EUR Mrd. zwischen den Jahren 2014 und 2024.



Prognosen beginnen ab dem Jahr 2023.

Quelle: S&P Global Ratings 2023.

Nachdem das europäische Emissionsvolumen an Pfandbriefen in Folge der COVID-19-Pandemie auf unter EUR 80 Mrd. zurückgegangen war, ist seitdem wieder ein Anstieg des Emissionsvolumens zu beobachten gewesen. Die Treiber für diesen Trend sind der Umschwung der EZB in der Zinspolitik sowie inflationärer Druck. Investoren wurden auch mit relativ hohen Zinssätzen für Staatsanleihen konfrontiert, was dazu führte, dass vermehrt gedeckte Schuldverschreibungen in Betracht gezogen werden.²⁹ Daraus resultierte ein Anstieg des Emissionsvolumens in 2022 um etwa 50 % zum Vorjahr auf EUR 162 Mrd. Für das Jahr 2023 wird eine weitere leicht positive Entwicklung erwartet, während für das Jahr 2024 wieder ein Rückgang auf EUR 160 Mrd. prognostiziert wird. Als Grund wird eine um 5 % reduzierte Anzahl an fälligen Anleihen angeführt, was zu einem gegenüber 2023 geringeren Refinanzierungsbedarf führt.³⁰

²⁹ Vgl. S&P Global Ratings (2022), Covered Bonds Outlook 2023.

³⁰ Vgl. S&P Global (2023), Covered Bonds Outlook 2024.

Vor dem Hintergrund der (weiterhin) inversen Zinsstruktur waren Investoren insbesondere an geringen Laufzeiten interessiert. Entsprechend wurden vermehrt Pfandbriefe bzw. gedeckte Schuldverschreibungen mit Laufzeiten bis sieben Jahre emittiert.³¹

Die durch die hohen Inflationsraten bedingten geldpolitischen Straffungen und höhere Unsicherheiten haben sich im Jahr 2023 in höheren Refinanzierungskosten niedergeschlagen. Zwar wird im Jahresverlauf 2024 wieder mit einer Reduzierung gerechnet, gleichzeitig aber ein Verbleiben auf einem hohen Niveau erwartet. Die Aareal selbst geht für das Jahr 2024 davon aus, dass die relevanten Refinanzierungsmärkte offenbleiben. Dennoch sei im Hinblick auf die erkennbaren Vorbehalte gegenüber gewerblichen Immobilienfinanzierungen darauf zu schließen, dass im Vergleich zur mittelfristigen Historie mit höheren Liquiditätsprämien für sämtliche Produkte und Immobilienfinanzierer zu rechnen ist (vgl. Konzernlagebericht Aareal Bank AG 2023, S. 66). Darüber hinaus wird davon ausgegangen, dass die EZB im Jahr 2024 beginnen wird, auch Bestände aus dem Pandemie-Notfallankaufprogramm zu reduzieren und ab der zweiten Jahreshälfte keine Wiederanlage von Tilgungsbeträgen mehr durchgeführt werden. Auch in Bezug auf die Bank of England und die FED wird von einem weiteren Abbau der Wertpapierbestände ausgegangen (vgl. Konzernlagebericht Aareal Bank AG 2023, S. 66).

Regulatorisches Umfeld

Das Ausschüttungspotenzial der Aareal Bank AG wird wesentlich durch die regulatorischen Rahmenbedingungen und die damit verbundene notwendige Eigenmittelausstattung beeinflusst.

Die Aareal unterliegt in Bezug auf die Einhaltung von Mindestkapitalquoten den Eigenmittelvorschriften der CRR, der CRD IV, dem Kreditwesengesetz und der Solvabilitätsverordnung.

Die Aareal hat auf konsolidierter Basis der Atlantic Lux HoldCo S.à r.l. und auf teilkonsolidierter Basis der Atlantic BidCo sowie der Aareal Bank AG eine SREP-Gesamtkapitalanforderung (Total SREP Capital Requirement – TSCR) im Jahr 2024 in Höhe von 11,00 % zu erfüllen (2023: 11,00 % nur auf Ebene der Aareal-Gruppe). Diese beinhaltet die Anforderung zum Vorhalten zusätzlicher Eigenmittel für andere Risiken als das Risiko einer übermäßigen Verschuldung (Pillar 2 Requirements) in Höhe von 3,00 %, die in Form von jeweils mindestens 56,25 % hartem Kernkapital und 75 % Kernkapital vorzuhalten ist. Für die Aareal Bank AG ergibt sich im Jahr 2024 eine

³¹ Vgl. S&P Global (2023), Covered Bonds Outlook 2024.

Gesamtkapitalanforderung (Overall Capital Requirement) in Höhe von 14,04 % (2023: 13,90 bis 14,04 %), welche sich aus dem TSCR zuzüglich des Kapitalerhaltungspuffers von 2,5 %, dem aktuell gültigen antizyklischen Kapitalpuffer von 0,52 % (2023: 0,38 bis 0,52 %) sowie dem sektoralen Systemrisikopuffer von 0,02 % ergibt (2023: 0,02 %). Diese Puffer sind jeweils in Form von hartem Kernkapital vorzuhalten (vgl. Konzernabschluss der Aareal Bank AG 2023, S. 162).

Es ist zu erwarten, dass sich die Tendenz strengerer regulatorischer Rahmenbedingungen auch in den kommenden Jahren weiter fortsetzen wird (vgl. Konzernlagebericht Aareal Bank AG 2023, S. 67).

Von Relevanz ist insbesondere die finale Umsetzung des sogenannten EU-Bankenpakets, das die Implementierung der durch den BCBS beschlossenen Finalisierung von Basel III in EU-Recht vorsieht (sog. Basel IV). Die finalen Verordnungen und Richtlinien werden voraussichtlich im ersten Halbjahr 2024 im Amtsblatt der EU veröffentlicht.

Daneben ist davon auszugehen, dass das regulatorische Umfeld in den kommenden Jahren durch weiter steigende Anforderungen in Bezug auf nachhaltiges Wirtschaften und das Management von ESG-Risiken geprägt wird. Auch im Rahmen des Risikomanagements und des SREP wird das Management von ESG-Risiken zukünftig weiter an Bedeutung gewinnen. Darüber hinaus prüfen die Aufsichtsbehörden auch eine Berücksichtigung von ESG-Faktoren bei der Ermittlung der aufsichtsrechtlichen Kapitalanforderungen.

Darüber hinaus war nach Aussage der Gesellschaft im vergangenen Jahr eine Tendenz zur (Wieder-)Einführung von Kapitalpufferanforderungen zu beobachten. So legten die Aufsichtsbehörden in einer Vielzahl von Ländern antizyklische Kapitalpuffer und/oder Kapitalpuffer für unsystematische Risiken fest oder erhöhten diese. Hält diese Entwicklung weiter an, wird dies zu weiter steigenden Kapitalpufferanforderungen führen (vgl. Konzernlagebericht Aareal Bank AG 2023, S. 67).

Einordnung und Würdigung der Plausibilität der Planungsrechnung

Mit Blick auf die einer Unternehmensplanung innewohnende Unsicherheit ist zu beurteilen, ob die der Unternehmensplanung zugrunde gelegten Annahmen plausibel, d. h. nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 5).

Eine Planung ist insgesamt als plausibel anzusehen, wenn sie sowohl rechnerisch richtig und auf Grundlage eines geeigneten Planungsprozesses erstellt ist als auch konsistent an die Vergangenheits- und Lageanalyse des Bewertungsobjekts anknüpft, bestehende Abweichungen zur vergangenen Entwicklung schlüssig erklärbar sind und die erwartete Entwicklung des Bewertungsobjekts nachvollziehbar reflektiert ist (vgl. OLG Düsseldorf, 25. Februar 2020, 26 W 7/18, Tz. 39 (BeckRS)). Dagegen könne eine unvertretbare und damit unplausible Planung vorliegen, wenn sie einseitige, systematische Verzerrungen aufweise oder wenn bei entsprechender Marktcontinuität ein bisher auch in den besten oder schlechtesten Zeiten nie erreichtes Niveau ohne nachvollziehbare Begründung geplant worden sei (vgl. Thüringer OLG, 16. Mai 2022, 2 W 197/19, Beschlusstext S. 22; OLG Düsseldorf, 24. September 2020, 26 W 5/16, Tz. 37 (BeckRS)).

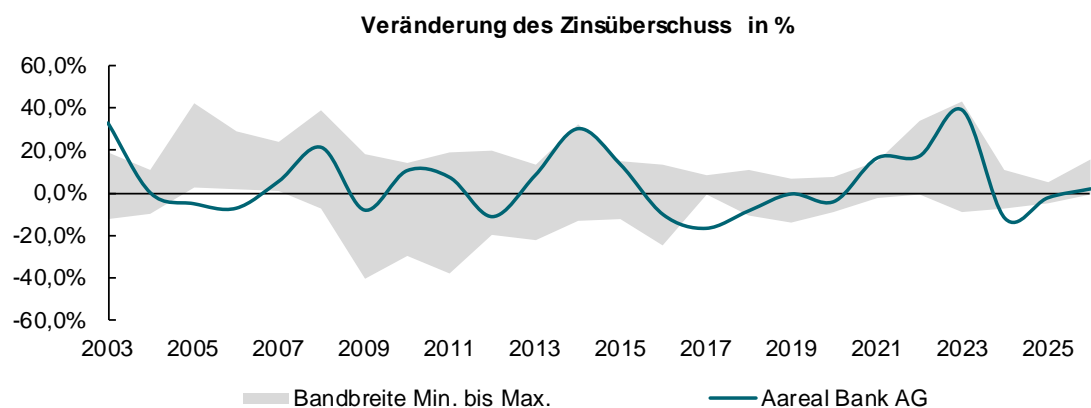
Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die der Planung zugrundeliegenden Annahmen (teilweise in Excel-Modellen) erhalten und rechnerisch sowie im Hinblick auf die Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der getroffenen Annahmen geprüft. Hinsichtlich der rechnerischen Konsistenz haben wir keine materiellen Unstimmigkeiten festgestellt. Darüber hinaus sind die Planungsannahmen des Managements nachvollziehbar und werden innerhalb der Planung konsistent angewendet. Nach unseren Erkenntnissen ist die rechnerische und formelle Plausibilität der Planungsrechnung i. S. d. IDW Praxishinweises 2/2017, Tz. 15, 19 ff. gegeben.

Die Prüfung der materiellen internen Plausibilität der Planungsrechnung haben wir auf Basis unserer Erkenntnisse zum Geschäftsmodell, zu den bereinigten Vergangenheitszahlen und unter Berücksichtigung von umfassenden ergänzenden Erläuterungen des Managements sowie zur Verfügung gestellten Unterlagen zu den getroffenen Annahmen vorgenommen. Die Prüfung der materiellen externen Plausibilität haben wir auf Basis unserer Erkenntnisse zum Markt- und Wettbewerbsumfeld vorgenommen.

Nach unseren bei der Prüfung gewonnen Erkenntnissen ist sowohl die materielle interne Plausibilität als auch die materielle externe Plausibilität der Planungsrechnung i. S. d. IDW Praxishinweises 2/2017, Tz. 16 f., 22 ff. gegeben. Dazu halten wir im Hinblick auf die besonders wesentlichen Planungsparameter fest:

Die geplante Entwicklung des Zinsüberschusses ist vor dem Hintergrund der erwarteten Normalisierung des Zinsniveaus, der zu beobachtenden Entwicklungen auf den Immobilienmärkten sowie auch bereits aktuell im Neugeschäft bzw. bei Emissionen zu beobachtenden Änderungen der Margen (auch: „Spreads“) plausibel. Der geplante Volumenanstieg bei Immobilienfinanzierungen steht im Einklang mit den strategischen Zielen der Gesellschaft.

Ergänzend wird in der folgenden Übersicht die Veränderung des Zinsüberschusses der Peer Group Unternehmen (vgl. dazu Abschnitt 5.3. f) sowie der Aareal über einen längeren historischen Zeitraum sowie zukunftsorientiert bis zum Jahr 2026 dargestellt. Der grau hinterlegte Bereich stellt die Bandbreite der Veränderungen der Peer Group Unternehmen dar. Für die Jahre 2024 bis 2026 basieren die Peer Group Informationen auf Analystenschätzungen.

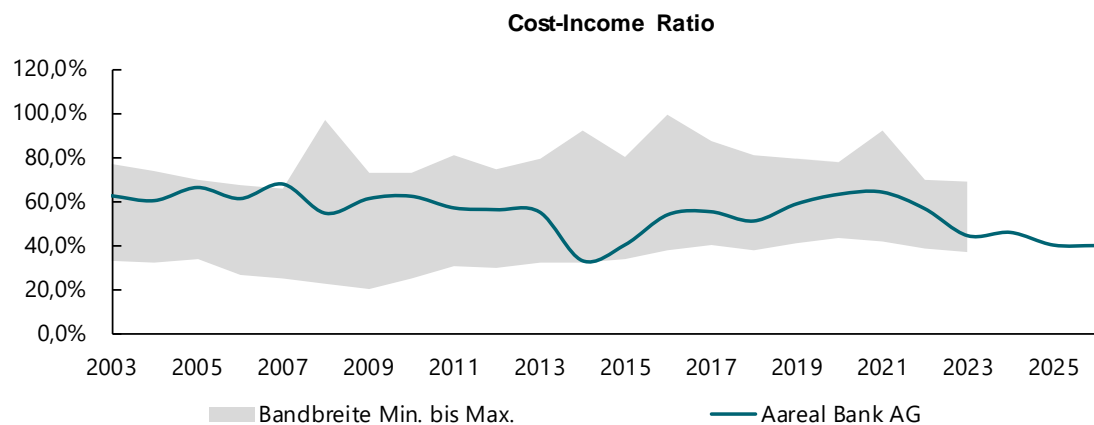


Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Bloomberg.

Aus der Übersicht wird deutlich, dass sich die in der Planungsrechnung abgebildete Entwicklung des Zinsüberschusses mit den Erwartungen für die Peer Group Unternehmen deckt. So wird für das Jahr 2024 auch bei den Peer Group Unternehmen ein Rückgang bzw. nur eine leichte Steigerung erwartet. Zudem wird anhand der langfristigen Betrachtung deutlich, dass auch in der Vergangenheit regelmäßig Jahre mit (teilweise deutlich) rückläufigen Zinsüberschüssen zu beobachten waren.

Die für die Risikovorsorge über den Planungszeitraum geplante Entwicklung ist vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklungen auf den Immobilienmärkten, insbesondere bei US-Office-Immobilien nachvollziehbar. Zudem sind vor dem Hintergrund historisch tendenziell eher niedrig geplanter Risikovorsorgebeträge bei der Aareal zukünftig auch höhere Niveaus vertretbar.

In der folgenden Übersicht wird die Entwicklung der Cost-Income Ratio der Peer Group Unternehmen (vgl. dazu Abschnitt 5.3. f)) sowie der Aareal über einen längeren historischen Zeitraum dargestellt.



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse; Bloomberg. Analystenschätzungen für die Cost-Income Ratio liegen uns nicht vor.

Die in der Planung abgebildete Cost-Income Ratio liegt tendenziell am unteren Ende der historischen Bandbreite der Cost-Income Ratios der Peer Group Unternehmen. Der Planansatz der Verwaltungskosten erscheint vor diesem Hintergrund jedenfalls nicht konservativ.

Der auf Basis einer eigenständigen Unternehmensbewertung der Aareon ermittelte sonstige betriebliche Ertrag ist aus unserer Sicht sachgerecht abgeleitet worden. Wir verweisen dazu auch auf Abschnitt 5.4. unseres Prüfungsberichts.

Die regulatorischen Anforderungen (insbesondere auch der sukzessive Basel IV phase-in) werden nach unseren Erkenntnissen angemessen berücksichtigt.

Ferner weisen wir darauf hin, dass die Planungsrechnung nach den uns erteilten Auskünften und unseren bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnissen die aktuelle Struktur der Aareal sowie alle aus der Perspektive des Bewertungsstichtags hinreichend konkretisierten Effekte abbildet, die ohne Durchführung der der Bewertung zu Grunde liegenden Maßnahme (hier: Squeeze Out) unter der Annahme der Unternehmensfortführung zu erwarten sind.

Zusammenfassend halten wir die Planungsrechnung vor dem Hintergrund der historischen Entwicklung der Aareal, der Analyse der Planungstreue, der Markt- und Wettbewerbsanalyse sowie unter Berücksichtigung der von uns mit dem Management geführten Gespräche für eine geeignete Basis für die Ertragswertermittlung.

c) Weitere Planungskomponenten

Unternehmenssteuern

Die Besteuerung der Aareal erfolgt nach dem gegenwärtigen Stand des Unternehmenssteuerrechts. Die Ertragsteuern berücksichtigen die **Gewerbe- und Körperschaftsteuer** sowie den **Solidaritätszuschlag** zur Körperschaftsteuer, die auf die inländischen Erträge anfallen sowie die ausländischen Unternehmenssteuern.

Bestehende steuerliche Verlustvorträge hat die Bewertungsgutachterin nicht in der Planung der Ertragsteuern abgebildet, sondern als Sonderwert (vgl. dazu Abschnitt 5.5.) berücksichtigt.

Im Rahmen unserer Prüfungsarbeiten haben wir die von der Bewertungsgutachterin angewandten Steuersätze und die Berechnungen der prognostizierten Ertragsteuern nachvollzogen. Der durch die Bewertungsgutachterin in den einzelnen Planjahren sowie der ewigen Rente berücksichtigte Steueraufwand ist nach unseren Erkenntnissen nicht zu hoch angesetzt.

d) Übergangsphase und nachhaltiges Ergebnis

Die finanziellen Überschüsse lassen sich naturgemäß für einen näheren Zeitraum nach dem Bewertungsstichtag genauer prognostizieren als für die fernere Zukunft. Zudem liegt regelmäßig (nur) für einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren eine detaillierte Unternehmensplanung vor (Detailplanungsphase). Nach diesem Zeitraum müssen (zwangsläufig vereinfachende) Annahmen über die nachhaltig bzw. in der Unendlichkeit zu erwartenden Überschüsse getroffen werden. Das festzulegende Ertragsniveau des ersten Jahres der ewigen Rente kann entweder zum Ende des Detailplanungszeitraums erreicht sein oder höher (niedriger) liegen. Das nachhaltige Ergebnis kann auch unter demjenigen des letzten Planjahres oder einzelner Jahre der Detailplanungsphase liegen. Mit der Festlegung des nachhaltigen Ergebnisses verbunden ist die Annahme eines „idealen“ im Hinblick auf die Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage eingeschwungenen Gleichgewichtszustandes.

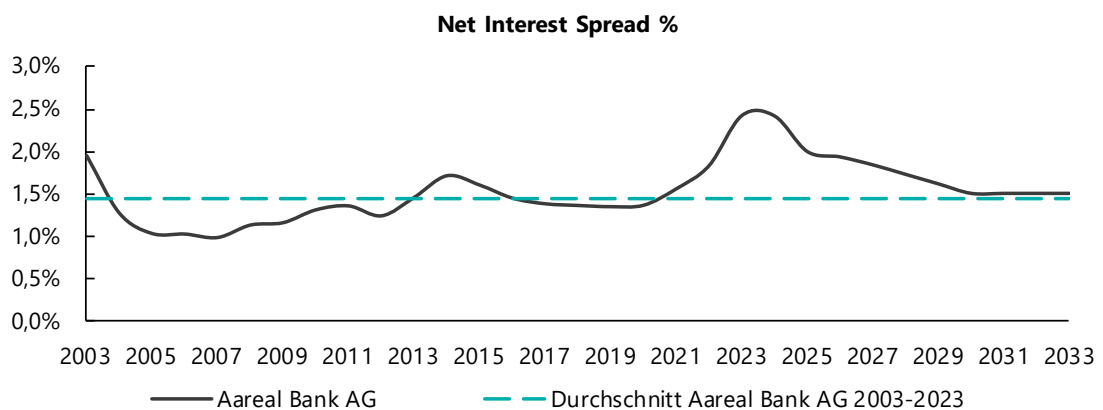
Der IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 54, betont, dass die ewige Rente unter Berücksichtigung gesonderter Analysen vom Bewertungsgutachter selbständig herzuleiten ist. Insofern darf das letzte Planjahr nicht unreflektiert für die Phase der ewigen Rente übernommen werden. Bei der ewigen Rente sind langfristig erzielbare Renditeerwartungen zu berücksichtigen. Anhaltspunkte für die nachhaltig erzielbaren Renditen können sich aus den normalisierten Ergebnissen der Vergangenheit und der Detailplanungsphase sowie anhand von Branchen Kennzahlen ergeben (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 57).

Sollte der Gleichgewichtszustand am Ende des Detailplanungszeitraums noch nicht erreicht sein, kann es erforderlich werden, eine Übergangsphase (auch: „Konvergenzphase“ oder „Grobplanungsphase“) zu planen (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 55).

Die Bewertungsgutachterin führt u.a. an, dass die der Zinsüberschussplanung zugrundeliegenden Margen bzw. Spreads des Aktiv- und Passivgeschäfts, die risikogewichteten Aktiva und die CET1-Quote zum Ende der Detailplanungsphase noch keinen nachhaltigen Zustand erreicht haben. Entsprechend wird im Rahmen einer Konvergenzphase eine Überleitung auf das nachhaltige Ergebnis vorgenommen.

Für die Konvergenzphase hat die Bewertungsgutachterin den **Zinsüberschuss** auf Basis detaillierter Annahmen fortentwickelt. Dazu wurden die im Aktiv- und Passivgeschäft erwarteten Margen bzw. Spread-Entwicklungen abgebildet und jeweils auf das geplante Aktiv- und Passivvolumen bezogen. Die Refinanzierungsstruktur wird grundsätzlich in die Zukunft fortgeschrieben. Das im Jahr 2026 erreichte Immobilienfinanzierungsportfolio wird ab dem Jahr 2027 mit der nachhaltigen Wachstumsrate fortgeschrieben. Auf dieser Basis wird ein Anstieg des Zinsüberschusses von EUR 883 Mio. im letzten Planjahr auf ein nachhaltiges Niveau in Höhe von EUR 893 Mio. abgebildet.

Zur Plausibilisierung der bei der Unternehmensbewertung berücksichtigten Spread-Entwicklung wird in der folgenden Übersicht die Entwicklung des Net Interest Spread der Aareal im historischen Zeitraum von 2003 bis 2023 sowie im Planungszeitraum bis 2033 dargestellt. Bei dem Net Interest Spread handelt es sich um die Differenz zwischen dem erzielten Spread im Aktivgeschäft und Passivgeschäft. Mit anderen Worten handelt es sich um ein Maß für die Spanne zwischen den erwarteten Refinanzierungskosten der Passivseite und dem erzielten Kreditzins der Aktivseite.



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse; Bloomberg.

Die gestrichelte Linie zeigt den langfristigen Durchschnitt der Aareal zwischen 2003 und 2023 von rund 1,4 %. Im Rahmen der Konvergenzphase wird ein Rückgang des aktuell im historischen Vergleich außergewöhnlich hohen Net Interest Spread auf ein nachhaltig angesetztes Niveau in Höhe von 1,5 % unterstellt. Dieses nachhaltige Niveau liegt leicht über den in der Historie im langfristigen Durchschnitt von der Aareal erzielten Net Interest Spreads. Vor diesem Hintergrund ist die abgebildete Entwicklung nachvollziehbar.

Die **Risikovorsorge** hat die Bewertungsgutachterin in Höhe von 0,5 % des Immobilienfinanzierungsportfolios fortgeschrieben. Ab dem Konvergenzjahr 2028 entwickelt sich die Risikovorsorge mit der nachhaltigen Wachstumsrate. Unter Berücksichtigung historischer Risikovorsorgequoten der Aareal sowie insbesondere auch den Erkenntnissen aus der Analyse der Planungstreue ist der Ansatz plausibel.

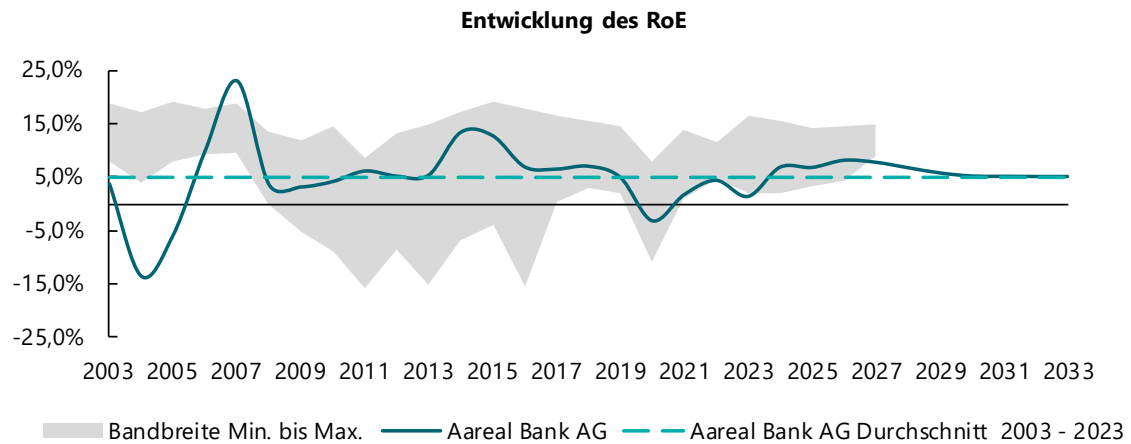
Die weiteren Posten der Gewinn- und Verlustrechnung wurden im Wesentlichen entsprechend der nachhaltigen Wachstumsrate fortentwickelt bzw. auf nachhaltig erwartete Niveaus überführt.

Der Eigenkapitalbestand wird unter Berücksichtigung der regulatorischen Anforderungen nach Basel IV fully phased in abgebildet. Die RWA steigen auf Basis der sukzessiven Einführung des Outputfloors von 72,5 % auf EUR 24.447 Mio. im Jahr 2031 bzw. nachhaltig EUR 24.936 Mio. Im Hinblick auf die RWA-Planung wurde ab dem Jahr 2027 eine Inflationierung korrespondierend zum erwarteten Portfoliowachstum vorgenommen. Darüber hinaus werden ab dem Jahr 2027 von der Gesellschaft erwartete Auswirkungen regulatorischer Vorgaben zur Berücksichtigung von Zinsänderungsrisiken im Bankbuch bei der RWA-Ermittlung berücksichtigt.

Die CET1-Quote wird auf die langfristig von der Gesellschaft erwartete Höhe von 14,5 % (Basel IV fully phased in) übergeleitet, die deutlich unter der zum Ende der Detailplanungsphase erwarteten CET1-Quote (Basel IV phase-in) liegt. Den angesetzten Zielwert für die CET1-Quote halten wir unter Berücksichtigung der uns dazu von der Gesellschaft erteilten umfassenden Erläuterungen für sachgerecht. Die Annahme wird zudem dadurch bestätigt, dass sowohl die Aareal als auch die Peer Group Unternehmen in der Vergangenheit regelmäßig einen Kapitalpuffer gegenüber den regulatorischen Mindestanforderungen vorgehalten haben, um auch in sogenannten Bad-Case Szenarien noch eine notwendige Eigenkapitalausstattung aufrechterhalten zu können.

Bei der Ertragswertermittlung hat die Bewertungsgutachterin in der Konvergenzphase unter Berücksichtigung geplanter Thesaurierungen zur Überleitung auf die nachhaltige CET1-Quote Ausschüttungsquoten zwischen rund 44 % und 61 % unterstellt. Nachhaltig wird eine Ausschüttungsquote in Höhe von 50 % berücksichtigt.

Die nachfolgende Darstellung zeigt die Entwicklung des RoE der Aareal im Zeitraum von 2003 bis 2023 sowie die geplanten RoE bis zum Jahr 2033. Der grau hinterlegte Bereich begrenzt das jeweilige Minimum und Maximum der Bandbreite der RoE der Peer-Group-Unternehmen. Der historische Zeitraum von 2003 bis 2022/2023 der Peer Group Unternehmen wurde um die von Analysten prognostizierten RoE für die Jahre 2023/2024 bis 2027 ergänzt.



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse; Bloomberg. Der Return on Equity entspricht dem Return on Common Equity, Vorzugsaktien, Hybrides Kapital und Minderheitsanteile sind nicht berücksichtigt. Historische RoE sowie RoE-Prognosen kleiner minus 20 % sowie größer 20 % wurden als Ausreißer bereinigt.

Im langfristigen Mittel (2003 bis 2023) beträgt der RoE der Aareal rund 5,0 %. Das von der Bewertungsgutachterin nachhaltig abgebildete RoE-Niveau in Höhe von 5,2 % liegt leicht über den in der Historie im langfristigen Durchschnitt erzielten RoEs. Vor diesem Hintergrund ist das von der Bewertungsgutachterin nachhaltig angesetzte Renditeniveau nachvollziehbar.

Auf Basis unserer Prüfungshandlungen und Erkenntnisse halten wir die von der Bewertungsgutachterin abgebildete Entwicklung sowie das angesetzte nachhaltige Ergebnis für angemessen.

e) Ableitung der erwarteten Netto-Ausschüttungen

Nachhaltige Thesaurierung

In der Rentenphase wird regelmäßig von einem inflationsbedingten Wachstum des Unternehmens ausgegangen. Auch bei einer nachhaltigen Vollausskehrung der finanziellen Überschüsse (teilweise auch als fiktive Vollausschüttung bezeichnet) unterliegt das im Unternehmen gebundene Kapital inflationsbedingten Wachstumseinflüssen, wodurch sich das in der Plan-Bilanz zum Ende des letzten Jahres der Detailplanungsphase ausgewiesene wirtschaftliche Eigenkapital in der

Phase der ewigen Rente inflationsbedingt fortentwickelt (vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 455). Zur Finanzierung des bilanziellen Wachstums in der ewigen Rente müssen Teile des nachhaltigen Ergebnisses definitiv einbehalten werden, da anderenfalls kein eingeschwungener Verschuldungsgrad realisiert werden kann – sog. **Wachstumsthesaurierung** (vgl. Popp, Der Konzern 2019, S. 105, 108 f.). Dies folgt bereits daraus, dass einkaufs- und absatzgetriebene Positionen (z. B. Working Capital) der Preissteigerung folgen werden und auch die Ersatzinvestitionen von Anlagegütern einer Inflation unterliegen. Mit anderen Worten wachsen grundsätzlich alle Gewinn- und Verlustpositionen sowie die Posten der Bilanz jährlich in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate. Eine Ausnahme stellen solche Bilanzposten dar, deren Veränderung entweder nicht zahlungswirksam ist, z. B. aktive oder passive latente Steuern, oder für die in der ewigen Rente kein Wachstum zu unterstellen ist, z. B. der historisch erworbene bilanzielle Goodwill. Der Betrag der sog. Wachstumsthesaurierung ergibt sich – bei bilanzieller Betrachtung – aus dem Produkt der Wachstumsrate und dem wirtschaftlichen Eigenkapital zum Ende der Detailplanungsphase bzw. zu Beginn der ewigen Rente (vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.56).

Zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums ist grundsätzlich in der ewigen Rente eine Thesaurierung in Höhe der Wachstumsrate, bezogen auf das wirtschaftliche Eigenkapital zum Beginn der ewigen Rente zu berücksichtigen (vgl. Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/08, Beschlusstext S. 30; OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 88 f. (BeckRS); OLG München, 11. März 2020, 31 Wx 341/17, Tz. 58 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 25. Februar 2020, 26 W 7/18, Tz. 74 (BeckRS); OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, Tz. 181 (juris)).

Die Bewertungsgutachterin hat in der ewigen Rente eine entsprechende Wachstumsthesaurierung berücksichtigt. Diese ist in der Darstellung der Ableitung der finanziellen Überschüsse der Bewertungsgutachterin (vgl. Gutachtliche Stellungnahme, S. 152) in dem als „fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)“ bezeichneten Betrag enthalten. Die Höhe der angesetzten Wachstumsthesaurierung ist nach unseren Erkenntnissen sachgerecht.

Ausschüttungsquote und einkommensteuerliche Ausschüttungsannahmen

Sofern eine konkrete Ausschüttungsplanung vorliegt, wird das Ausschüttungsvolumen im sog. **Wertbeitrag aus Ausschüttungen** abgebildet. Sofern vom Jahresergebnis (anteilig) Beträge einbehalten werden, für diese allerdings keine konkrete Verwendung geplant ist, wird im Rahmen des Ertragswertverfahrens für diese üblicherweise die ökonomisch sinnvolle Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage getroffen. Die (fiktive) Investition der Beträge auf Unternehmensebene führt in den Jahren nach der Thesaurierung zu zusätzlichen Erträgen. Unter der Annahme der kapitalwertneutralen Reinvestition (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 37) können diese formal nicht ausgeschütteten Mittel wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner abgebildet werden und bilden den sog. **Wertbeitrag aus Thesaurierungen**.

Die Gewinnverwendungspolitik ist Ausfluss der unternehmerischen Entscheidung des Vorstands der Gesellschaft (vgl. OLG München, 9. September 2014, 31 Wx 128/14, Beschlusstext S. 8, 10; OLG Frankfurt, 9. Februar 2010, 5 W 33/09, Tz. 51 (juris); LG Stuttgart, 13. August 2019, 31 O 50/15, Beschlusstext S. 77; LG München I, 28. Mai 2014, 5 HK O 22657/12, S. 26 (BeckRS)). Ferner ist es abzulehnen, eine unternehmerische Einzelentscheidung wie die Gewinnverwendungspolitik der Geschäftsführung dahingehend zu überprüfen, ob sie sich gewinnmaximierend auswirkt (vgl. OLG Schleswig-Holstein, 9. März 2020, 9 W 169/15, Beschlusstext S. 12; OLG Frankfurt, 5. März 2012, 21 W 11/11, AG 2012, S. 417, 419; OLG Frankfurt, 29. April 2011, 21 W 13/11, Tz. 58 (juris); OLG Frankfurt, 9. Februar 2010, 5 W 33/09, ZIP 2010, S. 279, 731).

Als Grundlage für die Dividendenbesteuerung der Aktionäre der Aareal Bank AG ist es erforderlich, eine Ausschüttungsquote abzuleiten. Die Bewertungsgutachterin hat über den Zeitraum der Detailplanungsphase eine Ausschüttungsquote in Höhe von 50 % unterstellt. In der Konvergenzphase hat die Bewertungsgutachterin unter Berücksichtigung geplanter Thesaurierungen zur Überleitung auf die nachhaltige CET1-Quote Ausschüttungsquoten zwischen rund 44 % und 61 % unterstellt. Nachhaltig wird eine Ausschüttungsquote in Höhe von 50 % berücksichtigt.

Die im Zeitraum der ewigen Rente nicht ausgeschütteten Beträge werden mit Ausnahme der notwendigen Thesaurierung für das Wachstum des wirtschaftlichen Eigenkapitals als Wertbeitrag aus Thesaurierung zugerechnet. In der Darstellung der Ableitung der finanziellen Überschüsse der Bewertungsgutachterin (vgl. Gutachtliche Stellungnahme, S. 152) ist der Wertbeitrag aus Thesaurierung in dem als „Fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)“ bezeichneten Betrag enthalten. Die

Höhe des angesetzten Wertbeitrags aus Thesaurierung ist nach unseren Erkenntnissen sachgerecht.

Insgesamt sind die von der Bewertungsgutachterin angesetzten Ausschüttungsbeträge bzw. -quoten nach unserer Einschätzung nachvollziehbar. Die den Wertbeitrag aus Ausschüttungen bildende Dividendensumme wurde sachgerecht um die Abgeltungsteuer von 25,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag vermindert.

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir uns davon überzeugt, dass die geplanten Ausschüttungen unterhalb des ausschüttbaren Gewinns liegen und daher entsprechend § 27 Abs. 1. S. 3 KStG nicht von einer Einlagenrückgewähr auszugehen ist. Die Ausschüttungen sind der normalen Besteuerung zu unterwerfen, eine Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto ist nicht möglich. Ein gesonderter Werteffekt ist daher vorliegend nicht gegeben.

Veräußerungsgewinnbesteuerung

Die Abbildung der künftigen Höhe der effektiven Abgeltungsteuer auf Veräußerungsgewinne hängt sowohl von der zu unterstellenden Haltedauer, der thesaurierungsbedingten Kursentwicklung beim Bewertungsobjekt als auch von der Alternativanlage ab (vgl. Wiese, WPg 2007, S. 368, 375). Zur Bestimmung des Zeitpunktes der Veräußerungsbesteuerung und des daraus resultierenden marktdurchschnittlichen Veräußerungsgewinnsteuersatzes sind Typisierungen vorzunehmen (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 29 (juris)).

In der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung ist die typisierende Annahme einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 12,5 % zuzüglich Solidaritätszuschlag (d. h. in Summe 13,1875 %) anerkannt (vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.); Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1581, m.w.N.; OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 69 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 24. September 2020, 26 W 5/19, Tz. 65 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 28. Oktober 2019, 26 W 3/17, Tz. 56 (BeckRS); OLG München, 26. Juni 2018, 312 Wx 382/15, Tz. 90 (BeckRS); OLG Frankfurt, 5. Februar 2016, 21 W 69/14, Tz. 85 (BeckRS)).

Die **zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen** in der ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin dementsprechend anstelle mit der nominellen Steuerlast von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag mit einer effektiven Steuer in Höhe von 13,1875 % belastet.

In der Darstellung der Ableitung der finanziellen Überschüsse der Bewertungsgutachterin (vgl. Gutachtliche Stellungnahme, S. 152) wird die Besteuerung des Wertbeitrags aus Thesaurierung mit der effektiven Steuer in Höhe von 13,1875 % als „Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung“ bezeichnet.

Des Weiteren sind sog. **inflationsbedingte Veräußerungsgewinne** bei der Ableitung der Nettoeinnahmen zu berücksichtigen (vgl. Popp, Der Konzern 2019, S. 149 ff.; Ruthardt/Popp, AG 2019, S. 196, 200; LG München I, 16. April 2021, 5 HK O 5711/19; OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 66 (BeckRS); OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21, Beschlusstext S. 21; KG Berlin, 1. November 2021, 2 W 6/17, Tz. 82 ff. (BeckRS); OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Tz. 73 ff. (BeckRS); OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 74 ff. (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 101 ff. (BeckRS); LG Hamburg, 16. Dezember 2020, 412 HKO 96/16, Beschlusstext S. 40). Ausgangspunkt hierfür ist die Steuerpflicht auf Veräußerungsgewinne. Aus Wesentlichkeitsgründen beschränkt sich die Überlegung i. d. R. auf die Phase der ewigen Rente. Rein finanzmathematisch steigt der Unternehmenswert nominal in der ewigen Rente Jahr für Jahr in Höhe der unternehmensspezifischen Inflationsrate; dies gilt auch unter der Annahme einer Vollauskehrung (fiktiven Vollausschüttung) der geplanten Ergebnisse. Wird typisierend von einer nicht unendlichen Haltedauer der Anteilseigner ausgegangen, werden auch diese inflationsbedingten (Schein-)Kursgewinne nach der typisierten Haltedauer realisiert und unterliegen dann der effektiven Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag (vgl. mit weiterführenden Nachweisen WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 453 f.). Alternativ ist rechentechnisch ein Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im Nenner möglich (vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, 349, 356; Jonas/Wieland-Blöse, § 17 Berücksichtigung von Steuern, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Fn. 1 zu Rz. 17.41; Rath, Restwertermittlung in der Unternehmensbewertung, 2018, S. 89 f.; Dierkes/Sümpelmann, BewP 2019, S. 66, 68 f; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., 2018, Fn. 708 auf S. 141).

Die Bewertungsgutachterin hat den Abzug der Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen durch Abzug vom Wachstumsabschlag sachgerecht berücksichtigt. Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte Wachstumsabschlag nach Berücksichtigung der Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen beträgt 1,74 %.

f) Kapitalisierungszinssatz

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage, die dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist (IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 114).

Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und einen von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderten Risikozuschlag zerlegen.

Basiszinssatz

Die Bewertungsgutachterin hat den risikolosen Basiszinssatz entsprechend den Empfehlungen des FAUB aus der Zinsstrukturkurve für deutsche Staatsanleihen abgeleitet.

Auf Basis der veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank hat die Bewertungsgutachterin zum Zeitpunkt der Erstattung der gutachtlichen Stellungnahme einen **einheitlichen Basiszinssatz** (vor Steuern) in Höhe von gerundet **2,50 %** ermittelt.

Als Datenbasis wurden die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank gewählt, die als Schätzwerte auf der Grundlage von beobachteten Umlaufrenditen von Kuponanleihen, d. h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, ermittelt werden. Die notwendigen Parameterschätzer finden sich auf der Homepage der Deutschen Bundesbank.

Mittels dieser Parameter lassen sich Zinssätze für hypothetische Zerobonds ableiten und damit tägliche Zinsstrukturkurven auf Basis der am Markt gehandelten Bundesanleihen mit Restlaufzeiten bis zu 30 Jahren schätzen. Aus der beobachtbaren Entwicklung der Parameter der Schätzfunktion lässt sich deren begrenzte Verwendbarkeit zur Extrapolation für weiter in der Zukunft liegende Zinsprognosen erkennen. Vor diesem Hintergrund können nach Ansicht des FAUB (vgl. IDW-FN 2008, S. 491) mangels verfügbarer Marktdaten aus gehandelten Anleihen für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze und aufgrund allgemeiner Prognose-

unsicherheiten die Zerobond-Zinssätze der längsten verfügbaren Restlaufzeiten als nachhaltiger Prognosewert konstant fortgeschrieben werden.

Zur Glättung von Schwankungen werden nicht ausschließlich die Zinsstrukturdaten zum Bewertungsstichtag, sondern durchschnittliche Werte für die drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Monate herangezogen (vgl. OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21, Beschlusstext S. 16; OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 54 (BeckRS); OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 46 (BeckRS); m.w.N. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rz. 12.70). Die Berechnung der Dreimonatsfrist erfolgt in Anlehnung an die WpÜG-Angebotsverordnung gemäß §§ 187, 188 Abs. 2 BGB (vgl. Fragen und Antworten zum IDW S 1 i.d.F. 2008 (Stand: 14. Oktober 2020), Abschn. 4.2 i.V.m. Abschn. 3.1, IDW Life 2020, S. 955).

Entsprechend der Empfehlung des FAUB (vgl. IDW-FN 2005, S. 555 ff.; IDW-LIFE 2016, S. 731 f.) ist der einheitliche Basiszinssatz größer 1,0 % auf 1/4-Prozentpunkte kaufmännisch zu runden (unter 1,0 % auf 1/10-Prozentpunkte). Dies hat auch Zustimmung in der Rechtsprechung gefunden (vgl. OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 61 (BeckRS); OLG München, 6. August 2019, 31 Wx 340/17, Tz. 50 (BeckRS)). Festzuhalten ist, dass die aktuelle berufsständische Empfehlung zur Rundung weder einseitig zu Lasten einer Partei noch willkürlich, d. h. ohne sachlichen Grund, ist.

Wir haben die Berechnungen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und gelangen übereinstimmend mit der Bewertungsgutachterin zu einem gerundeten Basiszinssatz vor Steuern von 2,50 %. Der Basiszinssatz wurde sachgerecht um die Abgeltungsteuer einschließlich SolZ von 26,375 % vermindert (vgl. OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 2 76/19, Tz. 52 (BeckRS); OLG Stuttgart, 4. Mai 2020, 20 W 3/19, Tz. 61 (BeckRS)). Die Nachsteuergröße beläuft sich auf rund 1,84 %.

Im Hinblick auf die Überprüfung der Höhe des Basiszinssatzes weisen wir vorsorglich darauf hin, dass es sich um eine auf einen Stichtag bezogene Größe und keinen nur für einen einzelnen Stichtag erhobenen Wert handelt (vgl. OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21, Tz. 150 (BeckRS); LG Hamburg, 16. Dezember 2021, 404a HKO 103/06, Beschlusstext S. 11; LG Hamburg, 29. Juni 2015, 412 HKO178/12, Tz 102 (juris); LG München I, 14. Februar 2014, 5 HKO 16505/08, Beschlusstext S. 33). Ferner endet der Dreimonatszeitraum am Tag vor der Hauptversammlung (vgl. OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 59 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 10. April 2019, 26 W 5/17, Tz. 41 (BeckRS); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 42 (juris); Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in Fleischer/Hüttemann

(Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.70)). Es ergibt sich aus der Natur einer am Vormittag beginnenden Hauptversammlung, dass Parameter wie Börsenkurse oder Zinsstrukturzahlen, die erst nach Ablauf des Handelstages festgestellt und veröffentlicht werden, nicht in die Wertfindung einzubeziehen sind (vgl. Popp, AG 2023, S. 801, 802).

Risikozuschlag

Bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das allgemeine Verhalten des Marktes abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen. Die Risikoprämie kann mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden.

Die Verwendung des CAPM bzw. des Tax-CAPM wird von der ganz überwiegenden Mehrzahl der Gerichte und Literaturstimmen als sachgemäß erachtet und ist die vorherrschende Methode zur Ableitung eines objektivierten Risikozuschlags (vgl. WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel C, Tz. 123; Dörschell et al., Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, 2012, S. 27 f.). Die Verwendung des CAPM bzw. des Tax-CAPM entspricht auch der gefestigten oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung (vgl. OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Beschlusstext S. 36; OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 123 (BeckRS); OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/161, Beschlusstext S. 21; OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 136/16, Beschlusstext, S. 9; OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12, Tz. 105 (BeckRS); Ruthardt/Popp, AG 2019, S. 196, 200).

Da Aktienrenditen und Risikoprämien grundsätzlich durch persönliche Steuern der Anteilseigner beeinflusst werden, erfolgt eine realitätsnähere Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erweitert. Hierdurch kann insbesondere die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Veräußerungsgewinnen abgebildet werden.

Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und dem auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikozuschlag nach Ertragsteuern zusammen. Der unternehmensspezifische Risikozuschlag wird hierbei in zwei empirisch beobachtbare bzw. ableitbare Faktoren, die Marktrisikoprämie und den Betafaktor, zerlegt.

Marktrisikoprämie

Die Rechtsprechung verweist regelmäßig auf die Aussage des BGH, nach der in Bezug auf die maßgebliche Bewertungsmethode entscheidend sei, „dass die jeweilige Methode in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist“ (bspw. OLG Stuttgart, 20. August 2018, 20 W 2/13, Tz. 61 (BeckRS); BGH, 29. September 2015, II ZB 23/14, Tz. 33, 42 (juris); BGH, 12. Januar 2016, II ZB 25/14, Tz. 21 (juris)). Dasselbe muss auch für die bei der Umsetzung der Bewertungsmethode anzusetzenden Parameter gelten, d. h. auch für die Marktrisikoprämie. Demnach muss die für die Ableitung der Parameter angewendete Methodik bzw. die Ausprägung einzelner Parameter in der Wirtschaftswissenschaft grundsätzlich anerkannt und in der Praxis gebräuchlich sein. Allerdings ist eine empirisch genaue und unter allen Kapitalmarktbedingungen eindeutige Festlegung der Marktrisikoprämie – als Punktschätzung – nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich (vgl. OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20, Tz. 71 (BeckRS); Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/08, Beschlusstext S. 28; OLG Düsseldorf, 14. Dezember 2017, 26 W 8/15, Tz. 52 (BeckRS)).

Es kann zumindest nicht die Aufgabe der Rechtsprechung sein, eine Lösung für bewertungsmethodische Ansätze zu entwickeln, für die in der Betriebswirtschaftslehre teilweise unterschiedliche Auffassungen vertreten werden und, gerade für die Marktrisikoprämie, eine Vielzahl von Studien bzw. Veröffentlichungen unterschiedlicher Motivation, Ableitungsmethodik, Datengrundlagen und Qualität zu finden sind. In der Praxis als Expertenauffassung (vgl. OLG Düsseldorf, 10. April 2019, 26 W 6/17, Tz. 55 (BeckRS)) anerkannt sind die Bandbreitenempfehlungen des FAUB, die dementsprechend von der Rechtsprechung regelmäßig als sachgerechte Grundlage für die Schätzung der Marktrisikoprämie (nach § 287 Abs. 2 ZPO) herangezogen werden (vgl. Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/08, Beschlusstext S. 28; OLG Bremen, 29. März 2019, 2 W 68/18, Beschlusstext S. 14; OLG Stuttgart, 26. Juni 2019, 20 W 27/18, Beschlusstext S. 22; OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17, Beschlusstext S. 23; OLG Frankfurt, 27. September 2019, 21 W 64/14, Beschlusstext S. 22; OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 73 (BeckRS)).

Mit der Veröffentlichung vom Oktober 2012 hielt es der FAUB für sachgerecht sich an einer erhöhten Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 % für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern (Abgeltungsteuer) zu orientieren. In den uns bekannten jüngeren Entscheidungen der verschiedenen Gerichte, die zu Stichtagen im Zeitraum dieser Bandbreitenempfehlung ergangen sind, wurde regelmäßig der **Mittelwert der Bandbreite i. H. v. 5,5 %** als angemessen eingeschätzt (vgl. Rurthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 326 ff.; Popp, Der Konzern 2020, S. 444, 445 f.; LG München I, 27.

August 2021, 5 HK O 5884/20, Beschlusstext S. 56; LG München I, 16. April 2021, 5 HK O 5711/19; LG Hamburg, 16. Dezember 2020, 412 HKO 96/16, Beschlusstext S. 32; OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21, Beschlusstext S. 17; OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Beschlusstext S. 39; OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20, Tz. 65 (BeckRS); Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/08, Beschlusstext S. 27; OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 56 (BeckRS); OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 66 (BeckRS); OLG Stuttgart, 4. Mai 2020, 20 W 3/19; OLG Stuttgart, 3. April 2020, 20 W 2/17; OLG Bremen, 15. Mai 2020, 2 W 47/19; OLG Schleswig, 9. März 2020, 9 W 169/15 (6,0 %); OLG Düsseldorf, 30. April 2018, 26 W 4/16; OLG Dresden, 16. August 2017, 8 W 244/17; OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15; OLG Celle, 17. Juni 2016, 9 W 42/16).

Der FAUB beobachtet kontinuierlich die Entwicklung auf den Kapitalmärkten, um zu überprüfen, ob seine Bandbreitenempfehlungen anzupassen sind. Dazu werden nach einem pluralistischen Ansatz historisch gemessene Aktienrenditen bzw. Marktrisikoprämien, langfristige reale Aktienrenditen sowie Ex-Ante-Analysen impliziter Marktrisikoprämien betrachtet (vgl. für eine ausführliche Begründung des pluralistischen Ansatzes Castedello et al., WPg 2018, S. 806, 806-825). Die Bandbreitenempfehlung basiert demnach nicht allein auf einer unabhängig von den Realitäten an den Kapitalmärkten festgelegten Gesamttrenditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer.

Die derzeit aktuelle Empfehlung des FAUB basiert auf der in der Sitzung vom 22. Oktober 2019 getroffenen Entscheidung. Demnach wurde auf Basis der aktuellen Erkenntnisse und Analysen die Bandbreitenempfehlung auf eine **Bandbreite von 5,0 % bis 6,5 % für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern** leicht nach oben erweitert (vgl. IDW Life 2019, S. 818 f.). In jüngeren Entscheidungen wurde der **Mittelwert** der derzeitigen Bandbreitenempfehlung in Höhe von **5,75 %** anerkannt (vgl. OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Beschlusstext S. 37; OLG Frankfurt, 26. Mai 2023, 21 W 119/22, Beschlusstext S. 22; LG Hamburg, 21. Dezember 2023, 403 HKO 68/21, Beschlusstext S. 16; LG München I, 25. August 2023, 5 HK O 12034/21, Beschlusstext S. 64; LG München I, 30. Juni 2023, 5 HK O 4509/21, Beschlusstext S. 81; LG München I, 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22, Beschlusstext S. 55; LG Stuttgart, 16. Mai 2023, 40 O 64/20, Beschlusstext S. 35; LG Frankenthal (Pfalz), 20. März 2023, 2 HK O 55/21, Beschlusstext S. 26; LG Frankfurt, 25. November 2021, 3-05 O 13/20, Beschlusstext S.19 (insoweit nicht dargestellt in BeckRS 2020, 53852³², Tz. 61).

³² Bei der dortigen Angabe des Entscheidungsdatums mit dem Jahr 2020 handelt es sich um einen redaktionellen Fehler.

In der Sitzung vom 13. Juni 2023 hat der FAUB festgestellt, dass zwar seit Februar 2022 deutlich steigende Basiszinssätze zu beobachten seien. Allerdings gehe dies mit ebenfalls deutlich gestiegenen impliziten Gesamtrenditen und Marktrisikoprämien auf Basis der Ex-Ante-Methode (implizite Kapitalkosten) einher. Seit November 2022 bis April/Mai 2023 seien tendenziell leicht rückläufige Gesamtrenditen zu beobachten, während die Basiszinssätze weiter angestiegen sind. Nach der Auffassung des FAUB ergibt die Entwicklung des risikolosen Basiszinssatzes sowie der impliziten Gesamtrenditen und Marktrisikoprämien im zeitlichen Verlauf tendenziell gesunkene Marktrisikoprämien sowohl vor als auch nach persönlichen Steuern, welche aber immer noch innerhalb der Bandbreiten liegen. Unter Würdigung dieser Entwicklungen bei gleichzeitigem Festhalten an der Methodenpluralität sieht der FAUB derzeit in der Gesamtschau (weiterhin) keinen Handlungsbedarf, die Empfehlungen zur Marktrisikoprämie anzupassen. Der FAUB hält es somit weiterhin für sachgerecht, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie an einer Bandbreite von 6,0 % bis 8,0 % vor persönlichen Steuern bzw. 5,0 % bis 6,5 % nach persönlichen Steuern zu orientieren (vgl. Berichterstattung über die 167. Sitzung des FAUB am 13. Juni 2023). Ergänzend weisen wir darauf hin, dass der Anstieg des Basiszinssatzes nicht unwesentlich durch Inflationserwartungen getrieben wird.

Für Bewertungszwecke ist die Bandbreitenempfehlung des FAUB auf eine Punktschätzung zu verdichten. Nach unserer Erfahrung erfolgt diese Verdichtung – bestätigt durch die Rechtsprechung – in aller Regel auf den Mittelwert der Nachsteuerempfehlung. Gründe für die Annahme einer Marktrisikoprämie am oberen Rand der Bandbreite können vor allem in einer in der jüngeren Vergangenheit beobachtbaren erhöhten Unsicherheit am Kapitalmarkt und der damit zum Ausdruck kommenden gestiegenen Risikoaversion liegen, wie dies den Empfehlungen des FAUB zu den Auswirkungen der aktuellen Kapitalmarktsituation auf die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes vom 10. Januar 2012 zugrunde lag (vgl. IDW Fachnachrichten 2/2012, S. 122; OLG Schleswig-Holstein, 9. März 2020, 9 W 169/15, Beschlusstext S. 18). Anhaltspunkte für die Annahme einer Marktrisikoprämie am unteren Rand der Bandbreite können spiegelbildlich hierzu u.a. bei einer geringeren Unsicherheit am Kapitalmarkt und einer gesunkenen Risikoaversion gegeben sein (vgl. auch: Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 180).

Die Bewertungsgutachterin hat die **Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern mit 5,75 % festgelegt**. Damit erfolgt die Verdichtung der Bandbreitenempfehlung des FAUB auf den Mittelwert der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern. Diese Einschätzung halten wir für angemessen.

Betafaktor

Der Betafaktor misst im Rahmen des (Tax-) CAPM das systematische, nicht durch Portfoliobildung diversifizierbare Risiko der Aktie und wird als Maß für die Höhe des unternehmensindividuellen Risikos gesehen (vgl. nur OLG Frankfurt, 17. Juni 2010, 5 W 39/98, Tz. 46 (juris)). Abweichungen des tatsächlichen künftigen Zahlungsstroms vom Erwartungswert des künftigen Zahlungsstroms stellen Risiken für die Anteilseigner dar (vgl. Franken/Schulte, BewP 2012, S. 92, 93). Der Betafaktor ist kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert (vgl. nur OLG Stuttgart, 17. März 2011, 20 W 9/08, AG 2010, S. 510; OLG Frankfurt, 2. Mai 2011, 21 W 3/11, AG 2011, S. 828).

Nach dem CAPM wird unterstellt, dass Anleger in der Lage sind, durch den Erwerb von Beteiligungen an verschiedenen Unternehmen ihre Risikoposition zu vermindern („Diversifikation“). Daher wird zwischen dem sogenannten „**systematischen Risiko**“, das sich durch Diversifikation nicht vermindern lässt, und dem diversifizierbaren sogenannten „**unsystematischen Risiko**“ unterschieden. Nach dem CAPM abgeleitete Risikoprämien enthalten daher nur eine Kompensation für das im Betafaktor erfasste systematische, nicht weiter diversifizierbare Risiko.

Das bewertungsrelevante, systematische Risiko eines Unternehmens lässt sich weiter unterteilen in das operative Risiko, d. h. das der Geschäftstätigkeit innewohnende Risiko, und das Kapitalstrukturrisiko. Letzteres basiert auf der Tatsache, dass mit zunehmendem Verschuldungsgrad die Schwankung der an die Anteilseigner fließenden Überschüsse zunimmt.

Bei Banken ist das verzinsliche Fremdkapital bzw. die „Funding“-Seite Teil des operativen Geschäfts. Daher ist es im Rahmen von Bankbewertungen üblich, die beobachteten verschuldeten Betafaktoren nicht um das Finanzierungsrisiko zu bereinigen (unlevern) und später an die Verschuldung des zu bewertenden Unternehmens anzupassen (relevern). Üblicherweise wird daher bei der Bewertung von Banken unmittelbar auf verschuldete Betafaktoren abgestellt (vgl. Adamus/Koch, Bewertung von Banken, in: Drukarczyk/Ernst (Hrsg.), Branchenorientierte Unternehmensbewertung, 2006, S. 155 f.). Die Bewertungsgutachterin hat bei der Bewertung der Aareal unmittelbar die verschuldeten Betafaktoren herangezogen. Diese Vorgehensweise erachten wir als sachgerecht.

Aussagekraft der Betafaktoren

Als Ausgangspunkt für die Schätzung des Betafaktors wird in der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung regelmäßig auf historische Aktienrenditen abgestellt. Der Betafaktor wird demnach anhand einer linearen Regression der unternehmensspezifischen Aktienkursrendite (als zu erklärende, abhängige Variable) auf die Rendite eines Aktienindex (als erklärende, unabhängige Variable) ermittelt. In der Vergangenheit wurde die Aussagekraft des Betafaktors regelmäßig anhand **statistischer Kriterien** (z.B. t-Test) überprüft.

Die Voraussetzung für einen aussagekräftigen Betafaktor ist, dass sich die Aktienrenditen und damit die zugrundeliegenden Aktienkurse sachlich und zeitlich unverzerrt an Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen. Daher wird inzwischen zunehmend (auch) auf die **Liquidität der Aktie** abgestellt, um die grundsätzliche Prognoseeignung der ermittelten Betafaktoren einzuschätzen. Als Liquiditätsmaße werden bspw. die Geld-Brief-Spanne oder der Handelsumsatz genannt, wobei sich für die Messung der Liquidität bislang weder in der Theorie noch in der Praxis ein überlegenes Messkonzept herausgebildet hat. Zudem existieren (derzeit) für die einzelnen Messkonzepte keine allgemein anerkannten Schwellenwerte für „liquide Aktien“ (vgl. ausführlich Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 328 f.).

In der Rechtsprechung finden sich im Hinblick auf die Geld-Brief-Spanne die im Folgenden aufgeführten Hinweise. Festzuhalten ist, dass selbst wenn das unternehmenseigene Beta statistisch signifikant sein sollte, es bei Vorliegen einer zu hohen Geld-Brief-Spanne nicht aussagekräftig ist (vgl. OLG Düsseldorf, 13. September 2021, 26 W 1/19, Tz. 66 (BeckRS)).

In einer Entscheidung des OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17, Beschlusstext S. 15, wird auf eine Studie des dortigen Sachverständigen verwiesen, nach der für den CDAX bei Geld-Brief-Spannen von rund 1,25 % „regelmäßig nicht mehr“ von einer hinreichenden Liquidität zur Bestimmung unverzerrter Betafaktoren ausgegangen werden könne (vgl. auch OLG Frankfurt, 20. November 2019, 21 W 77/14, Tz. 78 (BeckRS)).

Nach Auffassung des OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 141 (BeckRS), bestehen bei einer deutlich über 2 % liegenden Geld-Brief-Spanne erhebliche Bedenken hinsichtlich der Liquidität der Aktie. Als nicht ausreichend angesehen wurden 1,63 % (vgl. OLG Frankfurt, 13. Januar 2023, 21 W 150/21, Beschlusstext S. 35), 2,37 % (vgl. OLG Frankfurt, 29. Januar 2016, 21 W 70/15, Tz. 69 (BeckRS)), 3,4 % (vgl. OLG Frankfurt, 27. August 2020, 21 W 59/19, Tz. 49 (BeckRS)) oder gar 4,26 % (vgl. LG Hamburg, 23. Februar 2016, 403 HKO 152/14, S. 12 (BeckRS)).

Das LG München I sieht die Obergrenze für die Geld-Brief-Spanne bei 1,0 % bis maximal 1,25 % (vgl. LG München I, 30. Mai 2018, 5 HK 10044/16, Tz. 149 (BeckRS); LG München I, 2. Dezember 2016, 5 HK 4781/15, Tz. 147 (juris)). Bei darüber liegenden Werten soll der Kurs zu träge auf Kapitalmarktinformationen reagieren, da die Transaktionskosten durch hohe Geld-Brief-Spannen zu hoch seien (vgl. LG München I, 30. Juni 2017, 5 HK 13182/15, Beschlusstext, S. 120).

Daneben ist zu beachten, dass aus dem reinen „Erfüllen“ von einzelnen, mehreren oder allen Messgrößen nicht ohne weitere Überlegungen auf die **Prognoseeignung** der historischen Kurse bzw. des Betafaktors geschlossen werden kann. Die Ableitung des künftigen systematischen Risikos anhand des (originären) Betafaktors setzt voraus, dass dieser verlässlich ermittelt und seine zeitliche Stabilität erwartet werden kann. Somit ist auch eine Analyse der Kursentwicklung im Hinblick auf Strukturbrüche oder **verzerrende Ereignisse**, bspw. Übernahmegerüchte/-verfahren vorzunehmen. Bei (**faktisch**) **beherrschten Unternehmen** wird der (originäre) Betafaktor regelmäßig keine Prognoseeignung für die Unternehmensbewertung aufweisen (vgl. mit Nachweisen zur Rechtsprechung: Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 329).

Eine Abwägung der Aktualität und der statistischen Signifikanz ist für die Festlegung des Zeitraums der Betaberechnung notwendig. Ein erhöhter Stichprobenumfang erhöht aus statistischer Sicht die Ergebnisgenauigkeit. In der Praxis werden überwiegend **Beobachtungszeiträume** von fünf Jahren mit monatlichen und zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen verwendet (OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 84 (BeckRS); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 80 (juris); OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09, Tz. 63 (juris)).

Raw und Adjusted Beta

Das direkt aus den (Kurs-)Renditen mittels Regression abgeleitete Beta wird häufig auch als „raw Beta, verschuldet“ bezeichnet. Wird dieses mittels einer Gewichtungformel mit einem Gesamtmarkt-beta von eins in Beziehung gesetzt, spricht man von einem sog. „adjusted Beta, verschuldet“.

Sofern die am Markt gemessenen Betafaktoren adjustiert werden, setzt die Adjustierungsformel an den verschuldeten Betafaktoren an. Aus dem „raw Beta, verschuldet“ wird das „adjusted Beta, verschuldet“. Erst nachfolgend wird das unlevern vorgenommen. Der verschuldete Betafaktor dient als Maß des systematischen Risikos der Eigenkapitalgeber unter Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos aus der Fremdfinanzierung und beläuft sich definitionsgemäß für den Gesamtmarkt auf 1,0.

In der Bewertungspraxis wird sowohl auf Adjusted- als auch auf Raw-Betafaktoren zurückgegriffen (vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel A, Tz. 410). Auch der Rechtsprechung ist nicht zu entnehmen, dass adjustierten oder nicht-adjustierten Betafaktoren ein genereller Vorrang eingeräumt würde und insoweit eine einheitliche Position vertreten wird (vgl. OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 101 (BeckRS); OLG Frankfurt, 27. August 2020, 21 W 59/19, Tz. 50 (BeckRS); LG Hamburg, 26. September 2019, 412 HKO 156/16, Beschlusstext S. 35; LG Stuttgart, 24. September 2018, 42 O 49/16, Beschlusstext S. 28; LG München I, 28. April 2017, 5 HK O 26513/11, S. 21 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13, Tz. 58 (BeckRS); OLG Karlsruhe, 23. Juli 2015, 12a W 4/15, Tz. 66 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 51 (juris)). Für Zwecke der Netzregulierung hat sich der BGH für die Adjustierung nach Vasicek ausgesprochen (vgl. BGH, 27. Januar 2015, ENVR 37/13, Tz. 10 (juris)). Nach Auffassung des OLG München ist eine Adjustierung nicht pauschal abzulehnen (vgl. OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16, Beschlusstext S. 23 i.V.m. LG München I, 20. November 2015, 5 HK O 5593/14, Beschlusstext, S. 84). Im Ergebnis gleicher Ansicht im Hinblick auf die umstrittene Frage hat das LG München I die Adjustierung nach der Blume-Anpassung nicht beanstandet (vgl. LG München I, 29. August 2018, 5 HK 16585/15, Beschlusstext S. 112 ff.).

Das OLG Frankfurt hält „adjustierte Betafaktoren nicht [für] überzeugend“ (OLG Frankfurt, 27. August 2020, 21 W 59/19, Tz. 50 (BeckRS); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 51 (juris); OLG Frankfurt, 18. Dezember 2014, 21 W 34/12, Tz. 87 (juris)) bzw. das „raw Beta für vorzugswürdig“ (OLG Frankfurt, 13. September 2021, 21 W 38/15, Tz. 128 (BeckRS)) ein.

Originärer Betafaktor der Aareal Bank AG

Für börsennotierte Unternehmen, wie die Aareal Bank AG es war, kann grundsätzlich ein – historischer – Betafaktor unmittelbar aus Kapitalmarktdaten ermittelt werden. Korrespondierend zur zeitlichen Abgrenzung des Börsenkurses ist nach der herrschenden Auffassung in der Bewertungs- und Rechtspraxis ein unternehmenseigener Betafaktor aufgrund beobachteter Kurse im Zeitraum nach der Bekanntgabe bzw. dem Bekanntwerden der Strukturmaßnahme grundsätzlich ungeeignet. Vielmehr muss die Messperiode für die Ermittlung des **unternehmenseigenen Betafaktors** (spätestens) am **Tag der Bekanntmachung der Maßnahme** enden (vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.98; OLG Karlsruhe, 13. Mai 2013, 12 W 77/07 (13), Tz. 36 (juris); LG Hannover, 2. März 2016, 13 O 191/09, Beschlusstext S. 31; LG Düsseldorf, 3. September 2014, 33 O 55/07, Tz. 145 (juris)).

Die Kursentwicklung der Aktie der Aareal Bank AG ist vorliegend bereits seit längerer Zeit durch Übernahmerüchte bzw. -angebote beeinflusst (vgl. ausführlich Abschnitt 3.2. b)). Die erste Kursreaktion auf Übernahmerüchte war bereits am 7. Oktober 2021 erfolgt, zu dem die Aareal Bank AG in einer Pressemitteilung bestätigt hatte, dass der Vorstand in ergebnisoffene Gespräche über eine mögliche Mehrheitsbeteiligung einer Gruppe von Finanzinvestoren eingetreten ist. Insofern lässt sich ein durch den Übernahmeprozess unbeeinflusster originärer Betafaktor nur für Zeiträume vor dem 7. Oktober 2021 ermitteln.

Die Bewertungsgutachterin hat auf Basis von Daten des Finanzinformationsdienstleisters Capital IQ originäre Betafaktoren, mit einem Analysezeitraum von zwei Jahren sowie wöchentlichen Renditen durchgeführt. Zudem wurde der originäre Betafaktor für einen Fünfjahreszeitraum bei monatlicher Renditebetrachtung erhoben. Als Vergleichsindex wurde der CDAX Index (Total Return) herangezogen. Als Endzeitpunkt wurde auf den 6. Oktober 2021 als letztem noch nicht durch den Übernahmeprozess beeinflussten Tag abgestellt. In der folgenden Übersicht werden die von der Bewertungsgutachterin ermittelten originären Betafaktoren dargestellt.

Unternehmen	Renditebeobachtung	Index	Levered Beta
Aareal Bank AG	2 Jahre wöchentlich	CDAX Index	1,32
Aareal Bank AG	5 Jahre monatlich	CDAX Index	1,51

Quelle: Gutachtliche Stellungnahme, S. 147.

Ergänzend zu der Analyse des originären Betas hat die Bewertungsgutachterin eine Analyse der Betafaktoren einer Peer Group durchgeführt.

Die von der Bewertungsgutachterin ermittelten originären Betafaktoren haben wir unter Rückgriff auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg plausibilisiert. Da vorliegend auf Basis von jüngeren Kursdaten kein unverzerrter originärer Betafaktor ermittelt werden kann, halten wir die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin, für die Bestimmung des Betafaktors auch auf eine Peer Group zurückzugreifen, für sachgerecht.

Betafaktor der Peer Group

Die Bewertungsgutachterin hat entsprechend der gängigen Praxis zur Ableitung des operativen Geschäftsrisikos des zu bewertenden Unternehmens (auch) auf eine Vergleichsgruppe börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group) abgestellt. Der Rückgriff auf die Betafaktoren vergleichbarer Unternehmen (Peer Group) wird auch von der Rechtsprechung anerkannt (vgl. OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 99 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13, Tz. 56 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 51f. (juris); OLG Karlsruhe, 22. Juni 2015, 12a W 5/15, Tz. 60 (juris)). Dies gilt auch hinsichtlich des Einbezugs ausländischer Unternehmen (vgl. Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 30; OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 142 (BeckRS); OLG Stuttgart, 3. April 2020, 20 W 2/17, Beschlusstext S. 25; OLG Hamburg, 18. September 2015, 13 W 44/14, Beschlusstext S. 12), OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, 26 W 8/10, Tz. 64 (juris); OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 2/07, Tz. 224 (juris); OLG Düsseldorf, 27. Mai 2009, 26 W 5/07, Beschlusstext S. 43).

Festzuhalten ist, dass es kein börsennotiertes Unternehmen gibt, das in seiner Gesamtheit unmittelbar mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar ist. Unterschiede der Peer-Group-Unternehmen ergeben sich aus der singulären Stellung des Bewertungsobjekts und sind unvermeidbar (vgl. OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 61 (BeckRS)). Daher sind hinsichtlich ihres Geschäftsmodells, spezifischer Produktsegmente und Produktart, regionaler Abdeckung und Größe vergleichbare Unternehmen zu suchen (vgl. OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Tz. 112 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 11. Mai 2020, 26 W 14/17, Tz. 49 (BeckRS)). Gegebenenfalls muss breiter gefächert werden (vgl. OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 68 (BeckRS)).

Im Rahmen der Auswahl der Vergleichsunternehmen hat die Bewertungsgutachterin Unternehmen mit vergleichbarem Geschäftsmodell und Leistungsspektrum analysiert. Ausgehend von einer breiten Grundgesamtheit von Banken und Finanzdienstleistern wurde auf Basis eines stufenweisen Vorgehens die Peer Group ermittelt. Im Rahmen des eigenen Stufenmodells hat die Bewertungsgutachterin qualitative und quantitative Kriterien analysiert und ein eigenes Scoring-Modell angewendet. Insgesamt hat die Bewertungsgutachterin auf diese Weise zehn Unternehmen identifiziert, die eine ausreichende Vergleichbarkeit zur Aareal aufweisen und insofern in die Peer Group aufgenommen wurden.

Die Bewertungsgutachterin hat für die Peer Group Unternehmen Betafaktoren sowohl über einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren bei wöchentlichen Renditen als auch für einen Betrachtungszeitraum von fünf Jahren bei monatlichen Renditen zum Ende der Bewertungsarbeiten ermittelt. Dadurch seien sowohl die jüngsten Entwicklungen an den Kapitalmärkten berücksichtigt wie auch eventuelle kurzfristige Marktzyklen geglättet worden. Für beide Zeitraum-Intervall-Konstellationen hat die Bewertungsgutachterin sowohl (lokale) Landesindizes als auch den MSCI Europe Index herangezogen. Den Berechnungen der Bewertungsgutachterin liegen Daten des Finanzinformationsdienstleisters Capital IQ zugrunde. Die Belastbarkeit der Betafaktoren hat die Bewertungsgutachterin anhand von Liquiditätsbetrachtungen (Geld-Brief-Spanne, Free Float, Handelsvolumen) untersucht.

In der folgenden Übersicht werden der jeweilige Mittelwert und Median für die auf Basis lokaler Indizes sowie auf Basis eines europäischen Index von der Bewertungsgutachterin ermittelten Betafaktoren dargestellt.

	2 Jahre wöchentlich	5 Jahre monatlich
Peer Group-Betafaktor – lokale Indizes		
Median	1,12	1,42
Mittelwert	1,14	1,44
Peer Group-Betafaktor – MSCI Europe (Total Return)		
Median	1,09	1,65
Mittelwert	1,12	1,53

Quelle: Gutachtliche Stellungnahme, S. 148 f.

In einer Gesamtbetrachtung hat die Bewertungsgutachterin einen Betafaktor von 1,3 angesetzt.

Im Rahmen unserer Prüfung des Betafaktors haben wir die Auswahl der Peer-Group-Unternehmen sowie das von der Bewertungsgutachterin angewendete methodische Vorgehen nachvollzogen.

Die Auswahl der in die Peer Group einbezogenen Unternehmen haben wir unter Berücksichtigung der wesentlichen operativen Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren der Aareal auf Basis der uns im Zuge unserer Prüfungstätigkeit vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte ergänzt um eigene Recherchen und Analysen überprüft. Die von der Bewertungsgutachterin ermittelten Betafaktoren haben wir unter Rückgriff auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg plausibilisiert und durch eigene weitere Berechnungen ergänzt.

Nach unseren bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnissen liefert der von der Bewertungsgutachterin angesetzte verschuldete **Betafaktor in Höhe von 1,30 eine angemessene Indikation** für das zukünftige systematische Risiko der Aareal.

g) Wachstumsabschlag

Im Rahmen der Ertragswertermittlung ist für die Fortführungsphase eine nachhaltige Wachstumsrate festzulegen. Diese wird rechentechnisch durch Abzug vom Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt. Die Bewertungsgutachterin hat die nachhaltige Wachstumsrate mit 2,0 % festgelegt.

Vorab dürfen wir auf folgenden Sachverhalt hinweisen:

Misst man das Wachstum im Anstieg nomineller Gewinngrößen, so legt die allgemeine Lebenserfahrung es nahe, dass Unternehmen, die einen Teil der erwirtschafteten Jahresüberschüsse einbehalten und zur Innenfinanzierung nutzen, im Folgejahr ceteris paribus ein höheres Jahresergebnis aufweisen als solche Unternehmen, die den gesamten erwirtschafteten Jahresüberschuss an ihre Anteilseigner ausschütten.

Als Quellen des Wachstums finanzieller Überschüsse lassen sich rein realwirtschaftliche (positive und negative) Entwicklungen der leistungswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren im Sinne eines **operativen Wachstums** (Kapazitätsoptimierungen und Kapazitätserweiterungen) sowie rein nominale, d. h. durch Preisveränderungen bedingte Entwicklungen (**preisbedingtes Wachstum**) abgrenzen. Zusätzlich sind steuerlich bedingte Effekte, z. B. aus der differenzierten Besteuerung von Gewinneinbehaltungen und Ausschüttungen, gesondert zu berücksichtigen (vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Tz. 441 ff.).

Für Zwecke der Bewertung des nachhaltigen Ergebnisses stehen zwei sich ausschließende Rechenmodelle zur Verfügung. Im Fall des sog. **Dividend Discount Model** (vgl. Ernst/Thielen/Schneider, Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen, 6. Aufl., 2018, S. 166; Schultze, Methoden der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2003, S. 74) stehen im Zähler die Ausschüttungen bzw. Dividenden, die mit den Eigenkapitalkosten diskontiert werden. Im Unterschied zu dem Ertragswertmodell gehen hierbei die nicht an die Anteilseigner ausgeschütteten Teile des Jahresüberschusses nicht in die Kapitalisierungsgröße ein. Der verbleibende Teil wird im Unternehmen zur Innenfinanzierung verwendet und liefert einen zusätzlichen Wachstumseffekt.

Wenn – was in der Bewertungspraxis **nicht üblich** ist – in der ewigen Rente nur ein Teil des Jahresüberschusses, nämlich der Dividendenanteil, kapitalisiert würde, dann wären die aus der Innenfinanzierung resultierenden zusätzlichen Wachstumseffekte in Gestalt eines relativ hohen Wachstumsabschlags zu berücksichtigen. Hingegen wird im Rahmen des Ertragswertverfahrens in der ewigen Rente eine vollständige Auskehrung der erwirtschafteten Nettoeinnahmen (man kann diese auch als Wertbeitrag aus Ausschüttung zuzüglich Wertbeitrag aus Thesaurierung bezeichnen) abgebildet.

Da der Wertbeitrag aus Thesaurierung das zukünftige Dividendenwachstum aus Thesaurierungen vollständig abdeckt, bildet die beim Ertragswertverfahren im Wachstumsabschlag abgebildete Wachstumsrate primär inflationsbedingte Werteffekte ab, die auf die unternehmensspezifische preisbedingte Wachstumsrate des zu bewertenden Unternehmens zurückzuführen sind.

Ausgangspunkt möglicher Wachstumsabschläge ist die erwartete durchschnittliche Preissteigerung. Als Anhaltspunkte werden in der folgenden Übersicht die aktuellen Prognosen von Bankanalysten sowie des Internationalen Währungsfonds über die Entwicklung der Verbraucherpreise in Deutschland, die aus der Verzinsung inflationsgestützter deutscher Staatsanleihen abgeleitete Inflationserwartung sowie aktuelle Prognosen der EZB zur Inflationserwartung in der Eurozone dargestellt.

Schätzungen von Bankanalysten - Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland	
--	--

2024	
Untergrenze der Schätzungen	0,8%
Obergrenze der Schätzungen	3,1%
Gewichteter Durchschnitt	2,5%
2025	
Untergrenze der Schätzungen	0,7%
Obergrenze der Schätzungen	2,8%
Gewichteter Durchschnitt	2,1%
2026	
Untergrenze der Schätzungen	0,8%
Obergrenze der Schätzungen	2,4%
Gewichteter Durchschnitt	1,9%

Schätzungen des Internationalen Währungsfonds - Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland	
--	--

2024	3,5%
2025	2,2%
2026	2,1%
2027	2,0%
2028	2,0%

Schätzungen der Europäischen Zentralbank - ECB staff projections	
---	--

2024	2,3%
2025	2,0%
2026	1,9%

Inflationserwartung abgeleitet aus der Verzinsung inflationsgeschützter deutscher Staatsanleihen	
---	--

10-jährige Staatsanleihen	2,07%
25-jährige Staatsanleihen	2,28%

Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse; IWF (World Economic Outlook Update, Januar 2024; World Economic Outlook, Oktober 2023), Europäische Zentralbank, Bloomberg.

Die dargestellten Inflationserwartungen zeigen über die nächsten Jahre eine rückläufige Entwicklung. Bereits ab dem Jahr 2025 werden relativ moderate Inflationsraten prognostiziert. Die EZB prognostiziert für das Jahr 2025 für die Eurozone eine dem Inflationsziel entsprechende Preissteigerung in Höhe von 2,0 %.

Die Analyse bestätigt die Annahme der Bewertungsgutachterin, die in Bezug auf die Inflationserwartungen als Richtwert auf die EZB-Zielrate in Höhe von 2,0 % verweist. Daneben ist zu berücksichtigen, dass Banken aufgrund ihres Geschäftsmodells grundsätzlich einen direkten Bezug zur Inflation bzw. dem Geldmengenwachstum aufweisen, die bzw. das sich in nominal steigenden Einlagen, Krediten und verwaltetem Vermögen niederschlägt.

Im Ergebnis halten wir den von der Bewertungsgutachterin angesetzten Wachstumsabschlag in Höhe von **2,0 %** für angemessen.

Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte Wachstumsabschlag liegt über der von der Bewertungspraxis häufig angesetzten und in der Rechtsprechung regelmäßig als angemessen eingestuften Größenordnung von im Mittel rund 1,0 % (vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.130).

Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts werden sog. inflationsbedingte Veräußerungsgewinne grundsätzlich bei der Ableitung der Nettoeinnahmen berücksichtigt. Alternativ ist rechentechnisch – entsprechend der Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin – ein Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im Nenner möglich (vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349, 356; Jonas/Wieland-Blöse, Berücksichtigung von Steuern, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Fn. 1 zu Tz. 17.41).

Rechentechnisch hat die Bewertungsgutachterin die Wachstumsrate nach persönlichen Steuern in Höhe von 1,74 % sachgerecht abgeleitet, indem von der Wachstumsrate vor persönlichen Steuern in Höhe von 2,0 % der hälftige Abgeltungssteuersatz zzgl. SolZ (13,19 %) in Abzug gebracht wird.

h) Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes

Die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes für die Detailplanungs- und Fortführungsphase wurde sachgerecht vorgenommen. Wir haben uns von der zutreffenden finanzmathematischen Berechnung überzeugt.

Rein vorsorglich weisen wir darauf hin, dass die Veränderung einzelner, jeweils für sich vertretbarer Einzelwerte für den Basiszins, die Marktrisikoprämie, den Betafaktor oder den Wachstumsabschlag zu einem insgesamt unrealistischen Kapitalisierungszinssatz und in der Folge zu einer unrealistischen Abfindung führen kann (vgl. OLG Frankfurt, 24. November 2011, 21 W 7/11, Tz. 40 (juris)). Eine Meistbegünstigung für methodische Einzelfragen innerhalb der Ertragswertermittlung ist darüber hinaus auch verfassungsrechtlich nicht geboten, wie das OLG Stuttgart (vgl. 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Tz. 188 (juris); gl.A.: OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Beschlusstext S. 20; OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Beschlusstext S. 14) ausführt. Ansonsten käme es zu einer Kumulation von Günstigkeitsentscheidungen, die den „wirklichen“ Wert sicherlich nicht mehr abbilden würden (vgl. Thüringer OLG, 16. Mai 2022, 2 W 197/19, Beschlusstext S. 16; OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 33/16, Tz. 44 (BeckRS); OLG München, 20. März 2019, 31 Wx 185/17, Tz. 28 (BeckRS)).

i) Ertragswertberechnung

Die Kapitalisierung der erwarteten Nettoausschüttungen einerseits und der fiktiv unmittelbaren Zurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung andererseits haben wir nachvollzogen.

Für die Diskontierung der jährlichen Ausschüttungen ist die Bewertungsgutachterin davon ausgegangen, dass die Ausschüttungen zum Jahresende erfolgen. Die Ausschüttungsbeträge wurden folglich im Bewertungsmodell vom Ende des jeweiligen Geschäftsjahres zunächst auf den technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2023 abgezinst und anschließend auf den Bewertungsstichtag aufgezinst. Die Diskontierung des Wertbeitrags aus Thesaurierung in der ewigen Rente erfolgte gleichermaßen.

Die Phasenmethode wurde nach unserer Überzeugung sachgerecht angewendet. Wir haben uns durch Kontrollrechnungen von der finanzmathematischen Richtigkeit des Ertragswerts überzeugt.

5.4. Bewertung der Aareon AG

a) Planungsrechnung

Die Planungsrechnung der Aareon umfasst die Geschäftsjahre 2024 bis 2026. Die Planung des Geschäftsjahres 2024 wird (noch) in der konsolidierten Planungsrechnung der Aareal berücksichtigt. Die Folgejahre werden aufgrund des planerisch unterstellten Verkauf der Aareon nicht berücksichtigt. Zur Abbildung des Wertbeitrags der (durchgerechnet) rund 69,2 %-igen Beteiligung der Aareal an der Aareon wurde durch die Bewertungsgutachterin eine eigenständige Bewertung der Aareon durchgeführt und auf dieser Basis ein potenzieller Verkaufserlös für die Anteile der Aareon ermittelt. Der daraus erwartete Veräußerungsgewinn (nach Abzug von Transaktionskosten und Steuern) wurde als sonstiger betrieblicher Ertrag im Planjahr 2024 der Aareal-Planungsrechnung bzw. als Sonderdividende im Rahmen der Bewertung der Aareal berücksichtigt.

Die folgende Übersicht stellt die Planungsrechnung der Aareon nach IFRS für die Planjahre 2024 bis 2026 dar. Die Ist-Jahre 2021 bis 2023 werden zu Vergleichszwecken mit dargestellt.

	Ist 2021	Ist 2022	Ist 2023	Plan 2024	Plan 2025	Plan 2026
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.
Lizenz Erlöse	19	17	10	7	3	4
Service Erlöse	59	63	57	60	60	57
Wiederkehrende Umsätze	192	228	278	380	431	491
Umsatzerlöse	269	308	344	447	494	552
Andere aktivierte Eigenleistungen	14	12	13	13	13	14
Gesamtleistung	283	320	357	460	507	566
Materialaufwand	-48	-57	-60	-78	-81	-92
Personalaufwand	-158	-169	-167	-183	-194	-206
Sonstiges Ergebnis	-22	-26	-30	-34	-38	-42
EBITDA (bereinigt)	55	68	100	166	195	227
Abschreibungen	-28	-38	-39	-57	-55	-54
EBIT (bereinigt)	27	30	60	109	140	172
Finanzergebnis	-7	-18	-36	-52	-51	-53
Außerordentliches Ergebnis	-15	-15	-96	-10	0	0
EBT	5	-3	-72	47	88	119
Ertragsteuern	-6	-2	-7	-25	-22	-30
Konzernjahresergebnis	-1	-5	-79	22	66	90
EBITDA (unbereinigt)	40	53	4	156	195	227
<i>Wachstum</i>						
Lizenz Erlöse	-9,5%	-41,3%	-32,9%	-54,6%	29,5%	
Service Erlöse	8,2%	-10,6%	6,3%	-1,1%	-5,1%	
Wiederkehrende Umsätze	18,9%	21,8%	36,9%	13,5%	13,9%	
Umsatzerlöse	14,5%	11,6%	29,8%	10,5%	11,7%	
EBITDA (bereinigt)	23,5%	46,9%	66,3%	17,3%	16,5%	
EBIT (bereinigt)	9,8%	102,2%	81,1%	27,7%	23,4%	

Quelle: Unternehmensplanung der Aareon AG der Geschäftsjahre 2024 bis 2026.

Die **Umsatzerlöse** werden unterteilt nach Lizenz-, Serviceerlösen sowie wiederkehrenden Umsätzen aus Subskriptionen geplant. Für die Lizenzerlöse geht Aareon davon aus, dass sich diese aufgrund der angestrebten Transformation zu einem SaaS-Modell rückläufig entwickeln. Die Serviceerlöse waren historisch verstärkt im Zusammenhang mit Lizenzerlösen zu sehen. Perspektivisch sollen hier Erlöse zunehmend mit Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem SaaS-Modell erwirtschaftet werden, wie bspw. Trainings von neuen Kunden. Der bedeutendste Teil der Umsatzerlöse entfällt auf die wiederkehrenden Umsätze. Treiber für die Erlöse sind ein in der Detailplanungsphase mit 3 % p.a. angenommenes Preiswachstum sowie ein Wachstum an Kunden bzw. Subskriptionen. Darüber hinaus wird angenommen, dass mittels Cross-Selling-Aktivitäten bestehenden Kunden ein umfanglicheres Produkt verkauft werden kann. Für das Planjahr 2024 wird zudem ein anorganisches Wachstum aus Akquisitionen aus dem Jahr 2023 geplant. In der Planungsrechnung werden keine weiteren Akquisitionen abgebildet.

Neben den Umsatzerlösen werden **andere aktivierte Eigenleistungen** aus der Aktivierung selbst erstellter Software geplant. Die Gesamtleistung soll sich ausgehend von EUR 357 Mio. im Jahr 2023 zunächst auf EUR 460 Mio. im Jahr 2024 und in den weiteren Planjahren jeweils um mehr als 10 % weiter ansteigen. Zum Ende der Detailplanungsphase wird eine Gesamtleistung von EUR 566 Mio. geplant.

Der **Materialaufwand** der Aareon lag in den Jahren 2021 bis 2023 in einer Bandbreite von 17,4 % bis 18,4 % bezogen auf die Umsatzerlöse. Für die Detailplanungsphase geht Aareon davon aus, dass die Materialaufwandsquote zunächst mit 17,4 % auf Niveau des Jahres 2023 verbleibt und anschließend vergleichsweise stabil bei rund 16,3 % bzw. 16,6 % bleibt. Die Materialaufwendungen setzen sich im Wesentlichen aus Aufwendungen für die Datenbanknutzung, Rechenzentren und Lizenzgebühren sowie den Einsatz von externem Personal zusammen. Diesbezüglich werden innerhalb der Detailplanungsphase keine strukturellen Veränderungen erwartet.

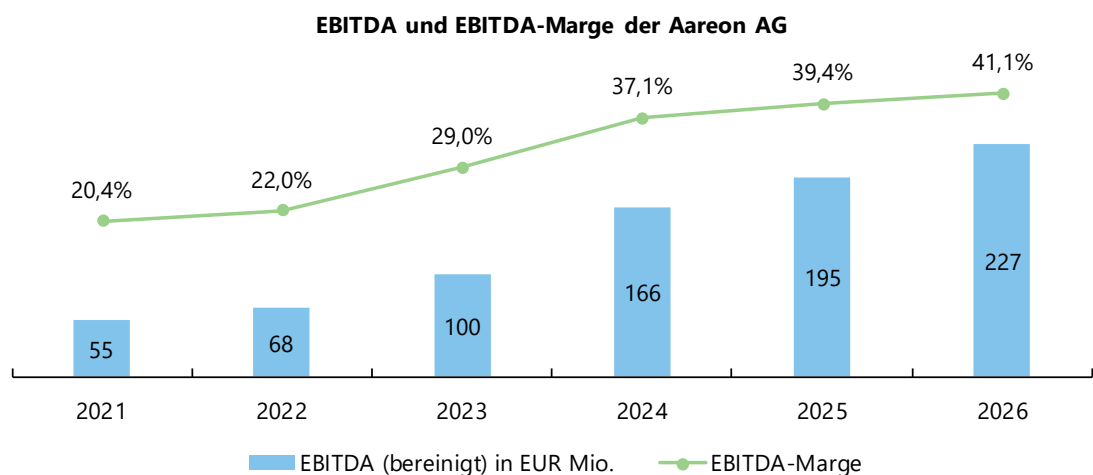
Der **Personalaufwand** (nach Bereinigungen) soll sich von EUR 167 Mio. im Jahr 2023 um zunächst 9,4 % auf EUR 183 Mio. erhöhen. Der Anstieg erklärt sich zum einen aus einem Anstieg der Vollzeitäquivalente sowie anorganische Effekte, welche auf die Akquisitionen im Geschäftsjahr 2023 zurückzuführen sind. Im Planjahr 2025 wird ein Anstieg der Personalaufwendungen von 6,2 % auf EUR 194 Mio. geplant. Dabei wirken geplante Kosteneinsparungen im Zusammenhang mit einer Konsolidierung von Overhead-Funktionen bzw. dem Abbau von Doppelstrukturen dem geplanten Anstieg des Gehaltniveaus entgegen. Im letzten Jahr der Detailplanungsphase soll sich dann ein Wachstum der Personalaufwendungen von 6,0 % ergeben. Dieses soll zur Hälfte auf die

Inflationierung der Gehälter und zum anderen auf einen Anstieg der Vollzeitäquivalente entfallen. Im Ergebnis geht Aareon davon aus, dass es innerhalb der Detailplanungsphase zu einem stetigen Rückgang der Personalaufwandsquote kommt. Ausgehend von 48,5 % im Jahr 2023 soll diese durch die zuvor genannten Effekte auf 37,3 % zurückgehen.

Das sonstige Ergebnis umfasst die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, im Wesentlichen Aufwendungen im Zusammenhang mit der Wartung der Software, Marketing, Mieten und Leasing sowie weitere Aufwendungen sowie sonstige betriebliche Erträge, u.a. die Forschungszuschüsse historisch als auch einmalige Effekte aus u.a. der Bewertung der Kaufpreisverbindlichkeiten.

Bezogen auf das EBITDA ergibt sich im Planungszeitraum ein sehr deutlicher Anstieg ausgehend von EUR 100 Mio. im Jahr 2023 auf EUR 166 Mio. im Jahr 2024 (+66,3 %), welcher in Teilen auf das zuvor beschriebene anorganische Wachstum zurückzuführen ist. Im Jahr 2025 soll das geplante EBITDA einen Anstieg von 17,3 % verzeichnen und im Jahr 2026 um 16,5 % steigen. Ausgehend vom Jahr 2023 soll sich das EBITDA bis zum Jahr 2026 (EUR 227 Mio.) demnach mehr als verdoppeln.

In diesem Zusammenhang sei auch auf die geplante Entwicklung der bereinigten EBITDA-Marge verwiesen, welche sich gegenüber den Jahren 2021 bis 2023 auch im Planungsverlauf jährlich steigern und zum Ende der Detailplanungsphase 41,1 % betragen soll.



Quelle: Unternehmensplanung der Aareon AG der Geschäftsjahre 2024 bis 2026.

Die Abschreibungen der Aareon entfallen zum einen auf Vermögenswerte, die im Rahmen von Akquisitionen erworben wurden, sowie auf selbst erstellte Software und aktivierte Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen (Right of use assets). In der Detailplanungsphase steigen die geplanten Abschreibungen gegenüber der Historie aufgrund der im Jahr 2023 durchgeführten Akquisitionen an. Im Planungszeitraum wird eine sehr deutliche Zunahme des bereinigten EBIT erwartet, mit einer jährlichen durchschnittlichen Wachstumsrate von etwa 41,8 %. Parallel dazu wird eine Erhöhung der EBIT-Marge (bereinigt) von 17,6 % im Jahr 2023 auf 31,3 % bis zum Jahr 2026 prognostiziert.

b) Konvergenzphase und nachhaltiges Ergebnis

Sofern zum des Detailplanungszeitraums kein eingeschwungener Zustand vorliegt, kann es erforderlich werden eine Übergangsphase (auch: „Konvergenzphase“ oder „Grobplanungsphase“) zu planen (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 55). Die Bewertungsgutachterin hat im Anschluss der Detailplanungsphase eine Konvergenzphase von vier Jahren berücksichtigt. Dazu wird auf drei Sachverhalte verwiesen, welche eine Konvergenzphase erforderlich machen. Einerseits ist das gesamte Potenzial für Cross-Selling noch nicht ausgeschöpft, und es muss zusätzliches, mengenbasiertes Wachstum des Umsatzes in Betracht gezogen werden. Darüber hinaus enden die Finanzierungsbedingungen für die externe Konzernfinanzierung erst nach dem Jahr 2030.

In den Planjahren von 2027 bis 2030 konvergiert das Umsatzwachstum von 11,7 % im letzten Detailplanungsjahr zu einem durch die Bewertungsgutachterin nachhaltig angesetzten Niveau von 2,0 %. Als wesentlicher Treiber für das weiter anhaltende Wachstum der Umsätze wird auf die SaaS-Erlöse verwiesen. Die Bewertungsgutachterin berücksichtigt dabei, dass die SaaS-Erlöse durch das Cross-Selling weiterer Softwareprodukte gesteigert werden sollen. Dem liegt das Ziel zugrunde, dass der Umsatz pro Kunde im Mittel um etwa 50 % erhöht werden kann. Zusätzlich wird ein weiteres Wachstum durch die organische Gewinnung neuer Kunden geplant. Es wird davon ausgegangen, dass der Markt langfristig gesättigt sein wird und kein weiteres Mengenwachstum mehr zu erwarten ist. Die Preissteigerungsrate soll von 3,0 % im letzten Detailplanungsjahr schrittweise auf 2,0 % sinken.

Für die Umsätze aus Lizenzen und Services wird angenommen, dass es zum Ende der Detailplanungsphase zu keinem weiteren Mengenwachstum kommt. Ausgehend von den im letzten Detailplanungsjahr angenommenen Preissteigerungen wird eine Konvergenz auf nachhaltig angesetzte Preissteigerungen von 2,0 % unterstellt.

Mit Ausnahme der Personalaufwendungen nimmt die Bewertungsgutachterin in der Konvergenzphase an, dass sich die Aufwendungen und sonstigen Erträge proportional zum Umsatzwachstum entwickeln. Die Personalaufwandsquote soll gegenüber dem letzten Detailplanungsjahr von 37,3 % auf ein nachhaltiges Niveau von 31,9 % sinken. Daraus ergibt sich ein (weiterer) signifikanter Anstieg der EBITDA-Marge um rund 4,4 Prozentpunkte gegenüber dem Detailplanungsjahr 2026.

Abschreibungen im Zusammenhang mit getätigten Unternehmenszukaufen in der Historie, denen keine Investitionen gegenüberstehen sollen nach dem Planjahr 2029 entfallen. Daher wird das als nachhaltig angesehene Niveau der EBIT-Marge erst im Jahr 2030 erreicht.

Für preisbedingtes Wachstum hat die Bewertungsgutachterin nachhaltig eine Wachstumsrate in Höhe von 2,0 % und somit entsprechend dem Inflationsziel der EZB angesetzt. Als Begründung wird die Möglichkeit der Weitergabe von Preiserhöhungen bei indexierten SaaS-Verträgen angeführt.

c) Weitere Planungskomponenten

Das Finanzergebnis wird ausgehend von den bestehenden zinstragenden Verbindlichkeiten und den entsprechenden Zinssätzen abgeleitet. Diese Schulden setzen sich neben externen Darlehen in Höhe von EUR 507 Mio. zum 31. Dezember 2023 auch aus Leasing- und Pensionsverpflichtungen zusammen.

Die Unternehmenssteuern werden durchgehend mit einer effektiven Steuerquote von 25 % bezogen auf das EBT ermittelt.

d) Einordnung und Würdigung der Plausibilität der Planungsrechnung

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die der Planung der Aareon zugrundeliegenden Annahmen erhalten und rechnerisch sowie im Hinblick auf die Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der getroffenen Annahmen geprüft. Hinsichtlich der rechnerischen Konsistenz haben wir keine materiellen Unstimmigkeiten festgestellt. Darüber hinaus sind die Planungsannahmen des Managements nachvollziehbar und werden innerhalb der Planung konsistent angewendet. Nach

unseren Erkenntnissen ist die rechnerische und formelle Plausibilität der Planungsrechnung i. S. d. IDW Praxishinweises 2/2017, Tz. 15, 19 ff. gegeben.

Die Prüfung der materiellen internen Plausibilität der Planungsrechnung haben wir auf Basis unserer Erkenntnisse zum Geschäftsmodell, zu den bereinigten Vergangenheitszahlen und unter Berücksichtigung von ergänzenden Erläuterungen des Managements sowie benannten Auskunftspersonen sowie zur Verfügung gestellten Unterlagen zu den getroffenen Annahmen vorgenommen. Die Prüfung der materiellen externen Plausibilität haben wir auf Basis der uns erteilten Auskünfte sowie eigener Überlegungen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld der Aareon vorgenommen.

Nach unseren bei der Prüfung gewonnen Erkenntnissen ist sowohl die materielle interne Plausibilität als auch die materielle externe Plausibilität der Planungsrechnung i. S. d. IDW Praxishinweises 2/2017, Tz. 16 f., 22 ff. unter Berücksichtigung der folgenden Einordnung gegeben.

Die Planungsrechnung bildet einen sehr deutlichen Anstieg der Umsatzerlöse sowie auch der operativen Ergebnisse ab. Insofern geht die Aareon von einem ausgeprägten profitablen Wachstum aus. Beispielsweise soll das EBITDA bis zum Ende der Detailplanungsphase gegenüber dem Ist mehr als verdoppelt werden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass nur im Planjahr 2024 noch nachlaufende Effekte aus M&A Aktivitäten des Jahres 2023 abgebildet werden. Das anschließende Wachstum soll organisch erreicht werden. Die Kunden der Aareon unterliegen landesspezifischen regulatorischen Vorgaben, die im Rahmen der vertriebenen Produkte zu berücksichtigen sind. Daraus folgt, dass eine Expansion in weitere Länder bzw. Jurisdiktionen ohne weitere M & A Maßnahmen ausgeschlossen werden. Dagegen sind die ausgeprägten Umsatzzuwächse der Vergangenheit durch M&A Aktivitäten begründet.

Im Ergebnis stellt die Erreichung der geplanten Umsätze und Ergebnisse nach unserer Einschätzung eine unternehmerische Herausforderung dar. Zusammenfassend halten wir die Planungsrechnung für eine geeignete – wenngleich ambitionierte – Basis für die Ermittlung des Unternehmenswerts der Aareon.

Für preisbedingtes Wachstum hat die Bewertungsgutachterin nachhaltig eine Wachstumsrate in Höhe von 2,0 % angesetzt. Diese liegt über der von der Bewertungspraxis häufig angesetzten und in der Rechtsprechung regelmäßig als angemessen eingestuften Größenordnung von im Mittel rund 1,0 % (vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in:

Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.130) und ist auf Basis unserer Erkenntnisse jedenfalls nicht als konservativ einzuschätzen.

e) Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf den 31. Dezember 2024

Die Bewertungsgutachterin hat den Wert des Eigenkapitals anhand der Flow to Equity Methode ermittelt. Dabei hat die Bewertungsgutachterin sowohl bei der Ableitung der Zahlungsströme als auch der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes auf eine explizite Berücksichtigung persönlicher Steuern der Anteilseigner verzichtet. Basis für die Ermittlung der zu kapitalisierenden Zahlungsströme bildet die zuvor beschriebene Planungsrechnung der Aareon sowie die Konvergenz- und Fortführungsphase.

Den Kapitalisierungszinssatz hat die Bewertungsgutachterin unter Berücksichtigung eines Basiszinssatzes in Höhe von 2,50 % (vor persönlichen Steuern), einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern in Höhe von 7,0 % sowie einem unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 1,0 abgeleitet. Der unverschuldete Betafaktor wurde auf Basis einer Peer Group ermittelt. Die nachhaltige Wachstumsrate in Höhe von 2,0 % wird in der ewigen Rente als Wachstumsabschlag berücksichtigt.

Der Wert der nicht beherrschenden Anteile der BauSecure, Fire und First Financial wurde separat ermittelt und bei der Überleitung zum Wert des Eigenkapitals in Abzug gebracht. Daneben wurden Sonderwerte aus Investments sowie Wertbeiträge der Projekte Alpine & Selene identifiziert und berücksichtigt. Inklusive des Werts der nicht beherrschenden Anteile belaufen sich die von der Bewertungsgutachterin als Sonderwerte ausgewiesenen Korrekturposten auf EUR -101 Mio.

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die Wertermittlung der Bewertungsgutachterin nachvollzogen. Den angesetzten Kapitalisierungszinssatz haben wir auf Basis der uns vorgelegten Informationen (einschließlich zur Peer Group Auswahl) auf Basis eigenständiger Analysen plausibilisiert. Die Wertansätze der separat angesetzten Sonderwerte haben wir nachvollzogen.

Bei der Equity Methode (als Variante der DCF-Verfahren) handelt es sich um einen geeigneten Ansatz zur Unternehmenswertermittlung (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 99). Entsprechend der Ertragswertmethode handelt es sich um einen Nettokapitalisierungsansatz, bei dem der Unternehmenswert rechentechnisch direkt ermittelt wird, indem die um Fremdkapitalkosten verminderten

finanziellen Überschüsse diskontiert werden. Materiell ergeben sich vorliegend keine Unterschiede zur Ertragswertmethode.

Durch den Verzicht auf die explizite Berücksichtigung persönlicher Steuern der Anteilseigner hat die Bewertungsgutachterin (implizit) die Annahme getroffen, dass die Nettozuflüsse aus dem Bewertungsobjekt und aus der Alternativinvestition in ein Aktienportfolio auf der Anteilseignerebene einer vergleichbaren persönlichen Besteuerung unterliegen (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 30). Diese sogenannte „mittelbare Typisierung“ ist in der Bewertungspraxis und nach IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 45 bei Unternehmensbewertungen im Rahmen von Unternehmensveräußerungen und anderen unternehmerischen Initiativen anerkannt und vorliegend als sachgerecht einzuschätzen.

Die von der Bewertungsgutachterin angesetzten Eigenkapitalkosten sind betragsmäßig nachvollziehbar und werden nach unseren Erkenntnissen sachgerecht in dem zugrundeliegenden Bewertungsmodell berücksichtigt.

Ergänzend haben wir den von der Bewertungsgutachterin nach der Flow to Equity Methode ermittelten Wert des Eigenkapitals anhand verschiedener Überlegungen plausibilisiert. Dazu haben wir typische Renditeerwartungen von Private Equity Investoren sowie von der Aareon AG tatsächlich im Rahmen eigener M&A Aktivitäten bezahlte Multiplikatoren herangezogen.

Abschließend ist festzuhalten, dass der von der Bewertungsgutachterin ermittelte Unternehmenswert der Aareon AG in Höhe von EUR 1.832 Mio. zum 31. Dezember 2024 (für 100 % der Anteile inklusive Sonderwerten) auf Basis unserer derzeitigen Erkenntnisse eine plausible Größenordnung aufweist.

5.5. Sonderwerte

Die Bewertungsgutachterin hat die folgenden Sonderwerte berücksichtigt:

- Nicht beherrschende Anteile,
- Kunstsammlung,
- Investments („At-equity“-Beteiligungen),
- Ausschüttung des Kupons an AT1-Investoren für das Jahr 2023,
- Wertbeitrag steuerlicher Verlustvorträge.

Über den Sonderwert für nicht beherrschende Anteile wird materiell eine Korrektur von Bewertungsunterschieden der Aareal-Anteile an der First Financial (25,1 %) vorgenommen. Diese Bewertungsunterschiede ergeben sich dadurch, dass nach der Entkonsolidierung der Aareon die aus der Beteiligung erwarteten Erträge mit den Kapitalkosten aus der Bewertung der Aareal bewertet werden. Dagegen wird bei der Bewertung der Aareon der Aareal-Anteil an der First Financial mit den Kapitalkosten der Aareon-Bewertung bewertet.

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die Ermittlung der Sonderwerte sowie die zugrunde gelegten Annahmen nachvollzogen. Wir halten die Ansätze für angemessen.

Nach Auskunft des Vorstands der Aareal Bank AG liegen keine weiteren bei der Bewertung als Sonderwert zu berücksichtigende (nicht betriebsnotwendige) Vermögensgegenstände vor. Auch nach unserer Beurteilung aufgrund der bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnisse liegen keine Anhaltspunkte für die Existenz von weiteren als Sonderwert zu berücksichtigenden Sachverhalten vor.

5.6. Unternehmenswert

Unter Bezugnahme auf die Darstellung im Bewertungsgutachten von ValueTrust ergibt sich für die Aareal Bank AG **zum Bewertungsstichtag 3. Mai 2024 ein aus dem Ertragswert abgeleiteter Unternehmenswert in Höhe von EUR 1.958,5 Mio.** Dies entspricht einem anteiligen **Wert je Aktie in Höhe von EUR 32,72.**

Wir haben die Berechnung des Werts je Aktie nachvollzogen. Er ist zutreffend abgeleitet.

5.7. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Aufgrund unserer Kenntnis der einschlägigen Teile des Übertragungsberichts des Hauptaktionärs, der uns erteilten Auskünfte und der Besprechungen mit dem Vorstand, der durch den Hauptaktionär beauftragten Beratungsgesellschaft ValueTrust, die diesen bei der Wertermittlung unterstützt hat, sowie der Durchsicht der dem abgeleiteten Ergebnis zugrunde liegenden Planzahlen, Berechnungen und sonstigen Unterlagen stellen wir fest, dass bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der Aareal Bank AG keine besonderen Schwierigkeiten aufgetreten sind.

6. Ermittlung der angemessenen Barabfindung

Die Ausgangswerte für die Ermittlung der Barabfindung sind in der gutachtlichen Stellungnahme von ValueTrust ausführlich dargestellt.

Aus dem Unternehmenswert der Aareal Bank AG in Höhe von rund EUR 1.958,5 Mio. hat die Bewertungsgutachterin einen Wert je Aktie in Höhe von EUR 32,72 abgeleitet.

Der volumengewichtete durchschnittliche Börsenkurs beträgt für den einschlägigen Dreimonatszeitraum bis 21. November 2023 (einschließlich) EUR 33,13.

Der Hauptaktionär der Aareal Bank AG hat die Höhe der Barabfindung auf

EUR 33,20 je Aktie

festgelegt.

Die festgelegte Barabfindung ist aus unserer Sicht angemessen.

7. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung

„Nach unseren Feststellungen ist aus den vorstehend dargelegten Gründen die Barabfindung, die im Rahmen des Squeeze Outs den ausscheidenden Aktionären der Aareal Bank AG, Wiesbaden, infolge der Übertragung der Aktien gemäß §§ 327a ff. AktG gewährt wird, in Höhe von EUR 33,20 je Stückaktie angemessen.“

Stuttgart, 22. März 2024



RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft

Dr. Frederik Ruthardt
Wirtschaftsprüfer

Tino Gallert
Wirtschaftsprüfer

Landgericht Frankfurt am Main
5. Kammer für Handelssachen

22.12.2023

Aktenzeichen: 3-05 O 590/23

Es wird gebeten, bei allen Eingaben das
vorstehende Aktenzeichen anzugeben



Beschluss

In dem Verfahren

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

der

Atlantic BidCo GmbH, An der Welle 4, 60322 Frankfurt am Main

Antragstellerin

Prozessbevollmächtigte:

Rechtsanwälte und Rechtsanwältinnen Gibson Dunn & Crutcher
LLP Taunusturm, Taunustor 1, 60310 Frankfurt am Main

betreffend der Abfindung für den vorgesehenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre
der **Aareal Bank AG** mit Sitz in Wiesbaden (HRB 13184 Amtsgericht Wiesbaden)

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main
durch Vorsitzende Richterin am Landgericht Dr. Maushake als Vorsitzende
am 22.12.2023 beschlossen:

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

wird die

RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft
(Ansprechpartner: Herr WP Dr. Frederik Ruthardt)
Kronenstraße 30
70174 Stuttgart

zur sachverständigen Prüferin für die Angemessenheit der Barabfindung bestellt.

Die Kosten dieses Verfahrens hat die Antragstellerin zu tragen.

Der Geschäftswert wird auf 60.000,- Euro festgesetzt.

Gründe

Das Gericht hält die bestellte Prüferin für geeignet, die Prüfung durchzuführen. Hinderungsgründe bestehen nach der Erklärung der bestellten Prüferin vom 12.12.2023 (Anlage 4, noch ohne Blattzahl) bei der bestellten Prüferin nicht.

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

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

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

3. Aufzuführen ist, aus welchen Quellen der Prüfer die für die Bemessung des (Ertrags)wertes benutzten Parameter (Basiszins, Wachstumsabschlag, Überrenditen, Risikozuschlag (bei Anwendung der CAPM oder TAX-CAPM: BETA-Faktor, u. U. Zusammensetzung einer „peer-group“) abgeleitet hat und warum gerade diese Indizes und/oder geprüften Zeitspannen anderen, ebenfalls in Betracht kommenden gegenüber vorzugswürdig sind.
4. Sofern Vergangenheitsergebnisse um bestimmte außergewöhnliche Aufwendungen und Erträge bereinigt werden, sind diese explizit aufzuführen und zu begründen, warum dies geschehen ist.

5. Bei den prognostizierten Unternehmenserträgen gilt zunächst dasselbe wie vorstehend zu Ziffer 4. Außerdem ist darzustellen, aus welchen Quellen etwaige Unternehmensplanungen übernommen wurden.
6. Der Prüferin wird aufgegeben, ein Exemplar ihres Prüfberichts für das Gericht zu den Akten zu reichen. Sofern sie sich bei der Berechnung des Unternehmenswertes sowie der Verzinsungsparameter eines Rechenprogramms bedient hat, wird sie gebeten, die hierbei erstellte Datei (z.B. Excelsheet) und auch den Prüfbericht als Datei für das Gericht auf einem gebräuchlichen Datenträger in Kopie (z.B. CD-ROM; USB-Stick, ggf. als E-Mail-Anhang an eine zu erfragende E-Mail-Adresse) beizufügen.
7. Die Prüferin soll ggf. bei entsprechender Anforderung durch das Gericht die Vergütungsvereinbarung mit der Antragstellerin und die endgültige Honorarabrechnung nach Ende ihrer Arbeiten dem Gericht gegenüber offenlegen.
8. Vorsorglich wird die Prüferin darauf hingewiesen, dass sie in einem eventuellen Spruchverfahren über die Angemessenheit eines ggf. zu leistenden Ausgleichs bzw. Abfindung schriftlich auf Anforderung des Gerichts Stellung zu nehmen hat und ihr Erscheinen in einer etwaigen mündlichen Verhandlung angeordnet werden kann.

Die Kostenentscheidung ergibt sich aus § 22 GNotKG. Der Geschäftswert bestimmt sich nach § 67 GNotKG.

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen diese Entscheidung ist das Rechtsmittel der Beschwerde gegeben, die binnen eines Monats nach Zustellung beim Landgericht Frankfurt am Main durch Einreichung einer Beschwerdeschrift oder zu Protokoll der Geschäftsstelle einzulegen ist. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen

Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird.
Die Beschwerdeschrift ist vom Beschwerdeführer oder seinem Bevollmächtigten zu unterzeichnen.

Dr. Maushake
Vorsitzende Richterin am Landgericht

Allgemeine Auftragsbedingungen

für

Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2017

1. Geltungsbereich

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

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags schriftlich darzustellen hat, ist alleine diese schriftliche Darstellung maßgebend. Entwürfe schriftlicher Darstellungen sind unverbindlich. Sofern nicht anders vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie schriftlich bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

7. Mängelbeseitigung

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

(2) Der Anspruch auf Beseitigung von Mängeln muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Ansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

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

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

9. Haftung

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

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist die Haftung des Wirtschaftsprüfers für Schadensersatzansprüche jeder Art, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, bei einem fahrlässig verursachten einzelnen Schadensfall gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt.

(3) Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

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

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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

