

BERICHT

der

ATLANTIC BIDCO GMBH

als Hauptaktionärin der

AAREAL BANK AG

**über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der
Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG auf die
Atlantic BidCo GmbH
sowie zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung
gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG**

21. März 2024

INHALTSVERZEICHNIS

I.	Einleitung	6
II.	Die Aareal Bank AG und die Aareal-Gruppe.....	7
1.	Unternehmensgeschichte und Aktionärsentwicklung.....	7
1.1	Unternehmensgeschichte der Aareal Bank AG	7
1.2	Übernahmeangebot	8
1.3	Delisting-Erwerbsangebot.....	8
2.	Sitz, Unternehmensgegenstand und Geschäftsjahr der Aareal Bank AG	9
3.	Organe und Vertretung der Aareal Bank AG	9
4.	Beirat	10
5.	Kapital, Aktionäre und Börsenhandel der Aareal Bank AG	10
5.1	Grundkapital, Aktionäre, Börsenhandel und Delisting.....	10
5.2	Genehmigtes Kapital.....	10
5.3	Bedingtes Kapital.....	12
5.4	Eigene Aktien.....	12
6.	Struktur und Geschäftstätigkeit der Aareal Bank AG.....	13
7.	Mitarbeiter und Mitbestimmung	14
8.	Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation der Aareal Bank AG.....	14
8.1	Eckdaten für die Geschäftsjahre 2021, 2022 und 2023	14
8.2	Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation im Geschäftsjahr 2023	15
8.2.1	Ertragslage und Ergebnisentwicklung	15
8.2.2	Finanz- und Vermögenslage.....	16
8.3	Ausblick für das Geschäftsjahr 2024	17
III.	Die Atlantic BidCo GmbH als Hauptaktionärin	18
1.	Überblick.....	18
2.	Sitz, Unternehmensgegenstand und Geschäftsjahr.....	18
3.	Stammkapital und Finanzierungsstruktur der Atlantic BidCo GmbH	19
4.	Gesellschafterstruktur der Atlantic BidCo GmbH	19
5.	Hintergrundinformationen zu Advent International, Centerbridge und CPPIB ..	20
6.	Organe und Vertretung der Atlantic BidCo GmbH	21

IV. Wesentliche Gründe für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre.....	21
1. Flexibilität, Kostenersparnis, Transaktionssicherheit und Stärkung des Kernkapitals.....	21
2. Keine alternativen Strukturmaßnahmen	22
V. Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und Folgen der Übertragung.....	22
1. Überblick über die gesetzlichen Regelungen	22
2. Beteiligung der Atlantic BidCo GmbH am Grundkapital der Aareal Bank AG ...	24
3. Verlangen der Hauptaktionärin auf Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre.....	24
4. Festlegung der Barabfindung.....	25
5. Gewährleistungserklärung des Kreditinstituts gemäß § 327b Abs. 3 AktG.....	25
6. Übertragungsbericht der Atlantic BidCo GmbH.....	26
7. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung.....	26
8. Zugänglichmachung von Unterlagen für die Hauptversammlung	26
9. Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung der Aareal Bank AG.....	27
10. Eintragung in das Handelsregister	28
VI. Folgen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre.....	28
1. Übertragung der Aktien auf die Hauptaktionärin; Technische Abwicklung.....	28
2. Beendigung der Notierung um Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg.....	30
3. Steuerliche Folgen für die Aktionäre in Deutschland.....	30
3.1 Vorbemerkung	30
3.2 Besteuerung des Gewinns aus der Übertragung der Aktien	31
3.2.1 Aktien im Privatvermögen	31
3.2.2 Aktien im Betriebsvermögen.....	34
VII. Die Barabfindung und ihre Angemessenheit	36
1. Vorbemerkung.....	36
2. Ermittlung und Festlegung der Höhe der Barabfindung nach § 327b Abs. 1 AktG	36
2.1 Unternehmensbewertung der Aareal Bank AG	37

2.2	Börsenkurs	38
2.2.1	Durchschnittlicher Börsenkurs	38
2.2.2	Referenzzeitraum.....	38
2.2.3	Ermittlung des Durchschnittskurses	39
3.	Schlussbemerkung.....	40
VIII.	Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung	40

ANLAGENVERZEICHNIS

- Anlage 1 Verlangen der Atlantic BidCo GmbH gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG
- Anlage 2 Konkretisiertes Verlangen der Atlantic BidCo GmbH gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG
- Anlage 3 Gewährleistungserklärung der BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland, Frankfurt am Main, gemäß § 327b Abs. 3 AktG
- Anlage 4 Gutachtliche Stellungnahme der ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München, vom 21. März 2024
- Anlage 5 Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main über die Bestellung des sachverständigen Prüfers
- Anlage 6 Entwurf des Übertragungsbeschlusses
- Anlage 7 Liste des Anteilsbesitzes der Aareal Bank AG zum 31. Dezember 2023
- Anlage 8 Depotbestätigung der BNY Mellon vom 21. März 2024
- Anlage 9 Depotbestätigung der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG vom 21. März 2024

Zur Unterrichtung der Hauptversammlung der Aareal Bank AG mit Sitz in Wiesbaden, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Wiesbaden unter HRB 13184 („**Aareal Bank AG**“ und zusammen mit ihren direkten und indirekten Tochtergesellschaften, die „**Aareal-Gruppe**“), über den geplanten Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG erstattet die Atlantic BidCo GmbH mit Sitz in Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 124165 („**Atlantic BidCo GmbH**“ oder auch „**Hauptaktionärin**“), gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 Aktiengesetz („**AktG**“) den nachfolgenden Bericht, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.

I. Einleitung

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

Der Atlantic BidCo GmbH gehören zum Tag der Unterzeichnung dieses Berichts 57.162.573 auf den Namen lautende Stückaktien der Aareal Bank AG. Damit ist die Atlantic BidCo GmbH bei einem in 59.857.221 Stückaktien eingeteilten Grundkapital von EUR 179.571.663,00 mit ca. 95,50 % am Grundkapital der Aareal Bank AG beteiligt. Die Atlantic BidCo GmbH ist damit Hauptaktionärin der Aareal Bank AG im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

Die Atlantic BidCo GmbH hat mit Schreiben vom 11. Dezember 2023 gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der Aareal Bank AG das förmliche Verlangen gerichtet, dass die Hauptversammlung der Aareal Bank AG die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG auf die Atlantic BidCo GmbH gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt. Das Schreiben der Atlantic BidCo GmbH vom 11. Dezember 2023 ist diesem Bericht als Anlage 1 beigelegt. Die Aareal Bank AG hat den Erhalt dieses förmlichen Verlangens mit einer Pressemitteilung vom selben Tag bekannt gemacht. Die Atlantic BidCo GmbH hat das förmliche Verlangen nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG mit Schreiben vom 13. März 2024 konkretisiert und darin die von ihr festgelegte Barabfindung mitgeteilt. Das Schreiben der Atlantic BidCo GmbH vom 13. März 2024 ist diesem Bericht als Anlage 2 beigelegt.

Zudem hat die Atlantic BidCo GmbH eine Gewährleistungserklärung der BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland, Frankfurt am Main, („**BNP Paribas**“) an den Vorstand der Aareal Bank AG übermittelt. Durch diese Erklärung hat die BNP Paribas gemäß § 327b Abs. 3 AktG die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Atlantic BidCo GmbH als Hauptaktionärin der Aareal Bank AG übernommen, den

Minderheitsaktionären der Aareal Bank AG nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergebenen Aktien zu bezahlen. Die Gewährleistungserklärung der BNP Paribas ist diesem Bericht als Anlage 3 beigelegt.

Die Atlantic BidCo GmbH hat die Barabfindung der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG auf der Grundlage einer von der ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München, („ValueTrust“) erstellten gutachtlichen Stellungnahme („**Gutachtliche Stellungnahme**“) auf EUR 33,20 je auf den Namen lautender Stückaktie der Aareal Bank AG festgelegt. Die Gutachtliche Stellungnahme ist diesem Bericht als Anlage 4 beigelegt.

Nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG ist die Angemessenheit der Barabfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer, die auf Antrag des Hauptaktionärs vom Gericht ausgewählt und bestellt werden, zu prüfen. Zum sachverständigen Prüfer nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG hat das Landgericht Frankfurt am Main auf Antrag der Atlantic BidCo GmbH die RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG, Stuttgart, („**RSM Ebner Stolz**“) ausgewählt und durch Beschluss vom 22. Dezember 2023 (Az.: 3-05 O 590/23) bestellt. Der Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main ist diesem Bericht als Anlage 5 in Kopie beigelegt. RSM Ebner Stolz erstattet einen gesonderten Prüfungsbericht über die Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG, der von der Einberufung der Hauptversammlung an auf der Internetseite der Aareal Bank AG zugänglich ist.

Die ordentliche Hauptversammlung der Aareal Bank AG soll am 3. Mai 2024 die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin Atlantic BidCo GmbH gegen Gewährung der von ihr festgelegten Barabfindung beschließen. Der Entwurf des Übertragungsbeschlusses ist diesem Bericht als Anlage 6 beigelegt.

In diesem Bericht werden die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien dargelegt und auch die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet.

II. Die Aareal Bank AG und die Aareal-Gruppe

1. Unternehmensgeschichte und Aktionärsentwicklung

1.1 Unternehmensgeschichte der Aareal Bank AG

Am 20. Juli 1923 wurde in Berlin die Deutsche WohnstättenBank AG als gemeinnütziges Institut gegründet, um der Bau- und Wohnungswirtschaft dringend benötigte Kreditmittel zur Verfügung zu stellen. Zwischen den beiden Weltkriegen wirkte das Institut, ab 1926 unter dem Namen Deutsche Bau- und Bodenbank AG, an der Finanzierung von über einer Million öffentlicher geförderter Wohnungen mit. Im Jahr 1949 eröffnete die Deutsche Bau- und Bodenbank AG neben ihrem Sitz in Berlin einen Geschäftssitz in Frankfurt am Main und übernahm nach der Gründung der

Bundesrepublik Deutschland eine wichtige Rolle in der öffentlichen Förderung und Finanzierung des Wiederaufbaus. Der Geschäftssitz in Frankfurt wurde 1992 aufgehoben; am 20. August 2002 erfolgte die Sitzverlegung nach Wiesbaden. Die Gesellschaft firmiert seit 2002 als Aareal Bank AG.

Die Deutsche Pfandbriefanstalt mit Sitz in Wiesbaden, in der der Bund seine immobilienbezogenen Bankaktivitäten gebündelt hatte, übernahm im Jahr 1979 die Mehrheit der Anteile an der Deutsche Bau- und Bodenbank AG. Die Bankengruppe expandierte ins Ausland. Parallel dazu wurde die Finanzierung gewerblicher Immobilien vorangetrieben. Im Jahr 2001 trennte sich die Gruppe in zwei unabhängige Spezialbanken, und es entstand die Aareal Bank AG für das immobilienbezogene Geschäft inklusive ihrer Tochter Aareon AG für IT-Dienstleistungen. Im Jahr 2002 folgte dann der Börsengang der Aareal Bank AG. Im neuen Jahrtausend intensivierte die Aareal Bank AG das internationale Engagement im gewerblichen Immobilienfinanzierungsgeschäft nochmals deutlich. Zu den seit den 1990er Jahren in Europa und Nordamerika bestehenden Auslandsniederlassungen kamen weitere hinzu, darunter auch in Asien.

1.2 Übernahmeangebot

Am 26. April 2022 hat die Atlantic BidCo GmbH ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot für alle Aktien der Aareal Bank AG abgegeben. Die Atlantic BidCo GmbH bot eine Geldleistung in Höhe von EUR 33,00 je Aareal-Aktie als Gegenleistung an. Bis zum Ablauf der weiteren Annahmefrist am 13. Juni 2022, 24.00 Uhr, wurde das Übernahmeangebot für insgesamt 44.182.004 Aareal-Aktien (ca. 73,81 % des Grundkapitals und der Stimmrechte) angenommen. Ferner hat die Atlantic BidCo GmbH außerhalb des Übernahmeangebots bis zum 7. Juni 2023 insgesamt 9.332.099 Aareal-Aktien (ca. 15,59 % des Grundkapitals und der Stimmrechte) erworben. Nach dem Vollzug des Übernahmeangebots am 7. Juni 2023 hielt die Atlantic BidCo GmbH insgesamt 53.514.103 Aktien der Aareal Bank AG (ca. 89,40 % des Grundkapitals und der Stimmrechte).

1.3 Delisting-Erwerbsangebot

Am 19. Oktober 2023 hat die Atlantic BidCo GmbH den Aktionären der Aareal Bank AG ein öffentliches Delisting-Erwerbsangebot zum Erwerb sämtlicher nicht direkt von der Atlantic BidCo GmbH gehaltener Aktien der Aareal Bank AG unterbreitet. Die Atlantic BidCo GmbH bot eine Geldleistung in Höhe von EUR 33,20 je Aareal-Aktie als Gegenleistung an. Das Angebot endete am 21. November 2023, 24.00 Uhr, und wurde für insgesamt 2.727.340 Aareal-Aktien (ca. 4,56 % des Grundkapitals und der Stimmrechte) angenommen.

Zudem hat die Atlantic BidCo GmbH durch Erwerbe nach dem 7. Juni 2023 bis zum Vollzug des Delisting-Erwerbsangebots außerhalb des Delisting-Erwerbsangebots insgesamt weitere 787.889 Aareal-Aktien (ca. 1,32 % des Grundkapitals und der

Stimmrechte) erworben. Nach dem Vollzug des Delisting-Erwerbsangebots am 8. Dezember 2023 hielt die Atlantic BidCo GmbH somit insgesamt 57.029.332 Aktien der Aareal Bank AG (ca. 95,28 % des Grundkapitals und der Stimmrechte).

2. Sitz, Unternehmensgegenstand und Geschäftsjahr der Aareal Bank AG

Die Aareal Bank AG ist eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht mit Sitz in Wiesbaden, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Wiesbaden unter HRB 13184. Die Geschäftsadresse der Aareal Bank AG lautet: Paulinenstraße 15, 65189 Wiesbaden.

Gegenstand der Aareal Bank AG ist 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 Hypothekendarlehenpfandbriefen gemäß § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 Pfandbriefgesetz („PfandBG“) und von Öffentlichen Pfandbriefen gemäß § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 PfandBG beschränkt. Die Gesellschaft kann in den vorstehend bezeichneten Bereichen selbst oder durch die Beteiligung an anderen Gesellschaften tätig werden. Die Gesellschaft ist zu allen Maßnahmen und Handlungen berechtigt, die mit dem Gegenstand des Unternehmens zusammenhängen oder ihm zu dienen geeignet sind. Es können Dienstleistungen aller Art vorgenommen werden. Die Gesellschaft kann im In- und Ausland Zweigniederlassungen errichten, andere Unternehmen gründen, erwerben und sich an ihnen beteiligen, insbesondere an solchen, deren Unternehmensgegenstände sich ganz oder teilweise auf die vorgenannten Geschäftsbereiche erstrecken. Sie kann Unternehmen, an denen sie beteiligt ist, strukturell verändern, unter einheitlicher Leitung zusammenfassen oder sich auf deren Verwaltung beschränken sowie über ihren Beteiligungsbesitz verfügen. Sie kann ihren Betrieb ganz oder teilweise in Beteiligungsunternehmen ausgliedern.

Das Geschäftsjahr der Gesellschaft ist das Kalenderjahr.

3. Organe und Vertretung der Aareal Bank AG

Der Vorstand der Aareal Bank AG besteht gegenwärtig aus vier Mitgliedern. Die folgenden Personen sind Mitglieder des Vorstands der Gesellschaft: Jochen Klösger (Vorsitzender), Nina Babic, Marc Heß und Christof Winkelmann. Die Gesellschaft wird jeweils durch zwei Vorstandsmitglieder oder durch ein Vorstandsmitglied gemeinsam mit einem Prokuristen vertreten.

Der Aufsichtsrat der Aareal Bank AG besteht gegenwärtig aus zwölf Mitgliedern, von denen acht von den Anteilseignern und vier von den Arbeitnehmern gewählt werden. Mitglieder des Aufsichtsrats sind zur Zeit: Jean Pierre Mustier (Vorsitzender), Barbara Antonia Knoflach (stellvertretende Vorsitzende), Hans-Hermann Anton Lotter (stellvertretender Vorsitzender), Klaus Novatius* (stellvertretender Vorsitzender), Sylwia Bach*, Henning Giesecke, Denis Hall, Petra Heinemann-Specht*, Jan

Lehmann*, Marika Lulay, José Sevilla Álvarez und Prof. Dr. Hermann Wagner (* Arbeitnehmervertreter).

4. Beirat

Die Aareal Bank AG hat auf der Grundlage von § 13 Abs. 2 der Satzung der Aareal Bank AG einen Beirat eingerichtet, der dem Vorstand beratend zur Seite steht und dem Vertreter der Atlantic BidCo GmbH und unabhängige Branchenexperten angehören.

5. Kapital, Aktionäre und Börsenhandel der Aareal Bank AG

5.1 Grundkapital, Aktionäre, Börsenhandel und Delisting

Das Grundkapital der Aareal Bank AG beträgt EUR 179.571.663,00 und ist eingeteilt in 59.857.221 auf den Namen lautende Stückaktien, jeweils mit einem anteiligen Betrag von EUR 3,00 am Grundkapital.

Die Atlantic BidCo GmbH hält zum Tag der Unterzeichnung dieses Berichts 57.162.573 Stückaktien und damit ca. 95,50 % des Grundkapitals und der Stimmrechte der Aareal Bank AG. Nach Kenntnis der Atlantic BidCo GmbH befinden sich die restlichen Aktien der Aareal Bank AG im Streubesitz.

Die Aktien der Aareal Bank AG werden nicht mehr im regulierten Markt einer Börse und auch nicht mit Zustimmung oder auf Veranlassung der Gesellschaft im Freiverkehr einer Börse gehandelt. Die Aareal Bank AG hat am 8. November 2023 einen Antrag auf Widerruf der Zulassung der Aareal-Aktien zum Handel im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse gestellt (Delisting). Mit Ablauf des 21. November 2023 wurde der Handel mit Aareal-Aktien im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse eingestellt. Die Börse Berlin hat den Handel mit Aareal-Aktien im Second Regulated Market auch mit Ablauf des 21. November 2023 eingestellt. Der Handel im Freiverkehr an den Regionalbörsen Düsseldorf, Hannover, München und Stuttgart wurde ebenfalls eingestellt. Trotz des Delistings werden die Aareal-Aktien zum Datum dieses Berichts, ohne Veranlassung durch die oder Zustimmung der Gesellschaft, im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt.

5.2 Genehmigtes Kapital

Gemäß § 5 Abs. 4 der Satzung der Aareal Bank AG ist der Vorstand ermächtigt, in der Zeit bis zum 9. August 2028 mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der Gesellschaft durch Ausgabe neuer auf den Namen lautender Aktien gegen Bar- oder Sacheinlage, einmalig oder mehrmals, jedoch insgesamt um einen Nennbetrag von bis zu höchstens EUR 89.785.830 zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2023). Das gesetzliche Bezugsrecht kann auch in der Weise eingeräumt werden, dass die neuen Aktien von einem oder mehreren Kreditinstituten mit der Verpflichtung übernommen werden, sie den Aktionären zum Bezug anzubieten (sogenanntes „mittelbares Bezugsrecht“). Der

Vorstand ist jedoch ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das gesetzliche Bezugsrecht der Aktionäre in folgenden Fällen auszuschließen:

- (a) bei einer Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen, wenn der Ausgabebetrag der neuen Aktien den Börsenpreis der bereits börsennotierten Aktien der Gesellschaft zum Zeitpunkt der endgültigen Festlegung des Ausgabebetrags nicht wesentlich unterschreitet. Diese Ermächtigung gilt jedoch nur mit der Maßgabe, dass die unter Ausschluss des Bezugsrechts gemäß §§ 203 Abs. 1 und 2, 186 Abs. 3 Satz 4 AktG ausgegebenen Aktien insgesamt 10 % des Grundkapitals weder zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens dieser Ermächtigung noch – wenn dieser Betrag geringer ist – zum Zeitpunkt der Ausübung dieser Ermächtigung überschreiten dürfen. Auf diese Begrenzung von 10 % des Grundkapitals sind Aktien anzurechnen, die in direkter oder entsprechender Anwendung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG während der Laufzeit dieser Ermächtigung bis zum Zeitpunkt ihrer Ausnutzung ausgegeben oder veräußert wurden. Ebenfalls anzurechnen sind Aktien, die aufgrund von während der Laufzeit dieser Ermächtigung entsprechend § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG unter Ausschluss des Bezugsrechts ausgegebenen Schuldverschreibungen mit Wandlungs- oder Optionsrechten auf Aktien ausgegeben wurden bzw. noch ausgegeben werden können; oder
- (b) für Spitzenbeträge, soweit sie bei der Festlegung des jeweiligen Bezugsverhältnisses entstehen; oder
- (c) soweit es zum Verwässerungsschutz erforderlich ist, um Inhabern von Optionsschuldverschreibungen oder Gläubigern von Wandelschuldverschreibungen, die von der Gesellschaft oder einem mit ihr verbundenen Unternehmen ausgegeben wurden oder werden, ein Bezugsrecht in dem Umfang zu gewähren, wie es ihnen nach Ausübung der Wandel- oder Optionsrechte bzw. nach Erfüllung von Wandlungspflichten zustünde; oder
- (d) für einen Betrag von bis zu EUR 4.000.000, um hierfür Mitarbeitern der Gesellschaft oder mit ihr verbundener Unternehmen Aktien zum Bezug anzubieten; oder
- (e) im Fall einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen zum Zwecke des Erwerbs von Unternehmen, Unternehmensteilen oder von Beteiligungen an Unternehmen oder von sonstigen Vermögensgegenständen.

Der Vorstand der Aareal Bank AG hat zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Berichts von dieser Ermächtigung keinen Gebrauch gemacht.

5.3 Bedingtes Kapital

Darüber hinaus ist gemäß § 5 Abs. 5 der Satzung der Aareal Bank AG das Grundkapital der Gesellschaft um bis zu EUR 89.785.830 durch Ausgabe von bis zu 29.928.610 neuen, auf den Namen lautenden Stückaktien bedingt erhöht (Bedingtes Kapital 2023). Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur insoweit durchgeführt, wie (i) die Inhaber von Wandelschuldverschreibungen, die die Gesellschaft oder eine unmittelbar oder mittelbar im Mehrheitsbesitz der Gesellschaft stehende Gesellschaft aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 10. August 2023 bis zum 9. August 2028 ausgegeben hat, von Wandlungsrechten aus diesen Wandelschuldverschreibungen Gebrauch machen oder (ii) die zur Wandlung verpflichteten Inhaber von durch die Gesellschaft oder einer unmittelbar oder mittelbar im Mehrheitsbesitz der Gesellschaft stehenden Gesellschaft aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 10. August 2023 bis zum 9. August 2028 ausgegebenen Wandelschuldverschreibungen ihre Pflicht zur Wandlung erfüllen oder (iii) die Gesellschaft von einer Ersetzungsbefugnis Gebrauch macht, soweit nicht eigene Aktien zur Bedienung eingesetzt werden oder, in den vorgenannten Fällen (i) und (ii), nicht ein Barausgleich gewährt wird. Die neuen Aktien nehmen vom Beginn des Geschäftsjahres an, in dem sie durch die Ausübung von Wandlungsrechten oder durch die Erfüllung von Wandlungspflichten entstehen, am Gewinn teil.

Die Aareal Bank AG hat zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Berichts keine Schuldverschreibungen mit Wandlungsrechten beziehungsweise irgendwelche Schuldverschreibungen, die Wandlungspflichten begründen, ausgegeben.

5.4 Eigene Aktien

Der Vorstand wurde von der Hauptversammlung mit Beschluss vom 27. Mai 2020 gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 7 AktG ermächtigt, bis zum 26. Mai 2025 zum Zweck des Wertpapierhandels eigene Aktien zu Preisen zu erwerben und zu verkaufen, die den durchschnittlichen Schlusskurs der Aktie im Xetra-Handel (oder einem vergleichbaren Nachfolgesystem) der Frankfurter Wertpapierbörse an den letzten drei Handelstagen vor dem jeweiligen Erwerb oder der jeweiligen Eingehung einer Verpflichtung zum Erwerb um jeweils maximal 10 % unter- oder übersteigen dürfen. Dabei darf der Bestand der zu diesem Zweck erworbenen Aktien am Ende keines Tages 5 % des Grundkapitals der Aareal Bank AG übersteigen.

Darüber hinaus wurde der Vorstand durch Beschluss der Hauptversammlung vom 27. Mai 2020 gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG ermächtigt, bis zum 26. Mai 2025 eigene Aktien bis zu insgesamt 10 % des Grundkapitals zu jedem zulässigen Zweck zu erwerben. Der Erwerb darf über die Börse oder mittels eines an alle Aktionäre gerichteten öffentlichen Kaufangebots zu den im Beschluss näher festgelegten

Erwerbspreisen, die sich am Börsenkurs der Aktie der Gesellschaft orientieren, erfolgen.

Die Aareal Bank AG hält zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Berichts keine eigenen Aktien.

6. Struktur und Geschäftstätigkeit der Aareal Bank AG

Die Aareal-Gruppe ist ein internationaler Anbieter von smarten Finanzierungen, Software-Produkten, digitalen Lösungen sowie Zahlungsverkehrsanwendungen in der Immobilienbranche und angrenzenden Industrien. Muttergesellschaft des Konzerns ist die Aareal Bank AG mit Hauptsitz in Wiesbaden.

Die Aareal-Gruppe hat ihr Leistungsportfolio in drei Geschäftssegmenten gebündelt.

Strukturierte Immobilienfinanzierungen

Im Geschäftssegment Strukturierte Immobilienfinanzierungen begleitet die Aareal-Gruppe ihre Kunden bei großvolumigen Investitionen in gewerbliche Immobilien. Dabei handelt es sich vor allem um Bürogebäude, Hotels, Shoppingcenter, Logistik- und Wohnimmobilien sowie Studierenden-Appartements. Zu den Kunden der Aareal-Gruppe zählen institutionelle Investoren, Private-Equity-Häuser, Family Offices, Finanzinstitute, Private Individuals, börsennotierte Immobilienunternehmen, Pensionsfonds und Investoren mit Branchenfokus.

Banking & Digital Solutions

Im Geschäftssegment Banking & Digital Solutions (*B&DS*) bietet die Aareal-Gruppe Unternehmen aus der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft sowie der Energiewirtschaft als Digitalisierungspartner Produktlösungen und Beratungsservices und bündelt diese mit klassischem Firmenkunden-Banking und Einlagengeschäft. Außerdem bietet die Aareal-Gruppe umfassende Lösungen für das Kautionsmanagement, das branchenübergreifende Management und die Optimierung von Zahlungs- und weiterführenden Bearbeitungsprozessen.

Aareon

Aareal Bank AGs Tochtergesellschaft Aareon AG, führender Anbieter von SaaS-Lösungen für die europäische Immobilienwirtschaft, bildet das dritte Geschäftssegment. Sie digitalisiert das Immobilienmanagement mit nutzerorientierten Software-Lösungen. Diese vereinfachen und automatisieren Prozesse, unterstützen nachhaltiges und energieeffizientes Handeln und vernetzen die Prozessbeteiligten.

Anlage 7 enthält eine Aufstellung des Anteilsbesitzes der Aareal Bank AG zum 31. Dezember 2023.

7. Mitarbeiter und Mitbestimmung

Zum 31. Dezember 2023 beschäftigte die Aareal-Gruppe 3.463 Mitarbeiter (Vorjahr: 3.316).

Bei der Aareal Bank AG besteht ein Aufsichtsrat, der sich nach den Bestimmungen einer Mitbestimmungsvereinbarung zusammensetzt, die nach dem Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in grenzüberschreitend verschmolzenen Gesellschaften („MgVG“) am 18. Februar 2010 abgeschlossen wurde. Danach werden von dem aus zwölf Mitgliedern bestehenden Aufsichtsrat der Aareal Bank AG vier Mitglieder von den Arbeitnehmern gewählt.

8. Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation der Aareal Bank AG

8.1 Eckdaten für die Geschäftsjahre 2021, 2022 und 2023

Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über die wichtigsten Eckdaten der Aareal-Gruppe für die Geschäftsjahre 2021, 2022 und 2023. Die Finanzangaben sind den geprüften Konzernabschlüssen der Aareal Bank AG für die jeweils am 31. Dezember 2021, 2022 und 2023 endenden Geschäftsjahre entnommen, die gemäß den Internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) und den ergänzend gemäß § 315e Abs. 1 Handelsgesetzbuch („HGB“) anzuwendenden Vorschriften erstellt wurden. Sofern nichts anderes angegeben wurde, sind sämtliche Werte gerundet. Im Übrigen wird auf die Darstellungen der Gutachtlichen Stellungnahme in Anlage 4 verwiesen.

Kennzahlen	2023	2022	2021
<i>Ergebnisgrößen</i>			
Betriebsergebnis (in Mio. EUR)	149	239	155
Konzernergebnis (in Mio. EUR)	48	153	68
Stammaktionären zugeordnetes Konzernergebnis (in Mio. EUR)	42	138	53
Cost Income Ratio (%)	31,7	40,3	49,9
Ergebnis je Aktie (in EUR)	0,69	2,32	0,89
RoE vor Steuern (%)	5,0	7,9	5,3
RoE nach Steuern (%)	1,4	5,0	2,1
<i>Bilanz</i>			
Immobilienfinanzierungen (in Mio. EUR)	32.876	30.901	30.048
Eigenkapital (in Mio. EUR)	3.300	3.258	3.061

Bilanzsumme (in Mio. EUR)	46.833	47.331	48.728
<i>Aufsichtsrechtliche Kennziffern</i>			
Basel IV (phase-in)			
Risikogewichtete Aktiva (in Mio. EUR)	13.720	12.782	12.817
Harte Kernkapitalquote (CET1-Quote) (%)	19,4	19,3	18,2
Kernkapitalquote (T1-Quote) (%)	21,6	21,7	20,5
Gesamtkapitalquote (TC-Quote) (%)	23,5	24,0	23,6
Basel III			
Harte Kernkapitalquote (CET1-Quote) (%)	19,4	19,3	22,2

8.2 Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation im Geschäftsjahr 2023

Gemäß den International Financial Reporting Standards (IFRS) haben sich Ertrag und Ergebnis der Aareal-Gruppe im Geschäftsjahr 2023 wie folgt entwickelt.

8.2.1 Ertragslage und Ergebnisentwicklung

Das Konzernbetriebsergebnis des Geschäftsjahres 2023 lag mit EUR 149 Mio. unter dem Vorjahr (EUR 239 Mio.). Die Aareal Bank AG erzielte dabei ein Betriebsergebnis in Höhe von EUR 221 Mio. Durch das dynamische Ertragswachstum konnte die für US-amerikanische Büroimmobilien vorgenommene deutlich erhöhte Risikovorsorge kompensiert werden. Aufgrund der umfangreichen Investitionen lag das Betriebsergebnis der Aareon bei EUR -72 Mio.

Der Zinsüberschuss lag mit EUR 978 Mio. im Wesentlichen aufgrund des im Vorjahresvergleich höheren Kreditportfolios und guter Margen sowie des gestiegenen Zinsniveaus in Verbindung mit dem weiterhin hohen Einlagenvolumen deutlich über dem Vorjahreswert (EUR 702 Mio.).

Die Risikovorsorge betrug EUR 441 Mio. (Vorjahr: EUR 192 Mio.). Sie resultiert im Wesentlichen aus Kreditneuausfällen US-amerikanischer Büroimmobilien.

Der Provisionsüberschuss konnte durch das Umsatzwachstum der Aareon und im Segment Banking & Digital Solutions auf EUR 307 Mio. (Vorjahr: EUR 277 Mio.) gesteigert werden.

Der Verwaltungsaufwand erhöhte sich aufgrund des starken Wachstums der Aareon und der dort getätigten Investitionen (rund EUR 90 Mio.) auf EUR 645 Mio. (Vorjahr: EUR 571 Mio.). Die Kosten der Aareal Bank AG blieben weitgehend stabil. Die Cost

Income Ratio des Bankgeschäfts (branchenüblich ohne Bankenabgabe und Beiträge zur Einlagensicherung) belief sich auf 32 %.

Insgesamt ergab sich für das Geschäftsjahr 2023 ein Konzernbetriebsergebnis in Höhe von EUR 149 Mio. (Vorjahr: EUR 239 Mio.). Nach Abzug von Ertragsteuern von EUR 101 Mio. (Vorjahr: EUR 86 Mio.) belief sich das Konzernergebnis auf EUR 48 Mio. (Vorjahr: EUR 153 Mio.). Unter der Annahme einer zeitanteiligen Abgrenzung der Verzinsung der AT1-Anleihe ergibt sich ein den Stammaktionären zugeordnetes Konzernergebnis von EUR 42 Mio. (Vorjahr: EUR 138 Mio.). Das Ergebnis je Stammaktie (EpS) betrug EUR 0,69 (Vorjahr: EUR 2,32) und der RoE nach Steuern 1,4 % (Vorjahr: 5,0 %).

8.2.2 Finanz- und Vermögenslage

(a) Finanzlage

Geldmarktverbindlichkeiten und Einlagen der Wohnungswirtschaft

Der Aareal Bank AG stand zum 31. Dezember 2023 ein Einlagenvolumen aus dem Geschäft mit der Wohnungswirtschaft von EUR 12,7 Mrd. (31. Dezember 2022: EUR 13,1 Mrd.) zur Verfügung. Die Geldmarktverbindlichkeiten einschließlich gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs) der Deutschen Bundesbank beliefen sich auf EUR 6,1 Mrd. (31. Dezember 2022: EUR 5,8 Mrd.).

Langfristige Refinanzierungsmittel und Eigenkapital

Das langfristige Refinanzierungsportfolio hatte zum 31. Dezember 2023 ein Volumen von nominal EUR 22,0 Mrd. Die Buchwerte des langfristigen Refinanzierungsportfolios betragen EUR 20,5 Mrd. Im gesamten Geschäftsjahr 2023 konnte die Aareal-Gruppe EUR 2,4 Mrd. am Kapitalmarkt platzieren. Darunter waren zwei Pfandbrief-Benchmark-Transaktionen über jeweils EUR 750 Mio. sowie eine über EUR 500 Mio. Für die Geschäftsaktivitäten in einer Reihe von Fremdwährungen hat die Aareal-Gruppe ihre Fremdwährungsliquidität durch geeignete Maßnahmen längerfristig sichergestellt.

Das bilanzielle Eigenkapital der Aareal-Gruppe betrug zum 31. Dezember 2023 EUR 3.300 Mio. (31. Dezember 2022: EUR 3.258 Mio.).

Die harte Kernkapitalquote (CET1-Quote – Basel IV (phase-in)) betrug 19,4 % (Vorjahr: 19,3 %).

(b) Vermögenslage

Die Bilanzsumme der Aareal-Gruppe blieb zum 31. Dezember 2023 mit EUR 46,8 Mrd. (31. Dezember 2022: EUR 47,3 Mrd.) weitgehend stabil.

Barreserve und Geldmarktforderungen

Die Position Barreserve und Geldmarktforderungen umfasst kurzfristig angelegte Liquiditätsüberschüsse. Sie bestand zum 31. Dezember 2023 im Wesentlichen aus Zentralbankguthaben und Geldmarktforderungen an Kreditinstitute und betrug EUR 4,0 Mrd.

Immobilienfinanzierungsportfolio

Zum 31. Dezember 2023 lag das Volumen des Immobilienfinanzierungsportfolios¹ der Aareal-Gruppe bei EUR 32,5 Mrd. (Vorjahr: EUR 30,5 Mrd.). Zusammen mit dem Privatkundengeschäft und Kommunalkreditgeschäft der ehemaligen WestImmo betrug es EUR 32,9 Mrd. (Vorjahr: EUR 30,9 Mrd.).

Treasury-Portfolio

Das gesamte Treasury-Portfolio² umfasste zum 31. Dezember 2023 ein Volumen von nominal EUR 7,1 Mrd. (31. Dezember 2022: EUR 6,7 Mrd.) und erhöhte sich durch den Kauf von Wertpapieren.

8.3 Ausblick für das Geschäftsjahr 2024

Für das Geschäftsjahr 2024 rechnet die Aareal-Gruppe mit einem weiterhin herausfordernden Umfeld im US-amerikanischen Büroimmobilienmarkt. Sie erwartet daher auch im laufenden Geschäftsjahr eine erhöhte Risikovorsorge. Die geopolitischen und makroökonomischen Unsicherheiten lassen sich weiterhin nur schwer abschätzen. Aufgrund ihrer starken Ertragskraft geht die Aareal-Gruppe dennoch von einem Konzernbetriebsergebnis zwischen EUR 300 und 350 Mio. aus.

Im Segment Strukturierte Immobilienfinanzierungen strebt die Aareal Bank AG bei entsprechenden Marktbedingungen und vorbehaltlich Währungskursschwankungen eine Portfoliogröße von rund EUR 33 bis 34 Mrd. zum Jahresende an. Daraus abgeleitet plant die Aareal Bank AG ein Neugeschäftsvolumen von EUR 8 bis 9 Mrd.

¹ Ohne Privatkundengeschäft und Kommunalkreditgeschäft der ehemaligen WestImmo

² Das bilanzielle Volumen des Wertpapierportfolios belief sich zum 31. Dezember 2023 auf EUR 7,3 Mrd. (zum 31. Dezember 2022: EUR 6,7 Mrd.).

Für das Segment Banking & Digital Solutions geht die Aareal Bank AG von einem leichten Wachstum des Provisionsüberschusses und einem durchschnittlichen wohnungswirtschaftlichen Einlagenvolumen von rund EUR 13 Mrd. aus.

Für die Aareon wird für das laufende Jahr eine Steigerung des Umsatzes auf EUR 440 bis 460 Mio. erwartet. Das Adjusted EBITDA³ dürfte sich auf EUR 160 bis 170 Mio. deutlich erhöhen.

Bezüglich der Kapitalausstattung rechnet die Aareal Bank AG trotz des geplanten Portfoliowachstums und vorbehaltlich weiterer regulatorischer Änderungen weiterhin mit einer soliden harten Kernkapitalquote (CET1-Quote – Basel IV (phase-in)) deutlich über dem normierten Kapitalbedarf von 15 %.

III. Die Atlantic BidCo GmbH als Hauptaktionärin

1. Überblick

Die Atlantic BidCo GmbH wurde am 9. Juli 2021 gegründet und am 16. August 2021 in das Handelsregister eingetragen.

Die Atlantic BidCo GmbH ist eine Holdinggesellschaft, die außer den Anteilen an der Aareal Bank AG derzeit keine Anteile an anderen Unternehmen hält und keine Arbeitnehmer hat. Die Atlantic BidCo GmbH hat derzeit kein eigenes operatives Geschäft.

2. Sitz, Unternehmensgegenstand und Geschäftsjahr

Die Atlantic BidCo GmbH ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach deutschem Recht mit Sitz in Frankfurt am Main und ist im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 124165 eingetragen. Die Geschäftsadresse der Atlantic BidCo GmbH lautet: Wiesenhüttenstraße 11, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland.

Der Geschäftszweck der Atlantic BidCo GmbH ist das Halten und die Verwaltung der Beteiligung an der Aareal Bank AG. Die Atlantic BidCo GmbH darf alle Geschäfte und Handlungen vornehmen, die dem Gesellschaftszweck unmittelbar oder mittelbar zu dienen bestimmt sind.

Das Geschäftsjahr der Atlantic BidCo GmbH ist das Kalenderjahr.

³ „Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization“ vor neuen Produkten, Wertschöpfungsprogramm (VCP), Ventures, M&A-Aktivitäten und Einmaleffekten

3. Stammkapital und Finanzierungsstruktur der Atlantic BidCo GmbH

Das Stammkapital der Atlantic BidCo GmbH beträgt EUR 25.000. Es ist eingeteilt in 25.000 Geschäftsanteile im Nennbetrag von je EUR 1,00. Über das Stammkapital hinaus verfügt die Atlantic BidCo GmbH über eine Kapitalrücklage in Höhe von ca. EUR 2 Milliarden.

Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Berichts verfügt die Atlantic BidCo GmbH über Barmittel in Höhe von insgesamt ca. EUR 98,5 Millionen, die unter anderem zur Finanzierung der an die Minderheitsaktionäre für die Übertragung ihrer Aktien zu zahlenden Beträge verwendet werden können.

4. Gesellschafterstruktur der Atlantic BidCo GmbH

Alleinige Gesellschafterin der Bieterin ist die Atlantic Lux HoldCo S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*société à responsabilité limitée*) nach dem Recht von Luxemburg mit Sitz in Luxemburg, eingetragen im Handels- und Unternehmensregister Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés*) unter B 249456.

Die Gesellschafter der Atlantic Lux HoldCo S.à r.l. sind AI Atlantic (Luxembourg) SCA (eine indirekt von Advent International, L.P. kontrollierte Gesellschaft), eine Kommanditgesellschaft auf Aktien (*société en commandite par actions*) nach dem Recht von Luxemburg mit Sitz in Luxemburg, eingetragen im Handels- und Unternehmensregister Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés*) unter B 261252, CB Atlantic (Luxembourg) SCA (eine indirekt von CCP IV Cayman GP, Ltd. kontrollierte Gesellschaft), eine Kommanditgesellschaft auf Aktien (*société en commandite par actions*) nach dem Recht von Luxemburg mit Sitz in Luxemburg, eingetragen im Handels- und Unternehmensregister Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés*) unter B 248616, CPP Investment Board Europe S.à r.l. (eine vom Canada Pension Plan Investment Board („CPIIB“) durch die CPIIB Zweigniederlassung Luxemburg kontrollierte Gesellschaft), eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*société à responsabilité limitée*) nach dem Recht von Luxemburg mit Sitz in Luxemburg, eingetragen im Handels- und Unternehmensregister Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés*) unter B 111828 sowie weitere Minderheitsgesellschafter.

AI Atlantic (Luxembourg) SCA und CB Atlantic (Luxembourg) SCA halten jeweils rund 38,70 % der Geschäftsanteile und der Stimmrechte an der Atlantic Lux HoldCo S.à r.l. CPP Investment Board Europe S.à r.l. hält rund 17,71 % der Geschäftsanteile und der Stimmrechte an der Atlantic Lux HoldCo S.à r.l. Die anderen Minderheitsgesellschafter halten insgesamt rund 4,90 % der Geschäftsanteile und der Stimmrechte an der Atlantic Lux HoldCo S.à r.l.

Die Gesellschafter der Atlantic Lux HoldCo S.à r.l. sind voneinander unabhängig und kontrollieren die Atlantic Lux HoldCo S.à r.l. nicht gemeinsam, und zwischen ihnen gibt es auch kein abgestimmtes Verhalten. Jeder der Gesellschafter hält eine Beteiligung von unter 40 % mit der Folge, dass keiner der Gesellschafter die alleinige Kontrolle hat. Die Gesellschafter stimmen auch nicht die Ausübung ihrer Gesellschafterrechte mit den anderen Gesellschaftern ab, sodass keiner der Gesellschafter gemeinsame Kontrolle zusammen mit einem weiteren Gesellschafter hat.

5. Hintergrundinformationen zu Advent International, Centerbridge und CPPIB

Die Advent International-Gruppe wurde 1984 gegründet und ist einer der größten und erfahrensten globalen Private-Equity-Investoren. Das Unternehmen hat in mehr als 420 Private-Equity-Beteiligungen in über 42 Ländern und Regionen investiert und verwaltete zum 30. Dezember 2023 ein Vermögen von USD 88 Milliarden. Mit 15 Niederlassungen in 12 Ländern hat Advent ein global integriertes Team von Private-Equity-Investmentexperten in Nordamerika, Europa, Lateinamerika und Asien aufgebaut. Das Unternehmen konzentriert sich auf Investitionen in fünf Kernsektoren, darunter Unternehmens- und Finanzdienstleistungen, Gesundheitswesen, Industrie, Technologie sowie Einzelhandel, Konsumgüter und Freizeit. Nach 40 Jahren im internationalen Investmentgeschäft verfolgt Advent weiterhin den Ansatz, gemeinsam mit den Managementteams ein nachhaltiges Umsatz- und Ertragswachstum für seine Portfoliounternehmen zu erzielen.

Die Centerbridge Partners-Gruppe ist ein privates Investment-Management-Unternehmen, das einen flexiblen Ansatz in verschiedenen Investment-Disziplinen – Private Equity, Private Credit und Real Estate – verfolgt, um die attraktivsten Möglichkeiten für ihre Investoren zu entwickeln. Das Unternehmen wurde 2005 gegründet und verwaltete mit Niederlassungen in New York und London zum 31. Dezember 2023 ein Kapital von rund USD 38 Milliarden. Centerbridge ist bestrebt, Partnerschaften mit erstklassigen Managementteams in bestimmten Branchen und Regionen einzugehen.

CPPIB ist ein Unternehmen des kanadischen Staates, das durch den Canada Pension Plan Investment Board Act von 1997 gegründet wurde, um die vom Canada Pension Plan eingebrachten und gehaltenen Mittel zu betreuen und zu investieren. CPPIB ist eine professionelle Investment-Management-Organisation, die die ihr vom Canada Pension Plan übertragenen Mittel, die diese nicht für die Zahlung der laufenden Leistungen benötigt, im Namen von über 22 Millionen Beitragszahlern und Leistungsempfängern anlegt. Um ein diversifiziertes Portfolio von Vermögenswerten aufzubauen, investiert CPPIB in börsennotierte Wertpapiere, Private Equity, Immobilien, Infrastruktur und festverzinsliche Instrumente. Es gibt keine Finanzierung durch Dritte. Die CPPIB Investment Board Europe S.à r.l. ist die europäische private Anlageplattform für CPPIB. Als solche entscheidet die CPPIB Investment Board

Europe S.à r.l. selbst, welche Investitionen sie tätigt, und investiert auf dieser Basis aus dem Vermögen von CPPIB. CPPIB verwaltete zum 31. Dezember 2023 ein Vermögen von rund C\$ 590,8 Milliarden.

6. Organe und Vertretung der Atlantic BidCo GmbH

Die Atlantic BidCo GmbH hat vier Geschäftsführer: Aurélie Comptour, Hans-Hermann Lotter, Dr. Axel Wieandt und Tetiana Zymogliad. Die Geschäftsführer vertreten die Gesellschaft jeweils gemeinschaftlich zusammen mit einem anderen Geschäftsführer oder einem Prokuristen.

IV. Wesentliche Gründe für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre

1. Flexibilität, Kostenersparnis, Transaktionssicherheit und Stärkung des Kernkapitals

Mit Wirksamwerden des aktienrechtlichen Squeeze-out scheiden die Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG aus der Gesellschaft aus, und die Atlantic BidCo GmbH wird alleinige Aktionärin der Gesellschaft sein. Dadurch entsteht eine größere Flexibilität, Beschlüsse der Hauptversammlung herbeizuführen. Beschlüsse der Hauptversammlung der Aareal Bank AG können kurzfristiger und ohne die im Zusammenhang mit einer Publikums-Hauptversammlung erforderlichen langwierigen und aufwändigen Vorbereitungsmaßnahmen und ohne Beachtung einer Reihe von aktienrechtlichen Form-, Frist- und Informationsvorschriften getroffen werden.

Dadurch wird es möglich, Maßnahmen, die eine Einbeziehung der Hauptversammlung erfordern, flexibler zu planen und einfacher durchzuführen. Die Reduzierung des formalen Aufwands macht es leichter, auf Änderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen schnell und unkompliziert zu reagieren.

Neben dem Gewinn der Flexibilität führt der Ausschluss der Minderheitsaktionäre auch zu erheblichen Kostenersparnissen. Die Kosten für die Einberufung und Durchführung der jährlichen Publikums-Hauptversammlungen der Aareal Bank AG fallen zukünftig weg. Neben den Kosten für die Veröffentlichung der Einberufung im Bundesanzeiger und in der Wirtschaftspresse sowie für die Versendung der Aktionärsinformationen betrifft dies externe und interne Kosten für die Vorbereitung und Durchführung der jährlichen Hauptversammlung (Notar, Vorbereitung auf die Beantwortung von Fragen der Aktionäre gemeinsam mit rechtlichen und anderen Beratern, Mikrofon- und Übertragungstechnik, Stenografen, computergestützte Auszählung der Stimmen und Erfassung der Präsenz, bei physischer Hauptversammlung außerdem Saalmiete, Catering, bei virtueller Hauptversammlung Technik für das Aktionärsportal und die Übertragung der Hauptversammlung im Internet). Auch außerhalb der Hauptversammlung anfallende Kosten für die Betreuung der Aktionäre (z.B. durch die Investor Relations-Abteilung) fallen in einer Gesellschaft ohne Minderheitsaktionäre nicht an.

Über die größere Flexibilität und die Kostenersparnis hinaus schafft der Ausschluss der Minderheitsaktionäre auch eine erhöhte Transaktionssicherheit. Das Risiko, dass sich Strukturmaßnahmen und Kapitalmaßnahmen insbesondere durch unbegründete Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen von Minderheitsaktionären verzögern, entfällt. Aufwändige und kostenintensive gerichtliche oder außergerichtliche Auseinandersetzungen, die gegebenenfalls die Umsetzung wichtiger Maßnahmen verzögern können, werden so vermieden.

Der Wegfall von Minderheitenbeteiligungen an der Aareal Bank AG stärkt zudem das konsolidierte harte Kernkapital der aus der Atlantic BidCo GmbH, der Aareal Bank AG und deren relevanten Tochtergesellschaften bestehenden Finanzholdinggruppe.

2. Keine alternativen Strukturmaßnahmen

Abgesehen vom Squeeze-out sind keine alternativen Strukturmaßnahmen ersichtlich, mit denen die oben genannten Vorteile in gleicher Weise erreicht werden könnten.

V. Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und Folgen der Übertragung

Die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin im Wege eines aktienrechtlichen Squeeze-out nach §§ 327a ff. AktG werden nachstehend zunächst allgemein und sodann konkret bezogen auf die beabsichtigte Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG auf die Atlantic BidCo GmbH dargestellt.

1. Überblick über die gesetzlichen Regelungen

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

Nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der an die Minderheitsaktionäre zu gewährenden Barabfindung fest. Die Barabfindung muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Der Vorstand der Gesellschaft ist gemäß § 327b Abs. 1 Satz 2 AktG verpflichtet, dem Hauptaktionär die Unterlagen zur Verfügung zu stellen und die Auskünfte zu erteilen, die dieser für die Ermittlung und Festlegung der angemessenen Barabfindung benötigt.

Der Hauptaktionär hat der Hauptversammlung der Gesellschaft einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der

Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (§ 327c Abs. 2 Satz 1 AktG).

Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen auf Antrag des Hauptaktionärs vom Gericht ausgewählten und bestellten Prüfer zu prüfen (§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG). Nach §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e Abs. 1 AktG hat der Prüfer über das Ergebnis seiner Prüfung einen schriftlichen Bericht zu erstatten. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung angemessen ist (§§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e Abs. 1 AktG).

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

Ab dem Zeitpunkt der Einberufung der Hauptversammlung der Gesellschaft, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär beschließen soll, sind in den Geschäftsräumen der Gesellschaft der Entwurf des Übertragungsbeschlusses, die Jahresabschlüsse und Lageberichte für die letzten drei Geschäftsjahre der Gesellschaft, der gemäß § 327c Abs. 2 AktG zu erstellende Bericht des Hauptaktionärs sowie der gemäß § 327c Abs. 3 AktG zu erstellende Bericht des vom Gericht ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfers zur Einsicht der Aktionäre auszulegen. Auf Verlangen ist jedem Aktionär unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen zu erteilen, vgl. § 327c Abs. 4 AktG. Diese Verpflichtungen zur Auslage und zum Versand von Unterlagen entfallen allerdings, wenn diese Unterlagen für denselben Zeitraum über die Internetseite der Gesellschaft zugänglich sind, vgl. § 327c Abs. 5 AktG. Die in diesem Absatz genannten Unterlagen sind weiter in der Hauptversammlung der Gesellschaft zugänglich zu machen, vgl. § 327d Satz 1 AktG.

Die Hauptversammlung der Gesellschaft hat über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung zu beschließen. Für den Übertragungsbeschluss ist die einfache Mehrheit der abgegebenen Stimmen ausreichend, vgl. § 133 Abs. 1 AktG.

Nachdem die Hauptversammlung die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär beschlossen hat, hat der Vorstand der Gesellschaft den Übertragungsbeschluss zur Eintragung im Handelsregister der Gesellschaft anzumelden, vgl. § 327e Abs. 1 Satz 1 AktG. Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen kraft Gesetzes alle Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär über, vgl. § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG. Im

Gegenzug erlangen die Minderheitsaktionäre einen Anspruch gegen den Hauptaktionär auf Zahlung der festgelegten Barabfindung.

2. Beteiligung der Atlantic BidCo GmbH am Grundkapital der Aareal Bank AG

Das Grundkapital der Aareal Bank AG beträgt EUR 179.571.663 und ist eingeteilt in 59.857.221 auf den Namen lautende Stückaktien.

Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichts gehören der Atlantic BidCo GmbH 57.162.573 Stückaktien und damit ca. 95,50 % des Grundkapitals der Aareal Bank AG. Der Atlantic BidCo GmbH gehören folglich Aktien der Aareal Bank AG in Höhe von mehr als 95 % des Grundkapitals, sodass sie Hauptaktionärin der Aareal Bank AG im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG ist. Die Depotbestätigungen über den Aktienbestand bei der Atlantic BidCo GmbH sind diesem Bericht als Anlage 8 und Anlage 9 beigelegt.

Eine Beteiligung von über 95 % an der Aareal Bank AG wurde von der Atlantic BidCo GmbH auch bereits zum jeweiligen Zeitpunkt des Übertragungsverlangens am 11. Dezember 2023, nämlich 57.029.332 Stückaktien und damit ca. 95,28 % des Grundkapitals und der Stimmrechte, und am 13. März 2024, nämlich 57.162.573 Stückaktien und damit ca. 95,50 % des Grundkapitals und der Stimmrechte, gehalten.

3. Verlangen der Hauptaktionärin auf Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre

Am 22. November 2023 hat die Atlantic BidCo GmbH dem Vorstand der Aareal Bank AG mitgeteilt, dass sie die Durchführung eines Squeeze-out beabsichtigt und nach Abwicklung ihres Delisting-Erwerbsangebots einen Anteil von über 95 % des Grundkapitals der Aareal Bank AG halten und damit die Voraussetzung für einen aktienrechtlichen Squeeze-out gemäß §§ 327a ff. AktG erfüllen wird. Die Atlantic BidCo GmbH hat diese Mitteilung in einer Pressemitteilung noch am selben Tag öffentlich bekannt gemacht.

Die Atlantic BidCo GmbH hat dann mit Schreiben vom 11. Dezember 2023 nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der Aareal Bank AG das förmliche Verlangen gerichtet, dass die Hauptversammlung der Aareal Bank AG die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG auf die Atlantic BidCo GmbH gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt, und den Vorstand der Aareal Bank AG gebeten, alle für die Beschlussfassung nach §§ 327a ff. AktG erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen und der Atlantic BidCo GmbH alle für die Festlegung der Barabfindung notwendigen Unterlagen zur Verfügung zu stellen und Auskünfte zu erteilen. Die Aareal Bank AG hat den Erhalt dieses förmlichen Verlangens mit einer Pressemitteilung vom selben Tag bekannt gemacht.

Die Atlantic BidCo GmbH hat dieses Verlangen nach Festlegung der angemessenen Barabfindung mit Schreiben vom 13. März 2024 unter Angabe der von ihr festgelegten angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 33,20 je Aareal-Aktie gegenüber dem Vorstand der Aareal Bank AG erneuert und konkretisiert. Außerdem hat sie darum gebeten, dass der Vorstand in der für den 3. Mai 2024 geplanten ordentlichen Hauptversammlung der Aareal Bank AG die Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Atlantic BidCo GmbH gegen Gewährung der angemessenen Barabfindung auf die Tagesordnung setzt. Die Atlantic BidCo GmbH hat der Aareal Bank AG einen entsprechenden Beschlussvorschlag übermittelt.

Die jeweiligen Schreiben sind diesem Bericht als Anlage 1 und Anlage 2 beigelegt.

4. Festlegung der Barabfindung

Die Festlegung der angemessenen Barabfindung erfolgte auf Grundlage einer Unternehmensbewertung der Aareal Bank AG, welche die ValueTrust im Auftrag der Atlantic BidCo GmbH durchgeführt hat. ValueTrust hat der Atlantic BidCo GmbH das Ergebnis der Unternehmensbewertung in ihrer Gutachtlichen Stellungnahme zum Unternehmenswert der Aareal Bank AG und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG zum Bewertungsstichtag 3. Mai 2024, dem Tag der geplanten Hauptversammlung, am 21. März 2024 vorgelegt.

Auf der Grundlage dieser Unternehmensbewertung hat die Atlantic BidCo GmbH als Hauptaktionärin die Höhe der für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre zu gewährenden Barabfindung auf

EUR 33,20 je auf den Namen lautender Stückaktie der Aareal Bank AG

festgelegt. Die Angemessenheit der Barabfindung wird in Abschnitt VII. sowie in der diesem Bericht als Anlage 4 beigelegten Gutachtlichen Stellungnahme erläutert und begründet.

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

Die BNP Paribas hat mit Schreiben vom 21. März 2024 die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Atlantic BidCo GmbH als Hauptaktionärin der Aareal Bank AG übernommen, den Minderheitsaktionären der Aareal Bank AG nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu bezahlen. Diese Gewährleistungserklärung erfolgte im Wege eines echten Vertrages zugunsten Dritter (§ 328 BGB), sodass jedem Minderheitsaktionär ein unmittelbarer Zahlungsanspruch gegenüber der BNP Paribas zusteht. Im Verhältnis zu den Minderheitsaktionären sind Einreden und Einwendungen aus dem Verhältnis der Atlantic BidCo GmbH zur BNP Paribas ausgeschlossen.

Die Gewährleistungserklärung erstreckt sich dabei auch auf etwaige zusätzlich zur Barabfindung zu zahlenden Zinsen gemäß § 327b Abs. 2 AktG in Höhe von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB. Im Übrigen ist die Gewährleistungserklärung entsprechend den gesetzlichen Vorgaben auf die von der Hauptaktionärin festgesetzte Barabfindung beschränkt. Für den Fall, dass ein Gericht im Rahmen eines etwaigen Spruchverfahrens die Barabfindung nachträglich höher festlegen sollte als die durch die Atlantic BidCo GmbH festgesetzte Barabfindung, ist der Differenzbetrag daher nicht von der Gewährleistungserklärung umfasst.

Die Atlantic BidCo GmbH hat die Gewährleistungserklärung der BNP Paribas dem Vorstand der Aareal Bank AG am 21. März 2024 übermittelt. Die Gewährleistungserklärung der BNP Paribas ist diesem Bericht als Anlage 3 beigefügt.

6. Übertragungsbericht der Atlantic BidCo GmbH

Mit dem vorliegenden Bericht erstattet die Atlantic BidCo GmbH als Hauptaktionärin den Übertragungsbericht gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG. In diesem Übertragungsbericht werden insbesondere die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet.

7. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

Als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung hat das Landgericht Frankfurt am Main auf Antrag der Atlantic BidCo GmbH vom 12. Dezember 2023 die RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG, Stuttgart, ausgewählt und durch Beschluss vom 22. Dezember 2023 bestellt. Der Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main ist diesem Bericht als Anlage 5 in Kopie beigefügt. RSM Ebner Stolz hat die Angemessenheit der von der Atlantic BidCo GmbH festgelegten Barabfindung in Höhe von EUR 33,20 je auf den Namen lautender Stückaktie der Aareal Bank AG geprüft und erstattet über das Ergebnis der Prüfung gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4, 293e AktG einen gesonderten Prüfungsbericht.

8. Zugänglichmachung von Unterlagen für die Hauptversammlung

Von der Einberufung der Hauptversammlung der Aareal Bank AG an, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin beschließen soll, werden die folgenden Unterlagen im Internet unter www.aareal-bank.com/investorenportal/aktieninvestoren/hauptversammlung-2024/ veröffentlicht und stehen dort jedenfalls bis nach Ablauf der Hauptversammlung der Aareal Bank AG, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre beschließt, zum kostenlosen Abruf bereit:

- die Jahresabschlüsse und die Konzernabschlüsse der Aareal Bank AG sowie die Lageberichte für die Aareal Bank AG und den Konzern jeweils für die Geschäftsjahre 2021, 2022 und 2023;
- der Entwurf des Übertragungsbeschlusses (siehe Anlage 6 zu diesem Bericht);
- die Gewährleistungserklärung der BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland gemäß § 327b Abs. 3 AktG vom 21. März 2024 (siehe Anlage 3 zu diesem Bericht);
- dieser nach § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG von der Atlantic BidCo GmbH als Hauptaktionärin erstattete schriftliche Bericht über die Voraussetzungen der Übertragung und die Angemessenheit der Barabfindung nebst Anlagen; und
- der Bericht des gerichtlich bestellten sachverständigen Prüfers RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG, Stuttgart, gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4, 293e AktG über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung.

Diese Unterlagen werden auch in der Hauptversammlung der Aareal Bank AG zugänglich sein.

9. Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung der Aareal Bank AG

Es ist beabsichtigt, dass die ordentliche Hauptversammlung der Aareal Bank AG am 3. Mai 2024 über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG auf die Atlantic BidCo GmbH als Hauptaktionärin beschließt.

Der von der Hauptaktionärin übermittelte Entwurf für den Übertragungsbeschluss lautet wie folgt:

„Die auf den Namen lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der Aareal Bank AG mit Sitz in Wiesbaden (Minderheitsaktionäre) werden gemäß §§ 327a ff. Aktiengesetz gegen Gewährung einer von der Atlantic BidCo GmbH mit Sitz in Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 124165 (Hauptaktionärin), zu zahlenden Barabfindung in Höhe von EUR 33,20 je auf den Namen lautender Stückaktie der Aareal Bank AG auf die Hauptaktionärin übertragen.“

Der Beschluss der Hauptversammlung zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin bedarf der einfachen Stimmmehrheit. Bei der Beschlussfassung ist die Hauptaktionärin stimmberechtigt; ein Stimmrechtsausschluss besteht für diesen Beschluss nach den aktienrechtlichen Vorschriften nicht.

10. Eintragung in das Handelsregister

Nachdem die Hauptversammlung der Aareal Bank AG die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Atlantic BidCo GmbH als Hauptaktionärin beschlossen hat, hat der Vorstand der Aareal Bank AG den Übertragungsbeschluss zur Eintragung in das Handelsregister der Gesellschaft anzumelden (§ 327e Abs. 1 Satz 1 AktG).

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

Trotz fehlender Negativerklärung kann dennoch eingetragen werden, wenn zwar Klagen erhoben wurden, das Prozessgericht aber durch rechtskräftigen Beschluss festgestellt hat, dass die Erhebung der Klagen der Eintragung nicht entgegensteht. Ein solcher Beschluss, die sogenannte Freigabeentscheidung, ergeht gemäß §§ 327e Abs. 2, 319 Abs. 6 Satz 3 AktG, wenn (i) die Klage unzulässig oder offensichtlich unbegründet ist, (ii) der Kläger nicht binnen einer Woche nach Zustellung des Antrags durch Urkunden nachgewiesen hat, dass er seit Bekanntmachung der Einberufung zur Hauptversammlung einen anteiligen Betrag von mindestens EUR 1.000 am Grundkapital der Aareal Bank AG hält, oder (iii) das alsbaldige Wirksamwerden des Hauptversammlungsbeschlusses vorrangig erscheint, weil die vom Antragsteller dargelegten wesentlichen Nachteile für die Gesellschaft und ihre Aktionäre nach freier Überzeugung des Gerichts die Nachteile für den Antragsgegner überwiegen, es sei denn, es liegt eine besondere Schwere des Rechtsverstoßes vor.

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister wird der Ausschluss der Minderheitsaktionäre wirksam.

VI. Folgen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre

1. Übertragung der Aktien auf die Hauptaktionärin; Technische Abwicklung

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister gehen alle Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG kraft Gesetzes auf die Atlantic BidCo GmbH als Hauptaktionärin über. Die Minderheitsaktionäre verlieren mithin kraft Gesetzes ihre jeweilige Rechtsstellung als Aktionär und erhalten dafür den Anspruch auf unverzügliche Zahlung der angemessenen Barabfindung durch die Atlantic BidCo GmbH. Einer gesonderten Übertragung von Aktien durch die Minderheitsaktionäre bedarf es nicht. Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister und der Übertragung der Aktien erwirbt die Atlantic BidCo GmbH alle Mitgliedschaftsrechte aus den Aktien der Minderheitsaktionäre.

Die bei der Clearstream Banking AG, Frankfurt am Main, hinterlegte Globalurkunde über die Aareal-Aktien, soweit sie im Miteigentum der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG steht, verbrieft dann keine Mitgliedschaftsrechte der Minderheitsaktionäre an der Aareal Bank AG mehr, sondern verbrieft nur den Anspruch der Minderheitsaktionäre auf die durch die Atlantic BidCo GmbH zu zahlende angemessene Barabfindung.

Als Ersatz für den Übergang ihrer Aktien auf die Atlantic BidCo GmbH erwerben die bisherigen Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG zeitgleich mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister einen Anspruch gegen die Atlantic BidCo GmbH auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung. Die Atlantic BidCo GmbH gewährt jedem Minderheitsaktionär der Aareal Bank AG eine angemessene Barabfindung in Höhe von EUR 33,20 je auf den Namen lautender Stückaktie. Diese Barabfindung wird unverzüglich nach der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister an die Minderheitsaktionäre ausgezahlt.

Die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister wird gemäß § 10 HGB bekannt gemacht. Die Barabfindung ist gemäß § 327b Abs. 2 AktG ab dem Zeitpunkt der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister zu verzinsen. Der Zinssatz beträgt nach der derzeitigen Gesetzeslage jährlich 5 Prozentpunkte über dem jeweiligen von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Basiszinssatz nach § 247 BGB (§ 327b Abs. 2 AktG). Die Geltendmachung eines weiteren Schadens ist nicht ausgeschlossen.

Die Aareal Bank AG hat keine Einzelurkunden für ihre Aktien ausgegeben. Nach § 6 Abs. 2 der Satzung der Gesellschaft ist ein Anspruch der Aktionäre auf Verbriefung ihrer Aktien ausgeschlossen. Vielmehr ist das Grundkapital der Aareal Bank AG ausschließlich in einer Globalurkunde verbrieft, die bei der Clearstream Banking AG, Frankfurt am Main, hinterlegt ist. Aufgrund der Globalverbrieftung und der Girosammelverwahrung der Aktien brauchen die Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG für die Auszahlung des Barabfindungsbetrags nichts zu veranlassen und müssen insbesondere keine Aktienurkunden einreichen. Die Zahlung der Barabfindung (gegebenenfalls nebst Zinsen) an die Minderheitsaktionäre erfolgt unverzüglich nach der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister durch Gutschrift auf dem Konto des jeweiligen das Depot des Aktionärs führenden Instituts bei der Clearstream Banking AG Zug-um-Zug gegen Ausbuchung der Aktien. Es obliegt dem jeweiligen depotführenden Institut, die jeweils geschuldete Barabfindung dem Konto des jeweiligen Minderheitsaktionärs gutzuschreiben.

Die Abwicklung soll für die ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG provisions- und spesenfrei sein. Die Atlantic BidCo GmbH wird den depotführenden Instituten daher einen marktüblichen Betrag für Provisionen und Spesen erstatten.

Weitere Einzelheiten der Abwicklung werden den Minderheitsaktionären unmittelbar nach der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister gesondert im Bundesanzeiger bekannt gegeben.

2. Beendigung der Notierung um Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg

Nach dem Delisting von der Frankfurter Wertpapierbörse werden die Aareal-Aktien derzeit noch im sog. einfachen Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg gehandelt. Die Atlantic BidCo GmbH erwartet, dass die Notierung der Aareal-Aktien im Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg spätestens im zeitlichen Zusammenhang mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister der Aareal Bank AG eingestellt wird; eine frühere Einstellung der Notierung ist aber nicht ausgeschlossen.

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister geht das Eigentum an den Aareal-Aktien der Minderheitsaktionäre kraft Gesetzes auf die Atlantic BidCo GmbH über. Ein etwaiger (börslicher oder außerbörslicher) Handel mit Aktien der Aareal Bank AG ab diesem Zeitpunkt wäre ein Handel mit der Inhaberschaft an den Barabfindungsansprüchen der Minderheitsaktionäre.

3. Steuerliche Folgen für die Aktionäre in Deutschland

3.1 Vorbemerkung

Die nachfolgenden Ausführungen enthalten eine kurze Zusammenfassung einiger wichtiger deutscher Besteuerungsgrundsätze, die für die in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtigen Minderheitsaktionäre im Zusammenhang mit dem aktienrechtlichen Squeeze-out von Bedeutung sein können.

Steuerliche Auswirkungen für in Deutschland nur beschränkt steuerpflichtige Minderheitsaktionäre werden nachfolgend nicht erläutert. Diese hängen neben den besonderen Vorschriften des deutschen Steuerrechts vom Steuerrecht des Staates ab, in dem der jeweilige Minderheitsaktionär ansässig ist, sowie von den Regelungen eines gegebenenfalls zwischen Deutschland und dem Ansässigkeitsstaat des Minderheitsaktionärs bestehenden Abkommens zur Vermeidung der Doppelbesteuerung.

Des Weiteren werden besondere steuerliche Regelungen, die etwa für Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute, Finanzunternehmen sowie Lebens- und Krankenversicherungsunternehmen und Pensionsfonds gelten, hier nicht dargestellt.

Bei dieser Zusammenfassung handelt es sich nicht um eine abschließende Darstellung aller steuerlichen Aspekte, die für die Minderheitsaktionäre relevant sein könnten. Die Zusammenfassung bezieht sich grundsätzlich nur auf die bei der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen der Minderheitsaktionäre in Deutschland entstehende Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer, Kapitalertragsteuer und Gewerbesteuer sowie

den Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer und behandelt nur einige ausgewählte Aspekte dieser Steuerarten.

Grundlage dieser Zusammenfassung ist das zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Berichts geltende deutsche Steuerrecht und dessen Auslegung durch Gerichte und Verwaltungsanweisungen. Dieses kann sich - unter Umständen auch rückwirkend - ändern.

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

3.2 Besteuerung des Gewinns aus der Übertragung der Aktien

Die Übertragung der Aareal-Aktien auf die Atlantic BidCo GmbH gegen Erhalt der Barabfindung stellt für die Minderheitsaktionäre der Gesellschaft steuerlich eine Veräußerung ihrer Aareal-Aktien dar.

Ein Veräußerungsgewinn wird erzielt, wenn die Barabfindung in Höhe von EUR 33,20 abzüglich etwaiger damit in Zusammenhang stehender Veräußerungskosten die steuerlichen Anschaffungskosten oder den steuerlichen Buchwert bei dem jeweiligen Minderheitsaktionär für die betreffenden Aktien übersteigt. Beträgt die Barabfindung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten weniger als die Anschaffungskosten oder den Buchwert der Aktien bei dem Minderheitsaktionär, entsteht ein Veräußerungsverlust.

Die steuerliche Erfassung eines Veräußerungsgewinns sowie die steuerliche Geltendmachung eines Veräußerungsverlusts hängt davon ab, ob die Aktien vor der Übertragung auf die Atlantic BidCo GmbH dem Privat- oder dem Betriebsvermögen des betreffenden Minderheitsaktionärs zuzuordnen sind und wann sie erworben wurden.

3.2.1 Aktien im Privatvermögen

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

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

Bei vor dem 1. Januar 2009 erworbenen Aktien ist ein Gewinn aus der Übertragung der Aktien nur dann einkommensteuerpflichtig, wenn der Minderheitsaktionär zu irgendeinem Zeitpunkt während der der Übertragung vorangegangenen fünf Jahre zu mindestens 1 % unmittelbar oder mittelbar am Kapital der Aareal Bank AG beteiligt war („**Wesentliche Beteiligung**“), wobei im Falle eines unentgeltlichen Erwerbs durch den Minderheitsaktionär die Besitzzeit und die Beteiligungsquote seines Rechtsvorgängers bzw. - bei mehreren unentgeltlichen Übertragungen hintereinander - der Rechtsvorgänger des Minderheitsaktionärs mit berücksichtigt werden.

Im Fall der Wesentlichen Beteiligung unterliegen Veräußerungsgewinne nur zu 60 % der Einkommensteuer mit dem individuellen Einkommensteuersatz des Minderheitsaktionärs zuzüglich gegebenenfalls Solidaritätszuschlag sowie gegebenenfalls Kirchensteuer. Korrespondierend sind mit der Wesentlichen Beteiligung im wirtschaftlichen Zusammenhang stehende Aufwendungen und gegebenenfalls entstehende Veräußerungsverluste auch nur zu 60 % steuerlich abzugsfähig. Es gilt insoweit das steuerliche Teileinkünfteverfahren.

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

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

Gewinne aus der Übertragung von Aktien im Privatvermögen, die nach dem 31. Dezember 2008 erworben wurden, unterliegen - unabhängig von ihrer Haltedauer und der Beteiligungshöhe - grundsätzlich der Steuerpflicht.

Durch die Veräußerung der Aktien erzielt der Minderheitsaktionär, sofern es sich bei seiner Beteiligung nicht um eine Wesentliche Beteiligung im vorgenannten Sinne handelt, Kapitaleinkünfte, die der Abgeltungsteuer unterliegen. Die Abgeltungsteuer wird im Wege des Kapitalertragsteuerabzugs erhoben, wenn eine inländische auszahlende Stelle (Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut, Wertpapierhandelsunternehmen oder Wertpapierhandelsbank) den Verkauf durchführt. Die Kapitalertragsteuer wird für Rechnung des Minderheitsaktionärs einbehalten. Zusätzlich ist auf Antrag des Minderheitsaktionärs Kirchensteuer einzubehalten. Der Abgeltungssteuersatz beträgt 25 % (zuzüglich gegebenenfalls Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % hierauf sowie gegebenenfalls Kirchensteuer) des maßgeblichen Gewinns.

Der Minderheitsaktionär kann von seinen Kapitaleinkünften insgesamt einen Sparer-Pauschbetrag von EUR 1.000 (bzw. EUR 2.000 für zusammen veranlagte Ehegatten) pro Kalenderjahr in Abzug bringen; der Abzug der tatsächlichen Werbungskosten ist ausgeschlossen.

Veräußerungsverluste aus Aktien dürfen ausschließlich mit Veräußerungsgewinnen aus Aktien, nicht aber mit anderen Einkünften aus Kapitalvermögen, etwa bezogenen Dividenden, und auch nicht mit Einkünften aus anderen Einkunftsarten verrechnet werden (Verlustverrechnungsbeschränkung). Der Bundesfinanzhof sieht in dieser Beschränkung der Verrechnungsmöglichkeit eine nicht gerechtfertigte Ungleichbehandlung und hat diese Frage daher am 17. November 2020 dem Bundesverfassungsgericht zur Entscheidung vorgelegt. Eine Entscheidung steht noch aus. Nicht ausgeglichene Veräußerungsverluste aus Aktien können allein in künftige Veranlagungszeiträume vorgetragen, nicht aber zurückgetragen werden; diese Beträge werden gesondert festgestellt.

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

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

Handelt es sich bei der Beteiligung des Minderheitsaktionärs jedoch um eine Wesentliche Beteiligung, unterliegt der Gewinn aus der Veräußerung der Beteiligung nicht der Abgeltungsteuer. Hier findet das Teileinkünfteverfahren Anwendung, wonach 60 % des Gewinns aus der Übertragung der Aktien steuerpflichtig sind und Aufwendungen, die mit dem Gewinn in wirtschaftlichem Zusammenhang stehen, zu 60 % steuermindernd berücksichtigt werden. Die Besteuerung erfolgt in Höhe des individuellen Einkommensteuersatzes des Minderheitsaktionärs zuzüglich gegebenenfalls Solidaritätszuschlag sowie gegebenenfalls Kirchensteuer. Eine etwaige auf den Veräußerungsgewinn erhobene Kapitalertragsteuer und der Solidaritätszuschlag haben keine abgeltende Wirkung und werden bei der Steuerveranlagung des Minderheitsaktionärs auf dessen Steuerschuld angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhanges erstattet. Der Sparer-Pauschbetrag wird nicht zusätzlich gewährt. Allerdings kann in Abhängigkeit von der Beteiligungsquote unter den Voraussetzungen des § 17 Abs. 3 EStG ein Freibetrag abgezogen werden.

3.2.2 Aktien im Betriebsvermögen

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

(a) Minderheitsaktionär ist eine Körperschaft

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

(b) Minderheitsaktionär ist eine natürliche Person

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

Der Gewinn aus der Übertragung der Aktien ist nach dem Teileinkünfteverfahren zu 60 % steuerpflichtig. Aufwendungen, die mit dem Gewinn in wirtschaftlichem Zusammenhang stehen, können zu 60 % steuermindernd berücksichtigt werden. Die Besteuerung erfolgt in Höhe des individuellen Einkommensteuersatzes des Minderheitsaktionärs zuzüglich gegebenenfalls Solidaritätszuschlag sowie gegebenenfalls Kirchensteuer.

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

(c) Minderheitsaktionär ist eine Personengesellschaft

Ist der Minderheitsaktionär eine Personengesellschaft, so werden Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer nur auf Ebene des jeweiligen Gesellschafters der Personengesellschaft erhoben. Die Besteuerung folgt dabei nach den oben unter (a) und (b) beschriebenen Grundsätzen, die gelten würden, wenn der Gesellschafter unmittelbar Minderheitsaktionär der Aareal Bank AG wäre.

Zusätzlich unterliegt der Gewinn aus der Übertragung bei Zugehörigkeit der Aktien zu einem inländischen Gewerbebetrieb der Personengesellschaft bei dieser der Gewerbesteuer. Soweit der Gewinn auf natürliche Personen entfällt, ist er zu 60 %, soweit er auf Kapitalgesellschaften entfällt, zu 5 % gewerbesteuerpflichtig.

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

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

(d) Kapitalertragsteuer

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

VII. Die Barabfindung und ihre Angemessenheit

1. Vorbemerkung

Die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre erfolgt gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung. Nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG wird die Barabfindung von der Hauptaktionärin festgelegt. Sie hat die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung zu berücksichtigen. Tag der geplanten Hauptversammlung der Aareal Bank AG, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Atlantic BidCo GmbH beschließen soll, ist der 3. Mai 2024 („**Bewertungsstichtag**“).

2. Ermittlung und Festlegung der Höhe der Barabfindung nach § 327b Abs. 1 AktG

Die Atlantic BidCo GmbH hat als angemessene Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG einen Betrag von

EUR 33,20 je auf den Namen lautender Stückaktie der Aareal Bank AG

festgelegt.

Die Atlantic BidCo GmbH hat zur Unterstützung bei der Festlegung der den Minderheitsaktionären zu gewährenden angemessenen Barabfindung die ValueTrust beauftragt, die den Minderheitsaktionären der Aareal Bank AG gemäß § 327a Abs. 1 AktG zu gewährende angemessene Barabfindung in der Funktion eines neutralen Gutachters zu ermitteln. Dazu hat ValueTrust auftragsgemäß den anteiligen objektivierten Unternehmenswert der Aareal Bank AG je Stückaktie nach den „Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. in ihrer aktuellen Fassung vom 2. April 2008 („**IDW S 1**“) als neutraler Gutachter ermittelt.

Die zu Grunde liegenden Bewertungsarbeiten hat ValueTrust in den Monaten Dezember 2023 bis März 2024 durchgeführt und ihre Ergebnisse in der Gutachtlichen Stellungnahme vom 21. März 2024 zum Unternehmenswert der Aareal Bank AG und zur angemessenen Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG zum 3. Mai 2024 dargelegt.

ValueTrust kommt in ihrer Gutachtlichen Stellungnahme zu dem Schluss, dass sich der objektivierte Unternehmenswert der Aareal Bank AG nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern bei einer Marktrisikoprämie von 5,75 % nach persönlichen Steuern zum Bewertungsstichtag 3. Mai 2024 auf rund EUR 1.958,5 Millionen beläuft. Bezogen auf die 59.857.221 Stückaktien der Aareal Bank AG entspricht dies einem anteiligen Unternehmenswert je Aktie der Aareal Bank AG in Höhe von EUR 32,72. Weiter kommt ValueTrust zu dem Ergebnis, dass als Börsenkurs der von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („**BaFin**“) auf Grundlage von § 5 Abs. 3 WpÜG-

Angebotsverordnung ermittelte durchschnittliche umsatzgewichtete Börsenkurs der Aktie der Aareal Bank AG im Dreimonatszeitraum vor der öffentlichen Mitteilung über die geplante Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Atlantic BidCo GmbH als Hauptaktionärin, also im Zeitraum vom 22. August 2023 bis einschließlich zum 21. November 2023, maßgeblich ist und EUR 33,13 beträgt. Dieser Betrag stellt nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts und des Bundesgerichtshofs in der Regel die Untergrenze der zu gewährenden Barabfindung dar.

Die Atlantic BidCo GmbH macht sich die Ausführungen und das Ergebnis der Gutachtlichen Stellungnahme von ValueTrust zur Ermittlung der Höhe der angemessenen Barabfindung inhaltlich vollständig zu eigen und hat die den Aktionären gemäß § 327a Abs. 1 AktG zu gewährende angemessene Barabfindung auf EUR 33,20 je Stückaktie festgelegt. Die Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust ist in vollständiger Fassung als Anlage 4 diesem Übertragungsbericht beigelegt und ist damit integraler Bestandteil dieses Übertragungsberichts.

Für die Festlegung der Barabfindung durch die Atlantic BidCo GmbH waren die folgenden Überlegungen maßgeblich:

2.1 Unternehmensbewertung der Aareal Bank AG

Der Unternehmensbewertung durch ValueTrust liegen die in der Praxis ebenso wie von der Rechtsprechung anerkannten Grundsätze des IDW S 1 zugrunde. Die Bewertung nach IDW S 1 erfolgte auf den Tag der geplanten Hauptversammlung der Aareal Bank AG, den 3. Mai 2024. Den Unternehmenswert hat ValueTrust mit Hilfe des in der Praxis der Unternehmensbewertung gebräuchlichen und in der Rechtsprechung anerkannten Ertragswertverfahrens ermittelt. Dem Liquidationswert und dem Substanzwert kommen aus den von ValueTrust in ihrer Gutachtlichen Stellungnahme dargelegten Gründen in diesem Fall keine Bedeutung zu.

ValueTrust kommt in ihrer Gutachtlichen Stellungnahme zu dem Schluss, dass sich der objektivierte Unternehmenswert der Aareal Bank AG zum 3. Mai 2024 gemäß IDW S 1 auf Basis einer Marktrisikoprämie von 5,75 % nach persönlichen Steuern auf rund EUR 1.958,5 Millionen beläuft. Bezogen auf die 59.857.221 Stückaktien der Aareal Bank AG entspricht dies einem anteiligen Unternehmenswert je Stückaktie der Aareal Bank AG in Höhe von EUR 32,72.

ValueTrust hat den Unternehmenswert der Aareal Bank AG außerdem anhand vereinfachter Verfahren auf Basis von Multiplikatoren plausibilisiert und einer Gesamtwürdigung unterzogen. Der auf Basis der Ertragswertmethode ermittelte objektivierte Unternehmenswert der Aareal Bank AG liegt innerhalb der Wertbandbreite auf der Basis der untersuchten Multiplikatoren und wird damit durch diese Betrachtung gestützt.

Diese Ermittlung des Unternehmenswerts ist aus Sicht der Atlantic BidCo GmbH methodisch und rechnerisch zutreffend. Die Atlantic BidCo GmbH macht sich die Ausführungen der Gutachtlichen Stellungnahme von ValueTrust zur Unternehmensbewertung nach IDW S 1 inhaltlich vollständig zu eigen und zum Gegenstand des Übertragungsberichts.

2.2 Börsenkurs

Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts und des Bundesgerichtshofs (Beschluss des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff.; Beschluss des Bundesgerichtshofs vom 12. März 2001 – II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 ff.; Beschluss des Bundesgerichtshofs vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09, BGHZ 186, 229 ff.) darf der Börsenkurs bei der Bemessung der Höhe von Abfindungen, die Aktionären anlässlich von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen zu zahlen sind, nicht außer Acht gelassen werden. Der Börsenkurs stellt in der Regel die Untergrenze der zu gewährenden Barabfindung dar, wobei der Börsenkurs in bestimmten Fällen auch allein maßgeblich sein kann (Beschluss des Bundesgerichtshofs vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, BGHZ 236, 180 ff.).

ValueTrust kommt in ihrer Gutachtlichen Stellungnahme zu dem Ergebnis, dass der bei der Festlegung der Barabfindung zu berücksichtigende maßgebliche durchschnittliche umsatzgewichtete Börsenkurs der Aktie der Aareal Bank AG im Zeitraum vom 22. August 2023 bis einschließlich zum 21. November 2023 (d.h. dem Tag vor der Pressemitteilung der Atlantic BidCo GmbH vom 22. November 2023, dass sie die Durchführung eines aktienrechtlichen Squeeze-out beabsichtigt) der von der BaFin ermittelte Dreimonatsdurchschnittskurs in Höhe von EUR 33,13 ist. Dieses Ergebnis erachtet die Atlantic BidCo GmbH als zutreffend.

2.2.1 Durchschnittlicher Börsenkurs

Mit der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00), die die oben genannten Grundsätze des Bundesverfassungsgerichts zu diesem Thema konkretisiert, geht die Atlantic BidCo GmbH davon aus, dass für die Ermittlung des Börsenkurses grundsätzlich, d.h. sofern nicht bestimmte Einflüsse dem entgegenstehen, ein Referenzkurs zugrunde zu legen ist, der sich aus dem Durchschnittskurs über einen Zeitraum von drei Monaten ergibt.

2.2.2 Referenzzeitraum

Als Referenzzeitraum hat die Atlantic BidCo GmbH den Dreimonatszeitraum bis zu dem Tag zugrunde gelegt, an dem bekannt gemacht wurde, dass die Atlantic BidCo GmbH dem Vorstand der Aareal Bank AG mitgeteilt hat, dass sie die Durchführung eines Squeeze-out beabsichtigt und nach Abwicklung ihres Delisting-Erwerbsangebots einen Anteil von über 95 % des Grundkapitals der Aareal Bank AG halten und damit die Voraussetzung für einen aktienrechtlichen Squeeze-out gemäß §§ 327a ff. AktG

erfüllen wird. Die Atlantic BidCo GmbH hat diese Mitteilung am 22. November 2023 gemacht und in einer Pressemitteilung über das elektronische Informationsverbreitungssystem EQS News noch am selben Tag öffentlich bekannt gemacht. Maßgeblicher Referenzzeitraum ist deshalb nach Ansicht der Atlantic BidCo GmbH der Zeitraum vom 22. August 2023 bis einschließlich zum 21. November 2023.

Bei ihrer Entscheidung, den durchschnittlichen Börsenkurs auf Basis des gewichteten Durchschnitts der inländischen Börsenkurse über einen Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der aktienrechtlichen Strukturmaßnahme zugrunde zu legen, stützt sich die Atlantic BidCo GmbH maßgeblich auf die Entscheidung des Bundesgerichtshofs im Fall Stollwerck (BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09 „Stollwerck“).

Als einzige Einschränkung stellt der Bundesgerichtshof in seiner Stollwerck-Entscheidung fest, dass die Minderheitsaktionäre davor geschützt werden müssten, dass der mit dem Zeitpunkt der Bekanntgabe ermittelte Börsenwert zugunsten des Hauptaktionärs fixiert werde, ohne dass die angekündigte Maßnahme umgesetzt werde, und sie so von einer positiven Börsenentwicklung ausgeschlossen würden. Dies könne dadurch verhindert werden, dass der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochgerechnet wird, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt.

Eine solche Hochrechnung im Sinne der Stollwerck-Entscheidung ist im vorliegenden Fall nicht geboten. Denn zwischen dem Tag der Bekanntgabe der Maßnahme, dem 22. November 2023, und dem maßgeblichen Bewertungsstichtag, dem 3. Mai 2024, liegen nicht einmal fünfeinhalb Monate. Ein solcher Zeitraum ist kein längerer Zeitraum im Sinne der Rechtsprechung, der eine Hochrechnung oder Anpassung des nach dem grundsätzlich maßgeblichen Referenzzeitraum ermittelten Börsenwerts erforderlich machen würde (BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09; OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08; OLG Saarbrücken, 11. Juni 2014, 1 W 18/13; OLG Frankfurt am Main, 27. August 2020, 21 W 59/19).

2.2.3 Ermittlung des Durchschnittskurses

Die Atlantic BidCo GmbH geht weiter davon aus, dass für die Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses der nach Umsätzen gewichtete Durchschnitt der inländischen Börsenkurse zugrunde zu legen ist (vgl. BGH, 12. März 2001, II ZB 15/00; BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09). Hierfür spricht unter anderem die Wertung in § 5 Abs. 1 und 3 der WpÜG-Angebotsverordnung, wonach bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten zur Bestimmung des aus dem Börsenkurs abzuleitenden Mindestpreises auf den nach Umsätzen gewichteten Durchschnitt der inländischen Börsenkurse abzustellen ist. Vorliegend wurde von der BaFin für den

Dreimonatszeitraum vom 22. August 2023 bis einschließlich zum 21. November 2023 ein umsatzgewichteter Durchschnittskurs von EUR 33,13 ermittelt.

3. Schlussbemerkung

Die Atlantic BidCo GmbH erachtet den umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Aktie der Aareal Bank AG im Dreimonatszeitraum vor dem 22. November 2023 in Höhe von EUR 33,13 als maßgeblich. Dieser Börsenkurs liegt über dem aus dem Unternehmenswert nach IDW S 1 abgeleiteten Wert je Aktie der Aareal Bank AG in Höhe von EUR 32,72. Der Börsenkurs darf bei der Bemessung der Höhe der Abfindung nicht außer Acht gelassen werden und bildet die Untergrenze der wirtschaftlich vollen Entschädigung. Daher war mindestens der Betrag von EUR 33,13 je Aktie der Aareal Bank AG als angemessene Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG festzulegen. Die Atlantic BidCo GmbH hat diesen Betrag auf den im Rahmen des Delisting-Erwerbsangebots gezahlten Angebotspreis aufgerundet und eine Barabfindung in Höhe von EUR 33,20 festgelegt.

VIII. Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung

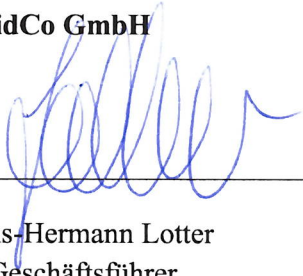
Die Angemessenheit der Barabfindung wurde gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG von dem gerichtlich ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfer RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG, Stuttgart, geprüft. RSM Ebner Stolz wird über das Ergebnis der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung nach Maßgabe der §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e AktG gesondert schriftlich Bericht erstatten.

Sofern Minderheitsaktionäre der Ansicht sein sollten, dass die von der Atlantic BidCo GmbH als Hauptaktionärin festgelegte Höhe der Barabfindung unangemessen niedrig ist, haben sie die Möglichkeit, die Angemessenheit in einem Spruchverfahren nach § 327f Satz 2 AktG in Verbindung mit dem Spruchverfahrensgesetz („**SpruchG**“) überprüfen zu lassen. Eine Anfechtung des Übertragungsbeschlusses mit der Begründung, dass die durch die Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung nicht angemessen sei, ist für die Aktionäre der Aareal Bank AG gesetzlich ausgeschlossen (vgl. § 327f Satz 1 AktG). Die gerichtliche Überprüfung der Barabfindung in einem Spruchverfahren kann nur binnen drei Monaten nach dem Tag beantragt werden, an dem der Übergang aller Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin wirksam geworden ist (§ 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 SpruchG).

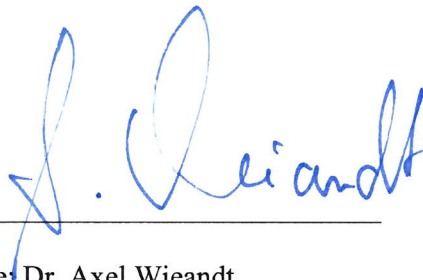
Ein solcher Antrag muss zudem innerhalb der genannten Dreimonatsfrist nach Maßgabe der Regelung in § 4 Abs. 2 SpruchG begründet werden. Die Entscheidung im Spruchverfahren wirkt für und gegen alle Minderheitsaktionäre, vgl. § 13 Satz 2 SpruchG. Falls im Spruchverfahren rechtskräftig festgestellt werden würde, dass die Barabfindung zu niedrig bemessen worden ist, könnten alle Minderheitsaktionäre der Gesellschaft, die im Wege des Ausschlussverfahrens nach §§ 327a ff. AktG aus der Aareal Bank AG ausgeschieden sind, die Atlantic BidCo GmbH als Hauptaktionärin auf die erhöhte Barabfindung in Anspruch nehmen, vgl. § 13 SpruchG.

Frankfurt am Main, den 21 . März 2024

Atlantic BidCo GmbH



Name: Hans-Hermann Lotter
Funktion: Geschäftsführer



Name: Dr. Axel Wieandt
Funktion: Geschäftsführer

Anlage 1

Verlangen der Atlantic BidCo GmbH gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG

Atlantic BidCo GmbH
An der Welle 4
60322 Frankfurt

VORAB PER E-MAIL
Per Kurier

An
Aareal Bank AG
Vorstand
Paulinenstraße 15
65189 Wiesbaden

Frankfurt, 11. Dezember 2023

Verlangen nach §§ 327a ff. AktG auf Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG auf die Atlantic BidCo GmbH

Sehr geehrte Frau Babic, sehr geehrte Herren,

die Atlantic BidCo GmbH hält gemäß der als Anlage 1 beigefügten Depotbestätigungen gegenwärtig 57.029.332 der insgesamt 59.857.221 auf den Namen lautenden Stückaktien an der Aareal Bank AG und damit rund 95,28 % aller Stückaktien an der Aareal Bank AG. Somit ist die Atlantic BidCo GmbH mit mehr als 95 Prozent am Grundkapital der Aareal Bank AG beteiligt und folglich Hauptaktionärin im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

Die Atlantic BidCo GmbH stellt hiermit nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG das Verlangen, dass die Hauptversammlung der Aareal Bank AG die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG auf die Atlantic BidCo GmbH als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt.

Die Minderheitsaktionäre werden für die Übertragung ihrer Aktien eine angemessene Barabfindung erhalten. Die Höhe der Barabfindung je Stückaktie werden wir Ihnen, unter anderem gestützt auf eine vorzunehmende Unternehmensbewertung der Aareal Bank AG, in einem konkretisierten Übertragungsverlangen noch gesondert mitteilen.

In einem schriftlichen Bericht der Atlantic BidCo GmbH an die Hauptversammlung der Aareal Bank AG, den wir Ihnen noch zukommen lassen werden, werden die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet.

Die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wird durch einen vom Landgericht Frankfurt am Main auszuwählenden und zu bestellenden sachverständigen Prüfer geprüft werden. Die Atlantic BidCo GmbH wird einen entsprechenden Antrag auf Prüferbestellung beim Landgericht Frankfurt am Main stellen. Die Bankgarantie gemäß § 327b Abs. 3 AktG werden wir entsprechend den gesetzlichen Bestimmungen rechtzeitig übermitteln.

Wir bitten Sie, alle für die Beschlussfassung nach §§ 327a ff. AktG erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen und uns gemäß § 327b Abs. 1 Satz 2 AktG alle für die Festlegung der Barabfindung notwendigen Unterlagen zur Verfügung zu stellen und Auskünfte zu erteilen.

Gemäß Handelsregisterauszug, der als Anlage 2 beigefügt ist, sind die Unterzeichner Geschäftsführer der Atlantic BidCo GmbH und berechtigt, die Atlantic BidCo GmbH gemeinsam zu vertreten.

Mit freundlichen Grüßen,


A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Hans Lotter', written over a horizontal line.

Name: Hans Lotter
Position: Geschäftsführer

Name: Dr. Axel Wieandt
Position: Geschäftsführer

Mit freundlichen Grüßen,

Name: Hans Lotter
Position: Geschäftsführer



Name: Dr. Axel Wieandt
Position: Geschäftsführer

Anlage 1

Custody Holdings
By Security - Details By Status

BNY MELLON
214356 - ATLANTIC BIDCO GMBH

12/08/2023

ISIN	Description	Ccy	Ctry Inc	Status	Loc	Reg	Traded Shares/Par Amortized Face	Settled Shares/Par	Pending Receive Shares / Par	Pending Deliver Shares/Par
DE000A37FT90	AAREAL BANK AG NPV	EUR	DE	AVAILABLE	CBF	CBF8	50,560,489.0000	50,560,489.0000		
TOTAL BY UNITS - 214356 - ATLANTIC BIDCO GMBH							50,560,489.0000	50,560,489.0000		
TOTAL BY AMORTIZED FACE - 214356 - ATLANTIC BIDCO GMBH							0.0000			

Atlantic BidCo GmbH

Client ID: 1078269 Portfolio: 1

Reference No.: 492367193

BAADER

Equities

Equities

Units
5,668,097
ISIN: DE000A37FT90

**including fees

Description	Currency	Purchase Price** Exchange Rate	Current Price Exchange Rate	Unreal. Profit/Loss Unreal. FX Profit/Loss in EUR	Collateral Value in EUR	Amount in EUR	Weight in %
-------------	----------	-----------------------------------	--------------------------------	---	----------------------------	---------------	----------------

Aareal Bank AG Namens-Aktien o.N.	EUR						
--------------------------------------	-----	--	--	--	--	--	--

Equities

Total



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Atlantic BidCo GmbH
An der Welle 4
60322 Frankfurt am Main

Fabian Krüger	Telefon:	040/350 60 - 5122	11.12.2023
TS Corp. Actions & Custody Services	Telefax:	040/350 60 - 9834	
	E-Mail:	CorporateAction@berenberg.de	

Proof of holdings

Dear client,

as of the reporting date 8/12/2023 your securities account 40-02893-008 shows a balance of 800,746 shares of ISIN DE000A37FT90 Aareal Bank AG.

Kind regards

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
(This statement bears no signature)

JOH. BERENBERG, GOSSLER & CO. KG

Neuer Jungfernstieg 20 · 20354 Hamburg · Telefon +49 40 350 60-0 · Telefax +49 40 350 60-900 · info@berenberg.de

Sitz: Hamburg · Amtsgericht Hamburg HRA 42659

Anlage 2

Handelsregister B des Amtsgerichts Frankfurt am Main	Abteilung B Wiedergabe des aktuellen Registerinhalts Abruf vom 11.12.2023 10:02	Nummer der Firma: HRB 124165
-Ausdruck-	Seite 1 von 2	

1. Anzahl der bisherigen Eintragungen:

9

2. a) Firma:

Atlantic BidCo GmbH

b) Sitz, Niederlassung, inländische Geschäftsanschrift, empfangsberechtigte Person, Zweigniederlassungen:

Frankfurt am Main

Geschäftsanschrift: An der Welle 4, 60322 Frankfurt am Main

c) Gegenstand des Unternehmens:

das Halten und die Verwaltung der Beteiligung an der Aareal Bank AG

3. Grund- oder Stammkapital:

25.000,00 EUR

4. a) Allgemeine Vertretungsregelung:

Ist nur ein Geschäftsführer bestellt, so vertritt er die Gesellschaft allein. Sind mehrere Geschäftsführer bestellt, so wird die Gesellschaft durch zwei Geschäftsführer oder durch einen Geschäftsführer gemeinsam mit einem Prokuristen vertreten.

b) Vorstand, Leitungsorgan, geschäftsführende Direktoren, persönlich haftende Gesellschafter, Geschäftsführer, Vertretungsberechtigte und besondere Vertretungsbefugnis:

Mit der Befugnis, im Namen der Gesellschaft mit sich als Vertreter eines Dritten Rechtsgeschäfte abzuschließen:

Geschäftsführerin: Comptour, Aurélie, Strassen / Luxemburg, *26.07.1981

Geschäftsführer: Lotter, Hans-Hermann Anton, Frankfurt am Main, *29.12.1964

Geschäftsführer: Dr. Wieandt, Axel, Königstein im Taunus, *19.09.1966

Geschäftsführerin: Zymogliad, Tetiana, Luxemburg / Luxemburg, *25.07.1989

5. Prokura:

6. a) Rechtsform, Beginn, Satzung oder Gesellschaftsvertrag:

Gesellschaft mit beschränkter Haftung

Gesellschaftsvertrag vom 09.07.2021

Zuletzt geändert durch Beschluss vom 27.01.2023

b) Sonstige Rechtsverhältnisse:

Handelsregister B des Amtsgerichts Frankfurt am Main	Abteilung B Wiedergabe des aktuellen Registerinhalts Abruf vom 11.12.2023 10:02	Nummer der Firma: HRB 124165
-Ausdruck-	Seite 2 von 2	

7. a) Tag der letzten Eintragung:

21.09.2023

Anlage 2
Konkretisiertes Verlangen der Atlantic BidCo GmbH gemäß
§ 327a Abs. 1 Satz 1 AktG

Atlantic BidCo GmbH
Wiesenhüttenstraße 11
60329 Frankfurt

VORAB PER E-MAIL

Per Kurier

An
Aareal Bank AG
Vorstand
Paulinenstraße 15
65189 Wiesbaden

Frankfurt, 13. März 2024

Konkretisiertes Verlangen nach §§ 327a ff. AktG auf Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG auf die Atlantic BidCo GmbH

Sehr geehrte Frau Babic, sehr geehrte Herren,

mit Schreiben vom 11. Dezember 2023 haben wir Sie über unsere Absicht informiert, den Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG nach §§ 327a ff. AktG durchzuführen.

Die Atlantic BidCo GmbH hält gemäß der als Anlage 1 beigefügten Depotbestätigungen gegenwärtig 57.162.573 der insgesamt 59.857.221 auf den Namen lautenden Stückaktien an der Aareal Bank AG und damit rund 95,50 % aller Stückaktien an der Aareal Bank AG. Somit ist die Atlantic BidCo GmbH mit mehr als 95 Prozent am Grundkapital der Aareal Bank AG beteiligt und folglich Hauptaktionärin im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

Die Atlantic BidCo GmbH stellt hiermit nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG in Bestätigung und Konkretisierung ihres Verlangens vom 11. Dezember 2023 das Verlangen an Sie, den Tagesordnungspunkt

„Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG auf die Atlantic BidCo GmbH gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. Aktiengesetz“

auf die Tagesordnung der ordentlichen Hauptversammlung der Aareal Bank AG zu setzen, die für den 3. Mai 2024 terminiert ist.

Die Atlantic BidCo GmbH hat mittlerweile die Höhe der Barabfindung auf EUR 33,20 je auf den Namen lautende Stückaktie der Aareal Bank AG festgelegt.

Der vorgesehene Übertragungsbeschluss soll wie folgt lauten:

„Die auf den Namen lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der Aareal Bank AG mit Sitz in Wiesbaden (Minderheitsaktionäre) werden gemäß §§ 327a ff. Aktiengesetz gegen Gewährung einer von der Atlantic BidCo GmbH mit Sitz in Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 124165 (Hauptaktionärin), zu zahlenden Barabfindung in Höhe von EUR 33,20 je auf den Namen lautender Stückaktie der Aareal Bank AG auf die Hauptaktionärin übertragen.“

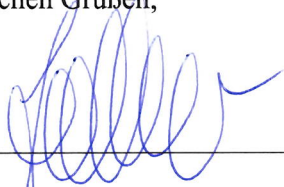
In einem schriftlichen Bericht der Atlantic BidCo GmbH an die Hauptversammlung der Aareal Bank AG, den wir Ihnen noch rechtzeitig gesondert zukommen lassen werden, werden die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet.

Die Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts gemäß § 327b Abs. 3 AktG werden wir entsprechend den gesetzlichen Bestimmungen rechtzeitig übermitteln.

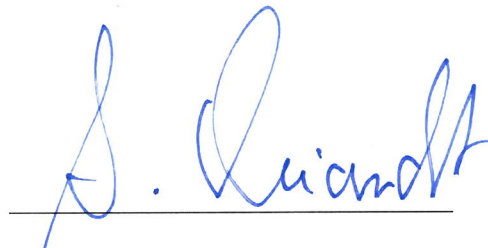
Gemäß Handelsregisterauszug, der als Anlage 2 beigefügt ist, sind die Unterzeichner Geschäftsführer der Atlantic BidCo GmbH und berechtigt, die Atlantic BidCo GmbH gemeinsam zu vertreten.

Wir bitten Sie, uns den Eingang dieses Schreibens schriftlich zu bestätigen.

Mit freundlichen Grüßen,

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'H. Lotter', written over a horizontal line.

Name: Hans-Hermann Lotter
Funktion: Geschäftsführer

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'Dr. A. Wieandt', written over a horizontal line.

Name: Dr. Axel Wieandt
Funktion: Geschäftsführer

Anlage 1

214356 - ATLANTIC BIDCO GMBH
03/13/2024

ISIN	Description	Ccy	Ctry Inc	Status	Loc	Reg	Traded Shares/Par Amortized Face	Settled Shares/Par	Pending Receive Shares / Par	Pending Deliver Shares/Par
DE000A37FT90	AAREAL BANK AG NPV	EUR	DE	AVAILABLE	CBF	CBF8	57,029,332.0000	57,029,332.0000		
TOTAL BY UNITS - 214356 - ATLANTIC BIDCO GMBH							57,029,332.0000	57,029,332.0000		
TOTAL BY AMORTIZED FACE - 214356 - ATLANTIC BIDCO GMBH							0.0000			



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Atlantic BidCo GmbH
Wiesenhüttenstr. 11
60329 Frankfurt am Main

Stephan Grube
Corporate Banking

Phone +49 40 350 60-8034
Fax +49 40 350 60-9312893
E-mail stephan.grube@berenberg.com

13 March 2024

Proof of Holdings

Dear Sir or Madam,

as of the reporting date 12 March 2024 your securities account 40-02893-008 shows a balance of 133.241 shares of ISIN DE000A37FT90 Aareal Bank AG.

Yours sincerely,

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
(This statement bears no signature)

Anlage 2

Handelsregister B des Amtsgerichts Frankfurt am Main	Abteilung B Wiedergabe des aktuellen Registerinhalts Abruf vom 13.03.2024 09:53	Nummer der Firma: HRB 124165
-Ausdruck-	Seite 1 von 2	

1. Anzahl der bisherigen Eintragungen:

10

2. a) Firma:

Atlantic BidCo GmbH

b) Sitz, Niederlassung, inländische Geschäftsanschrift, empfangsberechtigte Person, Zweigniederlassungen:

Frankfurt am Main

Geschäftsanschrift: Wiesenhüttenstraße 11, 60329 Frankfurt am Main

c) Gegenstand des Unternehmens:

das Halten und die Verwaltung der Beteiligung an der Aareal Bank AG

3. Grund- oder Stammkapital:

25.000,00 EUR

4. a) Allgemeine Vertretungsregelung:

Ist nur ein Geschäftsführer bestellt, so vertritt er die Gesellschaft allein. Sind mehrere Geschäftsführer bestellt, so wird die Gesellschaft durch zwei Geschäftsführer oder durch einen Geschäftsführer gemeinsam mit einem Prokuristen vertreten.

b) Vorstand, Leitungsorgan, geschäftsführende Direktoren, persönlich haftende Gesellschafter, Geschäftsführer, Vertretungsberechtigte und besondere Vertretungsbefugnis:

Mit der Befugnis, im Namen der Gesellschaft mit sich als Vertreter eines Dritten Rechtsgeschäfte abzuschließen:

Geschäftsführerin: Comptour, Aurélie, Strassen / Luxemburg, *26.07.1981

Geschäftsführer: Lotter, Hans-Hermann Anton, Frankfurt am Main, *29.12.1964

Geschäftsführer: Dr. Wieandt, Axel, Königstein im Taunus, *19.09.1966

Geschäftsführerin: Zymogliad, Tetiana, Luxemburg / Luxemburg, *25.07.1989

5. Prokura:

6. a) Rechtsform, Beginn, Satzungen oder Gesellschaftsvertrag:

Gesellschaft mit beschränkter Haftung

Gesellschaftsvertrag vom 09.07.2021

Zuletzt geändert durch Beschluss vom 27.01.2023

b) Sonstige Rechtsverhältnisse:

Handelsregister B des Amtsgerichts Frankfurt am Main	Abteilung B Wiedergabe des aktuellen Registerinhalts Abruf vom 13.03.2024 09:53	Nummer der Firma: HRB 124165
-Ausdruck-	Seite 2 von 2	

7. a) Tag der letzten Eintragung:

09.02.2024

Anlage 3

**Gewährleistungserklärung der BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland,
Frankfurt am Main, gemäß § 327b Abs. 3 AktG**



BNP Paribas · Senckenberganlage 19 · 60325 Frankfurt am Main

Atlantic BidCo GmbH
Wiesenhüttenstraße 11
60329 Frankfurt am Main
Deutschland

Frankfurt am Main, am 21. März 2024

Zur Übermittlung an den Vorstand der Aareal Bank AG, Wiesbaden

Gewährleistungserklärung für die Barabfindungsverpflichtung der Hauptaktionärin der Aareal Bank AG zugunsten der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG gemäß § 327b Abs. 3 AktG

Die Atlantic BidCo GmbH mit Sitz in Frankfurt am Main, eine nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland gegründete und bestehende Gesellschaft mit beschränkter Haftung, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter Registernummer HRB 124165, mit der Geschäftsanschrift Wiesenhüttenstraße 11, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland (im Folgenden „**Atlantic BidCo**“ oder die „**Hauptaktionärin**“), hat uns ihre Absicht mitgeteilt, als Hauptaktionärin sämtliche auf den Namen lautende Stückaktien (internationale Wertpapierkennnummer (im Folgenden „**ISIN**“) DE000A37FT90) (im Folgenden „**Stückaktie**“) der Aareal Bank AG, einer nach deutschem Recht gegründeten und bestehenden Aktiengesellschaft, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Wiesbaden unter Registernummer HRB 13184, mit der Geschäftsanschrift Paulinenstraße 15, 65189 Wiesbaden, Deutschland (im Folgenden „**Aareal**“), der übrigen Aktionäre der Aareal (im Folgenden die „**Minderheitsaktionäre**“ und einzeln der „**Minderheitsaktionär**“) im Rahmen eines Verfahrens zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG zu erwerben.

Die Hauptaktionärin hat uns ferner mitgeteilt, dass ihr 57.162.573 der insgesamt ausgegebenen 59.857.221 Stückaktien gehören. Dies entspricht rund 95,50 % und damit mehr als 95 von Hundert des Grundkapitals von Aareal. Die Atlantic BidCo ist damit Hauptaktionärin der Aareal im Sinne von § 327a Abs. 1 S. 1 AktG.

Auf Verlangen der Hauptaktionärin vom 11. Dezember 2023, bestätigt und konkretisiert mit Schreiben vom 13. März 2024, soll in der ordentlichen Hauptversammlung der Aareal am 3. Mai 2024 gemäß § 327a Abs. 1 AktG über die Übertragung der Stückaktien der Minderheitsaktionäre, jeweils mit einem rechnerischen Betrag am Grundkapital von EUR 3,00 (in Worten: drei Euro) je Stückaktie, auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung in Höhe von EUR 33,20 (in Worten: dreiunddreißig Euro zwanzig Cent) je Stückaktie beschlossen werden.

Mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Aareal gehen kraft Gesetzes alle Stückaktien der Minderheitsaktionäre auf die Atlantic BidCo als Hauptaktionärin über und die Minderheitsaktionäre erhalten im Gegenzug den Anspruch gegen die Hauptaktionärin auf unverzügliche Zahlung der festgelegten Barabfindung.



Seite 2 zu unserem Schreiben vom 21. März 2024

Gemäß § 327b Abs. 3 AktG hat die Hauptaktionärin dem Vorstand der Gesellschaft vor Einberufung der Hauptversammlung, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin beschließt, die Erklärung eines im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstitutes zu übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin übernimmt, den Minderheitsaktionären unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen, nachdem der Übertragungsbeschluss im Handelsregister der Gesellschaft eingetragen und damit wirksam geworden ist (§ 327e Abs. 3 S. 1 AktG).

Dies vorausgeschickt, übernimmt die BNP Paribas S.A. Niederlassung Deutschland, eine Zweigniederlassung der BNP Paribas S.A., einer Aktiengesellschaft französischen Rechts, und Zweigniederlassung im Sinne von § 53b Abs. 1 S. 1 KWG, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter Registernummer HRB 40950 (im Folgenden „**BNP Paribas Niederlassung Deutschland**“) als im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugtes Kreditinstitut hiermit nach § 327b Abs. 3 AktG gegenüber jedem Minderheitsaktionär unbeding und unwiderruflich die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Atlantic BidCo als Hauptaktionärin von Aareal, den Minderheitsaktionären unverzüglich die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 33,20 (in Worten: dreiunddreißig Euro zwanzig Cent) je auf die Hauptaktionärin übergegangener Stückaktie zu zahlen, nachdem der Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung von Aareal gemäß § 327a Abs. 1 AktG im Handelsregister der Aareal eingetragen und damit wirksam geworden ist (§ 327e Abs. 3 S. 1 AktG). Die BNP Paribas Niederlassung Deutschland übernimmt darüber hinaus die Gewährleistung für die Verpflichtung der Atlantic BidCo, den Minderheitsaktionären Zinsen gemäß § 327b Abs. 2 AktG auf die festgelegte Barabfindung in Höhe von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz gemäß § 247 BGB p.a. zu zahlen.

Diese Gewährleistung wird als selbständiges Garantieverprechen abgegeben und stellt einen echten Vertrag zugunsten Dritter gemäß § 328 Abs. 1 BGB dar, aus dem jedem Minderheitsaktionär gegenüber BNP Paribas Niederlassung Deutschland ein unmittelbarer Zahlungsanspruch zusteht. BNP Paribas Niederlassung Deutschland kann aus der Gewährleistungserklärung nur insoweit in Anspruch genommen werden, als der Anspruch auf Barabfindung jeweils besteht und nicht verjährt ist. Im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär sind Einwendungen und Einreden aus dem Verhältnis der BNP Paribas Niederlassung Deutschland zur Hauptaktionärin ausgeschlossen.

Der BNP Paribas Niederlassung Deutschland gegenüber sind Erklärungen in deutscher oder englischer Sprache abzugeben. Diese Gewährleistungserklärung unterliegt ausschließlich dem Recht der Bundesrepublik Deutschland.

Mit freundlichen Grüßen

**BNP Paribas S.A.
Niederlassung Deutschland**

Christian Schwarzmüller
Co-Head Advisory Germany & Austria
Advisory Germany & Austria

Marcellus Ramsauer
Head of Business Valuation Team
Advisory for Listed Companies

Anlage 4

**Gutachtliche Stellungnahme der ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH,
München, vom 21. März 2024**

VALUETRUST

Gutachtliche Stellungnahme

zur Ermittlung des Werts des Eigenkapitals der

Aareal Bank AG, Wiesbaden

und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG

zum 3. Mai 2024

Inhaltsübersicht

1. Auftrag und Auftragsdurchführung	11
1.1. Auftrag.....	11
1.2. Auftragsdurchführung.....	12
2. Bewertungsobjekt	14
2.1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse.....	14
2.2. Unternehmenshistorie	18
2.3. Wirtschaftliche Grundlagen	22
2.4. Vergleichsunternehmen (Peer Group-Unternehmen)	88
3. Allgemeine Bewertungsgrundsätze	93
3.1. Anforderungen an die Festlegung der angemessenen Abfindung gemäß §§ 327a ff. AktG ...	93
3.2. Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1	94
3.3. Relevanz von Preisen und Börsenkursen.....	95
3.4. Bewertung anhand der DCF- bzw. Ertragswert-Methode.....	97
3.5. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode	100
3.6. Liquidationswert und Substanzwert	102
3.7. Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1.....	103
4. Unternehmensplanung des Bewertungsobjekts	104
4.1. Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung	104
4.2. Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung	105
4.3. Analyse der Planungstreue	109
4.4. Analyse der Planungsrechnung.....	111
4.5. Konvergenz- und Fortführungsphase	132
4.6. Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber.....	138
5. Kapitalkosten.....	140
5.1. Eigenkapitalkosten	141
5.2. Wachstumsabschlag.....	150
6. Unternehmensbewertung	151
6.1. Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1	151
6.2. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode	155
6.3. Börsenkurs.....	165
6.4. Fazit zum Wert des Eigenkapitals	171
7. Würdigung der Bewertungsergebnisse	173

Anlagen..... 175

Inhaltsverzeichnis

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung	11
1.1.	Auftrag	11
1.2.	Auftragsdurchführung	12
2.	Bewertungsobjekt	14
2.1.	Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	14
2.2.	Unternehmenshistorie.....	18
2.3.	Wirtschaftliche Grundlagen.....	22
2.3.1.	Geschäftsmodell	22
2.3.2.	Unternehmensstrategie	30
2.3.3.	Makroökonomische Situation und Ausblick.....	32
2.3.3.1.	Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts	32
2.3.3.2.	Entwicklung der Verbraucherpreisindizes.....	36
2.3.4.	Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie Marktposition	38
2.3.4.1	Grundsätzliche Entwicklung des Zinsumfeldes	38
2.3.4.2	Entwicklung der gewerblichen Immobilienmärkte	41
2.3.4.3	Refinanzierungsumfeld.....	52
2.3.4.4	Senkung der Verwaltungskosten in der Bankenbranche	57
2.3.4.4	Regulatorisches Umfeld.....	59
2.3.4.6	Wachstumserwartungen, Markttreiber und langfristige Trends.....	64
2.3.5.	Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage.....	68
2.3.5.1.	Ertragslage	68
2.3.5.2.	Vermögens- und Finanzlage	73
2.3.6.	SWOT-Analyse.....	79
2.3.6.1.	Stärken	79
2.3.6.2.	Schwächen	80
2.3.6.3.	Gelegenheiten	82
2.3.6.4.	Gefahren	83
2.3.6.5.	Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil.....	85
2.4.	Vergleichsunternehmen (Peer Group-Unternehmen).....	88
2.4.1.	Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group-Unternehmen	88
2.4.2.	Peer Group-Übersicht.....	89
3.	Allgemeine Bewertungsgrundsätze	93

3.1.	Anforderungen an die Festlegung der angemessenen Abfindung gemäß §§ 327a ff. AktG	93
3.2.	Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1	94
3.3.	Relevanz von Preisen und Börsenkursen	95
3.4.	Bewertung anhand der DCF- bzw. Ertragswert-Methode	97
3.4.1.	Ermittlung des DCF- bzw. Ertragswerts	98
3.4.1.1.	DCF-Wert gemäß Cashflow to Equity-Ansatz	98
3.4.1.2.	Ertragswert nach persönlichen Steuern	98
3.4.2.	Nicht-beherrschende Anteile	99
3.4.3.	Sonderwerte	99
3.4.4.	Wert des Eigenkapitals	100
3.5.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode	100
3.6.	Liquidationswert und Substanzwert	102
3.7.	Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1	103
4.	Unternehmensplanung des Bewertungsobjekts	104
4.1.	Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung	104
4.2.	Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung	105
4.3.	Analyse der Planungstreue	109
4.4.	Analyse der Planungsrechnung	111
4.4.1.	Planung der Gewinn- und Verlustrechnung	111
4.4.2.	Bilanzplanung	120
4.4.3.	Planung des regulatorischen Eigenkapitals	125
4.4.4.	Ergebnis zur Analyse der Planungsrechnung	130
4.5.	Konvergenz- und Fortführungsphase	132
4.6.	Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber	138
5.	Kapitalkosten	140
5.1.	Eigenkapitalkosten	141
5.1.1.	Basiszinssatz	141
5.1.2.	Risikozuschlag	142
5.2.	Wachstumsabschlag	150
6.	Unternehmensbewertung	151

6.1.	Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1	151
6.1.1.	Ertragswert	151
6.1.2.	Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen	154
6.1.3.	Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1	154
6.2.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode	155
6.2.1	Bewertung anhand vergleichbarer notierter Unternehmen	156
6.2.2	Bewertung anhand vergleichbarer Transaktionen.....	160
6.3.	Börsenkurs	165
6.4.	Fazit zum Wert des Eigenkapitals	171
7.	Würdigung der Bewertungsergebnisse	173
Anlagen	175
1.	Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen	175
2.	Peer Group-Auswahl	176
3.	Unternehmensbewertung der Aareon AG	177
3.1.	Gewinn- und Verlustrechnung der Aareon – Historie und Planung	177
3.2.	Konvergenz- und Fortführungsphase	181
3.3.	Ableitung des Werts des Eigenkapitals der Aareon AG zum 31. Dezember 2024..	184
3.4.	Ableitung der nicht-beherrschenden Anteile bei der Aareon.....	186
4.	Anpassungen Gewinn- und Verlustrechnung	187
5.	Anpassungen Bilanz	188
6.	Definition wesentlicher Kennzahlen	189

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Bedeutung
AB	= Aktiebolag (Schweden), Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Abs.	= Absatz
AG	= Aktiengesellschaft
AktG	= Aktiengesetz
APV	= Adjusted Present Value
AS	= Aksjeselskap (Norwegen), Aktiengesellschaft
AT	= Additional Tier
B.V.	= Besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid (Niederlande), Gesellschaft mit beschränkter Haftung
BaFin	= Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BCBS	= Basler Ausschuss (Basel Committee on Banking Supervision)
BDS	= Banking & Digital Solutions
BGH	= Bundesgerichtshof
BIP	= Bruttoinlandsprodukt
Bps	= Basispunkte
BU-Planung	= Bottom Up-Planung
BVerfG	= Bundesverfassungsgericht
Bzgl.	= Bezüglich
Bzw.	= Beziehungsweise
BvR	= Aktenzeichen des Bundesverfassungsgerichts
Ca.	= circa
CAGR	= Durchschnittliche, jährliche Wachstumsrate (Compound annual growth rate)
CA-OM	= Corporate Affairs – Organisational Management (Organisationseinheit)
CAPEX	= Capital Expenditures
CAPM	= Capital Asset Pricing Model
CDAX	= Composite DAX
CDS	= Credit Default Swaps
CET1	= Common Equity Tier 1
CIR	= Cost-Income-Ratio
CP	= Commercial Paper
c.p.	= ceteris paribus
CRD	= Capital Requirements Regulation
CREF	= Commercial Real Estate Financing
CRR	= Capital Requirements Regulation
CVA	= Credit Valuation Adjustment Risk
DAI	= Deutsches Aktieninstitut
DAX	= Deutscher Aktienindex
DCF	= Discounted Cashflow
DEPFA	= Deutsche Pfandbriefanstalt
Difi	= Deutscher Immobilienfinanzierungsindex
EBA	= European Banking Authority
EBITDA	= (Operatives) Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen

VALUETRUST

Abkürzung	Bedeutung
EBIT	= (Operatives) Ergebnis vor Zinsen und Steuern
EBT	= (Operatives) Ergebnis vor Steuern
ECP	= European Commercial Paper
EK	= Eigenkapital
EPS	= Earnings per share (Ergebnis je Aktie)
ERP	= Enterprise-Resource-Planning
ESG	= Environmental Social Governance
EstG	= Einkommensteuergesetz
ESTR	= Euro Short Term Rate
etc.	= et cetera
EU	= Europäische Union
EUR	= Euro
EURIBOR	= European Interbank Offered Rate
EV	= Enterprise Value (Unternehmensgesamtwert)
e.V.	= Eingetragener Verein
EWU	= Europäische Wirtschafts- und Währungsunion
EZB	= Europäische Zentralbank
e.V.	= Eingetragener Verein
FAUB	= Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
FC	= Finance & Controlling
FTE	= Flow to Equity oder Cashflow to Equity
fvpl.	= fair value through profit and loss
ggf.	= gegebenenfalls
GewSt	= Gewerbesteuer
GmbH	= Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co.	= Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft
KG	=
GSIB	= Global Systemically Important Banks (systemrelevantes Finanzinstitut)
GuV	= Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	= Handelsgesetzbuch
HQLA	= High Quality Liquid Assets
IAS	= International Accounting Standard
IASB	= International Accounting Standards Board
i.d.R.	= in der Regel
i.e.S.	= im engeren Sinne
i.H.v.	= in Höhe von
IDW	= Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	= IDW Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008)
IFRS	= International Financial Reporting Standards
IG	= Investment Grade
ILAAP	= Überprüfung der Risikotragfähigkeit und der Sicherstellung der Liquiditätsausstattung
IRBA	= Internal Ratings Based Approach
ISIN	= International Securities Identification Number
IWF	= Internationaler Währungsfonds

Abkürzung	Bedeutung
KBV	= Kurs-Buchwert-Verhältnis
KGV	= Kurs-Gewinn-Verhältnis
KG	= Kommanditgesellschaft
KI	= Künstliche Intelligenz
KSt	= Körperschaftsteuer
KSA	Kreditrisiko Standard Ansatz
KStG	= Körperschaftsteuergesetz
KWG	= Kreditwesengesetz
LCR	= Liquidity Coverage Ratio
LG	= Landgericht
LGD	= Erwarteter Verlust im Falle des Ausfalls
LIBOR	= London Interbank Offered Rate
LLC	= Limited Liability Company (USA), Gesellschaft mit beschränkter Haftung
LP	= Limited Partnership (USA), Kommanditgesellschaft
Ltd.	= Limited Company
LTM	= Last twelve months
LTV	= Loan-to-Value
MEP	= Management Equity Program
Mio.	= Millionen
Mrd.	= Milliarden
MRP	= Marktrisikoprämie
NPL	= Non Performing Loans
n.St.	= nach Steuern
OECD	= Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OLG	= Oberlandesgericht
OY	= Osakeyhtiö (Finnland), Aktiengesellschaft
p.a.	= Per annum
pbb	= Deutsche Pfandbriefbank AG
PD	= Probability of Default
pers.	= Persönlich
PCAF	= Partnership for Carbon Accounting Financials
PfandBG	= Pfandbriefgesetz
PL	= Performing Loans
RA	= Regulatory Affairs (Organisationseinheit)
RCO	= Risk Controlling (Organisationseinheit)
rd.	= rund
RM	= Reichsmark
Q&A	= Questions and answers
REXP	= Deutscher Rentenindex
Rz.	= Randziffer
ROE	= Return on Equity (Eigenkapitalrentabilität)
RP	= Risikoprämie
RWA	= Risk Weighted Assets
S.A.	= Société Anonym
SaaS	= Software as a Service
S.à.r.l.	= Société à responsabilité limitée

VALUETRUST

Abkürzung	Bedeutung
SBM	= Sonderbetriebsmittel
SDAX	= Deutscher Aktien Index – Small Cap
SE	= Societas Europaea
SoFFin	= Finanzmarktstabilisierungsfonds
sog.	= Sogenannt
SolZ	= Solidaritätszuschlag
SPF	= Segment Strukturierte Immobilienfinanzierungen
S.p.A.	= Società per Azioni
SREP	= Supervisory Review and Evaluation Process
SWOT-Analyse	= Modell zur Analyse von Stärken und Schwächen des Geschäftsmodells sowie Gelegenheiten und Gefahren des Markt- und Wettbewerbsumfelds
S&P	= Standard & Poor's (Ratingagentur)
S&P 500	= Standard & Poor's 500 (amerikanischer Aktienindex)
Tax-CAPM	= Capital Asset Pricing Modell unter Einbezug von Steuern
TCF	= Total Cashflow-Ansatz
TD-Planung	= Top-Down Planung
TLTRO	= Targeted Longer-Term Refinancing Operations
tlw.	= teilweise
Tsd.	= Tausend
TV	= Terminal Value
Tz.	= Textziffer
u.a.	= unter anderem
UK	= United Kingdom
USA	= United States of America
USD	= US Dollar
v.a.	= vor allem
VCP	= Value-Creation Programm/Plan
VDP	= Verband deutscher Pfandbriefbanken
Vgl.	= vergleiche
vSt.	= vor Steuern
VWAP	= volume-weighted average price
WACC	= Weighted Average Cost of Capital
WoWi	= Wohnungswirtschaftliche Einlagen
WKN	= Wertpapierkennnummer
WP	= Wirtschaftsprüfer
WPg	= Die Wirtschaftsprüfung vom IDW Verlag
WpÜG	= Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜGAngebV	= Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots
XETRA	= Elektronisches Handelssystem der Deutsche Börse AG
ZfB	= Zeitschrift für Betriebswirtschaft
YoD	= Yield-on-Debt
z.B	= Zum Beispiel

1. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

1.1. Auftrag

1. Mit Schreiben vom 13. Dezember 2023 hat die Atlantic BidCo GmbH (im Folgenden „Atlantic BidCo“ oder „Auftraggeberin“) uns, die ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München („ValueTrust“), beauftragt, im Zusammenhang mit einer möglichen Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG, Wiesbaden („Aareal Bank AG“ als Gesellschaft und „Aareal“ als Aareal Bank AG inklusive aller Konzerngesellschaften) gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung nach §§ 327a ff. AktG eine Gutachtliche Stellungnahme zum Wert des Eigenkapitals der Aareal Bank AG und der anzubietenden angemessenen Barabfindung („Abfindung“) zu erstellen. Die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre führt zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre („Squeeze Out“). Die Atlantic BidCo hat die Aareal Bank AG am 22. November 2023 über die Absicht, einen Squeeze Out durchführen zu wollen, informiert und hat dies mit Pressemitteilung vom gleichen Tag bekanntgemacht.
2. Der Bewertungsanlass ist die Durchführung des aktienrechtlichen Squeeze Outs der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG durch deren Hauptaktionärin Atlantic BidCo. In diesem Zusammenhang unterstützen wir die Geschäftsführung der Atlantic BidCo bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327 a AktG. Zum Datum der Ausstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme hält die Atlantic BidCo 57.162.573 Stück bzw. rund 95,5% der Aareal-Aktien.
3. Die Atlantic BidCo hat am 11. Dezember 2023 das förmliche Verlangen im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der Aareal Bank AG gerichtet, eine Hauptversammlung der Gesellschaft einzuberufen und diese Hauptversammlung über die Übertragung der Aareal-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Atlantic BidCo gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Als Bewertungsstichtag wurde der 3. Mai 2024 festgelegt („Bewertungsstichtag“). An diesem Tag werden die Aktionäre der Aareal Bank AG voraussichtlich in der ordentlichen Hauptversammlung über den Squeeze Out abstimmen.
4. Die Gutachtliche Stellungnahme soll einen Bestandteil des „Berichts der Atlantic BidCo GmbH als Hauptaktionärin der Aareal Bank AG über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG auf die Atlantic BidCo GmbH sowie zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG“ („Übertragungsbericht“) bilden, der im Zusammenhang mit der Einladung zur beschlussfassenden ordentlichen Hauptversammlung der Aareal Bank AG veröffentlicht wird.
5. Bei der Auftragsdurchführung haben wir die Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (im Folgenden auch „IDW“), insbesondere den IDW Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008, Stand:

4. Juli 2016¹, im Folgenden „IDW S 1“), zugrunde gelegt. Auftragsgemäß haben wir eine Plausibilisierung der Planungsrechnung durchgeführt. Neben den Grundsätzen des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 berücksichtigen wir ebenso die sich in der Rechtsprechung zur Ermittlung der angemessenen Abfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen entwickelten Grundsätze der Unternehmensbewertung. Der gemäß IDW S 1 in dieser Gutachtlichen Stellungnahme als neutraler Gutachter ermittelte Wert des Eigenkapitals stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren ergibt (sog. „objektivierter Unternehmenswert“).

6. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit, auch im Verhältnis zu Dritten, gelten die im Auftragsschreiben dokumentierten Auftragsbedingungen. Diese Gutachtliche Stellungnahme dient ausschließlich für die interne Verwendung durch die Auftraggeberin sowie zum Zwecke der Durchführung des Squeeze Outs. Die interne Verwendung umfasst neben Informationszwecken für den Vorstand und den Aufsichtsrat der Aareal Bank AG und die Geschäftsführung der Atlantic BidCo auch die Veröffentlichung im Zusammenhang mit der Vorbereitung und Durchführung der ordentlichen Hauptversammlung der Aareal Bank AG sowie die Verwendung im Zusammenhang mit sich potentiell anschließenden Spruchverfahren, vorausgesetzt unsere Gutachtliche Stellungnahme wird vollständig und mit allen Anhängen weitergegeben. Ferner dient unsere Gutachtliche Stellungnahme als Grundlage für den Übertragungsbericht der Geschäftsführung der Atlantic BidCo und darf diesem als Anlage beigelegt werden.
7. Darüber hinaus darf diese Gutachtliche Stellungnahme Dritten nicht ohne unsere vorherige schriftliche Einwilligung zugänglich oder bekannt gemacht werden. In keinem Fall, gleichgültig, ob eine Einwilligung erteilt wurde oder nicht, übernehmen wir gegenüber Dritten Haftung für die Gutachtliche Stellungnahme.

1.2. Auftragsdurchführung

8. Wir haben unsere Arbeiten in den Monaten Dezember 2023 bis März 2024 durchgeführt.
9. Für die Auftragsdurchführung standen uns im Wesentlichen die in Anlage 1 „Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen“ genannten Informationen zur Verfügung.
10. Der Wertermittlung liegt ein Kenntnisstand bezogen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von Aareal sowie deren zukünftige Entwicklung zum 21. März 2024 und Kapitalmarktdaten zum 8. März 2024 („Kapitalmarktdatenstichtag“) zugrunde.
11. Darüber hinaus haben wir im Rahmen unserer Plausibilisierungshandlungen Gespräche über die allgemeine Geschäftstätigkeit, die aktuelle und prognostizierte finanzwirtschaftliche Lage

¹ Vgl. WPG Supplement 3/2008, S. 68 ff., FN-IDW 7/2008, S. 271 ff., IDW Life 8/2016, S. 731

sowie die zukünftige strategische Ausrichtung von Aareal geführt und in diesem Zusammenhang mündliche Informationen und Erläuterungen von Organmitgliedern und Mitarbeitern von Aareal, Aareon, dem Teilkonzern und gleichnamigem Segment von Aareal bestehend aus der Aareon AG und deren Tochtergesellschaften („Aareon AG“ als Gesellschaft und „Aareon“ als Aareon AG inklusive aller Tochtergesellschaften), sowie deren Beratern erhalten.

12. Grundsätzlich basiert unsere Wertermittlung auf den für die Bewertung zur Verfügung gestellten Unterlagen. Dabei wurden erhaltene Informationen von uns kritisch gewürdigt, jedoch keiner Prüfung im Sinne einer Jahresabschlussprüfung nach den §§ 316ff. HGB unterzogen.
13. Der Vorstand der Aareal Bank AG und der Aareon AG sowie die Geschäftsführung der Atlantic BidCo haben uns gegenüber zum 21. März bzw. 20. März 2024 jeweils eine Vollständigkeitsklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns die angeforderten Informationen, die für die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme von Bedeutung sind, nach ihrer Kenntnis richtig und vollständig erteilt wurden.
14. Wir betonen, dass sich üblicherweise Unterschiede zwischen den erwarteten und den tatsächlich erzielten Ergebnissen ergeben, da Ereignisse anders als ursprünglich geplant eintreten können. Diese Unterschiede können wesentlich sein. Daher übernehmen wir keine Haftung und Verantwortung für den Eintritt der in der Planungsrechnung unterstellten Annahmen und Ergebnisse und/oder die durchzuführende Maßnahme sowie das Ergebnis der unternehmerischen Aktivität. Gleichfalls tätigen wir keine Aussagen zu den in der Planungsrechnung unterstellten Annahmen, Ergebnissen und Informationen.
15. Wir weisen darauf hin, dass die nachfolgend dargestellten Berechnungen zur Ableitung der Unternehmenswerte grundsätzlich in Millionen Euro ausgewiesen werden. Das Ergebnis unserer Berechnungen haben wir entsprechend gerundet. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgten, kann die Addition bzw. Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- bzw. Gesamtsummen führen.

2. BEWERTUNGSOBJEKT

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

2.1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

18. Das Bewertungsobjekt ist die Aareal Bank AG, Wiesbaden/Deutschland, einschließlich ihrer konsolidierten und nicht konsolidierten Tochterunternehmen, Gemeinschaftsunternehmen und assoziierten Unternehmen.
19. Zum 31. Dezember 2023 umfasst Aareal die Aareal Bank AG und 88 vollkonsolidierte Tochterunternehmen. Des Weiteren bestanden ein Gemeinschaftsunternehmen, vier assoziierte Unternehmen und vier sonstige Unternehmen, die alle nicht voll konsolidiert wurden. Einige der Vertriebsgesellschaften von Aareal befinden sich im Ausland. Das vereinfachte Organigramm von Aareal stellt sich wie folgt dar:

20. Die Geschäftstätigkeit der Aareal ist in drei Segmente unterteilt. Im Segment Strukturierte Immobilienfinanzierungen („SPF“) begleitet die Aareal ihre Kunden bei großvolumigen Investitionen in gewerbliche Immobilien als Finanzierungspartner. Dabei handelt es sich vor allem um Bürogebäude, Hotels, Einzelhandelsimmobilien, Logistik- und Wohnimmobilien sowie Studierenden-Appartements. Im Segment Banking & Digital Solutions („BDS“) bietet die Aareal Unternehmen aus der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft sowie der Energiewirtschaft als Digitalisierungspartner umfassende Beratungsservices und Produktlösungen und bündelt diese mit klassischem Firmenkunden-Banking und Einlagengeschäft (Segmente Strukturierte Immobilienfinanzierungen und Banking & Digital Solutions zusammen: „Aareal Bank“). Das Segment Aareon besteht unter anderem aus der gleichnamigen Aareon AG und ist ein führender Anbieter von SaaS-Lösungen (ERP-Software und digitale Lösungen) für die europäische Immobilienwirtschaft.
21. Die Aareal Bank AG ist eine Aktiengesellschaft deutschen Rechts mit Sitz in Wiesbaden. Beim Amtsgericht Wiesbaden ist sie unter der Register-Nummer HRB 13184 im Handelsregister eingetragen.
22. Gemäß § 2 der Satzung der Gesellschaft umfasst der Unternehmensgegenstand der Aareal Bank AG den 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 Aareal Bank AG ist es nach § 2 Abs. 1 S. 1 PfandBG erlaubt, das Pfandbriefgeschäft nach deutschem Recht zu betreiben. Die Aareal Bank AG ist ein CRR-Kreditinstitut und besitzt diverse bankenrelevante Zulassungen, sie hat die BaFin-ID 10104209. Seit dem zweiten Quartal 2023 ist mit Abschluss der Übernahme der Aareal Bank die Atlantic BidCo die aufsichtsrechtlich relevante Ebene.
23. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.
24. Das Grundkapital der Aareal Bank AG beträgt EUR 179.571.663 und ist eingeteilt in 59.857.221 auf den Namen lautende nennwertlose Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 3,00 je Aktie („Aareal-Aktien“).
25. Zum Datum der Ausstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme hielt die Aareal Bank AG auskunftsgemäß keine eigenen Aktien.

26. Nach dem erfolgreichen Übernahmeangebot und dem darauffolgenden Delisting-Angebot im Jahr 2023 hielt die Atlantic BidCo zum 11. Dezember 2023 rund 95,3% der Aareal-Aktien. Zum Datum der Ausstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme hält die Atlantic BidCo 57.162.573 Stück bzw. rund 95,5% der Aareal-Aktien.
27. Die Aktien der Aareal Bank AG waren vom 17. Juni 2002 bis zum 21. November 2023 im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse sowie seit 2003 im Teilbereich des regulierten Markts mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) notiert. Darüber hinaus wurden die Aareal-Aktien in den Berlin Second Regulated Market einbezogen und im Freiverkehr der Börsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart gehandelt. Am 20. September 2023 wurde von der Aareal Bank AG bekannt gegeben, dass sie eine Delisting-Vereinbarung mit der Atlantic BidCo geschlossen hat. Am 19. Oktober 2023 hat die Atlantic BidCo das Delisting-Erwerbsangebot unterbreitet. Auf Antrag der Aareal Bank AG hat die Frankfurter Wertpapierbörse die Börsenzulassung der Aareal-Aktien widerrufen (sogenanntes Delisting). Damit wurden die Aareal-Aktien mit Ablauf des 21. November 2023 nicht mehr im regulierten Markt gehandelt. Im engen zeitlichen Zusammenhang mit dem Delisting hob die Börse Berlin die Einbeziehung der Aareal-Aktien in den Berlin Second Regulated Market auf und es erfolgte die Einstellung des Handels im Freiverkehr der Börsen in Berlin, Düsseldorf, Hannover, München und Stuttgart. Seitdem werden die Aareal-Aktien, ohne Veranlassung durch die oder Zustimmung der Aareal Bank AG, lediglich noch im Freiverkehr an der Börse Hamburg gehandelt.
28. Die ordentliche Hauptversammlung 2023 hat den Vorstand ermächtigt, das Grundkapital der Gesellschaft in der Zeit bis zum 9. August 2028 mit Zustimmung des Aufsichtsrats durch Ausgabe neuer auf den Namen lautender Stückaktien gegen Bar- oder Sacheinlage, einmalig oder mehrmals, um einen Betrag von bis zu EUR 89.785.830 zu erhöhen („Genehmigtes Kapital 2023“), was ca. 50% des derzeitigen Grundkapitals entspricht. Bei der Ausnutzung des Genehmigten Kapitals 2023 haben die Aktionäre grundsätzlich ein Bezugsrecht. Unter gewissen Umständen ist, mit Zustimmung des Aufsichtsrats, ein Ausschluss des Bezugsrechts möglich. Zum Datum der Ausstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme wurde das Genehmigte Kapital 2023 noch nicht ausgenutzt.
29. Außerdem wurde der Vorstand ermächtigt, bis zum 9. August 2028 Genussscheine und andere hybride Schuldverschreibungen, jeweils mit Wandlungsrecht oder -pflicht herauszugeben. Diese Instrumente dürfen in einer Form, die maximal zum Bezug von 29.928.610 Aareal-Aktien führt, herausgegeben werden und müssen so gestaltet sein, dass diese Instrumente nach Maßgabe der zum Zeitpunkt ihrer Ausgabe geltenden Rechtsvorschriften als bankaufsichtsrechtliche Eigenmittel anerkannt werden können. In diesem Zusammenhang wurde ein bedingtes Kapital („Bedingtes Kapital 2023“) geschaffen, das sich auf EUR 89.785.830 bzw. 29.928.610 Aareal-Aktien beläuft, was ca. 50% des derzeitigen Grundkapitals entspricht. Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur insoweit durchgeführt, wie die Inhaber der vorgenannten Instrumente von ihrem Wandlungsrecht Gebrauch machen bzw. ihre Pflicht zur Wandlung erfüllen. Zum Datum der Ausstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme hat die Aareal Bank AG keine Schuldverschreibungen mit Wandlungsrechten bzw. -pflichten ausgegeben.

30. Weiterhin wurde der Vorstand auf der Hauptversammlung 2023 ermächtigt, bis zum 9. August 2028 Genussscheine und andere hybride Schuldverschreibungen, jeweils ohne Wandlungsrecht oder -pflicht auszugeben. Die Ausgabe dieser Instrumente ist auf einen Gesamtnennbetrag von insgesamt maximal EUR 1.000.000.000 beschränkt. Grundsätzlich ist Aktionären hierbei ein Wahlrecht einzuräumen, dieses kann mit Zustimmung des Aufsichtsrates unter bestimmten Bedingungen ausgeschlossen werden.
31. Der Vorstand der Aareal Bank AG besteht derzeit aus den vier Mitgliedern Jochen Klösger (Chief Executive Officer), Nina Babic (Chief Risk Officer), Marc Heß (Chief Financial Officer) und Christof Winkelmann (Chief Market Officer).
32. Nach § 9 der Satzung besteht der Aufsichtsrat der Aareal Bank AG aus zwölf Mitgliedern. Derzeit sind die zwölf Mitglieder Jean Pierre Mustier (Vorsitzender des Aufsichtsrats), José Sevilla Álvarez, Sylwia Bach (Arbeitnehmervertreterin), Henning Giesecke, Denis Hall, Petra Heinemann-Specht (Arbeitnehmervertreterin), Barbara Antonia Knoflach (Stellvertretende Vorsitzende des Aufsichtsrats), Jan Lehmann (Arbeitnehmervertreter), Hans-Hermann Lotter (Stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats), Marika Lulay, Klaus Novatius (Stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats und Arbeitnehmervertreter) und Prof. Dr. Hermann Wagner.
33. Die Aareal Bank AG unterliegt dem deutschen Steuerrecht. Der Körperschaftssteuersatz der Gesellschaft beträgt 15,0%, der Solidaritätszuschlag 5,5% und der Gewerbesteuersatz 15,5%. Die effektive Steuerquote von Aareal für das Jahr 2023 betrug aufgrund von Sondereffekten in Zusammenhang mit der Übernahme durch die Atlantic BidCo 68%. Im Jahr 2022 lag die effektive Steuerquote nach IFRS bei 36%. In der Aareal Konzernstruktur bestehen außerdem steuerliche Organschaften. Die Aareal Bank AG bildet mit neun direkten Tochtergesellschaften eine ertragsteuerliche Organschaft. In der Konzernstruktur bestehen außerdem noch sechs weitere ertragsteuerliche Organschaften, jeweils mit Ergebnisabführungsvertrag.
34. Zum 31. Dezember 2023 verfügte Aareal über Verlustvorträge, die im Wesentlichen auf die Aareal Capital Corporation i.H.v. EUR 191 Mio. und die Aareal Betriebsstätte in Rom i.H.v. EUR 237 Mio. entfallen.
35. Die Aareal Bank AG führt gemäß § 27 KStG das steuerliche Einlagekonto, dessen Wert zum 31. Dezember 2023 EUR 493,6 Mio. beträgt.

2.2. Unternehmenshistorie

36. Die Deutsche WohnstättenBank AG, eine Vorläufergesellschaft der Aareal Bank AG, wurde am 20. Juli 1923 von u.a. den preußischen Wohnungsfürsorge-Gesellschaften und der preußischen Landespfandbriefanstalt in Berlin gegründet.
37. Im Jahr 1926 wurde die Deutsche WohnstättenBank AG in Deutsche Bau- und Bodenbank AG umbenannt. Sieben Jahre später im Jahr 1933 betrug das Kreditvolumen bereits RM 248 Mio.

38. Am wirtschaftlichen Aufschwung nach dem zweiten Weltkrieg konnte die Deutsche Bau- und Bodenbank AG partizipieren, indem sie zu einem der ausgewählten Institute gehörte, die staatliche Wohnungsbaumittel vergeben durfte.
39. Im Jahr 1979 wurde die Deutsche Bau- und Bodenbank AG eine Tochtergesellschaft der Deutschen Pfandbriefanstalt, einem bundeseigenen Finanzdienstleisters für die öffentliche Hand. In der Folge wurde das Privatkundengeschäft kontinuierlich ausgebaut.
40. Zum Jahreswechsel 1989/90 wurde die Deutsche Pfandbriefanstalt in eine Aktiengesellschaft umgewandelt. Im März 1991 folgte der Börsengang als Deutsche Pfandbrief- und Hypothekbank AG, wobei der Bund als bisheriger Mehrheitseigner seine gesamten Anteile verkaufte. In den folgenden Jahren wurde das Geschäft der Gesellschaft weiter ausgebaut und internationalisiert.
41. Im Jahr 2001 wurde die Deutsche Pfandbrief- und Hypothekbank AG in die beiden Gesellschaften DEPFA plc für Staatsfinanzierung und die Aareal Bank AG als Spezialist für Immobilienfinanzierung und immobilienbezogene Dienstleistungen aufgeteilt. Die erstmalige Börsennotierung der Aareal Bank AG folgte im Jahr 2002. Im selben Jahr firmierte die DePfa IT Services AG in die Aareon AG um, die damals noch eine 100-prozentige Tochtergesellschaft der Aareal Bank AG war.
42. In den folgenden Jahren internationalisierte sich Aareal zunehmend. Zwischen dem Jahr 1998 und dem Jahr 2003 verdoppelte sich der Anteil der internationalen Finanzierungszusagen im Aareal-Portfolio von ca. 20% auf über 40%. Bis zum Jahr 2007 stieg der Anteil weiter auf 70%. Gleichzeitig wurden Finanzierungen für Privatpersonen weitgehend eingestellt. Aufgrund der langjährigen Tätigkeit im Bereich der Immobilien- und Wohnungswirtschaft wurde so ein Kundstamm in diesem Bereich aufgebaut. Im Folgenden spezialisierte sich Aareal im Rahmen einer strategischen Neuausrichtung auf ihre zwei Kernkompetenzen, die internationale strukturierte Immobilienfinanzierungen sowie Bank- und Beratungsdienstleistungen für die institutionelle Wohnungswirtschaft in Deutschland.
43. Von der Finanzkrise in den Jahren 2007 bis 2009 war die Aareal als Immobilienfinanzierer ebenfalls betroffen. Die deutsche Bundesregierung unterstützte die Aareal Bank AG im Rahmen des Finanzmarktstabilisierungsfonds (Soffin) im Jahr 2009 durch eine unbefristete stille Einlage in Höhe von EUR 525 Mio. und einen Garantierahmen für unbesicherte Anleihen von bis zu EUR 4 Mrd. Im Jahr 2010 begann die Aareal Bank AG damit, die stille Einlage zurückzuführen, woraufhin im Jahr 2014 diese vollständig beglichen wurde. Die Emissionsgarantien wurden bereits im Jahr 2012 vollständig zurückgegeben.
44. Im Jahr 2013 wurde Aareals erster Nachhaltigkeitsbericht veröffentlicht. Dies unterstreicht die Entwicklung, dass fortan neben rein ökonomischen Interessen auch nachhaltige Faktoren verfolgt werden sollen.

45. Im Jahr 2016 wurde Aareals neues Strategieprogramm Aareal 2020 veröffentlicht. Hierbei wurde vor allem das Thema der Digitalisierung adressiert. Als Ziele für Aareal wurde die Optimierung der organisatorischen Performance, die Entwicklung neuer Finanz- und Zahlungslösungen, die Weiterentwicklung des bestehenden Produktportfolios und die Entwicklung neuer digitaler Lösungen herausgehoben. Seither wurde im Januar 2020 die neue Strategie von Aareal mit dem Namen Aareal Next Level veröffentlicht, welches im Rahmen des 360 Grad Review im Januar 2021 überprüft wurde. Hierbei steht primär das profitable Wachstum aller drei Geschäftssegmente im Fokus. Für das Segment SPF wird hierbei als übergeordnetes Ziel eine kontrollierte Ausweitung des Portfoliovolumens angesteuert. Für BDS steht eine Ausweitung des digitalen Produktangebots und der Ausbau weiterer strategischer Partnerschaften im Vordergrund. Zusätzlich soll das Einlagengeschäft als Refinanzierungsquelle weiter ausgebaut werden. Für Aareon wird organisches und auch weiteres anorganisches Wachstum durch gezielte Akquisitionen sowie Ausbau des bestehenden Kundenstamms priorisiert.
46. Im August 2020 wurde bekannt gegeben, dass die Aareal Bank AG 30% an ihrer Tochtergesellschaft Aareon AG an den Finanzinvestor Advent International verkauft. Der Verkauf wurde im Oktober 2020 abgeschlossen.
47. Im Januar 2021 wurde die im Vorjahr veröffentlichte Strategie Aareal Next Level im Rahmen des 360 Grad Review im Kontext der Covid-19 Pandemie überprüft und bestätigt. In diesem Zusammenhang wurden fünf zusätzliche Hebel zur Steigerung der Profitabilität und Ergreifung von Wachstumschancen identifiziert: 1) Forcierte risikobewusste, organische Ausweitung des Finanzierungsgeschäfts fortsetzen, 2) Erhöhung Profitabilität unter anderem durch die Optimierung der Funding- und Kapitalstruktur, 3) Stärkung des Provisionsgeschäfts im Segment Banking & Digital Solutions sowie Bestätigung der Attraktivität der Einlagenbasis, 4) Weiterentwicklung der Aareon im Rahmen der geschlossenen Partnerschaft mit Advent und 5) Umsetzung weiterer Maßnahmen zur Effizienzsteigerung in Organisation, Prozessen und Infrastruktur.²
48. Im Jahr 2023 wurde die Strategie Aareal Next Level überprüft sowie die strategische Ausrichtung fortgeführt. Die einzelnen geschäftlichen Aktivitäten werden dabei gezielt unter Einbezug von ESG-Aspekten weiterentwickelt, um das Unternehmenswachstum weiter zu beschleunigen (vgl. 2.3.2.).
49. Am 7. Oktober 2021 wurde seitens der Aareal Bank AG bestätigt, dass das Unternehmen ergebnisoffene Gespräche mit einer Gruppe von Finanzinvestoren führe. Dabei wurde ein indikativer Angebotspreis für ein mögliches öffentliches Erwerbsangebot i.H.v. EUR 29,00 je Aareal-Aktie genannt. Dies entsprach einer Prämie von 35% auf den volumengewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs vor Bestätigung der Gespräche über eine mögliche Transaktion. Am 23. November 2021 haben die Atlantic BidCo und die Aareal Bank AG eine Investorenvereinbarung abgeschlossen und die Atlantic BidCo hat ihre Absicht bekanntgegeben, den Aktionären der Aareal Bank AG ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot zum Erwerb ihrer Aktien zu unterbreiten. Das Übernahmeangebot zu einem Angebotspreis je Aktie von EUR 29,00 wurde am 17. Dezember 2021 veröffentlicht. Nach einer Senkung der Mindestannahmeschwelle am

² Vgl. Aareal (2022), Jahrespressekonferenz 2022.

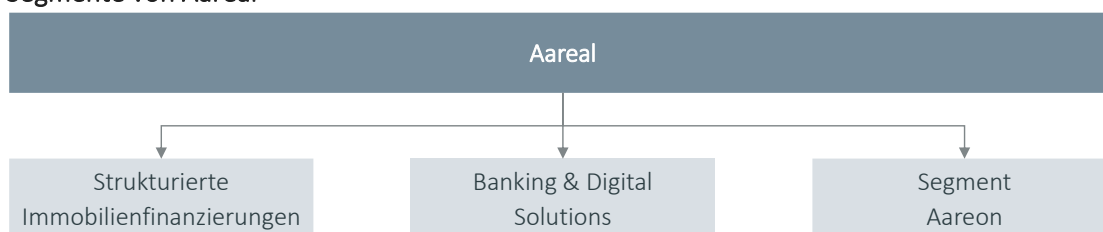
18. Januar 2022 von 70% auf 60% sowie der Erhöhung des Angebotspreises, mittels des Kaufs von 100 Aktien der Aareal Bank AG, auf EUR 31,00 am 26. Januar 2022 hat die Atlantic BidCo am 4. Februar 2022 bekannt gegeben, dass das Angebot nicht erfolgreich war, da die Mindestannahmeschwelle nicht erreicht worden ist.
50. Am 5. April 2022 hat die Atlantic BidCo veröffentlicht, dass sie ein erneutes Übernahmeangebot erwägt und sich hierfür bereits ca. 37% der Stimmrechte gesichert hat. Diesbezüglich wurde am darauffolgenden Tag eine erneute Investorenvereinbarung zwischen der Aareal Bank AG und der Atlantic BidCo geschlossen. Am 26. April 2022 veröffentlichte die Atlantic BidCo das zweite Übernahmeangebot mit einem Angebotspreis von EUR 33,00 je Aktie sowie einer Mindestannahmeschwelle von 60%. Am 25. Mai 2022 gab die Atlantic BidCo bekannt, dass die Mindestannahmeschwelle des Angebots erreicht wurde. Nach Eintreten aller Angebotsbedingungen am 22. Mai 2023 wurde das Angebot schließlich am 7. Juni 2023 vollzogen. Nach dem Vollzug des Übernahmeangebots hielt die Atlantic BidCo rund 89,40% der Aareal-Aktien.
51. Auf Basis der am 20. September 2023 mit der Aareal Bank AG abgeschlossenen Delisting-Vereinbarung hat die Atlantic BidCo am 19. Oktober 2023 ein Delisting-Erwerbsangebot zu einem Angebotspreis von EUR 33,20 je Aktie unterbreitet. Der letzte Handelstag, an dem die Aareal-Aktien im regulierten Markt gehandelt wurden, war der 21. November 2023. Nach dem Vollzug des Delisting-Erwerbsangebots am 8. Dezember 2023 hielt die Atlantic BidCo rund 95% der Aareal-Aktien.
52. Die Atlantic BidCo hat dem Vorstand der Aareal Bank AG am 22. November 2023 mitgeteilt, dass sie die Absicht hat, einen aktienrechtlichen Squeeze Out durchzuführen und hat dies mit Pressemitteilung vom gleichen Tag bekanntgemacht.
53. Am 11. Dezember 2023 übermittelte die Atlantic BidCo das Verlangen auf Durchführung eines aktienrechtlichen Squeeze Out an den Vorstand der Aareal Bank AG.
54. Am 13. März 2024 hat die Atlantic BidCo dem Vorstand der Aareal Bank AG ein konkretisiertes Verlangen übermittelt und in diesem einen Betrag von EUR 33,20 als Barabfindung je Aktie angegeben.

2.3. Wirtschaftliche Grundlagen

2.3.1. Geschäftsmodell

55. Die Aareal Bank AG ist eine Pfandbriefbank mit Lizenz nach deutschem Recht und Hauptsitz in Wiesbaden. Mit dem übergeordneten Ziel der Erreichung eines nachhaltigen Geschäftserfolgs umfassen die strategischen Geschäftsfelder der Aareal die gewerbliche Immobilienfinanzierung sowie Zahlungsverkehrssysteme, Software-Produkte und digitale Lösungen für die Immobilienwirtschaft und angrenzende Industrien. Diese strategischen Geschäftsfelder sind in die drei Segmente Strukturierte Immobilienfinanzierungen, Banking & Digital Solutions und Aareon unterteilt.
56. Die Geschäftstätigkeit der Aareal gliedert sich in die folgenden Segmente:

Segmente von Aareal



Quelle: Unternehmensinformationen

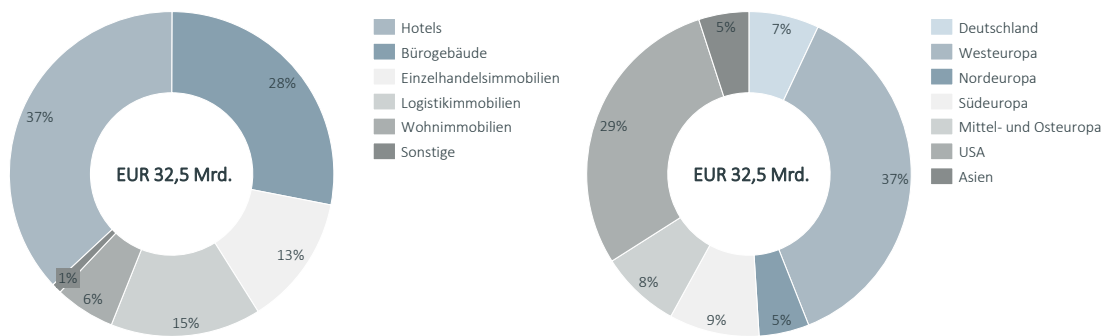
Segment Strukturierte Immobilienfinanzierungen

57. Das Segment Strukturierte Immobilienfinanzierungen beinhaltet das Kerngeschäft von Aareal, die Finanzierung von Investitionen in Gewerbeimmobilien für ihre Kunden. Bei den Immobilien, die von der Aareal Bank finanziert werden, handelt es sich meist um Gewerbeimmobilien, vornehmlich um Hotels, Bürogebäude, Logistikimmobilien, Einzelhandelsimmobilien, Wohnimmobilien und Alternative Living Konzepte. Die Aareal Bank fokussiert sich auf die Finanzierung von Bestandsimmobilien.
58. Hierbei verfolgt die Aareal Bank vorwiegend einen risikoorientierter Senior-Lender Ansatz, das bedeutet, dass die Aareal als Senior-Lender, also als wesentlicher Kreditgeber eines Projekts oder einer Transaktion, auftreten will. In Teilen werden Finanzierungen durch die Aareal Bank auch syndiziert. Die Kunden der Aareal Bank in diesem Segment setzen sich unter anderem zusammen aus institutionellen Investoren, Private Equity-Häusern, Family Offices, Finanzinstituten, Private Individuals, börsennotierte Immobilienunternehmen, Pensionsfonds und Investoren mit Branchenfokus.
59. Der Vertrieb erfolgt über regionale Vertriebsnetze, die von lokalen Standorten in den einzelnen Ländern vor Ort unterstützt werden. Außerdem besitzt Aareal Immobilientyp-Spezialisten, die am Standort in Wiesbaden organisiert sind. Durch die Kombination von lokaler Marktexpertise und branchenspezifischen Know-How kann Aareal in diesem Segment eine Reihe von Finanzierungsprodukten anbieten, darunter Objektfinanzierung, Portfoliofinanzierung, Finanzierung

des Erwerbs von Objektgesellschaften, grenzen-/rechtssystemübergreifende Finanzierung, Arrangement von Immobilienfinanzierung und Syndizierung.

- 60. Im Segment der Strukturierten Immobilienfinanzierungen sind ebenfalls die Treasury-Aktivitäten der Aareal Bank enthalten. Diese werden als Unterstützungsfunktion für die Kerngeschäftsbereiche der Aareal Bank verstanden und stellen die kurz-, mittel- und langfristige Refinanzierung und Liquidität sicher. Darüber hinaus werden im Segment der Strukturierten Immobilienfinanzierung von der Aareal Bank Management- und Beratungsdienstleistungen für gewerbliche Immobilien von der Aareal Estate AG angeboten. Die Aareal Estate AG berät hierbei bei der Übernahme einer Beteiligung insbesondere hinsichtlich der Capex-Planung, agiert als Geschäftsbesorger, um die erfolgreiche operative Restrukturierung sicherzustellen und koordiniert den Verkaufsprozess. Insbesondere übernimmt die Aareal Estate AG die ihr vom Bereich Workout der Aareal Bank AG im Wege der sogenannten Exit-Strategie überantworteten Objekte in ihr Betreuungsportfolio. Zudem betreibt die Aareal Bank auch das Privat- und Kommunalkreditgeschäft der ehemaligen Westdeutschen ImmobilienBank AG („WestImmo“), welches sukzessive abnimmt.
- 61. Geografisch befinden sich die Gewerbeimmobilien, die von Aareal finanziert werden, hauptsächlich in den USA, dem Vereinigten Königreich und weiteren europäischen Ländern wie Frankreich, Deutschland und Polen. Für Europa wird der Vertrieb durch den Euro-Hub in Paris sowie zwei zentrale Vertriebseinheiten aus Wiesbaden mit den Schwerpunkten Retail und Logistikfinanzierung bzw. Hotel und Alternative Living-Finanzierungen betrieben. Die Geschäfte in Nordamerika und Asien werden jeweils von Tochtergesellschaften vor Ort durchgeführt.

Verteilung des Portfolios für Gewerbeimmobilienfinanzierungen (31. Dezember 2023)³
in EUR Mrd. / in %



Anm.: Volumen ohne Privatkundengeschäft und Kommunalkreditgeschäft der ehemaligen Westimmo
Quellen: Unternehmensinformationen, Jahrespressekonferenz 2024, S. 12.

- 62. Das Segment Strukturierte Immobilienfinanzierungen erzielt überwiegend Zinsüberschüsse und historisch einen geringen Anteil Provisionsüberschüsse. Diese betragen im Jahr 2023 EUR 776 Mio. bzw. EUR 6 Mio. Die bankenspezifische Risikovorsorge belief sich im Jahr 2023

³ Die dargestellten Regionen sind die fünf Nationen mit dem größten Finanzierungsportfolios der Aareal.

auf EUR 441 Mio. Als Kennzahl für die Aufwandstruktur einer Bank wird in der Regel die Cost-Income-Ratio verwendet, die vereinfacht den Verwaltungsaufwand zu den Gesamterträgen ins Verhältnis setzt. Diese beträgt bereinigt im Jahr 2023 für die Segmente SPF und BDS 31,7%.

63. Weitere spezifische Kennzahlen, die das Segment der Strukturierten Immobilienfinanzierung betreffen, sind der loan-to-value („LTV“) und der Yield on Debt („YoD“). Die Kennzahl LTV beschreibt das Verhältnis des Kreditbetrags zum Verkehrswert einer Immobilie. Im Jahr 2023 betrug dieser Wert im Finanzierungsportfolio des Segmentes 56%. In Bezug auf die Immobilientypen wiesen Wohnimmobilien (insbesondere Student Housing und Co-Living) zum 31. Dezember 2023 den niedrigsten LTV auf und können somit als am risikoärmsten betrachtet werden. Der höchste LTV lag zum 31. Dezember 2023 bei den Bürogebäuden vor. Der YoD, welcher sich aus dem Quotienten aus Nettomieteinnahmen in Relation zur Kreditsumme berechnet, weist bei Einzelhandelsimmobilien den höchsten Wert auf.
64. Non Performing Loans („NPL“) sind notleidende Kredite, bei denen es als wahrscheinlich erachtet wird, dass diese vom Kreditnehmer nicht wie vertraglich vereinbart zurückgezahlt werden können oder die Zahlungen mehr als 90 Tage im Verzug sind.⁴ Zum 31. Dezember 2023 betrug das Volumen der NPL EUR 1.606 Mio. Geografisch sind die NPL aktuell stark auf die USA und den Immobilientyp Bürogebäude konzentriert. Im Zuge des forcierten Abbaus des NPL-Portfolios wurde bis zum 31. Dezember 2023 eine Risikovorsorgezuführung von rund EUR 115 Mio. vorgenommen.⁵ EUR 36 Mio. davon bezogen sich auf das mittlerweile bereits abgebaute Russland-Exposure. Das Russland-Exposure wurde bis zum 30. September 2023 vollständig abgebaut. Bei einem NPL-Volumen von EUR 1.606 Mio. sowie einem Immobilienfinanzierungsportfolio von EUR 32.500 Mio. zum 31. Dezember 2023 entspricht die NPL-Quote, welche das NPL-Exposure gemäß CRR ins Verhältnis zum gesamten Immobilienfinanzierungsportfolio setzt, rund 4,9%.⁶ Für notleidende Kredite wird von der Aareal entsprechende Risikovorsorge gebildet. Die Ermittlungen der Risikovorsorge beruht auf IFRS Standards und berücksichtigt makroökonomische Faktoren als auch kreditspezifische Faktoren. Ergibt sich hierbei ein Risikovorsorgebedarf, wird dieser als erfolgswirksamer Posten in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst.

Segment Banking & Digital Solutions

65. Im Segment Banking & Digital Solutions bietet die Aareal Bank Gruppe ihren Kunden aus der institutionellen Wohnungswirtschaft, gewerblichen Immobilienfirmen sowie der Energie- und Versorgungswirtschaft Lösungen für die Verwaltung von wohnungswirtschaftlich genutzten Immobilien und die integrierte Abwicklung von Zahlungsverkehrsströmen an. Mit BK01 vertreibt sie eine Lösung zur automatisierten Abwicklung von Massenzahlungsverkehr in der deutschen Immobilienwirtschaft. Das Verfahren ist in lizenzierte ERP-Systeme integriert. Im Zusammenhang mit dem über die Kontosysteme der Aareal Bank laufenden Zahlungsverkehr (BK01) werden Einlagen generiert, die wesentlich zur Refinanzierung der Aareal Bank Gruppe beitragen.

⁴ Vgl. <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/npl.de.html>

⁵ Vgl. Aareal (2024), Jahrespressekonferenz 2024, S. 7.

⁶ Vgl. Aareal (2024), Jahrespressekonferenz 2024, S. 15.

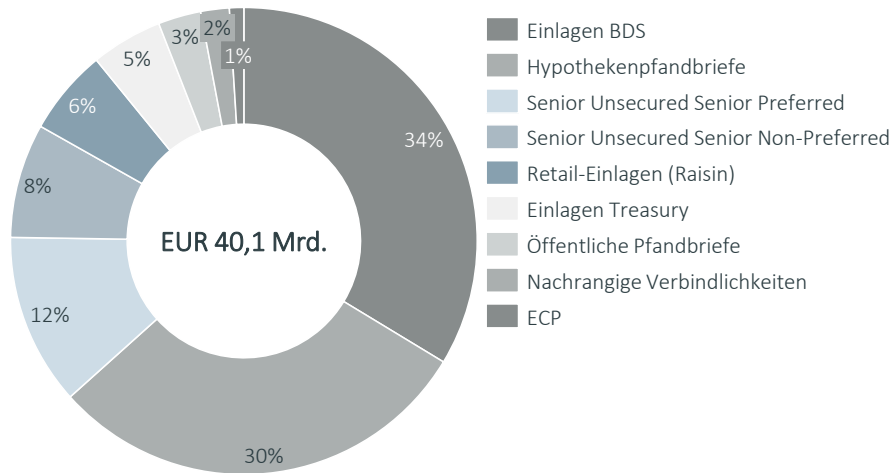
66. Aareal tritt über das Segment Banking & Digital Solutions unter anderem als Zahlungsabwickler für Energieversorger und Wohnungsunternehmen auf. Bei der Produktfamilie BK01 handelt es sich hierbei um eine Lösung zum standardisierten Datenaustausch und automatisierter Abwicklung von Massenzahlungsverkehr sowohl in der deutschen Immobilienwirtschaft sowie auch in der deutschen Energiewirtschaft, das in die führenden wohnungswirtschaftlichen ERP-Systeme integriert werden kann. Hierbei bietet BK01 unter anderem eine Schnittstelle zwischen Energieversorger und Immobilienunternehmer, die automatisierte Kommunikation zwischen den beiden Parteien vereinfacht und Services wie Abrechnung und Rechnungsstellung, sowohl zwischen Energieversorger und Wohnungsunternehmen, wie auch zwischen Wohnungsunternehmen und Mieter umfasst. Zudem stellt das Interface die technische Schnittstelle zwischen Aareons ERP-System sowie anderen kundeninternen ERP-Systemen dar. Weiterhin wird über BK01 die Verknüpfung zu Aareals Bankkontensystemen gewährleistet.
67. Bei dem Aareal Account handelt es sich um das klassische Firmenkundenbanking-Angebot der Aareal. Hierbei können Unternehmen sowohl ein Konto bei der Aareal Bank führen als auch ihren Zahlungsverkehr darüber abwickeln. Über die Kontoführung, wie auch über die Zahlungsabwicklung, generiert die Aareal Bank Einlagen, die als Refinanzierungsquelle genutzt werden.
68. Aufgrund der Integration der Zahlungsverkehrslösungen des Banking & Digital Solutions Segments mit den Softwareinstrumenten der Aareon sind diese beiden Segmente über die Aareal First Financial Solutions AG („First Financial“) verbunden, an welcher die Aareon AG seit Ende 2023 74,9% der Anteile hält. Die restlichen 25,1% hält weiterhin die Aareal Bank AG. Dies bietet für Aareal Kunden die Möglichkeit verschiedene Dienstleistungen vom selben Anbieter zu erlangen und ermöglicht der Aareal unter Umständen ein gewisses Cross-Selling Potential.
69. Zusätzlich dazu sind innerhalb des Segments die Einlagen aus der Wohnungswirtschaft enthalten. Das Volumen betrug zum Ende des Jahre 2023 EUR 12.669 Mio. und stellt am Refinanzierungsmix der Aareal Bank einen wichtigen Bestandteil dar.
70. Die Tochtergesellschaft plusForta GmbH ist ein marktführender Vermittler von privaten und gewerblichen Mietkautionsbürgschaften in Deutschland. Daneben umfasst deren Produktangebot außerdem Mietausfallmanagement und -versicherungen für Vermieter. Weiterhin ist die Tochtergesellschaft collect Artificial Intelligence GmbH als Payment-Solution-Provider unter anderem für KI- gestützte Endkommunikation verantwortlich. Hierdurch soll durch die Integration vielfältiger Zahlungswege der Standard des digitalen Forderungsmanagements für die Kunden der Wohnungs- und der Energiewirtschaft weiter ausgebaut werden.
71. Das Segment Banking & Digital Solutions generiert sowohl Zinsüberschüsse als auch Provisionsüberschüsse. Zinsüberschüsse im Segment stammen im Wesentlichen aus dem Einlagengeschäft der Wohnungswirtschaft und beliefen sich im Jahr 2023 auf EUR 238 Mio., während sich die Provisionsüberschüsse auf EUR 33 Mio. beliefen. Der Verwaltungsaufwand im Segment betrug im Jahr 2023 EUR 110 Mio.

Refinanzierung

72. Die Refinanzierung der Aareal erfolgt über Pfandbriefe, Anleihen, Einlagen aus der deutschen Wohnungswirtschaft und von institutionellen Geldmarktinvestoren sowie von Privatkunden im Treuhandmodell.

Refinanzierungsmix der Aareal Bank (31. Dezember 2023)

in EUR Mrd. / in %



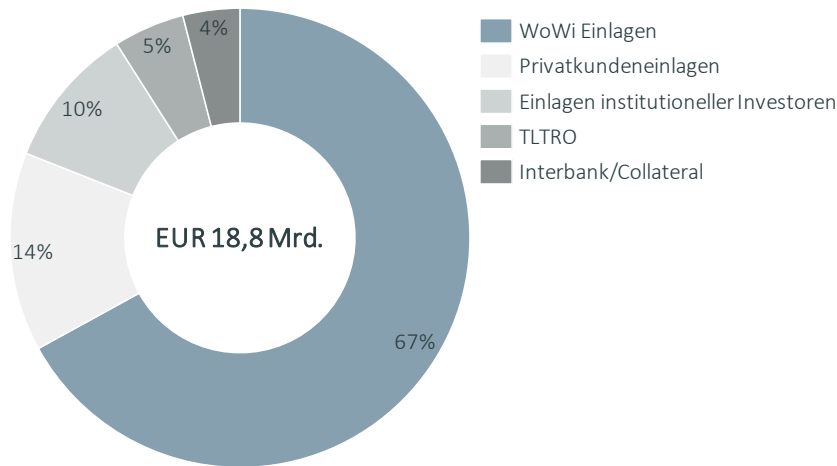
Quellen: Unternehmensinformationen, Jahrespressekonferenz 2024, S. 19.

73. Den größten Teil des Refinanzierungsmixes der Aareal Bank machen die Einlagen der Wohnungswirtschaft aus dem Segment Banking & Digital Solutions aus, die im Jahr 2023 34% betragen, gefolgt von Hypothekendarlehen, die 30% des gesamten Refinanzierungsmixes ausmachen.

74. Die Refinanzierung der Aareal Bank lässt sich nach Kapitalmarkt und Geldmarkt unterteilen. Auf dem Geldmarkt refinanziert sich die Aareal Bank wie folgt:

Refinanzierungsmix Geldmarkt Aareal Bank (31. Dezember 2023)

in EUR Mrd. / in %



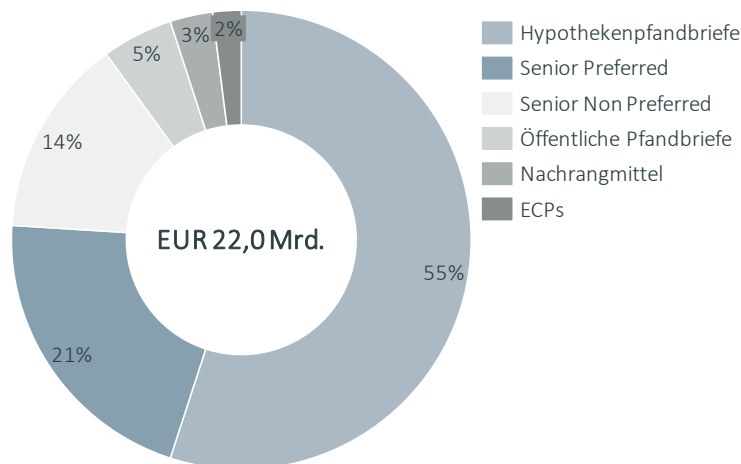
Quelle: Unternehmensinformationen, Geschäftsbericht 2023, S. 30.

75. Im kurzfristigen Zeitraum refinanziert sich die Aareal Bank über Kundeneinlagen vorwiegend aus der Wohnungswirtschaft. Hierbei ist die rechtliche Fälligkeit zwar kurzfristig, gemäß Bodensatz bleiben die Einlagen deutlich länger als die juristische Fälligkeit erhalten. Die Geldmarkverbindlichkeiten setzen sich zusammen aus täglich fälligen Geldern, Termineinlagen und Offenermarktkrediten, wobei die Termineinlagen den größten Anteil ausmachen. Zusätzlich zählen ebenso Einlagen von anderen institutionellen Anlegern und seit dem Jahr 2022 auch von Retailkunden zum Refinanzierungsmix der Bank. Über eine Kooperation mit Raisin, der Betreiberin der Portale Weltsparen und Zinspilot, ist es nun auch für Privatanleger möglich über die Plattform bei der Aareal Bank Festgeld anzulegen. Der Grund hierfür ist eine weitere Diversifikation der Bank auf der Finanzierungsseite. Außerdem werden zusätzlich noch Interbank- und Repo-Geschäfte von der Aareal Bank getätigt.

76. Die Refinanzierung der Aareal Bank über den Kapitalmarkt stellt sich wie folgt dar:

Refinanzierungsmix Kapitalmarkt Aareal Bank (31. Dezember 2023)

in EUR Mrd. / in %



Quelle: Unternehmensinformationen, Geschäftsbericht 2023, S. 31.

77. Der Refinanzierungsmix der Aareal über den Kapitalmarkt setzt sich im Wesentlichen zusammen aus Hypothekendarlehen, Senior Unsecured Emissionen, Nachrangverbindlichkeiten, sowie öffentlichen Darlehen.

Regulatorische Rahmenbedingungen⁷

78. Als Kreditinstitut unterliegt Aareal, bzw. die Atlantic Gruppe den regulatorischen Rahmenbedingungen der Europäischen Kommission, der EZB, Bundesbank und der BaFin mit entsprechenden Anforderungen an das Risikomanagement, die Einhaltung von Eigenkapital- und Mindestliquiditätsvorschriften und der Offenlegung.

79. Die Atlantic Gruppe setzt sich zusammen aus der Atlantic Lux HoldCo S.à r.l., die 100% der Anteile an der Atlantic BidCo hält, als oberste Finanzholdinggesellschaft, die zusammen mit der Atlantic BidCo als Zwischenholdinggesellschaft und der Aareal Bank AG (und deren konsolidierten Töchtern) eine Finanzholdinggruppe bildet.

80. Derzeit nimmt die Umsetzung der Basel III Finalisierung („Basel IV“) in Bezug auf die Ermittlung der sog. „risikogewichteten Aktiva“ („RWA“) und die daraus resultierenden steigenden Anforderungen an die Vorhaltung von Eigenkapital eine besondere Stellung ein. Dies wird für Aareal voraussichtlich zur Folge haben, dass zusätzliche Eigenmittel zur Erfüllung der regulatorischen Vorgaben vorzuhalten sind. Die Aareal Bank ermittelt bereits heute die RWA nach Maßgabe der geltenden Rechtslage unter Anwendung der Teilregelung zur Eigenmitteluntergrenze (sog.

⁷ Anm.: Detaillierte Erläuterungen zur Bankenregulatorik sind in Kapitel 2.3.4.4. zu finden.

„Output-Floor“) basierend auf der Entwurfsfassung zur Umsetzung von Basel IV. Eine zentrale Kennziffer hierfür ist die harte Kernkapitalquote (Common Equity Tier 1 Quote, „CET1-Quote“). Diese wird ermittelt, indem das harte Kernkapital (Common Equity Tier 1 Kapital, „CET1-Kapital“) der Gesellschaft durch deren risikogewichtete Aktiva dividiert wird. Für Aareal ergab sich für das Jahr 2023 eine CET1-Quote von 19,4%, die aus den Werten für das CET1-Kapital von EUR 2.661 Mio. und den Risikogewichteten Aktiva von EUR 13.720 Mio. berechnet wird.

81. Auch das Betreiben des Pfandbriefgeschäftes in Deutschland ist separat gesetzlich im Pfandbriefgesetz geregelt. So ist es der Aareal Bank AG nach § 2 Abs. 1 S. 1 PfandBG erlaubt, das Pfandbriefgeschäft nach deutschem Recht zu betreiben.
82. Für Aareal als Finanzdienstleistungsunternehmen sind externe Bonitätsratings durch Ratingagenturen, sowohl für das Unternehmen als Herausgeber, wie auch für einzelne Emissionen von Bedeutung. Aktuell wird der Aareal durch die Ratingagentur Moody's ein Issuer Rating von A3 und von der Ratingagentur Fitch ein Issuer Default Rating von BBB beigemessen. Den zweitgrößten Teil der gesamten Aareal-Refinanzierung machen Hypothekenpfandbriefe aus, die regelmäßig von der Aareal Bank emittiert werden. Auch hier ist ein fortlaufend hohes Rating von Bedeutung. Die Hypothekenpfandbriefe, die von der Aareal Bank herausgegeben werden, werden von der Agentur Moody's mit einem Aaa Rating eingestuft.

Segment Aareon

83. Im Segment Aareon bietet Aareal Property Management System den Kunden Software für automatisierte End-to-End-Prozesse, die die Immobilienunternehmen mit ihren Stakeholdern vernetzen. Der Großteil dieser Software steht als Software-as-a-Service (SaaS) zur Verfügung, wodurch das Unternehmen einen hohen Anteil an wiederkehrenden Erlösen (Erlöse aus Wartung, SaaS und Gebühren) am Gesamtumsatz generiert. Das vorrangigen SaaS-Betriebsmodell hat den Vorteil, dass die Kundinnen und Kunden sich selbst weder um Updates noch um Wartung kümmern müssen. Mit ihrem Property Management System bietet Aareon den Kundinnen und Kunden Software für automatisierte End-to-End-Prozesse, die die Immobilienunternehmen mit ihren Stakeholdern vernetzen.
84. Bei den Lizenzverträgen handelt es sich um Nutzungsrechte der Kunden für Aareons Softwareprodukte, die auf Datenbanken von Drittanbietern wie SAP, Oracle oder Microsoft basieren. Diese werden dann von den Kunden auf ihren eigenen Servern betrieben. Aareon selbst trägt hierbei das Implementierungsrisiko. Bis 2021 wurden die Nutzungsrechte an der Software zeitlich unbegrenzt gewährt und zusätzlich Wartungsverträge abgeschlossen, die die regelmäßige Versorgung mit Updates und Support-Services zum laufenden Betrieb der Software umfasste.
85. Seit dem Jahr 2021 transformiert Aareon ihr Geschäftsmodell dahingehend, dass die Software zunehmend über „Mietverträge“, sogenannte SaaS-Verträge, erworben werden kann. Im Gegensatz zu dem Modell mit Lizenzverträgen ist Aareon hierbei selbst verantwortlich für die Funktionsfähigkeit der eigenen Software und verpflichtet sich dazu in sehr kurzen Abständen neue wesentliche Funktionalitäten auszuliefern. Der Kunde muss hierbei die neuen Funktionalitäten und Versionsstände lediglich zeitnah einspielen, um so die Wartungs- und Support-Services von Aareon in Anspruch nehmen zu können.

86. Im Kontrast zu den Lizenzverträgen wird bei SaaS-Verträgen die Software von Aareon selbst auf einem Server betrieben, zu dem der Kunde einen Zugriff erhält.
87. Außerdem bietet Aareon auch noch Beratungsleistungen, die unter anderem die Umsetzung von kundenindividuellen Anforderungen an die verkauften Produkte, Schulungsleistungen und Implementierungsleistungen für Migrationsprojekte umfassen.
88. Das Segment Aareon generiert aus Bankperspektive nahezu ausschließlich Provisionsüberschüsse. Diese betragen im Jahr 2023 EUR 284 Mio. Aus Steuerungsperspektive der Aareon teilt sich die Gesamtleistung einerseits auf die Umsatzerlöse, bestehend aus Lizenzerlösen, Serviceerlösen sowie Wiederkehrenden Umsätzen, sowie auf der anderen Seite aktivierte Eigenleistungen auf. Eine genaue Übersicht der von Aareon erwirtschafteten Erlöse ist unter Anlage 3. im Rahmen der Aareon-GuV ersichtlich.
89. Die Aareon ist in den letzten Jahren sowohl organisch als auch anorganisch stark gewachsen und inzwischen neben Deutschland in Frankreich, Großbritannien, Niederlande, Schweden und Spanien aktiv. Die bisher von der Aareal Bank für die Aareon zur Verfügung gestellte Refinanzierungslinie wurde durch eine langfristige externe Refinanzierung im vergangenen Jahr 2023 abgelöst und die Kapitalausstattung der Aareon mit einer Kapitalerhöhung gestärkt. Aareon hat früher als angekündigt die Kapitalmarktfähigkeit erreicht. Derzeit evaluiert Aareal strategische Optionen für Aareon, um Marktopportunitäten, falls diese vorhanden sind, in Form eines Exits ergreifen zu können. Allerdings sind ein Exit oder andere strategische Optionen zum Bewertungsstichtag nicht hinreichend konkretisiert. Es ist dabei insbesondere nicht absehbar, ob und wann und zu welchen Konditionen ein Exit stattfinden könnte. Entsprechend liegen auch keine unterzeichneten Kaufverträge oder indikative Angebote von Kaufinteressenten vor.

2.3.2. Unternehmensstrategie

90. Die Geschäftsstrategie der Aareal Bank Gruppe ist darauf ausgerichtet, langfristigen wirtschaftlichen Erfolg zu erzielen, unter Berücksichtigung von Umwelt-, Sozial- und Governance-Aspekten als zentrale Elemente in die Strategie. Diese Aspekte sind mit klaren kurz- und mittelfristigen Zielen verbunden. Die mittelfristige strategische Entwicklung wird durch das Leitmotiv "Aareal Next Level" geprägt, wobei der fortlaufende Fokus auf der großvolumigen, internationalen gewerblichen Immobilienfinanzierungen sowie Dienstleistungen und digitalen Lösungen für die institutionelle Wohnungswirtschaft in Europa und angrenzenden Industrien in den Segmenten Banking & Digital Solutions und Aareon liegt. Dabei werden die drei Segmente der Aareal einzeln adressiert und gezielten Maßnahmen zugewiesen und die mittelfristigen strategischen Eckpfeiler für eine Fortsetzung ihrer erfolgreichen Entwicklung in den kommenden Jahren festgelegt.
91. Im Bereich der Strukturierten Immobilienfinanzierungen liegt der Fokus weiterhin auf der kontrollierten und risikobewussten Expansion des Portfoliovolumens innerhalb festgelegter Grenzen, wobei ESG-Kriterien berücksichtigt werden und ein flexibler Ansatz hinsichtlich Ländern, Objekttypen und Finanzierungsstrukturen verfolgt wird. Zur proaktiven Portfoliosteuerung

werden Syndizierungen und andere Maßnahmen genutzt. Darüber hinaus wird angestrebt, Non Performing Loans (NPLs) aktiv zu reduzieren und die NPL-Quote langfristig zu verringern.

92. Als Zielgröße wurde hierbei ein Portfoliovolumen von EUR 36 Mrd. bis zum Jahr 2026 ausgegeben. Dieses Wachstum soll vornehmlich über einen Anstieg des Portfolios innerhalb der einzelnen Immobilienklassen und Regionen erfolgen, wobei auch eine Ausweitung auf neue Sektoren oder Regionen möglich ist. Die Aareal Bank ist außerdem auf Nachhaltigkeit bedacht, so soll das Volumen an Green Loans bis 2026 auf EUR 6 Mrd. bis EUR 7 Mrd. steigen. Außerdem wird eine Zielgröße für die Cost-Income-Ratio von 40% angepeilt. Aus kurz- bis mittelfristiger Sicht betragen die Zielgrößen das Portfoliovolumen betreffend rund EUR 33-34 Mrd. bis zum Jahresende 2024 mit einem entsprechenden Neugeschäftsvolumen von rund EUR 5,9 Mrd.
93. Für das Segment Banking & Digital Solutions wird das übergreifende Ziel unter dem Begriff „Leverage“ definiert. Dabei soll vor allem eine Steigerung des eigenkapitalschonenden Geschäfts und die damit einhergehende Erhöhung der Provisionsüberschüsse erzielt werden. Dies wird zum einen durch eine Expansion des Produktangebots beim Zahlungsverkehr und in dem Bereich der digitalen Lösungen erreicht. Durch die Ausweitung von Partnerschaften, vor allem auch dem Abschluss von neuen Partnerschaften, wird weiterhin auf eine Steigerung des Provisionsüberschusses hingearbeitet. Im Bereich der Refinanzierung im Segment Banking & Digital Solutions sollen die wohnungswirtschaftlichen Einlagen auf dem bereits hohen Niveau gehalten werden.
94. Im Segment BDS soll das durchschnittliche Einlagenvolumen im Jahr 2024 bei über EUR 13 Mrd. stabil gehalten werden. Die Aareal profitiert im Segment BDS von einem diversifizierten Geschäftsmodell und einem sich normalisierenden Zinsumfeld, was zu einem Anstieg des Nettozinsertrags beiträgt. Die Einlagengestaltung ist granular und beständig, wobei derzeit eine Verschiebung von Sicht- zu Festgeldern stattfindet. Zudem gibt es wiederkehrenden Erträge durch Bank- und Softwareprodukte. Neue Produkte und Dienstleistungen bieten zudem zusätzliches Wachstumspotenzial.
95. Das Keyword für das Segment Aareon wird als „Accelerate“ beschrieben. Zum einen soll die Profitabilität innerhalb des Segments weiter gesteigert werden, was unter anderem durch Initiativen zur weiteren Effizienzsteigerung des bestehenden Produktportfolios und einer Verbesserung des Kosten-Ertrags-Mixes erreicht werden soll. Des Weiteren wird vor allem auf die Seite des Wachstums ein besonderes Augenmerk gelegt, was sich darin widerspiegelt, dass das Geschäft mit SaaS weiter ausgebaut werden soll. Neben dem organischen Wachstum im Rahmen des Wertschöpfungsprogramms wird hierbei auch, wie in der Vergangenheit häufig geschehen, auf anorganisches Wachstum durch strategische Akquisitionen mit Hilfe einer institutionalisierten M&A Pipeline sowie der Inanspruchnahme externer Finanzierung, als Ablösung der Finanzierung durch Aareal, seit August 2023 gesetzt.
96. Zusätzlich werden bei Aareal auch ESG-Faktoren mit in die strategische Ausrichtung des Konzerns integriert. Hierbei wurden verschiedene Ziele unter Nachhaltigkeitsaspekten definiert, beispielsweise die Ausweitung von grünen Finanzierungen, die Optimierung des Refinanzie-

runungsmixes, die Transparenz des globalen CREF-Portfolios, die Begrenzung der Treibhausgasemissionen, die Ausweitung des Angebots an innovativen Lösungen und die tiefgreifende ESG-Integration in Geschäfts-, Kredit, Investitions-, Risiko- und Refinanzierungsstrategien, sowie in Entscheidungsfindungsprozesse. Als konkretes Ziel wird die Veröffentlichung des PCAF-Berichtes über die finanzierten Emissionen im Jahr 2024 angestrebt. Neben diesen ökologischen Zielen werden soziale Ziele wie der Ausbau des Anteils junger Talente verfolgt.

97. Auch nach der Übernahme von Aareal durch die Atlantic BidCo wurde die Unternehmensstrategie von Aareal mit besonderem Augenmerk auf die Erhöhung der Profitabilität in allen drei Segmenten fortgeführt. In dem Delisting-Angebot vom 19. Oktober 2023 wurde zuletzt von der Atlantic BidCo betont, dass sie die Strategie von Aareal und deren Vorstand unterstützt.
98. Für die konzerninterne Steuerung wird auf eine Vielzahl an finanziellen Leistungsindikatoren zurückgegriffen, wobei einige auf Konzernebene und andere auf Segmentebene verwendet werden.
99. Für den Gesamtkonzern bestehen die finanziellen Leistungsindikatoren unter anderem aus dem Zinsüberschuss, dem Provisionsüberschuss, der Risikovorsorge, dem Verwaltungsaufwand und dem Betriebsergebnis (alle nach IFRS), sowie der Eigenkapitalrentabilität nach Steuern, dem Ergebnis je Stammaktie und der CET1-Quote, nach Basel IV (phase-in).
100. Auf Segmentebene bestehen die finanziellen Leistungsindikatoren im Segment SPF aus dem Neugeschäft und dem Kreditportfolio der Aareal Bank, im Segment BDS aus dem durchschnittlichen wohnungswirtschaftlichen Einlagenvolumen und dem Provisionsüberschuss (nach IFRS) und im Segment Aareon aus den Umsatzerlösen (nach IFRS) und dem Adjusted EBITDA.

2.3.3. Makroökonomische Situation und Ausblick

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

2.3.3.1. Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts

102. Die Analyse des gesamtwirtschaftlichen Umfelds erfolgt in diesem Zusammenhang auf Basis des Wachstums des realen Bruttoinlandsprodukts („BIP“) sowie der Verbraucherpreisindizes der relevanten Regionen.

103. Die Umsatzerlöse von Aareal werden größtenteils in folgenden Regionen erzielt: Europa (insb. Deutschland) und Nordamerika (USA). Vor diesem Hintergrund werden diese Regionen im Folgenden näher betrachtet, wobei der Fokus auf Deutschland, dem Euro Gebiet und den USA liegt. Dabei wird vor allem auf Informationen des Internationalen Währungsfonds zurückgegriffen („IWF“)⁸.

Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts

in %

									Prognose					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Welt	3,4	3,2	3,8	3,6	2,8	-2,8	6,3	3,5	3,1	3,1	3,2	3,2	3,1	3,1
Euro Gebiet	2,0	1,9	2,6	1,8	1,6	-6,1	5,6	3,4	0,5	0,9	1,7	1,7	1,5	1,3
Deutschland	1,5	2,2	2,7	1,0	1,1	-3,8	3,2	1,8	-0,3	0,5	1,6	1,9	1,3	0,9
USA	2,7	1,7	2,2	2,9	2,3	-2,8	5,9	1,9	2,5	2,1	1,7	2,1	2,1	2,1
Großbritannien	2,4	2,2	2,4	1,7	1,6	-11,0	7,6	4,3	0,5	0,6	1,6	2,1	1,8	1,5

Quellen: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2023, Update Januar 2024.

104. Durch die Covid-19-Pandemie ist die globale und die europäische Wirtschaftsleistung im Jahr 2020 deutlich gesunken. Lockdowns, Schließungen von Fabriken, Unsicherheiten an den Kapitalmärkten, Komplikationen in Liefer- und Logistikketten sowie viele weitere Faktoren führten in den meisten Volkswirtschaften zu erheblichen Rückgängen von Angebot und Nachfrage bestimmter Waren und Dienstleistungen und verursachten somit erhebliche Einbrüche des Wirtschaftswachstums. Im Euro Gebiet sank im Jahr 2020 das BIP im Vergleich zum Vorjahr 2019 um 6,1%, was sogar den Rückgang des BIP, verursacht durch die globale Finanzkrise im Jahr 2009, von 4,5% übertrifft. Auch in Deutschland sank das BIP im Jahr 2020 im Vergleich zum Vorjahr deutlich, allerdings weniger stark als im Euro Gebiet. Die staatlichen Hilfsprogramme und Konjunkturprogramme als Reaktion für besonders stark betroffene Unternehmen dämpften den BIP-Rückgang in einigen europäischen Staaten ab. In Deutschland führte beispielsweise eine temporäre Mehrwertsteuersenkung im Jahr 2020 zu einer Erhöhung der Kaufkraft der Bürger und somit zu einer gestiegenen Nachfrage nach Produkten der Unternehmen.
105. Im Euro Gebiet konnte ein Teil des Rückgangs des BIP aufgrund der Covid-19-Pandemie bereits im Jahr 2021 kompensiert werden. So kam es im Euro Gebiet zu erheblichen Nachfrage-Aufhol-effekten, welche zu einer Steigerung des BIP von 5,6% führten. In den USA wurde mit einem BIP-Wachstum im Jahr 2021 von rd. 5,9% der Rückgang im Jahr 2020 überkompensiert.
106. Im Jahr 2022 ist die globale Wirtschaftsleistung um 3,5% gewachsen. Dieses Wachstum spiegelt sowohl die höheren Wachstumszahlen in Entwicklungsländern als auch die sinkenden Steigerungs-raten der Industriestaaten wider. Seit dem 24. Februar 2022 haben sich mit dem Beginn des Ukraine-Kriegs die Rahmenbedingungen für die Konjunktur im Euro Gebiet verschlechtert. Dennoch ist das BIP im Euro Gebiet weiter um 3,4% im Jahr 2022 relativ stark gestiegen. Je nach dem militärischen und politischen Geschehen im Rahmen des Ukraine-Kriegs können sich die konjunkturellen Rahmenbedingungen schnell ändern. Für die Abschätzung der makroökonomischen Konsequenzen sind Annahmen über die geopolitischen Entwicklungen erforderlich. Dabei ist nicht zwingend davon auszugehen, dass der Ukraine-Krieg in absehbarer Zeit endet. Generell führt der Ukraine-Krieg aktuell im Euro Gebiet noch zu einem stagnierenden BIP bei

⁸ Vgl. International Monetary Fund (2023), World Economic Outlook, Oktober 2023.

gleichzeitig hoher Inflation, was gesamtwirtschaftlich zu erhöhter Unsicherheit führt. Diese Unsicherheit spiegelte sich bis Ende 2022 in relativ volatilen Kapitalmarktdaten wider. Die wesentlichen Entwicklungen sind vor allem die gestiegenen Energie-, Rohstoff- und Lebensmittelpreise sowie die Sanktionen bzw. Außenhandelsbeschränkungen mit Russland und der Ukraine, welche die bereits durch die Covid-19-Pandemie verursachten Lieferengpässen in einigen wirtschaftlichen Sektoren weiter verschärfen.

107. Gemäß IWF haben die Ursachen und Maßnahmen, die im Jahr 2022 die Weltwirtschaft beeinflusst bzw. gebremst haben – straffe monetäre Maßnahmen der Zentralbanken zur Senkung der Inflation, begrenzte fiskalische Puffer bei historisch hohen Schuldenständen, erhöhte Strom- und Gas-Preise, Preisschwankungen bei Rohstoffen und die geoökonomische Fragmentierung durch Russlands Krieg in der Ukraine sowie Chinas wirtschaftliche Wiedereröffnung – auch im Jahr 2023 fortgedauert.
108. Das globale BIP-Wachstum wird sich voraussichtlich von 3,5% im Jahr 2022 auf 3,1% im Jahr 2023 und ebenfalls 3,1% im Jahr 2024 verringern. Langfristig prognostiziert der IWF für die Jahre ab 2025 ein globales Wachstum das knapp über 3% liegen wird, was insbesondere durch eine langfristige Abnahme der Inflation gestützt wird.
109. Das Euro Gebiet hat in den letzten Jahren ein geringeres BIP-Wachstum als der weltweite Durchschnitt verzeichnet. Grund hierfür ist, dass hierzu größtenteils industrialisierte Länder zählen, die im Gegensatz zu den Schwellenländern weniger stark wachsen. Im Euro Gebiet wird für das Jahr 2023 ein erheblicher Rückgang des Wachstums im Vergleich zum Vorjahr erwartet. Nach einem Anstieg um 3,3% im Jahr 2022, wird für das Jahr 2023 ein reales Wachstum von lediglich 0,5% prognostiziert. Ausschlaggebend ist dabei unter anderem der Rückgang des realen BIP in Deutschland. In erster Linie ist diese Entwicklung auf einen Einbruch in zinssensiblen Sektoren, hohe Energie- und Rohstoffkosten sowie eine geringere Nachfrage durch Handelspartner und eine vergleichsweise niedrige Produktionsleistung zurückzuführen. Die Wachstumserwartungen im Euro Gebiet werden sich voraussichtlich im Jahr 2024, für das ein reales Wachstum von 0,9% prognostiziert wird, wieder erholen und sich im Folgenden bis 2025 auf 1,7% erhöhen und anschließend auf ein langfristiges Niveau von rd. 1,3% im Jahr 2028 stabilisieren.
110. Das ifo Institut bzw. der IWF prognostizieren, dass das deutsche BIP im Jahr 2023 um 0,3% bzw. 0,5% gesunken ist. Nach Angaben des IWF sind diese Aussichten teilweise auf die Unterbrechung der Gaszufuhr aus Russland im vergangenen Jahr zurückzuführen. Diese Unterbrechung führte zu einem Anstieg der Inflation, was wiederum zu einem Rückgang der Reallöhne und des Konsums führte. Zusätzlich dazu hat Deutschland die Produktion in energieintensiven Industrien reduziert, da die starken Schwankungen der Energiepreise erhebliche Auswirkungen auf die Kostenstrukturen hatten. Infolgedessen hat Deutschland mit einer strafferen Geldpolitik auf diese Entwicklungen reagiert. Zusätzlich wird die Baukonjunktur durch gestiegene Finanzierungskosten belastet. Mittelfristig sieht sich Deutschland langanhaltenden Herausforderungen gegenüber, die das zukünftige Wachstum beeinträchtigen könnten. Dazu gehören die viert-schnellste Alterung der Bevölkerung weltweit⁹ und ein schwaches Produktivitätswachstum.¹⁰

⁹ Vgl. WorldAtlas (2023), Countries With The Largest Aging Population In The World.

¹⁰ Vgl. International Monetary Fund (2023), European Department Press Briefing: Economic Outlook In Europe, Oktober 2023.

Darüber hinaus könnte nach Angaben des IWF ein Anstieg der Energiepreise um 20% über das Durchschnittsniveau der Jahre 2018 und 2019 mittelfristig zu einem Rückgang des deutschen Produktionspotenzials um 1,2% führen.¹¹ Der IWF und das ifo Institut erwarten, dass sich das BIP im Jahr 2024 um 0,5% erhöht, da steigenden Lohneinkommen, höhere Beschäftigung und niedrigere Inflation wieder die Kaufkraft und somit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage stabilisieren bzw. steigern sollen.¹² Langfristig wird erwartet, dass Deutschland insbesondere aufgrund der erwarteten demografischen Veränderungen bis zum Jahr 2028 ein relativ geringes BIP-Wachstum von 0,9% verzeichnen wird.¹³

111. Der IWF prognostiziert für die USA in den Jahren 2023 und 2024 eine abschwingende Entwicklung mit realen Wachstumsraten von 2,5% bzw. 2,1%. Diese Entwicklung ist vor allem auf die steigenden Zinsen und die mangelnde Liquidität der Verbraucher nach der Covid-19-Pandemie zurückzuführen. Dennoch hat sich die Wirtschaft in den USA, gemessen am BIP-Defizit im Vergleich zum Trend vor der Covid-19-Pandemie, stärker davon erholt als andere fortgeschrittene Volkswirtschaften.¹⁴ Dies ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass sie dem Krieg in der Ukraine und dem damit verbundenen negativen „Terms-of-Trade-Shock“ sowie den rapide gestiegenen Energiepreisen weniger ausgesetzt waren.¹⁵ Ab 2026 und bis zum Jahr 2028 wird für die USA ein langfristiges BIP-Wachstum von 2,1% prognostiziert.¹⁶
112. Für Großbritannien wird nach dem Rückgang von 4,3% im Jahr 2022 für 2023 ein BIP-Wachstum von 0,5% prognostiziert, knapp unter der gesamteuropäischen Entwicklung. Der Rückgang des Wachstums spiegelt die straffere Geldpolitik zur Eindämmung der immer noch hohen Inflation und die anhaltenden Auswirkungen des Terms-of-Trade-Schocks durch hohe Energiepreise wider. Auch im nachfolgenden Jahr ergibt sich als Prognose nur ein moderates Wachstum von 0,6%, während jedoch im Laufe des Jahres 2025 ein deutlicher Anstieg des BIPs zu erwarten ist mit einer Wachstumsrate von rd. 1,6%. Im Jahr 2026 stagniert das Wachstum bei knapp 2,1% und in den darauffolgenden zwei Jahren wird die Wachstumsrate voraussichtlich leicht abnehmen.¹⁷
113. Die IWF-Prognosen beinhalten bereits die aktualisierten BIP-Schätzungen, welche im Januar 2024 als Zwischenupdate veröffentlicht wurden. Im Vergleich zum Oktober wurden hierbei die Erwartungen für das weltweite BIP leicht nach oben korrigiert. Waren im Oktober noch Erwartungen von 3,0% und 2,9% für die Jahre 2024 und 2025 veranschlagt, wurden diese mittlerweile auf 3,1% für beide Jahre heraufgesetzt. Im Gegensatz hierzu wurden die Schätzungen für das Euro Gebiet nach unten korrigiert. Zuvor wurden hier Werte von 0,7% und 1,2% für die Jahre 2024 und 2025 erwartet, an Stelle der nun prognostizierten 0,5% und 0,9%. Auch die Prognosen für Deutschland spiegeln die gesamteuropäischen Aussichten wider. Zwar wurde für 2023 die

¹¹ Vgl. International Monetary Fund (2023), Germany: Selected Issues, Juli 2023.

¹² Vgl. ifo Institut, Konjunkturprognose 2023.

¹³ Vgl. International Monetary Fund (2023), World Economic Outlook, Oktober 2023.

¹⁴ Vgl. U.S. Department of the Treasury (2023), The U.S. Economic Recovery in International Context, Juni 2023.

¹⁵ Vgl. International Monetary Fund (2023), World Economic Outlook, Oktober 2023.

¹⁶ Vgl. International Monetary Fund (2023), World Economic Outlook, Oktober 2023.

¹⁷ Vgl. International Monetary Fund (2023), World Economic Outlook, Oktober 2023.

negative Prognose von zuvor -0,5% BIP-Wachstum auf -0,3% nach oben korrigiert, die Erwartungen für 2024 sowie 2025 hingegen verdüsterten sich. So wird nun an Stelle von 0,9% Wachstum im Jahr 2024 von 0,5% ausgegangen. Auch 2026 wurde der in Aussicht gestellte Anstieg auf 2,0% auf einen Wert von 1,6% korrigiert.

2.3.3.2. Entwicklung der Verbraucherpreisindizes

114. Die Analyse des gesamtwirtschaftlichen Umfelds stützt sich auch auf die Entwicklung der Verbraucherpreisindizes:

Veränderung des Verbraucherpreisindex

in %

									Prognose					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Welt	2,7	2,7	3,2	3,6	3,5	3,2	4,7	8,7	6,9	5,8	4,6	4,2	3,9	3,8
Euro Gebiet	0,2	0,2	1,5	1,8	1,2	0,3	2,6	8,4	5,6	3,3	2,2	2,0	1,9	1,9
Deutschland	0,7	0,4	1,7	1,9	1,4	0,4	3,2	8,7	6,3	3,5	2,2	2,1	2,0	2,0
USA	0,1	1,3	2,1	2,4	1,8	1,3	4,7	8,0	4,1	2,8	2,4	2,2	2,1	2,1
Großbritannien	0,0	0,7	2,7	2,5	1,8	0,9	2,6	9,1	7,7	3,7	2,1	2,0	2,0	2,0

Quellen: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, Oktober 2023

115. Im Jahr 2022 verzeichnete der weltweite Verbraucherpreisindex einen Anstieg um 8,7%, der die mit Abstand größte Veränderung der vergangenen Jahre darstellt. Für das Jahr 2023 wird weiterhin mit einem hohen Niveau von 6,9% gerechnet. Nach Angaben des IWF wird die Inflation bis 2024 auf etwa 5,8% sinken. Die seit dem Ukraine-Krieg erhöhten inflationären Tendenzen entwickeln sich insbesondere aufgrund der Zinserhöhungen der Zentralbanken wieder rückläufig. Die langfristigen weltweiten Prognosen zeigen daher ceteris paribus bis 2028 jedes Jahr einen Rückgang des Verbraucherpreisindex.
116. Während die Inflationsraten in den Schwellen- und Entwicklungsländern vergleichsweise hoch bleiben sollen, sollen sich die Inflationsraten in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften bei etwa 2% einpendeln und damit wieder dem Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB) entsprechen.
117. Eine ähnliche Entwicklung zeigt sich auch im Euro Gebiet. Im Jahr 2022 lag der Verbraucherpreisanstieg hier bei 8,4%. Im Jahr 2023 wird er voraussichtlich auf 5,6% fallen. Dies zeigt, dass der Anstieg der Energiepreise ein vorübergehender Schock war, der sich in den kommenden Jahren wieder legen soll. Im gesamten Euro Gebiet wurden von verschiedenen Volkswirtschaften weitere staatliche Kreditaufnahmen für Maßnahmen wie Energiepreis-Subventionierung, Steuersenkungen und Preisobergrenzen ergriffen, um die Auswirkungen der jüngsten Energiepreisschocks auf die Einkommen und die Inflation insgesamt zu mildern. Befristete Energiesubventionen können die Inflation zunächst senken. Nach deren Auslaufen ist die Wirkung allerdings unklar. Langfristig wird dennoch im Euro Gebiet mit einer Inflationsrate leicht unterhalb des von der EZB angestrebten Ziels von 2% gerechnet.
118. Auch Deutschland verzeichnete im Jahr 2022 eine hohe Inflationsrate von rd. 8,7%. Die Prognosen für das Jahr 2023 deuten darauf hin, dass sich die Inflation auf 6,3% senken wird. Die Hauptursache für die hohe Inflation in Deutschland war insbesondere die Abhängigkeit

Deutschlands von russischem Gas und die eingeleiteten staatlichen Energie-Hilfen. Durch die nun rückläufige Inflation dürfte gemäß dem ifo Institut auch der Zinshöhepunkt überschritten sein. Kapitalmarkt- und Kreditzinsen sinken bereits seit Anfang November 2023 und im Frühsommer 2024 erwartet das ifo Institut, dass die Europäische Zentralbank eine erste Leitzinssenkung beschließt. Dies dürfte auch die deutschen Absatzmärkte stützen.¹⁸ Langfristig wird für Deutschland eine Inflation von 2,0% prognostiziert.

119. Im Vergleich zum Jahr 2022, in welchem die durchschnittlichen jährlichen Verbraucherpreise in den USA um 8,0% gestiegen sind, werden sich die Preisniveauerhöhungen im Jahr 2023 auf rund 4,1% reduzieren. Der Rückgang ist im Wesentlichen auf die Zinserhöhungen der Federal Reserve zurückzuführen. Für das Jahr 2024 setzt sich dieser Trend fort, sodass mit einer prozentualen Verbraucherpreiserhöhung von 2,8% gerechnet werden kann. Langfristig wird eine jährliche Preissteigerung für die USA von knapp über 2% vorausgesagt.¹⁹
120. In Großbritannien lag die Inflationsrate mit 9,1% im Jahr 2022 knapp über der Inflationsrate in Deutschland sowie über dem gesamteuropäischen Durchschnitt von 8,4%. Auch für das Jahr 2023 fällt die Prognose mit einer Rate von 7,7% vergleichsweise hoch aus, während für das darauffolgende Jahr ein starker Rückgang der durchschnittlichen jährlichen Verbraucherpreise auf 3,7% erwartet wird. Der rückläufige Trend setzt sich auch im Jahr 2025 fort und stagniert ab 2026 bei rund 2,0% Inflationsrate, so die Prognose des IWF.²⁰

2.3.3.3. Zwischenfazit zur makroökonomischen Situation

121. Auf Basis der Analyse der Schätzungen des realen Wachstums des BIP durch den IWF ergaben sich in den relevanten Absatzmärkten von Aareal im Jahr 2023 reale Wachstumsraten in einer Bandbreite von -0,5% bis 2,1% (Deutschland und USA). In den kommenden Jahren werden sich diese Wachstumserwartungen jedoch auf stabilere Niveaus einpendeln, sodass die realen Wachstumsraten in den Hauptmärkten von Aareal voraussichtlich in einem Bereich von 0,9% bis 2,1% (Deutschland und USA im Jahr 2028) liegen werden.
122. In Bezug auf die erwarteten Inflationsraten im Euro Gebiet lässt sich feststellen, dass diese im Jahr 2023 bei rund 5,6% oberhalb des Inflationsziels der EZB von 2,0% liegen sollen. Langfristig sollen die Inflationsraten im Euro Gebiet jedoch mit 1,9% leicht unterhalb der EZB-Ziels liegen. In Deutschland wird langfristig eine Inflationsrate von 2,0% erwartet. In den USA soll die Inflationsrate von 8,0% im Jahr 2022 auf 4,1% im Jahr 2023 sinken. Langfristig wird auch hier ein abnehmender Trend mit einer Inflationsrate von 2,1% im Jahr 2028 erwartet. Somit werden in den Hauptmärkten von Aareal Inflationsraten in einem Bereich von 2,0% bis 2,1% (Deutschland und USA im Jahr 2028) erwartet.

¹⁸ Vgl. ifo Institut, Konjunkturprognose 2023.

¹⁹ Vgl. International Monetary Fund (2023), World Economic Outlook, Oktober 2023.

²⁰ Vgl. International Monetary Fund (2023), World Economic Outlook, Oktober 2023.

123. Zukünftige wirtschaftliche Krisenphasen und exogene Schocks, die in den dargestellten Prognosen nicht direkt enthalten sind, können auftreten und die Wachstumserwartungen dämpfen. Neben der Entwicklung des makroökonomischen Umfelds wird daher im Folgenden auch die wirtschaftliche Entwicklung der für Aareal relevanten Geschäftsaktivitäten analysiert. Die Situation und die Entwicklung dieser Branchen ist ein weiterer Indikator zur Abschätzung des zukünftigen Wachstumspotentials von Aareal.

2.3.4. Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie Marktposition

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

2.3.4.1 Grundsätzliche Entwicklung des Zinsumfeldes

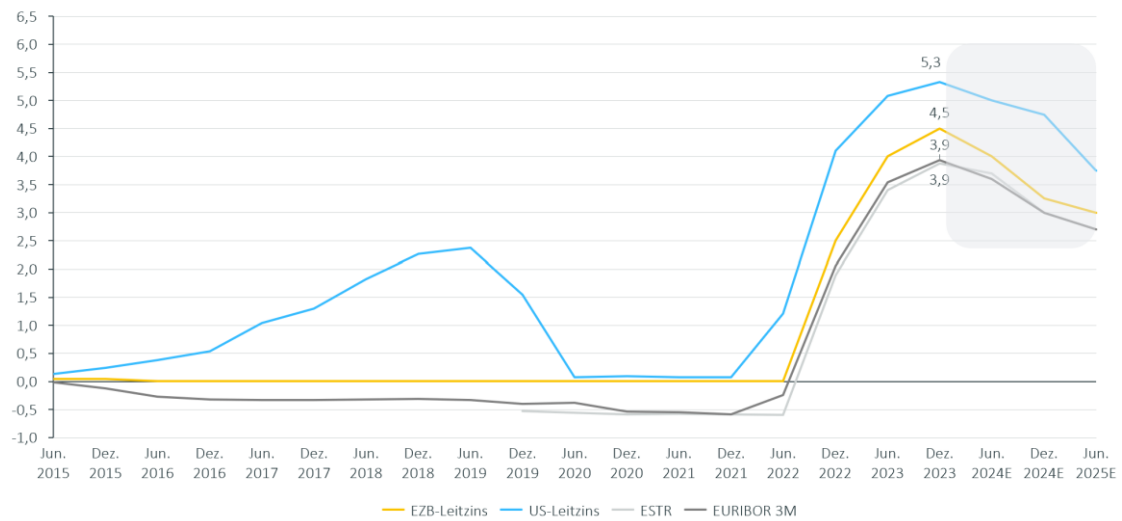
125. Die Profitabilität der Banken war in den letzten Jahren signifikant durch ein vergleichsweise dynamisches Zinsumfeld geprägt. Bedingt durch Covid-19-Nachfolgen und die daraus resultierenden benötigten Liquiditätshilfen für Unternehmen befanden sich die Zinsen auf einem historischen Tiefstand. In Folge des anschließenden Russland-Ukraine-Konflikts kam es zu deutlich erhöhten Kosten für Nahrungsmittel und Energie. Die Inflation in fortgeschrittenen Volkswirtschaften stieg rapide an, was die Zentralbanken zwang, durch eine Verschärfung ihrer geldpolitischen Maßnahmen einzugreifen. Die Inflationsdynamik wurde hartnäckig und weitreichend, was die Aufgabe der Zentralbanken zusätzlich verkomplizierte. Im Jahr 2022 erreichte die weltweite Inflationsrate einen Höchststand von 8,7%. Die EZB reagierte simultan zur amerikanischen Zentralbank mit rapiden Zinsanhebungen.

126. Während der Hauptrefinanzierungzinssatz der EZB seit 2016 bei 0,0% lag, stieg er seit Mitte 2022 rasant an auf 4,5% im Dezember 2023. Eine ähnliche Entwicklung war für den 3-Monats EURIBOR zu beobachten, welcher bis zum Jahresende 2023 auf rund 3,9% anstieg. Auch die Euro Short Term Rate (ESTR) als täglich veröffentlichter Zinssatz für kurzfristige Refinanzierungsgeschäfte der Kreditinstitute bei der EZB erreichte im Dezember nach einem rapiden Anstieg einen Wert von 3,9%. Die ESTR basiert dabei anders als der auf Umfragen basierende EURIBOR oder LIBOR auf geldmarktbezogenen Transaktionsdaten der größten europäischen Banken. Für alle Zinssätze wird im Laufe der zweiten Jahreshälfte 2024 eine Reduktion prognostiziert, welche sich in abgemilderter Form im Jahr 2025 fortsetzt.²¹

²¹ Vgl. Deloitte 2024, 2024 banking and capital markets outlook, S. 4.; Chatham Financial (2023), EURIBOR Forward Curves; Europäische Zentralbank (2023), Exchange Rates.

Leitzinsentwicklung in Europa und Nordamerika

in %



Stand Dezember 2023

Quellen: EZB, Federal Reserve, Deloitte Center for Financial Research, Chatham Financial

127. Mit 4,0% im September 2023 erreichte auch EZB Overnight Deposit Facility Rate den höchsten Stand der vergangenen Jahre.²² Simultan zu Europa hob auch die Federal Reserve die Federal Funds Effective Rate von 0,1% im Februar 2022 um über 500 Basispunkte auf eine aktuelle Spanne zwischen 5,3-5,5% an.
128. Auf der Aktivseite europäischer Banken stagnierte das Wachstum in Folge der makroökonomischen Unsicherheiten. Zudem sanken die Barreserven der meisten Kreditinstitute aufgrund großangelegter Rückzahlungen an die EZB im Rahmen von gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (TLTRO). Durch die steigenden Rohstoff- und Energiekosten sowie die Zinsanhebungen geriet zudem das Segment der gewerblichen Immobilienfinanzierung stark unter Druck.²³ Viele Kreditinstitute konnten jedoch die steigenden Zinsen nutzen, um ihre Nettozinsmargen deutlich zu erhöhen, trotz rückläufigem Kreditwachstums.²⁴ Durch die positive Entwicklung der Zinsmargen wurden die negativen Entwicklungen der finanzierten Assets zu großen Teilen kompensiert und der durchschnittliche RoE europäischer Banken erreichte im Juni 2023 11%, verglichen mit 7,9% im Vorjahr.²⁵ Deutsche Kreditinstitute wiesen im Vergleich einen RoE von 5% im Mittel auf (Stand Juni 2023).²⁶ Besonders profitierten Kreditinstitute in europäischen Ländern mit variablen Zinsstrukturen. Hier konnten durch schnelle Anpassung der Zinsstrukturen der finanzierten Kredite zusätzliche Überschüsse erwirtschaftet werden.
129. Um sich auf potenzielle Kreditausfälle sowie auf rückläufige Transaktionsvolumina und Marktpreise vorzubereiten, erhöhten Banken im Vergleich zum Vorjahr ihre Risikovorsorge substantiell. Die Risikovorsorge gegen den möglichen Ausfall von Hypotheken nahmen im Laufe des

²² Vgl. EZB (2023), Key ECB interest rates.

²³ Vgl. European Banking Authority (2023), RISK ASSESSMENT REPORT OF THE EUROPEAN BANKING AUTHORITY, S. 23.

²⁴ Vgl. European Banking Authority (2023), RISK ASSESSMENT REPORT OF THE EUROPEAN BANKING AUTHORITY, S. 67.

²⁵ Vgl. European Banking Authority (2023), RISK ASSESSMENT REPORT OF THE EUROPEAN BANKING AUTHORITY, S. 67.

²⁶ Vgl. . European Banking Authority (2023), RISK ASSESSMENT REPORT OF THE EUROPEAN BANKING AUTHORITY, S. 72.

Jahres 2023 um 8% zu. Zudem stieg die Vorsorge spezifisch für private Haushaltsdarlehen um 7%. Auch eine deutliche Erhöhung der Risikovorsorge für „Performing Loans (PL)“ fand statt, teilweise bis zu 20% in vereinzelten europäischen Ländern, während die Absicherungen für „Non Performing Loans (NPL)“ leicht sanken. Unter Non Performing Loans fallen üblicherweise alle Kredite, bei welchen der Schuldner, seit mehr als 90 Tagen weder Tilgungssätze noch Zinsen gezahlt hat.²⁷ Im Gegensatz zu vielen anderen europäischen Staaten, erhöhten deutsche Banken sowohl die Risikovorsorge in Bezug auf NPLs als auch für PLs im Bereich zwischen 5-10%.²⁸

130. Aufgrund der globalen Heterogenität des Bankensektors sowie den regionalen teils erheblichen Unterschieden in Bezug auf Risiken, Wachstumspotenziale, Wettbewerber und Regularien der einzelnen Märkte, reagierten Kreditinstitute unterschiedlich auf das veränderte Markt- und Zinsumfeld. Mit Kernfokus auf gewerblicher Immobilienfinanzierung unterscheidet sich die Aareal von klassischen Universal- oder Investmentbanken. Im Gegensatz zu klassischen Universalbanken wird nur ein sehr kleiner Teil des Geschäftsvolumens mit Privatkunden erwirtschaftet und Retailgeschäft generiert und hier größtenteils nur indirekt über Kooperationsprogramme wie Raisin mit der Deutschen Bank sowie der Raisin Bank AG. Anders als bei Investmentbanken gehören auch Begleitungen von Börsengängen, Unternehmensfinanzierungen oder klassische Broker-Dienstleistungen nicht zum Leistungsspektrum der Aareal. Die Aareal unterhält zudem kein Filialnetz oder stellt eine Infrastruktur aus Geldautomaten zur Verfügung. Primäres Refinanzierungsinstrument am Geldmarkt sind wohnungswirtschaftliche Einlagen sowie institutionelle Einlagen. Am Kapitalmarkt hingegen stellt die Emission von Pfandbriefen sowie Senior Preferred, Senior Non-preferred und Senior Unsecured Funding vorrangiges Refinanzierungsmittel dar. Durch die tiefe Verwurzelung innerhalb der Immobilienbranche könnte man die Aareal als Spezial- oder Immobilienbank kategorisieren. Für die Beurteilung der Märkte und des Wettbewerbsumfelds sind zusammenfassend sowohl die Entwicklung des Zinsniveaus, die Entwicklung der gewerblichen Immobilienmärkte, die Entwicklung der Refinanzierungsmärkte sowie das regulatorische Umfeld relevant.

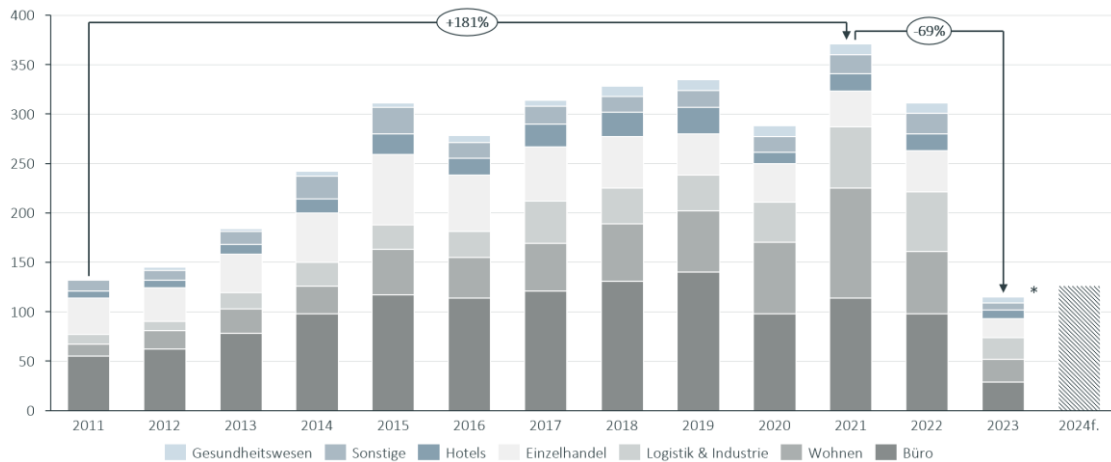
²⁷ Vgl. European Banking Authority (2023), RISK ASSESSMENT REPORT OF THE EUROPEAN BANKING AUTHORITY, S. 40-41.

²⁸ Vgl. European Banking Authority (2023), RISK ASSESSMENT REPORT OF THE EUROPEAN BANKING AUTHORITY, S. 41.

2.3.4.2 Entwicklung der gewerblichen Immobilienmärkte

131. Innerhalb der EU hat der Zinsanstieg zu einer deutlichen Abkühlung der gewerblichen Immobilienmärkte, insbesondere einem Rückgang der Transaktionsvolumina, geführt:

Bisheriges Transaktionsvolumen nach Sektor in Europa
in EUR Mrd. / in %



Daten für 2023 bis 30.09. inkludiert
Quelle: CBRE (2023), European Real Estate Investment Volumes Q3 2023

132. Von 2011 bis 2015 stieg das Investitionsvolumen in der EU stark an und erhöhte sich von rund EUR 130 Mrd. auf über EUR 300 Mrd. Wesentlicher Treiber für diese Entwicklung des europäischen Immobilienmarkts zwischen 2011 und 2015 war vor allem das anhaltende niedrige Zinsniveau. Dieses führte nicht nur zu einer erheblichen geringeren Zinsbelastung bei typischen Hypotheken, sondern erhöhte auch die Attraktivität deutscher Immobilieninvestitionen für deutsche als auch ausländische Anleger. Insbesondere auch aufgrund der geringen Renditen von alternativen Anlageformen und des durch erhöhte Unsicherheit geprägten Finanzmarktumfelds. Aus diesem Grund fokussierten sich Investoren auf sog. „Core Assets“, vor allem in großen Städten und Metropolregionen.²⁹ Nach einem Rückgang des Investitionsvolumens im Jahr 2016 stieg das Investitionsvolumen in den folgenden Jahren wieder über das Niveau von 2015. Verursacht durch die Covid-19-Pandemie sank im Jahr 2020 das Transaktionsvolumen in Europa um ca. 13% im Vergleich zum Vorjahr.

133. Während das Transaktionsvolumen von Wohnimmobilien im Jahr 2020 im Vergleich zum Vorjahr relativ unverändert blieb, wurde der Rückgang in erster Linie von Gewerbeimmobilien verursacht. Am stärksten sank das Investitionsvolumen für Büroimmobilien aufgrund der Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Homeofficeregelungen vieler Arbeitgeber. Auch Investitionen in Immobilien der Hotellerie und bestimmten Bereichen des Einzelhandels nahmen im Jahr 2020 bedingt durch die Covid-19-Pandemie deutlich ab. Die Covid-19-Pandemie wirkte sich allerdings nicht auf alle Immobilienklassen negativ aus. Durch gestiegene Absätze im E-Commerce stieg beispielsweise die Nachfrage nach Logistik- und Industrieimmobilien im Euroraum

²⁹ Vgl. UBS (2017), Eurozone Real Estate Outlook, 1H17, S. 4.

an. Nachdem im Jahr 2020 das Investitionsvolumen von Logistik- und Industrieimmobilien um ca. 15% anstieg, wurde dieser Effekt vor allem im Jahr 2021 mit einem Anstieg von über 40% weiter verstärkt. Auch in den anderen Assetklassen konnten sich die Investitionsvolumina im Jahr 2021 im Vergleich zum Vorjahr wieder erholen. Vor allem Wohnimmobilien erreichten u.a. aufgrund des weiterhin günstigen Zinsumfelds und den stabilen Mieteinnahmen im Jahr 2021 ein Rekordvolumen von über EUR 100 Mrd.

134. Während bereits 2022 die Attraktivität von Gewerbeimmobilien deutlich rückläufig war, bedingt durch hohe Inflation sowie Leitzinsanhebungen, setzte sich dieser Trend im Jahr 2023 in gesteigertem Maße fort. Für die sehr kapitalintensive Immobilienbranche führen die gestiegenen Fremdkapitalkosten zu einer Belastung der Transaktionsvolumina. So kam es bis zum dritten Quartal 2023 zu einem Rückgang der gewerblichen Investitionssummen von 57% im Vergleich zum Vorjahreszeitraum. Die konstanten Zinserhöhungen führten zudem zu einer Abwertung des Marktwerts der Immobilien. Allgemein ergeben sich durch die Inflation stark gestiegene Bau- und Materialkosten sowie Instandhaltungskosten. Durch die Zuspitzung des Russland-Ukraine-Konflikts kommt es zudem teils zu Rohstoffknappheit und Lieferengpässen in der Immobilienbranche, was ebenfalls in rückläufigen Investitionen sowie gestoppten Bauprojekten resultiert.³⁰

Büroimmobilien

135. Innerhalb der EU verzeichnen Büroimmobilien die schwächste Entwicklung der einzelnen Immobilienklassen mit einem Rückgang des Transaktionsvolumens von 63% während der vergangenen zwölf Monate bis Q3 2023. Lediglich für hochpreisige Geschäftsräume in sehr gefragten Lagen lässt sich eine positive Entwicklung des Investitionsvolumens verzeichnen. Insgesamt sind jedoch sowohl Investoren als auch Unternehmen mit langfristigem Interesse für Unterbringung von Mitarbeitern sehr zurückhaltend. Letztere möchten die Räumlichkeiten tendenziell verkleinern und sind vor allem auf die Qualität und Energieeffizienz der Büroräume fokussiert. Hier überzeugen jedoch meist nur Prime-Immobilien in besten Lagen, während durchschnittliche Bürogebäude teilweise oder gänzlich unbesetzt bleibt. Insgesamt repräsentierten Büroimmobilien lediglich rund 30% der totalen kommerziellen Immobilieninvestments im Jahr 2023 (Stand Q3 2023).³¹
136. Verstärkt werden diese Tendenzen durch Post-Covid Entwicklungen wie remote oder hybrides Arbeiten. Bis zur zweiten Hälfte des Jahres 2022 steigen die allgemeinen Leerstandsquoten für Büroimmobilien im Euroraum auf einen Korridor zwischen 7-7,5% an. Auch im zweiten Quartal 2023 setzte sich dieser Trend fort und die Quoten in den Kernregionen blieben weiterhin unverändert hoch mit knapp 7,3% in H1 2023.³²

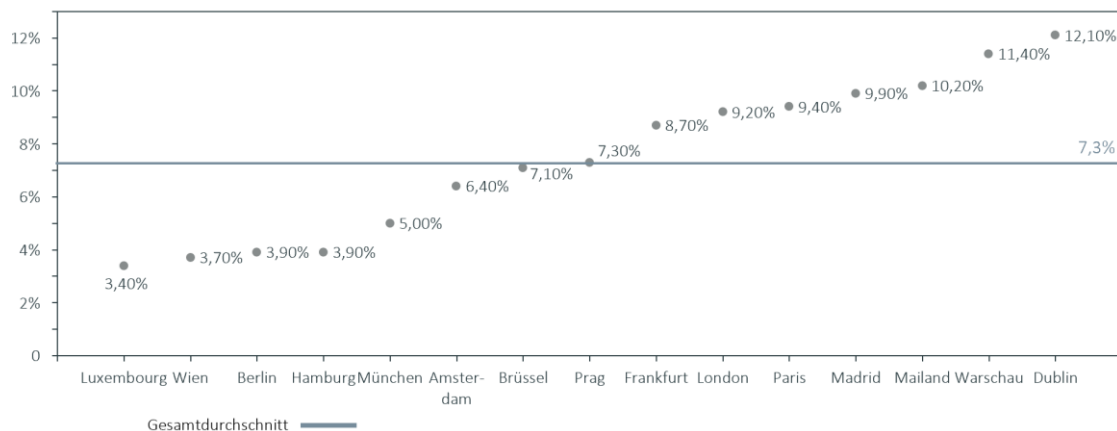
³⁰ Vgl. CBRE 2023, European Real Estate Investment Volumes Q3 2023.

³¹ Vgl. CBRE 2023, European Real Estate Investment Volumes Q3 2023.

³² Vgl. BNP Paribas (2023), Main Office Markets in Europe H1 2023, S. 3.

Leerstandsquoten für Büroimmobilien in den größten europäischen Regionen in H1 2023

in %



Quelle: BNP Paribas Real Estate (2023), H1 2023 Main Office Markets in Europe

- 137. Nahezu die Hälfte der zentralen europäischen Metropolregionen verzeichnet dabei Leerstandsquoten von über 8% während jedoch die Mietpreise für Prime-Büroimmobilien teilweise leichte Zunahmen verzeichneten, wie exemplarisch in Innenstadtlagen in London oder Paris.³³ Auch für zentrumsnahe Objekte in Mailand, Amsterdam und Berlin ließen sich Wachstumsraten der Mieten in Höhe von 6%, 5% und 5% in den letzten zwölf Monaten beobachten (Stand H1 2023). Mit Ausnahme der erstklassigen Objekte entwickelten sich jedoch Mieten im Bürosegment tendenziell negativ, gerade in peripheren Regionen und abseits der Stadtzentren und Metropolen.³⁴
- 138. Trotz weiterhin niedriger Arbeitslosenquote in Europa ist vorerst nicht mit einer signifikanten Erholung des Büroimmobilienmarktes zu rechnen, da sich die Neueinstellungen der meisten Unternehmen in Grenzen halten, um Kosten weiterhin zu senken oder konstant zu halten. Bezogen auf Leerstandsquoten entwickelten sich die Regionen Amsterdam, Budapest und Brüssel am positivsten im Vergleich zum Vorjahr, während Lissabon, und Dublin starke Defizite verzeichneten.³⁵

Hotelimmobilien

- 139. Post-Covid-Tourismus sowie die vermehrte Durchführung von Geschäftsreisen sorgen insgesamt für positive Aussichten für die Hotelindustrie und die zu Grunde liegende Immobilienklasse. Nahezu alle relevanten europäischen Märkte berichten von erhöhten Belegungsquoten sowie erhöhtem durchschnittlichen Umsatz pro Zimmer. Die Belegungsquote schwankte dabei im Durchschnitt zwischen 65-75% in den meisten Regionen und bewegte sich deutlich höher als noch im Vorjahr. Das gesamte europäische Hotelinvestitionsvolumen ist im Vergleich zum

³³ Vgl. BNP Paribas Real Estate (2023), Main Office Markets in Europe.

³⁴ Vgl. BNP Paribas Real Estate (2023), Main Office Markets in Europe.

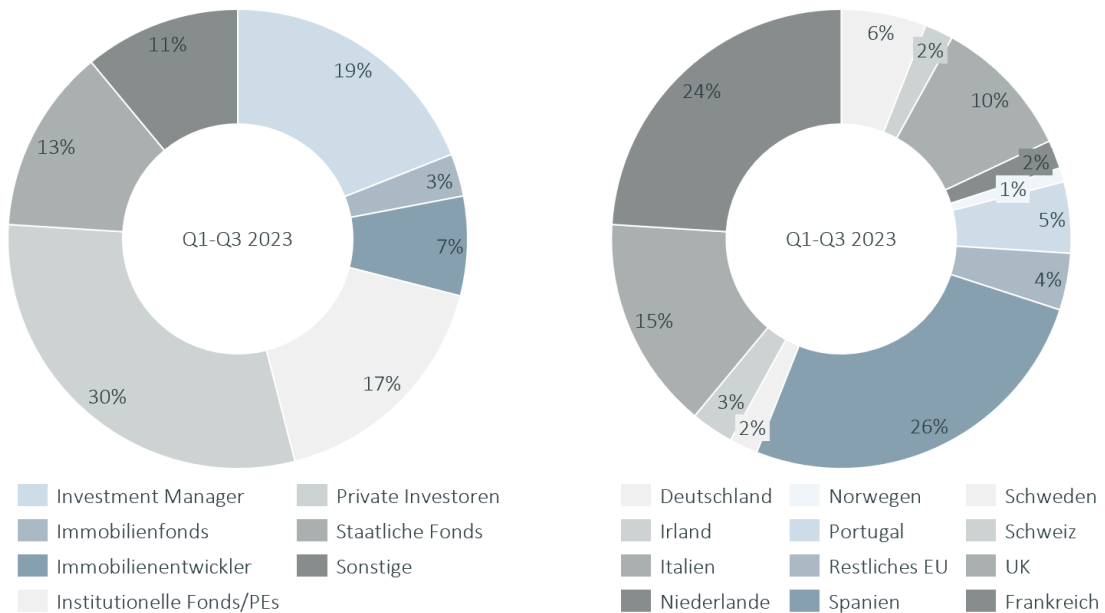
³⁵ Vgl. Savills (2023), European Office Outlook – December 2023.

Vorjahreszeitraum zwar um 26% zurückgegangen, Spanien und Frankreich verzeichnen jedoch starke Tourismusaktivitäten sowie Hotelinvestitionen von EUR 2 Mrd. im laufenden Jahr.³⁶

140. Auch innerhalb Deutschlands sowie dem Vereinigten Königreich ist zwischen 2024-2028 die Entwicklung von über 1000 neuen Hotelanlagen geplant, was rund 40% der gesamten EU-Prognose für diesen Zeitraum entspricht. Für H1 2024 wird eine weitere Steigerung des Umsatzes pro Zimmer prognostiziert, bedingt durch die weiter fortschreitende Erholung der Tourismus- und Reiseindustrie. Aufgrund geopolitischer Spannungen ist eine leichte Verschiebung des Tourismus aus sehr östlichen europäischen Regionen Richtung Westeuropa zu erwarten.

Transaktionsvolumen innerhalb der Hotelindustrie im Euroraum nach Investorengruppe und Land

in %



Quelle: CBRE (2023), Europe Hotel Market 2023

141. Wie die Auswertung zeigt, handelt es sich bei den primären Investoren um private Investoren (30%) sowie Kapitalverwaltungsgesellschaften (19%) und institutionelle Fonds und Private Equity Unternehmen (17%). Mit 26% sowie 24% werden dabei die Hälfte aller Transaktionen in Spanien und Frankreich durchgeführt, was erneut die starken Wachstumspotenziale innerhalb der Länder verdeutlicht. Das gesamte Transaktionsvolumen belief sich einschließlich des dritten Quartals 2023 auf knapp EUR 8,7 Mrd. Mit einem Anteil von 30% nahmen Hotels in Spanien innerhalb aller gewerblichen Immobilienklassen den ersten Rang ein.³⁷

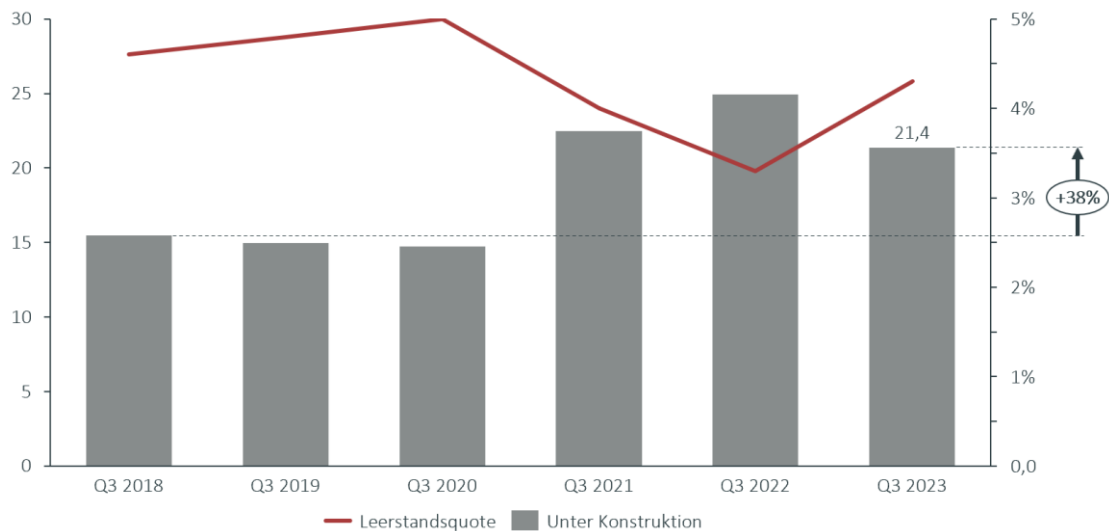
³⁶ Vgl. CBRE (2023), Europe Hotel Market.

³⁷ Vgl. CBRE (2023), Europe Hotel Market.

Logistik- und Einzelhandelsimmobilien

- 142. Die Leerstandsquoten für Logistikimmobilien bleiben niedrig und das Angebot an erstklassigen Lagerhäusern ist begrenzt und gefragt. Die europäische Leerstandsquote ist von einem Rekordtief von 3,3% im vierten Quartal 2022 auf 4,7% im zweiten Quartal 2023 leicht gestiegen. Langfristige Nachfragetreiber stellen hier E-Commerce, Nearshoring sowie Diversifizierung und Modernisierung der Lieferketten dar. Die Logistikmieten stiegen infolgedessen bis Juni 2023 um 10,4% im Vergleich zum Vorjahr und auch die Renditen der Objekte entwickeln sich positiv.³⁸
- 143. Beliebte Märkte für Leasing von modernen Logistikräumen blieben weiterhin Ungarn und Italien, während die Erholung in Ländern wie Belgien, Frankreich, Polen oder Rumänien stagnierte.

Logistikimmobilien in Europa unter Konstruktion
in Quadratmeter Mio. sowie Leerstandsquote in %



Quelle: JLL (2023), European Logistics Market Update – November 2023

- 144. Im Jahr 2021 gab es bereits einen starken Anstieg der im Bau befindlichen Logistikimmobilien, welcher sich im Jahr 2022 fortsetzte. Die Leerstandsquote erreichte hier ihr tiefstes Niveau von knapp über 3%, stieg jedoch im Jahresverlauf 2023 auf 4,3% an, im Gegensatz zu anderen Immobilienklassen jedoch noch immer ein sehr geringes Niveau. Auch 2023 waren rund 21,4 Millionen Quadratmeter an neuen Lagerhäusern unter Konstruktion, trotz der schwierigen makroökonomischen Lage der Immobilienmärkte. Besonderes Potenzial stellen in diesem Segment Serverfarmen und Datacenter dar. Insgesamt wurden knapp EUR 6,7 Mrd. in europäische Industrieimmobilien investiert sowie ein Transaktionsvolumen von EUR 17,7 Mrd. verzeichnet (Stand Q3 2023). Die Renditen für Prime-Logistik-Immobilien stiegen jeweils zwischen 80 und 120 Basispunkte (bps) pro Quartal 2023, verglichen mit nur 40 bps im vierten Quartal 2022.³⁹

³⁸ Vgl. abrdn (2023), European real estate outlook Q4 2023.

³⁹ Vgl. JLL (2023), European Logistics Market Update – November 2023.

145. Im Vergleich zu anderen Immobilienklassen entwickelten sich Einzelhandelsimmobilien weniger positiv. Der Bedarf an geeigneten Objekten, insbesondere für Vermietung, konzentriert sich auch hier auf hochpreisige Objekte in modernen Shoppingcentern oder touristischen Innenstadtlagen. Insgesamt könnten sich die Aussichten für den Einzelhandel an Mietmärkten in europäischen Zentren jedoch leicht verbessern, im Vergleich zu 2022. So tendieren die Leerstandsquoten in Innenstadtlagen in Mailand oder Paris teilweise gegen 0%. Hierbei handelt es sich jedoch nur um punktuelle Einzelentwicklungen. Im Gesamtüberblick sind die Transaktionsvolumina noch immer rückläufig und sanken im Jahresvergleich um 39% auf EUR 17,9 Mrd. in Q1-Q3 2023.
146. Die hohe Inflation sorgt auch in diesem Bereich für verminderte Ausgabe- und Zahlungsbereitschaft von Konsumenten. Während Händler von Luxusgütern und hochpreisige Einzelhändler durchaus solide Ergebnisse erzielten, entwickelten sich die Handelsbedingungen für den breiten Markt sowie kleinere Händler negativ. Verstärkt wurde dies durch die erhöhten Ausgaben für Supermarkt- und Restaurantbesuche gerade während der Sommermonate 2023.⁴⁰

Marktumfeld in Deutschland

147. Wirft man einen Blick auf das Transaktionsvolumen in Deutschland und dessen Entwicklung über die letzten zehn Jahre, so stieg zwischen 2013 und 2015 – analog zum Euroraum – das Investitionsvolumen mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von ca. 34,0% an.⁴¹ Im Jahr 2019 wurde ein Rekordvolumen in Höhe von EUR 89,5 Mrd. erreicht. Werden jedoch die vergangenen fünf Jahre betrachtet, wird ersichtlich, dass im deutschen Immobilienmarkt die Covid-19-Pandemie im Jahr 2020 zu einem Rückgang des Investitionsvolumens von über 11,0% geführt hat. Dies wurde, simultan zum Euroraum, vor allem durch stark gesunkene Investitionen innerhalb der Assetklasse der Gewerbeimmobilien verursacht. Im Jahr 2021 wurde jedoch erneut ein Rekordvolumen erzielt, welches wesentlich durch die Übernahme von Deutsche Wohnen durch Vonovia beeinflusst wurde.⁴²

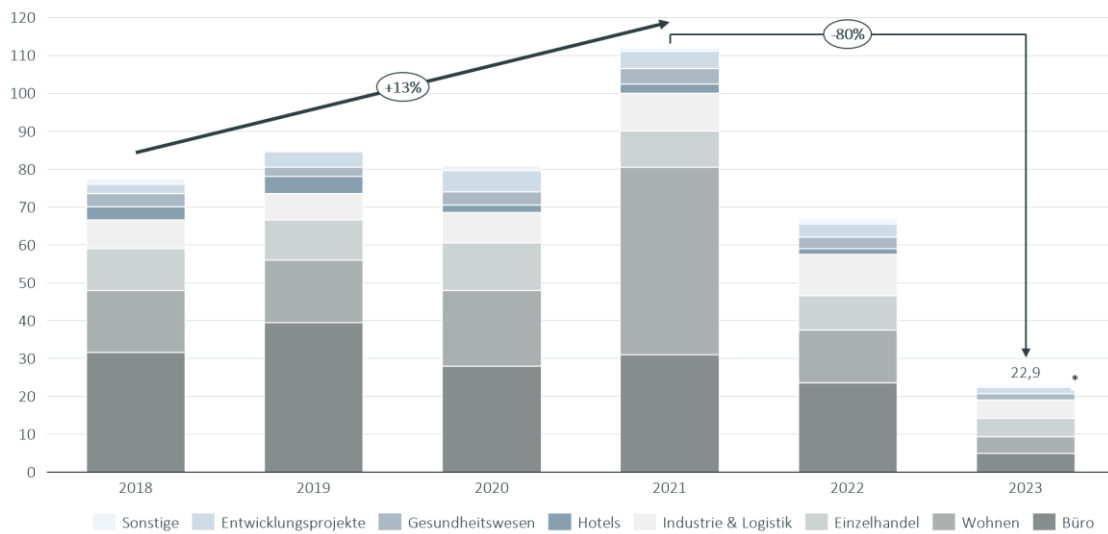
⁴⁰ Vgl. JLL (2023), European Retail Market Outlook 2024.

⁴¹ Vgl. Ernst & Young, Trendbarometer-Immobilien-Investmentmarkt Deutschland 2017, S.9.

⁴² Vgl. Ernst & Young (2023), Trendbarometer-Immobilien-Investmentmarkt Deutschland 2023.

Bisheriges Transaktionsvolumen nach Sektor in Deutschland

in EUR Mrd. / in %



Daten für 2023 bis Q3 2023 inkludiert.

Quellen: CBRE (2023), Germany Investment Figures Q3 2023; JLL (2023), Investment Market Overview Q3 2023

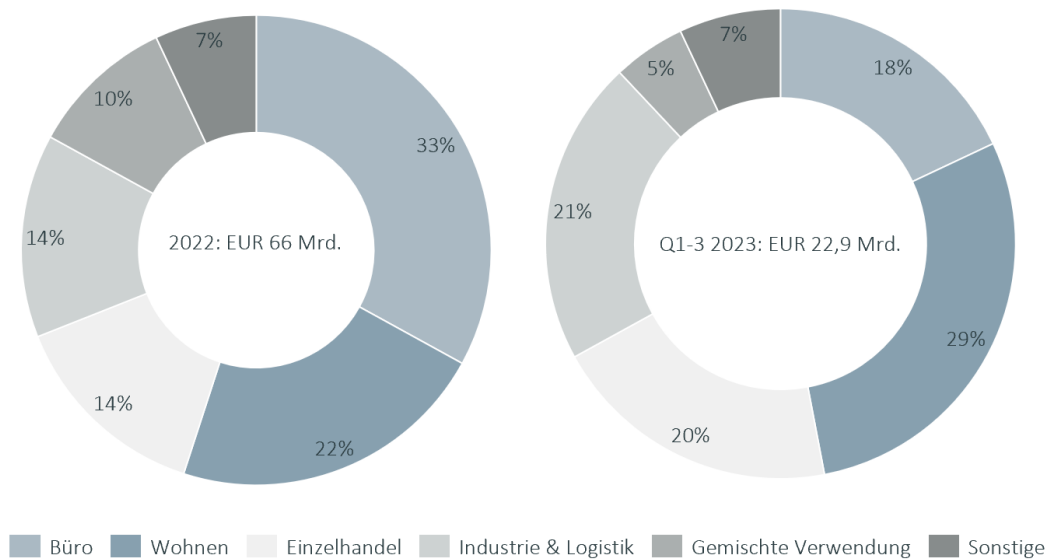
148. Ähnlich zur gesamteuropäischen Entwicklung sinkt ab dem Jahr 2022 das Transaktionsvolumen in Deutschland rapide. Die Entwicklung setzte sich auch im Jahr 2023 fort. So kam es bis Q3 2023 zu einem Rückgang von 57% der Transaktionsvolumina auf knapp EUR 22,9 Mrd. im Vergleich zu Q3 2022 mit einer mittleren Transaktionshöhe pro Deal von EUR 70 Mio. Obwohl bereits erste Preiskorrekturen stattgefunden haben, wie beispielsweise der Rückgang des vdp Immobilienpreisindex für Deutschland belegt, zögern viele Investoren Anlagen und Transaktionen noch hinaus. Grund hierfür ist unter anderem eine schwer abschätzbare Zinsentwicklung sowie genau Prognosen bezüglich des zeitlichen Horizonts der Zinsänderungen.⁴³ So gab es 2022 noch mehr als 100 Deals mit einem Individualvolumen von über EUR 100 Mio., während es bis Q3 2023 nur 30 waren.⁴⁴

⁴³ Vgl. Vdp (2024), vdp Immobilienpreisindex Q4 2023.

⁴⁴ Vgl. JLL (2023), Investment Market Overview – Q3 2023.

Bisheriges Transaktionsvolumen nach Sektor in Deutschland

in EUR Mrd. / in %



Quelle: JLL (2023), Investment Market Overview – Q3 2023

149. Simultan zur EU-Entwicklung gingen Transaktionen im Bürosegment stark zurück. Hatten diese 2022 noch eine Quote von 33%, so belief sich der Anteil am gesamten gewerblichen Volumen bis Q3 2023 nur noch auf knapp 18%. Vermehrtes Homeoffice, Ansprüche an Gebäudeenergieeffizienz und Nachhaltigkeit sowie regulatorische Auflagen sorgten für verschiedene Hürden im Bürosegment.⁴⁵ Auch in Deutschland zeigte sich die Nachfrageverschiebung hin zu Prime-Büroimmobilien in modernen Gebäudekomplexen und Innenstadtlagen, während qualitativ sekundäre Büroräume sowie strukturschwächere Gegenden deutlich erhöhte Leerstandsquoten zu verzeichnen hatten.
150. Wohnimmobilien hingegen wurden im direkten Jahresvergleich verstärkt nachgefragt und verzeichneten einen Anstieg von 7% bezogen auf den prozentualen Anteil am Investitionsvolumen. Gründe hierfür sind primär die gestiegenen Finanzierungskosten, welche Hypothekenzinsen drastisch erhöhten und im Privatsektor für Refinanzierungen oder gänzlich ausbleibende Transaktionen verantwortlich waren. Infolgedessen wurden verstärkt Mietobjekte nachgefragt. Diese Verschiebung wiederum wurde von einzelnen Investoren antizipiert und resultierte in erhöhtem Investitionsvolumen.⁴⁶
151. Das Segment für Hotelimmobilien profitiert deutschlandweit von intensiviertem inländischem Tourismus sowie Geschäftsreisenden. Neben klassischen Urlaubsresorts entlang der Küsten oder in den Bergen verzeichnen auch Businesshotels oder kommerziell vermietet Apartmentkomplexe erhöhte Belegungsraten. Auch Logistikimmobilien werden nach wie vor verstärkt nachgefragt und zählen zu den Immobilienklassen mit den besten Aussichten. Die Leerstands-

⁴⁵ Vgl. JLL (2023), Investment Market Overview - Q3 2023.

⁴⁶ Vgl. JLL (2023), Office Market Overview - Q3 2023.

quoten bleiben weiterhin gering und der Bedarf nach Lagerräumen in strukturstarken Metropolregionen bleibt bestehen. Der Zuwachs im Transaktionsvolumen bis Q3 2023 betrug im Vergleich zum Vorjahr knapp 6%.⁴⁷

152. Betrachtet man den Deutschen Immobilienfinanzierungsindex (Difi), so sind die Erwartungshaltungen deutscher Immobilienfinanzierer für die Zukunft pessimistisch. Der Difi ist das ungewichtete Mittel aus den Salden der beiden Teilindikatoren Finanzierungssituation und Finanzierungserwartung aller Nutzungsarten und evaluiert somit sowohl die vergangenen als auch kommenden sechs Monate. Erhoben wird der Index vom Unternehmen JLL jeweils alle sechs Monate und wird in Punktzahlen angegeben. Im Dezember 2023 war der Saldo aus Lage- und Erwartungseinschätzungen hierbei für alle Immobilienklassen negativ. Mit -60,9 Punkten schnitten Büroimmobilien deutlich am negativsten ab, gefolgt von Einzelhandelssegment (-45,7), Hotellerie (-32,6). Die Wohn- und Logistiksegmente erzielten mit -28,3 und -23,9 Punkten hingegen die besten Wertungen im Vergleich. Als Gründe werden primär das anhaltend volatile geopolitische und konjunkturelle Umfeld als auch strukturelle Probleme des Büromarkts angeführt. Unter strukturelle Probleme fällt exemplarisch der zukünftige Flächennutzungsbedarf infolge von New-Work-Konzepten wie Homeoffice.⁴⁸

Marktumfeld in Nordamerika

153. In Nordamerika spielt der Druck auf die Kreditanfrage und Kreditvergabe, bedingt durch die aggressive Zinspolitik der Federal Reserve, eine zentrale Rolle. Zinssenkungen sind erst im Laufe des Jahres 2024 zu erwarten, was kurzfristig den Druck auf die Liquidität weiter verstärken könnte. Hohe Zinssätze treiben die Finanzierungskosten weiter in die Höhe und vermindern die Gewinnspannen für Banken. Für regionale und mittelgroße Banken sind diese Kosten noch stärker gestiegen. So lagen die Einlagenkosten für die größten US-Banken im zweiten Quartal 2023 bei 2,2%, während sie für die kleineren Banken 2,5 % betragen. In Zukunft könnte es dem globalen Bankensektor schwerfallen, die hohen Einlagenkosten zu senken, selbst wenn die Zinssätze fallen. Die Erwartung der Kunden auf höhere Zinsen in Verbindung mit einem verstärkten Wettbewerb auf dem Markt wird viele Banken dazu zwingen, höhere Einlagenzinsen anzubieten, um Kunden zu halten und Liquidität zu sichern.⁴⁹

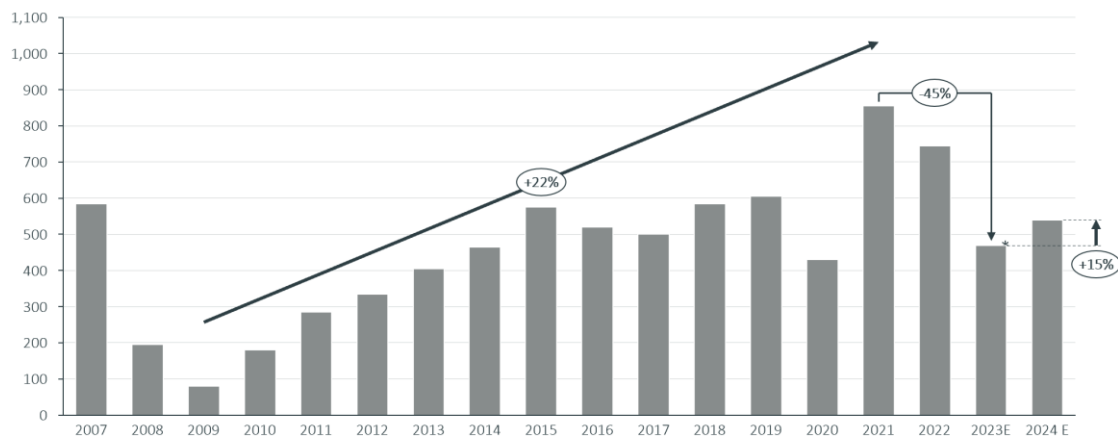
⁴⁷ Vgl. CBRE (2023), Germany Real Estate Market Outlook H2 2023; JLL 2023, Investment Market Overview - Q3 2023.

⁴⁸ Vgl. Börsen-Zeitung (2024), Immobilienfinanzierer blasen Trübsal.

⁴⁹ Vgl. S&P Global (2023), Global Banks Outlook 2024; Deloitte 2023, Banking and capital markets outlook 2024.

US-Transaktionsvolumen

in USD Mrd. / in %



Daten für 2023 bis Q2 2023

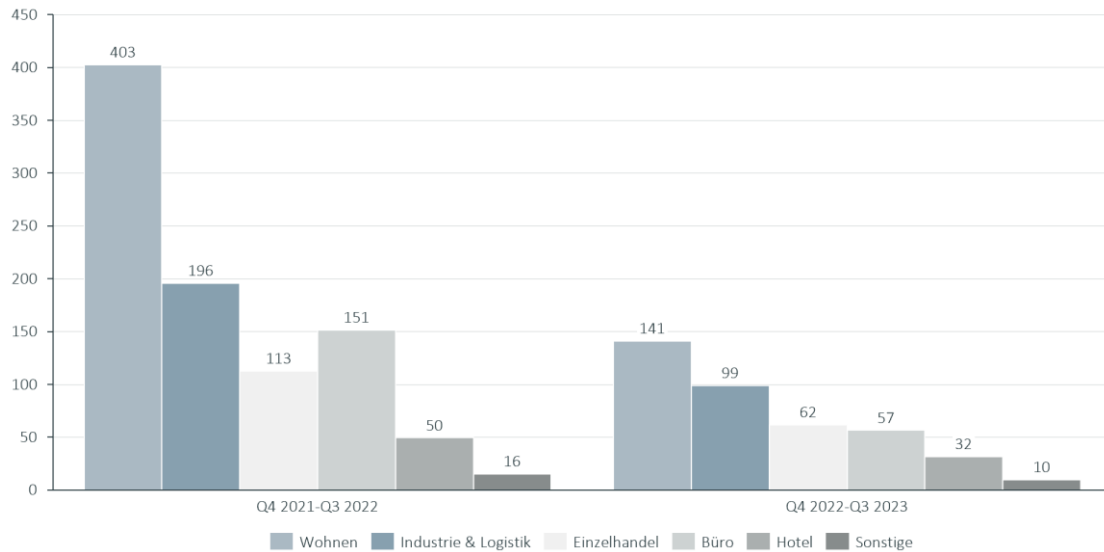
Quelle: CBRE (2023), US Real Estate Market Outlook Midyear Review

154. Im Hinblick auf das Transaktionsvolumen zeigt sich in Nordamerika eine ähnliche Entwicklung wie in Europa. Seit 2009 kam es zu einem rapiden Anstieg der Investitionen in gewerbliche Immobilien bis zu einem lokalen Maximum im Jahr 2015 mit über USD 550 Mrd. Im Laufe der Jahre 2015-2017 entwickelte sich das Volumen negativ, primär bedingt durch damalige leichte Leitzinsanhebungen der Federal Reserve auf 1,0-1,5%. Nach einer zweijährigen Erholung sank das Transaktionsvolumen im Jahr 2020 rapide in Folge der Pandemie, erholte sich jedoch im Jahr 2021 deutlich und erreichte den höchsten Stand der vergangenen 15 Jahre mit knapp USD 850 Mrd. Aufgrund der enormen Leitzinsanhebung seit 2021 sanken auch in den USA die gewerblichen Investitionen in den folgenden zwei Jahren deutlich, in Folge der ausbleibenden Finanzierungen aufgrund der hohen Zinsen sowie restriktiver Kreditvergabestandards. Zwar kam es auch hier zu einem starken Rückgang des Transaktionsvolumens im Jahr 2022 und 2023, jedoch nicht in gleichem Maße wie in Europa von über 50%. Für 2024 ist hingegen ein erneuter Anstieg des Volumens prognostiziert, allerdings erst im Laufe der zweiten Jahreshälfte, sobald die Federal Reserve mit den ersten Zinssenkungen beginnt. Insgesamt könnte das prognostizierte Investitionsvolumen mit über USD 500 Mrd. über den Jahren 2020 und 2023 liegen.⁵⁰

⁵⁰ Vgl. CBRE (2023), US Real Estate Market Outlook Midyear Review.

US-Transaktionsvolumen nach Immobilienklasse

in USD Mrd.



Daten für 2023 bis Q3 2023 inkludiert

Quelle: CBRE (2023), Commercial Real Estate Investment Volume Q3 2023

- 155. Wohnimmobilien blieben auch in der aktuellen Periode bis Q3 2023 die präferierte Immobilienklasse für Investoren. Obwohl auch hier das Volumen über 60% Rückgang verzeichnete, betrug der Abstand zu Investitionsvolumen von Logistikimmobilien knapp USD 42 Mrd. im Zeitraum Q4 2022 bis Q3 2023. An zweiter Stelle standen Industrie- und Logistikobjekte während mit deutlichem Abstand Immobilien im Einzelhandelssegment den dritten Rang belegten. Der kumulierte Rückgang aller A Immobilienklassen im zwölfmonatigen Vergleich betrug mit USD 527,8 Mrd. rund 57%.⁵¹
- 156. Insgesamt fielen die Preise aller Objektklassen aggregiert um 9%. Die Objektwerte von Wohnmobilen verzeichneten hierbei mit 13% den stärksten Rückgang, während Büroimmobilien um 9% und Objekte aus dem Einzelhandelssegment um 7% sanken. Preise für Logistikimmobilien hingegen fielen lediglich um 1% während Bewertungen für Hotels unverändert blieben. Betrachtet wurde der MSCI Commercial Property Price Index und verglichen wurden jeweils die Quartale Q3 2023 und Q3 2022.⁵²
- 157. Aus Renditesicht hatten nur Hotelobjekte eine positive annualisierte Gesamtrendite im Zeitraum Q4 2022 bis Q3 2023. Diese betrug knapp 12%. Alle anderen Immobilienklassen wiesen negative Jahresrenditen auf. Das Bürosegment entwickelte sich mit -17,1% deutlich am negativsten, während Wohnobjekte -7,6% sowie Industrieimmobilien -5,3% annualisierte Gesamtrendite zu verzeichnen hatten. Betrachtet wurden hierbei Renditen des NCREIF Property Index zum Ende des dritten Quartals 2023.⁵³

⁵¹ Vgl. CBRE 2023, Commercial Real Estate Investment Volume Q3 2023.

⁵² Vgl. CBRE 2023, Commercial Real Estate Investment Volume Q3 2023.

⁵³ Vgl. CBRE 2023, Commercial Real Estate Investment Volume Q3 2023.

158. Insbesondere US-Büroimmobilien verzeichneten in der zweiten Jahreshälfte 2023 eine sehr negative Entwicklung. Investitionsvolumina für Büro-Gewerbeimmobilien sanken innerhalb von Q1-Q4 2023 um über 56% im Vergleich zum Vorjahreszeitraum auf EUR 51,3 Mio. Preise für Bürogewerbeimmobilien im Dezember 2023 sanken dabei im Durchschnitt um 16% gegenüber Dezember 2022 und verzeichneten damit die negativste Preisentwicklung aller Immobilienklassen.⁵⁴ Leerstandsquoten für Büroimmobilien erreichten im vierten Quartal 2023 im Schnitt 19,6%, während die Quoten in den größeren Metropolen wie San Francisco, Los Angeles oder New York jedoch noch deutlich höher liegen.⁵⁵ Auch das Volumen an amerikanischen Büroimmobilien unter Konstruktion erreichte in Q4 2023 mit nur 1,2 Mio. m² unter Konstruktion den niedrigsten Stand seit über 20 Jahren.⁵⁶ Die bereits angespannte Lage aufgrund des Zinsumfelds wird bei Büroimmobilien insbesondere durch Trends zu Remote- und Home-Office verstärkt. 77% aller Arbeitnehmer von Fortune 100 Unternehmen gaben an, für hybride Arbeitgeber zu arbeiten und einen wesentlichen Teil der Arbeitsleistung im Homeoffice zu erbringen. Die durchschnittliche im Büro verbrachte Arbeitszeit pro Woche betrug dabei 2,96 Tage. Zwar bietet nur ein geringer Anteil an Unternehmen ein vollständiges Remote-Modell an, der Trend zum hybriden Arbeiten sorgte jedoch bei den meisten Firmen für eine deutlichere Verkleinerung der Büroräume.⁵⁷

2.3.4.3 Refinanzierungsumfeld

159. Insgesamt wird für Kredite im Euroraum ein Wachstum von 2,1% bis Ende 2023 prognostiziert, was einen starken Rückgang im Vergleich zum Vorjahreswachstum von 5% im Jahr 2022 darstellt. Für 2024 wird ein Stagnieren des Wachstums bei 2,3% erwartet, während Kreditvolumina im darauffolgenden Jahr wieder stärker wachsen könnten, mit möglichen Raten von 3,2% und 3,3% in den Jahren 2025 und 2026.⁵⁸

⁵⁴ Vgl. CBRE (2024), Investment Volume Q4 2023, S. 6, 9.

⁵⁵ Vgl. Handelsblatt (2023), Probleme bei US-Gewerbeimmobilien erfassen deutsche Banken.

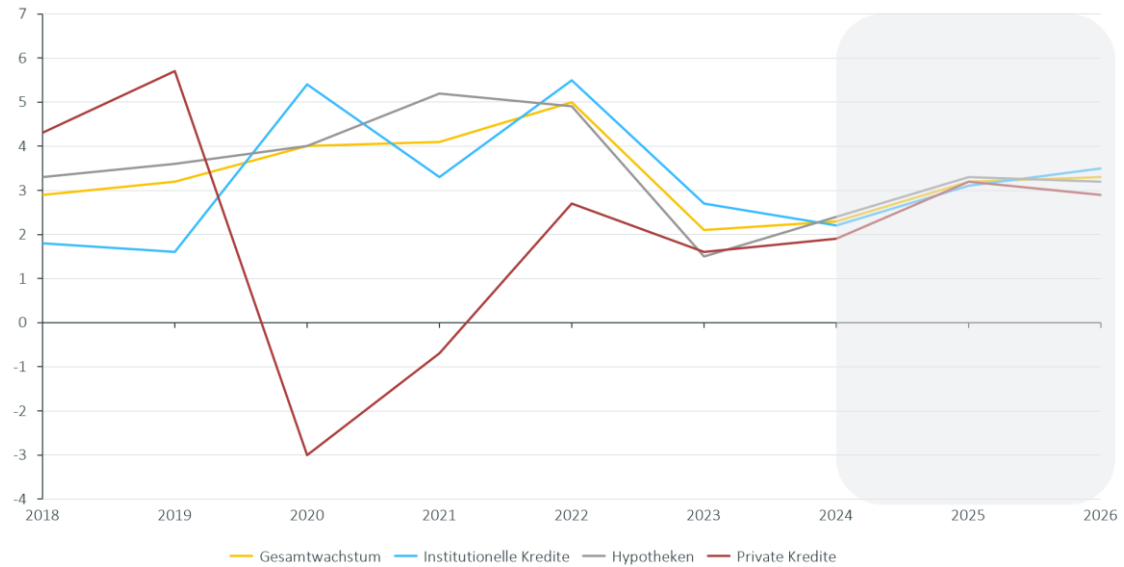
⁵⁶ Vgl. JLL (2024), U.S. Office Outlook, S. 12.

⁵⁷ Vgl. JLL (2024), U.S. Office Outlook, S. 14.

⁵⁸ Vgl. Ernst & Young/Oxford Economics (2023), European Bank Lending Forecast.

Entwicklung der Kreditvolumina innerhalb der EU nach Segment

in %



Stand Q3 2023

Quellen: Oxford Economics; Haver Analytics; Ernst & Young, Eurozone bank lending forecast

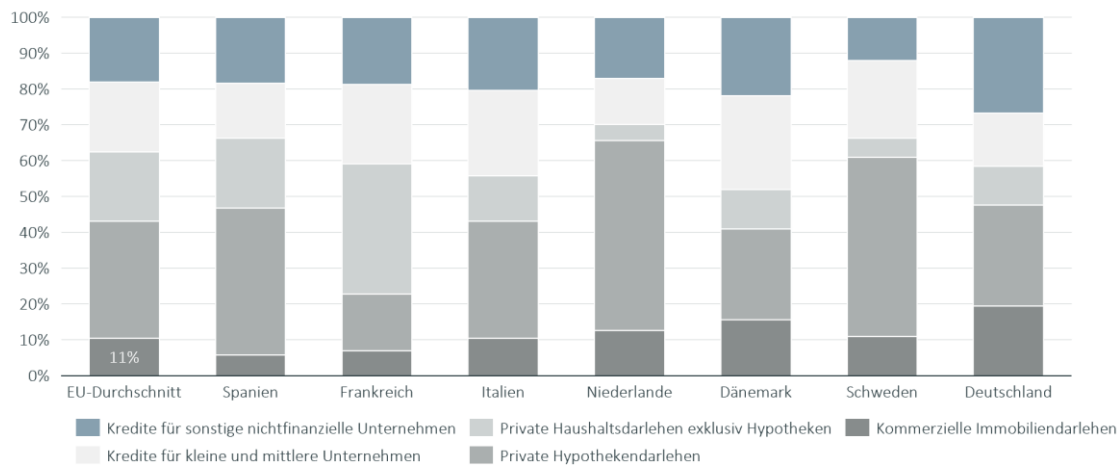
160. Hypothekenkredite stellen nahezu die Hälfte der Gesamtkredite in der Eurozone dar und erreichten im Jahr 2022 ein Wachstum von 4,9%. Für 2023 wird hier ein Rückgang der Wachstumsrate auf 1,5% erwartet sowie einen erneuten leichten Anstieg auf 2,4% im folgenden Jahr. Nach Ernst & Young sowie Oxford Economics könnten Hypothekenkredite anschließend nur um 3,3% bzw. 3,2% in den Jahren 2025 und 2026 wachsen. Primäre Treiber dürften auch hier die gestiegenen Finanzierungskosten für Immobilien darstellen. Während für Darlehen auf Unternehmensebene bis Ende 2023 ein Wachstum von 2,7% sowie 2,2% für 2024 prognostiziert wird, ist für die darauffolgenden zwei Jahre ein Anstieg auf eine Wachstumsrate von 3,5% möglich. Gründe für die aktuell gedämpfte Nachfrage an Unternehmenskrediten sind die erhöhten Fremdkapitalkosten auch auf institutioneller Ebene. Gerade auf Ebene der privaten Kredite könnten die aktuellen Entwicklungen wie starke Arbeitsmärkte und der langsame Rückgang der Inflation zu erhöhten Volumina von Konsumentenkrediten führen. Für 2024 und 2025 werden hier 1,9% sowie 3,2% Wachstum erwartet. Gründe für das im Vergleich zum Vorjahr stark eingebrochene Kreditwachstum sind auch hier die gestiegenen Fremdkapital- und Finanzierungskosten, welche gerade auf institutioneller Ebene sowie im Bereich der Hypothekenkredite für verminderte Wachstumsraten verantwortlich sind.⁵⁹ Im EU-Durchschnitt besitzen kommerzielle Immobiliendarlehen einen Anteil von 11% an der gesamten kumulierten Kreditvergabe europäischer Banken, während auf private Hypotheken ein Anteil von über 30% entfällt.⁶⁰

⁵⁹ Vgl. Ernst & Young/Oxford Economics (2023), European Bank Lending Forecast.

⁶⁰ Vgl. S&P Global, Global Banks Outlook 2024, S. 9.

Kreditvergabe europäischer Banken nach Segment

in %



Stand Juni 2023

Quelle: S&P Global (2023), Global Banks Outlook 2024

161. Für deutsche Banken ist der Anteil der kommerziellen Immobiliendarlehen mit knapp unter 20% deutlich höher als der EU-Durchschnitt. Zusammen mit privaten Hypothekendarlehen wird hier ein Anteil von 45-50% am gesamten Kreditportfolio erreicht. Der Rückgang von Immobiliendarlehen wirkt sich insofern auf das Exposure deutscher Banken stärker aus, im Vergleich zum EU-Durchschnitt. Auf Unternehmenskredite für kleine bis mittlere Firmen sowie nichtfinanzielle Kunden entfallen für deutsche Banken ebenfalls rd. 40% des Kreditvolumens. Nach Morningstar ist davon auszugehen, dass die Konjunkturabschwächung in Verbindung mit den hohen Zinssätzen die Nachfrage nach Unternehmenskrediten in allen europäischen Märkten auch im Jahr 2024 beeinträchtigen wird. Aufgrund der unterschiedlichen prozentualen Verteilung der Kreditsegmente an der Gesamtvergabe innerhalb der einzelnen Länder jedoch in unterschiedlichem Ausmaß.⁶¹
162. Im Hinblick auf den Anleihenmarkt nahm nach einem leichten Rückgang im Jahr 2016 das europäische Emissionsvolumen an Pfandbriefen stetig zu, bis es im Jahr 2019 ein lokales Maximum von über EUR 130 Mrd. einnahm. In Folge der Covid-19-Pandemie sank es jedoch im Laufe der folgenden zwei Perioden auf unter EUR 80 Mrd. ab. Durch den rasanten Umschwung der EZB in der Zinspolitik sowie den inflationären Druck wurde die Emission von Anleihen zur Refinanzierung wieder deutlich attraktiver im Jahr 2022, obwohl die EZB als Käufer der Anleihen weggefallen ist. Aufgrund der beobachtbaren inversen Zinskurve fokussierten sich Investoren vermehrt auf gedeckte Schuldverschreibungen mit kürzeren Laufzeiten im Bereich von 1-7 Jahre. In der Folge wurden von Banken vermehrt Pfandbriefe mit entsprechenden Laufzeiten emittiert.⁶² Infolgedessen stieg das Emissionsvolumen im Jahr 2022 um rund 50% im Vergleich zum Vorjahr auf EUR 162 Mrd. Dieser Trend setzte sich auch im Jahr 2023 fort mit einem kumulierten Volumen von EUR 171 Mrd. (Stand November 2023). Für 2024 wird ein ähnlich konstantes Niveau prognostiziert mit einem leichten Rückgang. Grund hierfür sind eine um rund

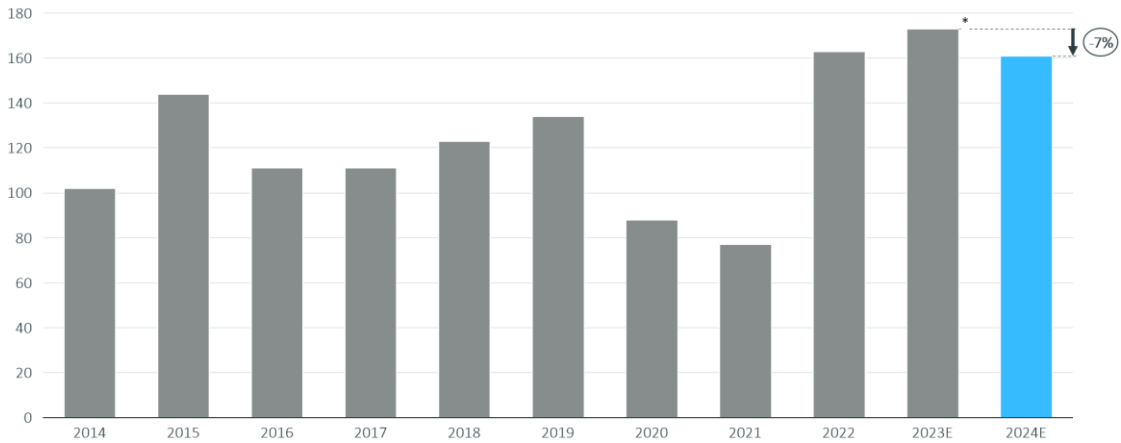
⁶¹ Vgl. S&P Global, Global Banks Outlook 2024, S. 9; Vgl. Morningstar (2023), European Banking Outlook 2024

⁶² Vgl. S&P Global (2022), Covered Bonds Outlook 2023.

5% reduzierte verminderte Anzahl an Fälligkeiten der Anleihen. Dies führt zu geringerem Refinanzierungsbedarf im Vergleich zu 2024, so die Prognose.⁶³

Bisheriges Emissionsvolumen an Pfandbriefen in der Eurozone

in EUR Mrd. / in %



Daten für 2023 bis Dezember 2023 inkludiert

Quelle: S&P Global (2023), Covered Bonds Outlook 2024

- 163. Im Ländervergleich nahmen Deutschland und Frankreich europaweit den ersten und zweiten Rang im Hinblick auf Emissionsvolumen ein. Weitere bedeutende Märkte waren Österreich, das Vereinigte Königreich sowie die Niederlande. Aufgrund der inversen Zinsstrukturkurven waren Investoren primär an Anleihen mit geringeren Laufzeiten interessiert. So entfielen auf gedeckte Schuldverschreibungen mit Laufzeiten zwischen 3-5 beziehungsweise 5-7 Jahren kumuliert über 60% des Emissionsvolumens im Jahr 2023 europaweit.⁶⁴ Aufgrund der hohen Nachfrage an kurzfristigen Schuldverschreibungen wurde ein Großteil der jüngsten Anleihen mit Laufzeiten von 1-7 Jahren emittiert. Ob in naher Zukunft erneut eine Rückkehr zur Emission von Produkten mit längeren Laufzeiten stattfindet, bleibt fraglich.
- 164. Sehr gefragt waren weiterhin gedeckte ESG-Anleihen mit einem Gesamtvolumen von fast EUR 20 Mrd. im Jahr 2023 in der EU (Stand November 2023). Den größten Anteil daran hatten nachhaltige Schuldverschreibungen mit über EUR 14 Mrd., während der Rest auf soziale Anleihen entfiel. Diese nahmen rund 12% des Gesamtemissionsvolumens ein.⁶⁵

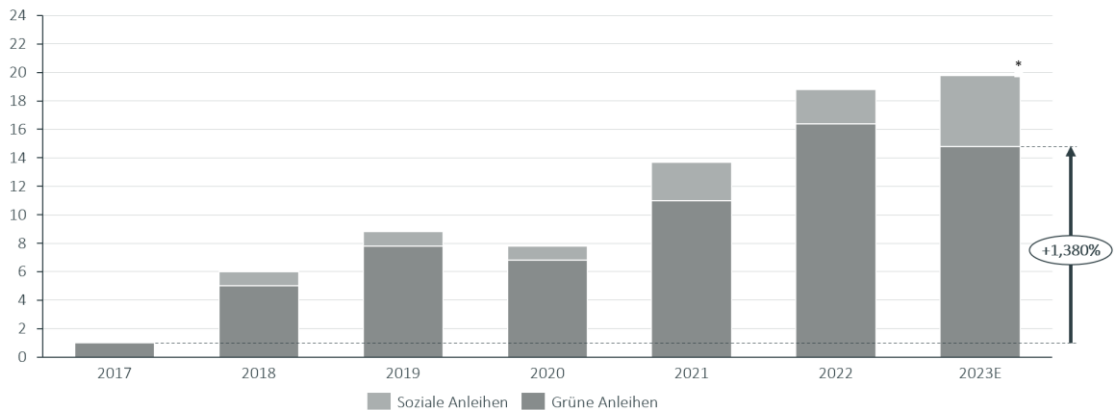
⁶³ Vgl. S&P Global (2023), Covered Bonds Outlook 2024, S. 7.

⁶⁴ Vgl. S&P Global (2023), Covered Bonds Outlook 2024, S. 9.

⁶⁵ Vgl. S&P Global (2023), Covered Bonds Outlook 2024, S. 9-10.

Bisheriges Emissionsvolumen an ESG-Pfandbriefen in der Eurozone

in EUR Mrd. / in %



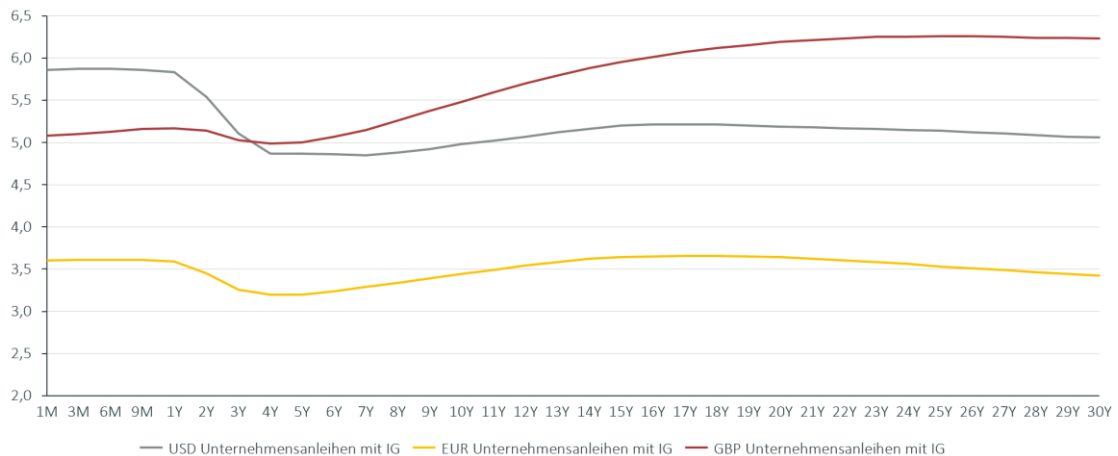
Daten für 2023 bis Dezember 2023 inkludiert

Quelle: S&P Global (2023), Covered Bonds Outlook 2024

165. Insgesamt zeigt sich innerhalb der EU sowie im Vereinigten Königreich bei Investment Grade ("IG") Unternehmensanleihen von Kreditinstituten mit Laufzeiten zwischen einem Monat bis hin zu sieben bis acht Jahren noch immer eine inverse Zinsstrukturkurve. Kurzfristige Anleihen weisen hier im Mittel höhere Renditen auf als Schuldtitel mit mehrjähriger Laufzeit. Für die USA ist dieser Effekt in verstärkter Form zu beobachten. Die höchsten Renditen mit 3,5-4%, lassen sich innerhalb der EU derzeit für IG-Unternehmensanleihen mit Laufzeiten von 15-22 Jahren beobachten, während die Zinsstrukturkurve für längere Laufzeiten wieder leicht abflacht.

Finanzsektor - Unternehmensanleihen mit Investment Grade

Yields in %



Stand Ende Januar 2024, halbjährliche Verzinsung

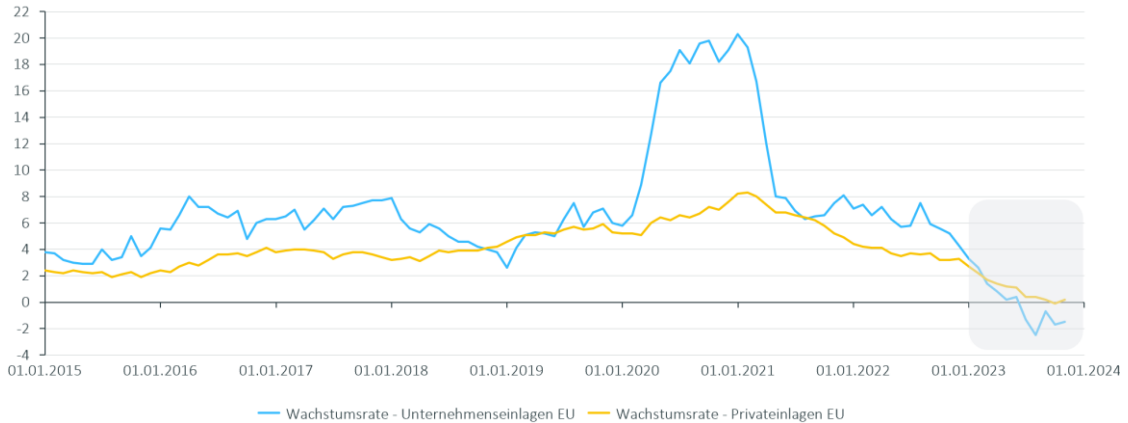
Quelle: S&P Capital IQ

166. Im Hinblick auf den Geldmarkt kam es seit Beginn 2015 zu einem Anstieg der institutionellen Bankeinlagen. In Folge der Pandemie zogen zwischen Dezember 2019 und Januar 2020 institutionelle Kunden auf EU-Ebene Einlagen i.H.v. über EUR 63 Mrd. ab. Auch innerhalb Deutschlands wurden knapp EUR. 9,4 Mrd. zwischen Dezember 2019 sowie Januar 2020 an Einlagen

abgehoben. Danach kam es zu einem rapiden Anstieg des Einlagevolumens auf institutioneller Ebene in Folge von Portfolioumschichtungen bedingt durch die Pandemie als primären Treiber.

Entwicklung der Unternehmens- und Privateinlagen in der EU

in %



Quelle: EZB

167. Seit Beginn 2023 kam es zu einem deutlichen Abflachen des Anstiegs der kumulierten Unternehmenseinlagen auf europäischen Bankkonten und ab Mitte des Jahres zu einem Rückgang von über 2,0%. Auch die Wachstumsrate der privaten Haushaltseinlagen verzeichnete einen deutlichen Rückgang und bewegte sich in der zweiten Jahreshälfte 2023 im Bereich der 0,0%.
168. Der positive Zinseffekt, den Banken durch die erhöhten Leitzinsen bisher nutzen konnten, wird jedoch durch den Anstieg der Deposit Betas langsam abgedämpft. Diese geben an, in welchem Umfang Zinsänderungen der Zentralbanken durch die jeweiligen Kreditinstitute weitergegeben werden. Ein Anstieg der Deposit Betas bedeutet insofern einen geringeren Grenznutzen für Banken.⁶⁶ Wie an der Abnahme des Anstiegs des Einlagevolumens ersichtlich wird, fand 2023 eine leichte Verschiebung der Refinanzierung durch Kundeneinlagen hin zu kapitalmarktbasierter Refinanzierung durch Ausgabe von Anleihen. Viele Banken zahlten auch erhebliche Summen an EZB-Einlagen zurück, insbesondere Tendertransaktionen sowie TLTRO, welche sie im Zuge der Pandemie aufgenommen hatten. So sanken die Bilanzpositionen sonstige Verbindlichkeiten, welche unter anderem Einlagen von Zentralbanken enthält um 290 Basispunkte auf 15,9%.

2.3.4.4 Senkung der Verwaltungskosten in der Bankenbranche

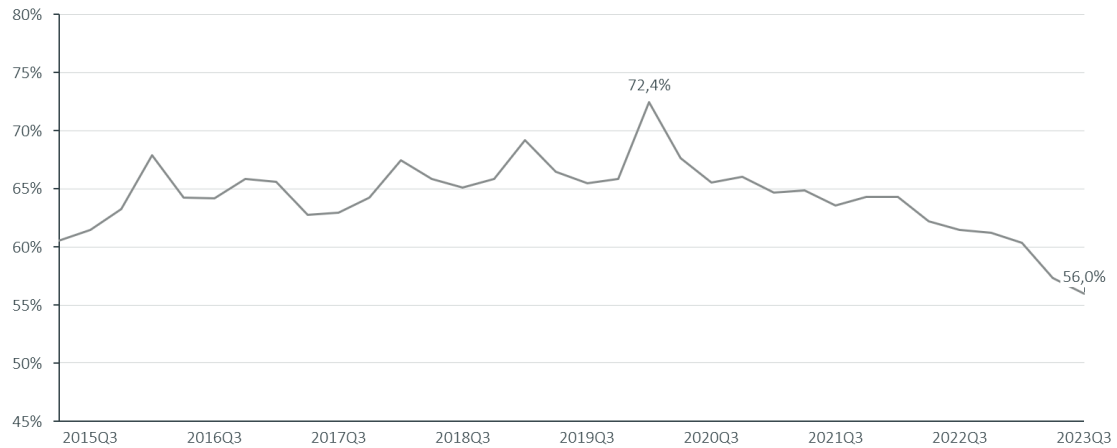
169. Da viele Banken über die letzten Jahrzehnte ihre Eigenkapitalkosten nicht verdienen konnten, unterliegt der Bankensektor einem signifikanten strukturellen Wandel in dessen Mittelpunkt die Senkung der Cost-Income-Ratio („CIR“) Quote steht. Im Gesamtüberblick sank die CIR europäischer Kreditinstitute deutlich im Vergleich zum Vorjahr. Die EZB unterscheidet hierbei zwischen großen, signifikanten Banken innerhalb der einzelnen EU-Länder sowie kleineren, weniger bedeutenden Kreditinstituten. Maßstab für Signifikanz ist hierbei die Größe der Banken,

⁶⁶ Vgl. Morningstar (2023), European Banking Outlook for 2024, S. 3.

gemessen an Gesamtvermögenswerten. Sowohl die Aareal als auch die entsprechenden Peer-Unternehmen zählen hierbei zur Kategorie der signifikanten Kreditinstitute.⁶⁷

Entwicklung der Cost-Income-Ratio signifikanter, europäischer Banken

in %



Stand Q3 2023

Quelle: EZB, Supervisory Statistics

170. Während die Quote seit Ende 2015 stetig in einem Korridor zwischen 60-70% stagnierte, erreichte sie im ersten Quartal 2021, unmittelbar nach Ausbruch der Covid-19-Pandemie, ein Maximum von 72,4%. Seitdem sank die Quote in den folgenden drei Jahren stetig und erreichte in Q3 2023 ein Minimum von 56,0%, den niedrigsten Wert seit Beginn der Berichterstattung der Kennzahl durch die europäische Bankenaufsichtsbehörde im Jahr 2014. Die Divergenzen zwischen den einzelnen EU-Ländern sind dabei jedoch groß. So weisen Staaten wie Frankreich oder Deutschland, mit einem ausgeprägten Bankensektor, Quoten i.H.v. 71% und 64% auf, während Banken in Ländern wie Lettland oder Portugal Quoten von unter 35% gemessen wurden (Stand Q2 2023).⁶⁸ Gründe für die auch in Deutschland gesunkenen Quoten waren laut Bankenaufsicht primär die Erhöhung des Zinsüberschusses. Auch S&P führt die erhöhte Profitabilität vor allem auf die Zinswende zurück. Gerade deutsche Banken hätten noch immer zu hohe Gesamtkosten im Verhältnis zum generierten Ertrag. Zukünftig könnte es zu Druck auf die Zinsmargen kommen, da die durchschnittlichen Kreditzinsen etwas langsamer steigen als die Finanzierungskosten.⁶⁹

171. In Bezug auf Kostenreduktion fokussieren sich Banken auf Investitionen in Informations- und Kommunikationstechnologie, um operative Kosten durch Automatisierung und Digitalisierung weiter zu senken. 94% der größten europäischen Banken gaben an, IT-Investitionen als primäres Mittel für Kostenreduktionen zu sehen. Im Gegensatz dazu, sinkt die Kostenreduktion im Personalbereich im Vergleich zum Vorjahr leicht. So sank zwischen Q3 2022 und Q3 2023 die Einsparungen von Personalkosten von 72% auf 60%. Auch eine Reduzierung von Geschäftsak-

⁶⁷ Vgl. EZB (2023), List of supervised entities.

⁶⁸ Vgl. EBA (2023), European Banking Authority (2023), RISK ASSESSMENT REPORT OF THE EUROPEAN BANKING AUTHORITY, S. 71-72.

⁶⁹ Vgl. Börsen-Zeitung (2023), S&P hält bessere Banken-Ratings für unwahrscheinlich.

tivitäten wurde von vielen Banken nur noch als sekundäres Instrument für allgemeine Kostenreduktion verwendet. Während in der Vorperiode noch 47% der Banken die Reduktion von Geschäftsaktivitäten zur Kosteneinsparung nutzten, waren es zwischen Q3 2022 und Q3 2023 nur 27%.⁷⁰

2.3.4.4 Regulatorisches Umfeld

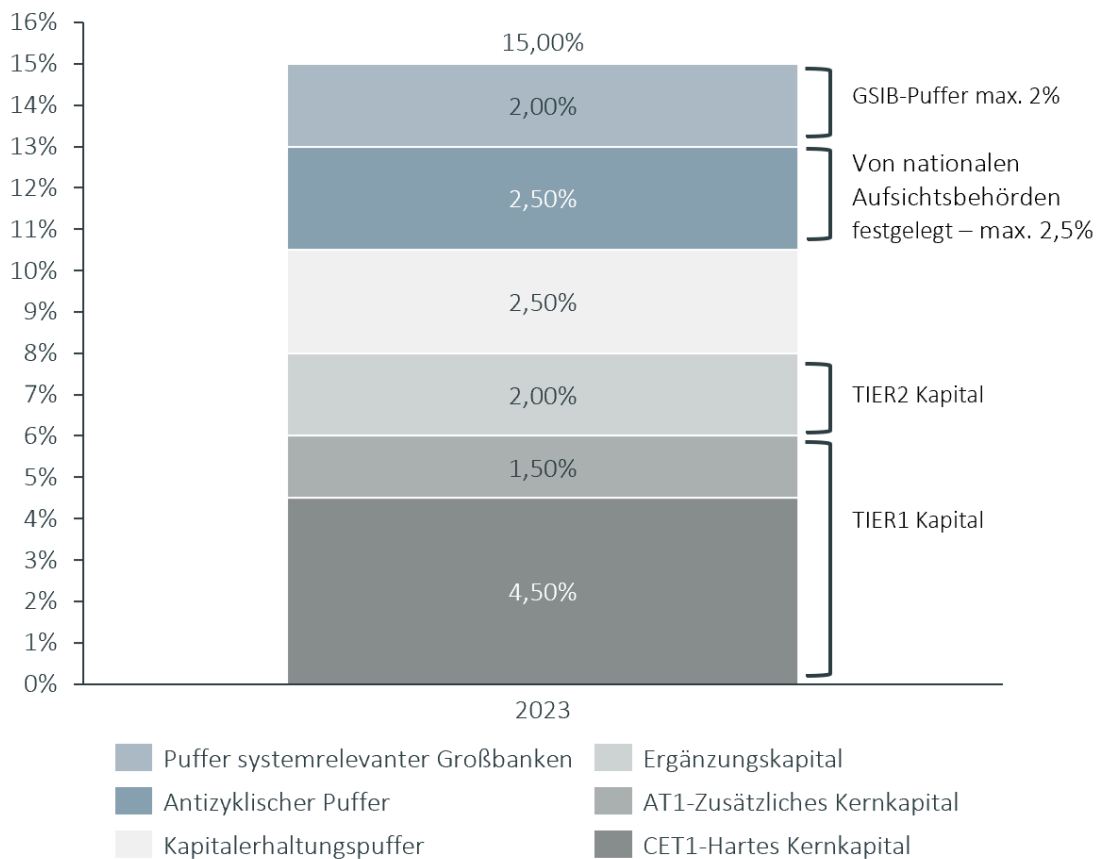
172. Die Eigenkapitalplanung der Aareal, und damit die Ausschüttungsquote, wird wesentlich durch das regulatorische Umfeld und die erforderliche Vorhaltung von Eigenmitteln geprägt. Zum Bewertungsstichtag unterliegt die Aareal den seit 1. Januar 2014 in Kraft getretenen Anforderungen von Basel III in Form der Capital Requirements Regulation (CRR) und der Capital Requirements Directive (CRD). Als Verordnung ist die CRR unmittelbar geltendes Recht in den EU-Mitgliedsstaaten und ersetzt die bisherigen nationalen Vorgaben im Kreditwesengesetz (KWG) und der Solvabilitätsverordnung. Die CRD wurde durch Anpassungen des KWG und der Solvabilitätsverordnung in nationales Recht übernommen.

173. Gemäß Art. 72 CRR setzen sich die Eigenmittel aus dem Tier 1 Kapital (Kernkapital) sowie dem Tier 2 Kapital (Ergänzungskapital) zusammen. Dabei besteht das Tier 1 Kapital gem. Art. 25 CRR aus dem harten Kernkapital, sogenanntes Common Equity Tier 1 (CET1), (Art. 26 bis Art. 50 CRR) und dem Additional Tier 1 (AT 1) (Art. 51 bis Art. 61 CRR). Das Tier 2 Kapital umfasst das Ergänzungskapital (Art. 62 bis Art. 71 CRR). Für jede dieser Kapitalklassen regelt die CRR die anrechenbaren Bestandteile sowie die vorzunehmenden Abzüge. Kapitalinstrumente können einer aufsichtsrechtlichen Kapitalklasse nicht zugerechnet werden, wenn sie die Anrechnungskriterien nicht erfüllen (Art. 30, 55 und 65 CRR).

⁷⁰ Vgl. EBA (2023), European Banking Authority (2023), RISK ASSESSMENT REPORT OF THE EUROPEAN BANKING AUTHORITY, S. 81-82.

Mindestanforderungen und Aufbau der Kapitalpuffer

in %



Quelle: Basel Committee on Banking Supervision, The Basel Framework; Accenture, Basel III Handbook

174. Nach Basel III gilt aktuell, dass risikogewichtete Aktiva mit mindestens 8,0% regulatorischem Eigenkapital hinterlegt werden müssen. Dabei teilt sich die Zusammensetzung in 4,5% hartes Kernkapital (CET1), 1,5% zusätzliches Ergänzungskapital (additional Tier 1) sowie Tier 2 Ergänzungskapital in Höhe von 2,0% auf. Zusätzlich sollte neben den 8,0% modifiziertem Eigenkapital ein Kapitalerhaltungspuffer in Form von hartem Kernkapital i.H.v. 2,5% der RWA vorgehalten werden.⁷¹ Neben dem Kapitalerhaltungspuffer sieht Basel III den Aufbau eines antizyklischen Puffers i.H.v. maximal 2,5% der RWA vor, dessen Höhe von den jeweiligen nationalen Aufsichtsbehörden festgesetzt und implementiert wird. In Deutschland regelt die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) die Festsetzung und Überwachung des antizyklischen Puffers.⁷² Dieser wurde von der BaFin für das erste Quartal 2024 auf 0,75% festgesetzt.⁷³ Der Aufbau des antizyklischen Puffers soll einerseits das Eigenkapital der Banken stärken und andererseits übermäßiges Kreditwachstum in konjunkturellen Hochphasen bremsen. Der Aufbau des antizyklischen Puffers wird durch die Aufsichtsbehörden in Phasen von hohem Kreditwachstum

⁷¹ Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2023), Risk-based capital requirements – Buffers above the regulatory minimum.

⁷² Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2023), Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer.

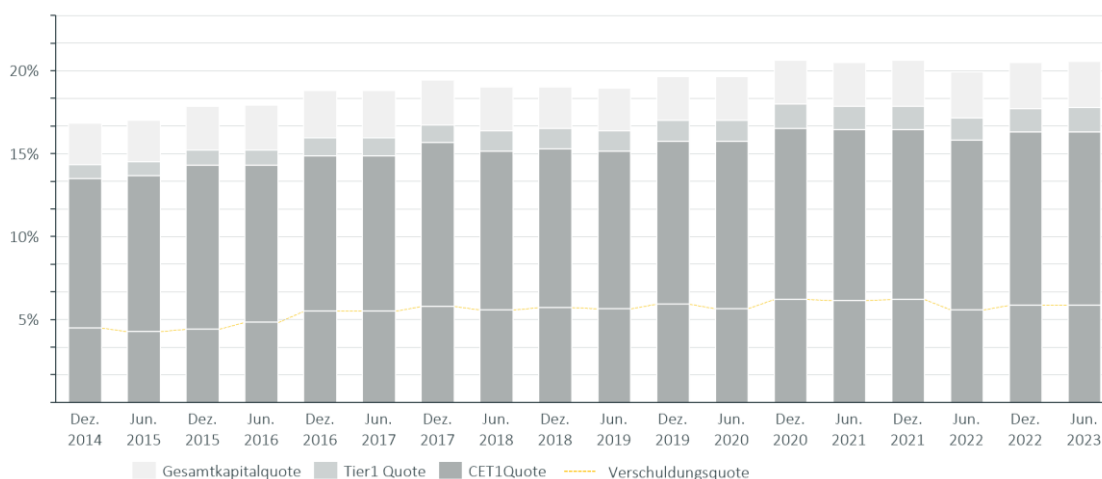
⁷³ Vgl. BaFin (2024), Countercyclical capital buffer.

angeordnet. Nach einer 12-monatigen Vorankündigungsperiode müssen die Kreditinstitute dann den antizyklischen Puffer erfüllen.

175. Insgesamt erhöhten europäische Banken ihre Kapitalquoten deutlich in den vergangenen Jahren und erreichten 2023 ihren Höchststand. Durch hohe Profitabilität stiegen Gewinnrücklagen an während sich der Anstieg von risikogewichteten Aktiva (RWA) in Grenzen hielt, bedingt durch moderates Wachstum von Krediten. Trotz strengerer Regulierungen in Bezug auf Kapitalquoten bauten europäische Kreditinstitute ihren Abstand zu den Mindestkapitalanforderungen weiter aus und schufen zusätzliche Pufferzonen. Die CET1-Quote erreichte mit 16% im Mittel im Juni 2023 ein Maximum. Auch die Gesamtkapitalquote erhöhte sich im Vergleich zu Juni 2022 um 95 Basispunkte auf 20%. Die Verschuldungsquote (Leverage Ratio) erhöhte sich um 40 Basispunkte auf 5,7% im Juni 2023 und lag damit im Durchschnitt deutlich über den regulatorischen Mindestanforderungen von 3%. Lediglich bei einem Prozent der betrachteten Banken war der Puffer zur Mindestverschuldungsquote unter 100 Basispunkten.⁷⁴

Kapitalquoten europäischer Banken

in %



Quelle: EZB

176. Während die grundsätzlichen Eigenkapitalanforderungen im Wesentlichen innerhalb von Säule 1 des Basel Regelwerks festgehalten sind, befasst sich Säule 2 auf übergeordneter Ebene mit Risikomanagement und Aufsichtsanforderungen für Kreditinstitute. Die in Säule 2 festgehaltenen Prinzipien beschreiben dabei die aufsichtsrechtliche Prüfung unter Einbezug des Risikoprofils des jeweiligen Kreditinstituts („Supervisory Review and Evaluation Process“-SREP). Hieraus können sich individuell festgelegte, zusätzliche Eigenkapitalanforderungen für Banken ergeben. Diese sind als Ergänzung zu den CET1-Anforderungen aus Säule 1 zu implementieren und für jede Bank unternehmensspezifisch. Innerhalb der EU ergab sich bei Betrachtung signifikanter Kreditinstitute in den Jahren 2022 und 2023 im Durchschnitt eine Säule 2 CET1-Anforderung von 1,1%, welche als Pillar 2 Requirement bezeichnet wird.⁷⁵ Ergänzend hierzu existiert eben-

⁷⁴ Vgl. European Banking Authority (2023), RISK ASSESSMENT REPORT OF THE EUROPEAN BANKING AUTHORITY, S. 59.

⁷⁵ Vgl. EZB (2023), Aggregated results of 2022.

falls eine Pillar 2 Guidance der EZB. Die Säule 2 Empfehlung ist eine bankspezifische Empfehlung, die angibt, wie viel Kapital die EZB von den Banken zusätzlich zu ihren verbindlichen Eigenkapitalanforderungen erwartet, um sicherzustellen, dass sie potenzielle Verluste aus ungünstigen Szenarien auffangen können. Die Säule 2 Empfehlung wird im Rahmen des aufsichtlichen Überprüfungs- und Bewertungsverfahrens festgelegt. Im Gegensatz zu den Anforderungen der Säule 2 ist sie nicht rechtsverbindlich. Die Guidance umfasst auch nicht das Risiko einer übermäßigen Verschuldung, welches durch die Säule-2-Leitlinien zur Verschuldungsquote abgedeckt wird.⁷⁶

177. Säule 2 ist somit auf die Einzelrisiken, Bedürfnisse und Umstände einer bestimmten Bank zugeschnitten. Im Kern werden hier Risiken zu außerbilanziellen Posten und Verbriefungsgeschäften erfasst. Die Anforderungen sind hierbei grundsätzlich als Ergänzung zu Säule 1 des Regelwerks zu verstehen und halten Banken dazu an, ein internes Kapitalbewertungsverfahren zu etablieren sowie Kapitalziele festzulegen, die dem Risikoprofil und dem Kontrollumfeld der Bank angemessen sind.⁷⁷ Säule 3 der Basler Rahmenvereinbarung zielt darauf ab, durch aufsichtsrechtliche Offenlegungspflichten, allen Kapitalmarktteilnehmern Zugang zu bedeutenden Informationen im Hinblick auf aufsichtsrechtliches Eigenkapital und die Risikoposition einer Bank zur Verfügung zu stellen.⁷⁸
178. In Ergänzung zu den drei Säulen, etablierte das Baseler Komitee zusätzlich bindende Liquiditätsanforderungen, primär in Form der Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio -LCR). Diese soll sicherstellen, dass Kreditinstitute über genügend liquide Vermögenswerte verfügen, um ein 30-tägiges, vordefiniertes Stressszenario zu überstehen. Die Mindestliquiditätsquote berechnet sich dabei aus dem Quotienten aus erstklassigen liquiden Vermögenswerten (High Quality Liquid Assets – HQLA) sowie den kumulierten totalen Kapitalabflüssen über die nächsten 30 Kalendertage, berechnet nach LCR30 und LCR40 des Basel Regelwerks. Die Quote sollte dabei einen Minimumwert von 100% betragen.⁷⁹
179. Die Regelungen von Basel III wurden im Nachgang zur Finanzkrise auf Basis des bisherigen Regelwerk Basel II durch den Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht in Erfüllung eines Arbeitsauftrags der Staats- und Regierungschefs der G-20 Staaten überarbeitet. Die Umsetzung von Basel III wurde durch die CRD IV Richtlinie 2013/36/EU vom 26. Juni 2013 und der Verordnung (EU) No. 575/2013 vom 26. Juni 2013 vorgenommen. Sie lösten die bis dahin geltenden Richtlinien der Europäischen Union 2006/48/EG (Bankenrichtlinie) und 2006/49/EG (Kapitaladäquanzrichtlinie) ab.
180. Im Dezember 2017 verabschiedete der Basler Ausschuss (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

⁷⁶ Vgl. EZB (2024), Pillar 2 guidance

⁷⁷ Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2023), Overview of Pillar 2 supervisory review practices and approaches, S. 2-3.

⁷⁸ Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2023), The Basel Framework, S. 1437.

⁷⁹ Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2023), The Basel Framework, S. 1041.

27. Oktober 2021 veröffentlichte die EU-Kommission den ersten Entwurf der in Basel IV reformierten CRR III sowie der 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 01.01.2025 an.⁸⁰

181. Grundsätzliches Ziel der Reformierung ist die Einschränkung und Verwendung interner Modelle zur Berechnung der risikogewichteten Aktiva europäischer Banken. Vielmehr sollen durch die neuen Regelungen die Verwendung von standardisierten Berechnungsansätzen als Untergrenze forciert werden, um bessere Vergleichbarkeit im Hinblick auf die Risikopositionen der Banken zu gewährleisten. Den Kreditinstituten steht es bisher frei ihre risikogewichteten Aktiva für Kreditrisiko, Marktrisiko oder operationelles Risiko nach einem auf internen Ratings basierendem Ansatz oder auf Basis eines Standardverfahren, welches auf externen Ratings basiert, zu berechnen.⁸¹ Im Gegensatz zu US-Banken verwendet ein Großteil der Kreditinstitute innerhalb der EU einen internen Ansatz zur Berechnung von Kreditrisiko, Marktrisiko oder auch operationellem Risiko.⁸² Durch die Nutzung der internen Modelle (Internal Ratings Based Approach, „IRBA“) werden häufig sogenannte „Low Default Portfolios“ zu optimistisch eingestuft, als bei der Verwendung der konservativeren Standardansätze.⁸³
182. Nach dem neuen Rahmenwerk dürfte nun die Differenz zwischen Standardansatz und internem Modell nur maximal 27,5% betragen.⁸⁴ Konkret bedeutet dies, dass die Mindesthöhe der aggregierten RWA bei Berechnung nach dem internen Modell nicht weniger als 72,5% der RWA nach Kalkulation durch den Standardansatz betragen darf.⁸⁵ Diese Eigenmitteluntergrenze (Output-Floor) wird ab 1. Januar 2023 zunächst mit einer Höhe von 50% eingeführt und stufenweise erhöht, bis sie ab 1. Januar 2028 die volle Höhe von 72,5% erreicht, so ursprünglich vom BCBS im offiziellen Rahmenwerk festgehalten.⁸⁶ Nachdem jedoch europaweit eine Umsetzung ab 1. Januar 2025 prognostiziert wird, würde sich der Phase-In Zeitraum bis 2030 erstrecken mit jährlichen Erhöhungen von 5% beziehungsweise 2,5% in Bezug auf den Output-Floor. Die europäische Bankenaufsicht erwartet hierdurch einen durchschnittlichen Anstieg der Mindestkapitalanforderungen zwischen 13,1% und 18,5% für europäische Banken. Die prognostizierten Anstiege für deutsche Banken liegen jedoch deutlich darüber. Hier könnte es zu einem Wachstum der Mindestkapitalanforderungen in Höhe von 30-40% kommen.⁸⁷ Dabei ist davon auszugehen, dass insbesondere die Banken mit einem hohen Anteil von Immobilienfinanzierungen

⁸⁰ Vgl. Deloitte (2023), CRR III Survey 2023.

⁸¹ Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2023), The Basel Framework, S. 197.

⁸² Vgl. KPMG (2023), Basel IV: Capital Floor.

⁸³ Vgl. Zeb (2023), Basel IV bedroht Europas Banken.

⁸⁴ Vgl. Zeb (2023), Basel IV bedroht Europas Banken.

⁸⁵ Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2023), The Basel Framework, S. 142.

⁸⁶ Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2023), The Basel Framework, S. 194.

⁸⁷ Vgl. Deloitte (2023), Aktualisierte Studie zu den Auswirkungen von Basel IV auf den europäischen Bankensektor.

im Portfolio, wie z.B. die Aareal und die Deutsche Pfandbriefbank, besonders von höheren Eigenkapitalvorschriften infolge des Output-Floors betroffen sein werden.⁸⁸

183. Eine weitere Neuerung besteht in der Einführung eines überarbeiteten Credit Valuation Adjustment Risk („CVA“) Ansatzes. Hierbei werden primär neue Sensitivitätsanalysen für verschiedene Risikofaktoren wie Zinskurven, Wechselkurse, Credit Spreads oder Aktienpreise eingeführt. Die neuen Messverfahren zielen darauf ab, die Risikosensitivität für genannte Parameter deutlich zu erhöhen, die aufwendige Implementierung stellt jedoch technisch und methodisch eine Herausforderung für die Kreditinstitute dar. Der überarbeitete, standardisierte Ansatz trägt den Namen SA-CVA.⁸⁹ Weiterhin wird für globale systemrelevante Banken (G-SIB) ein Leverage-Ratio-Puffer i.H.v 50,0% der risikobereinigten Kapitalquote der Bank eingeführt. Sollten die Anforderungen an die Leverage-Ratio-Puffer nicht erfüllt werden, werden die entsprechenden G-SIBs mit Kapitalausschüttungsbeschränkungen belegt, abhängig von der jeweiligen CET1 Risiko- und Verschuldungsquote.⁹⁰
184. Insgesamt sind durch die Neuerungen erhebliche strategische Auswirkungen sowie weitreichende Anpassungen an IT-Systeme und Modellierungen zu erwarten, ungeachtet der Größe und des Geschäftsmodells der Banken. Die Vorschriften wirken sich auf sämtliche Risikoarten aus. Die europäische Bankenaufsicht prognostizierte in einer Ende 2021 veröffentlichten Studie den Mehrbedarf an Kernkapital für europäische Kreditinstitute mit EUR 1,2 Mrd. Dabei rechnen vier von fünf Banken mit einem deutlichen RWA-Anstieg. Lediglich 20% der befragten Banken gaben an keine RWA-Auswirkungen oder maximal 5,0% Anstieg zu erwarten.⁹¹

2.3.4.6 Wachstumserwartungen, Markttreiber und langfristige Trends

185. Die größten Auswirkungen auf den Bankensektor ergeben sich durch das aktuelle bzw. zukünftige Zinsumfeld. Während die Zinsen aktuell noch auf einem hohen Niveau stagnieren, könnten erste Zinssenkungen im Jahr 2024 negative Auswirkungen auf die Nettozinsmargen der Kreditinstitute haben. Bereits aktuell zunehmende Deposit Betas bestätigen diese Tendenz und zeigen, dass ein zunehmender Anteil an erhöhten Zinsen an Endkunden weitergegeben wird und sich so für Banken ein geringerer Grenznutzen ergibt. Sollten die Zinsen auf Zentralbankebene nun wieder langsam absinken, könnten sich die Zinsmargen der Kreditinstitute weiter verkleinern.⁹² Durch die trotz dessen hohen, aktuellen Zinsniveaus der einzelnen Länder könnten sich auch vorerst in der kommenden Periode weiterhin niedrige Immobilienbewertungen ergeben. Gerade da die Immobilienmärkte sowie die zu Grunde liegenden Finanzierungen für Objekte nur sehr zeitverzögert auf Änderungen des Zinsumfeldes reagieren. Die geringen Bewertungen wiederum könnten die RWA-Planung belasten sowie zusätzliche Risikovorsorge erfordern (Vgl. 2.3.4.2). Implikationen aufgrund der moderaten Immobilienbewertungen könnten sich zudem

⁸⁸ Vgl. Deloitte (2023), Aktualisierte Studie zu den Auswirkungen von Basel IV auf den europäischen Bankensektor; European Banking Authority (2023), RISK ASSESSMENT REPORT OF THE EUROPEAN BANKING AUTHORITY, S. 51.

⁸⁹ Vgl. Basel Committee on Banking Supervision, The Basel Framework, S. 911; KPMG 2023, Basel IV: Credit Valuation Adjustment risk.

⁹⁰ Vgl. Basel Committee on Banking Supervision, The Basel Framework, S. 1028.

⁹¹ Vgl. European Banking Authority (2021), BASEL III MONITORING EXERCISE – RESULTS BASED ON DATA AS OF 31 DECEMBER 2021; Deloitte (2023), CRR III Survey 2023, S. 12.

⁹² Vgl. Morningstar (2023), European Banking Outlook 2024, S. 2-3.

für Pfandbriefemissionen ergeben. Hier ergeben sich deutlich erhöhte Spreads aufgrund der zusätzlichen Unsicherheit, was die Emission aus Bankensicht verteuert (Vgl. 2.3.4.3).

186. Die wichtigsten Markttreiber für gewerbliche Immobilienfinanzierungen auf den genannten Kernmärkten sind nach wie vor die makroökonomischen Entwicklungen, insbesondere die Zinsentwicklung und Inflation. Nach IWF-Daten könnte die Inflation im Jahr 2024 global gesehen auf 5,2% sinken während für die EU ein prozentualer Rückgang des Verbraucherpreisindex um 3,6% sowie 2,4% für 2025 prognostiziert wird. Auch für die USA liegt die Prognose bei einem prozentualen Rückgang von 2,4% jeweils im Jahr 2024 und 2025.⁹³
187. Die Leitzinspolitik der Zentralbanken hat erheblichen Einfluss auf die zukünftig beobachtbaren Transaktionsvolumina sowie die Preisentwicklung der Mieten und Renditen. Nach Prognosen von Deloitte sowie der Commerzbank könnte die Federal Reserve den Leitzins für den nord-amerikanischen Markt vorerst bei 5,5% zu Beginn des Jahres 2024 belassen und könnte ihn dann in der zweiten Jahreshälfte auf 4,5-5,5% langsam absenken. Innerhalb der EU ist es möglich, dass die EZB ab Mitte des Jahres 2024 mit den ersten Zinssenkungen beginnt. Bis zum Frühjahr 2025 könnte es dann zu drei bis vier Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte bevorstehen.⁹⁴ Trotz der erwarteten Zinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte sowie der abflachenden Inflation bleibt das Umfeld für die Immobilienmärkte herausfordernd. Selbst wenn die Zinssenkungen stattfinden würden, bleiben die Zinsen auf einem hohen Niveau. Dasselbe trifft für die weiterhin hohen Inflationsraten zu, welche Projektentwicklungen, Sanierungen und Instandhaltungen sowie den Betrieb von Objekten durch hohe Materialkosten sowie Energiekosten zusätzlich dämpfen (Vgl. 2.3.4.3). Besondere Aufmerksamkeit gilt auch einigen EU-Ländern wie Österreich, Spanien und Italien, in denen nahezu ausschließlich variable Zinsstrukturen bei Immobilienkrediten vorherrschen. Dies könnte bei Refinanzierung von Immobilienkrediten ein erhöhtes Ausfallrisiko mit sich bringen und für Kreditinstitute erhöhte Risikovorsorge durch den weiteren Ausbau von Rückstellungen bedeuten.⁹⁵
188. Nach Oxford Economics werden Immobilienbewertungen vorerst auch in der ersten Jahreshälfte 2024 keine deutliche Erholung sehen. Primäre Treiber hierfür sind neben den hohen Fremdkapitalkosten auch unzureichende Motivation seitens Investoren, welche ihr Kapital zurückhalten so lange keine deutlichen Preiskorrekturen zu erkennen sind. Inadäquate Risikoprämien sowie stagnierende wirtschaftliche Entwicklung hemmen die Erholung der Immobilienmärkte zusätzlich.⁹⁶ Für den Zeitraum von 2024-2028 werden Spitzenmietzuwächse von rund 2,2% p.a. in allen Sektoren Europas erwartet, wobei davon auszugehen ist, dass sich Logistik- und Wohnimmobilien tendenziell am besten entwickeln werden (2,5% Zuwachs). In Bezug auf

⁹³ Vgl. International Monetary Fund (2023), Inflation rate, average consumer prices.

⁹⁴ Vgl. Deloitte (2023), 2024 banking and capital markets outlook; Commerzbank 2023, EZB-Leitzinssenkung bereits im Sommer 2024.

⁹⁵ Vgl. Morningstar (2024), European Banking Outlook 2024, S.5-6.

⁹⁶ Vgl. Oxford Economics (2023), Five headwinds to a European commercial real estate recovery.

Spitzenrenditen gewerblicher Objekte ist europaweit im gleichen Zeitraum von 9,2% p.a. auszugehen.⁹⁷ Insgesamt könnten stabilere Objektwerte sowie erste Zinssenkungen das Transaktionsvolumen ansteigen lassen. Für 2024 hier wird ein Anstieg um rund 10% prognostiziert, verglichen mit 2023.⁹⁸

189. Auch für den US-Markt ist eine Stabilisierung des Transaktionsvolumens erst für die zweite Hälfte 2024 prognostiziert. Die Fortsetzung hybrider Arbeitsmodelle wird das Wachstum der Büronachfrage weiterhin ausbremsen. Mit Ausnahme von Prime-Büroimmobilien wird das Finanzierungsvolumen für diese Immobilienklasse auch weiterhin vorerst rückläufig sein. Leerstandsquoten könnten bis Mitte 2024 einen Höchststand von 19,8% im Bürosegment erreichen. Aufgrund der Knappheit neuer Bauprojekte in den letzten zehn Jahren werden die Aussichten für den Einzelhandelsimmobilienmarkt tendenziell positiver eingestuft als in der EU. Nach Prognosen werden zudem neue Apartmentangebote das Mietwachstum dämpfen und die Mietpreise für Mieter 2024 verbessern. In den meisten US-Metropolen wird dabei der Anstieg der Mieten unter 2% bleiben, so die Prognose für Q1-Q3 2024. Für Hotels wird ein verlangsamer Anstieg des Umsatzes pro Zimmer erwartet, bedingt durch Konkurrenz aus alternativen Unterkünften. Gleichzeitig profitiert jedoch der inländische Markt von weniger internationalen Reisen der Amerikaner. Simultan zu Europa wird die Nachfrage nach neuen Rechen- und Logistikzentren 2024 mehr institutionelle Investitionen anziehen, da Anleger Kapital vom Büro-sektor in Immobilienalternativen umschichten. Insgesamt fallen die Aussichten für das Industrie-segment jedoch negativer als in Europa aus. Eine große Anzahl verfügbarer Lagerhäuser in Metropolregionen sowie zahlreiche Fertigstellungen zu Beginn des Jahres bremsen die Nachfrage deutlich und resultieren in prognostizierten Leerstandsquoten von rund 5% in naher Zukunft.⁹⁹
190. Als generelle länderübergreifende Trends sind die durchgehend schwache Performance von Büroimmobilien und die Nachfrageverschiebung hin zu hochpreisigen Prime-Bürokomplexen zu sehen. Ebenfalls sind die positiven Zukunftsaussichten für den Hotelsektor hervorzuheben, gerade auf Europaebene. Während innerhalb der EU Logistik- und Industrieimmobilien ebenfalls aktuelle wie zukünftige Potenziale aufweisen, lässt sich dieser Trend in den USA aufgrund des Überangebots an Lagerhäusern und industriellen Anlagen nur in abgeschwächter Form beobachten. Auch hier gehört die Immobilienklasse jedoch sowohl aus Renditesicht als auch im Hinblick auf Preisentwicklung zu den erfolgversprechendsten Immobilienklassen.
191. Abseits von den klassischen Markttreibern stellt die digitale Transformation und die Integration von KI-Modellen eine weitere Herausforderung dar. Banken müssen ihre Technologien modernisieren, um wettbewerbsfähig zu bleiben. Hierzu muss die gesamte Wertschöpfungskette überprüft werden, um mit technologischen Entwicklungen und den Kundenbedürfnissen Schritt zu halten. Gerade im Immobiliensektor ist hierbei die Integration von Augmented-Reality Systemen für die Konfigurierung und Validierung von Objekten zu nennen. Auch die Nut-

⁹⁷ Vgl. AEW Research (2023), Ausblick 2024 Europa.

⁹⁸ Vgl. CBRE (2023), European Outlook Report 2024.

⁹⁹ Vgl. CBRE (2023), U.S. Real Estate Market Outlook 2024.

zung von AI als effektives Tool für Dekarbonisierung und effizientes Gebäudeenergiemanagement ist hier als langfristiger Trend zu sehen.¹⁰⁰ Im deutschsprachigen Raum ergeben sich für Banken durch nachhaltige Finanzierungen zusätzliche Potenziale, da hier exemplarisch bereits 11% der Anleihen nachhaltig sind. Das Potenzial für nachhaltige Finanzierung ist weiterhin hoch, insbesondere im Kontext des Ziels der Klimaneutralität bis 2030, das ein jährliches Finanzierungsvolumen von USD 820 Mrd. erfordert.¹⁰¹

¹⁰⁰ Vgl. McKinsey (2023) & Company, A new way to decarbonize buildings can lower emissions—profitably.

¹⁰¹ Vgl. McKinsey & Company (2023), Banken so profitabel wie seit der Finanzkrise nicht mehr.

2.3.5. Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage

192. Die Vergangenheitsanalyse der Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage bildet den Ausgangspunkt für die Analyse der Unternehmensplanung und für Plausibilitätsbeurteilungen.¹⁰² Daher wird an dieser Stelle die historische Ertragslage von Aareal von den Jahren 2021 bis 2023 analysiert und beschrieben. Auf die Unternehmensplanung für die Jahre 2024 bis 2026 wird im Kapitel 4.4 ausführlich eingegangen.

2.3.5.1. Ertragslage

193. Die nachfolgende Übersicht stellt die bereinigte Ertragslage von Aareal für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 nach IFRS dar:

Bereinigte historische Ertragslage

in EUR Mio. / in %

	Bereinigte Historie			Planung			CAGR 2021-2023
	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	
Zinsüberschuss	597	702	978	878	873	883	28,0%
Provisionsüberschuss	245	277	307	356	35	38	12,0%
Sonstiges Ergebnis	-23	23	-51	30	19	27	48,9%
Gesamterträge	819	1.002	1.234	1.265	927	948	22,8%
davon Segmente SPF & BDS	613	773	1.002	1.003	927	948	27,9%
Wachstum in %	n/a	22,3%	23,2%	2,5%	-26,7%	2,3%	
Risikovorsorge	-133	-192	-441	-350	-221	-167	82,0%
Gesamterträge (nach Risikovorsorge)	686	810	794	914	707	781	7,6%
in % der Gesamterträge	83,8%	80,8%	64,3%	72,3%	76,2%	82,3%	
Verwaltungsaufwand	-507	-545	-548	-581	-372	-378	4,0%
davon Segmente SPF & BDS	-320	-328	-341	-365	-372	-378	3,2%
Cost-Income-Ratio Segmente SPF & BDS ¹⁾	48,3%	38,9%	31,7%	35,7%	39,3%	39,1%	
Sonstige betriebliche Erträge	-	-	-	1.172	-	-	0,0%
Außerordentliches Ergebnis (Rückanpassungen Bereinigungen)	-24	-26	-96	-	-	-	99,4%
Betriebsergebnis	155	239	149	1.506	335	403	-2,0%
davon Segmente SPF & BDS	150	242	221	289	335	403	21,6%
in % der Gesamterträge	18,9%	23,9%	12,1%	119,1%	36,1%	42,5%	
Ertragsteuern	-87	-86	-101	-97	-100	-121	7,9%
Effektive Steuerquote (in %)	56,1%	36,0%	68,0%	6,4%	30,0%	30,0%	
Konzernergebnis	68	153	48	1.409	234	282	-16,2%
in % der Gesamterträge	8,3%	15,3%	3,9%	111,4%	25,3%	29,7%	
davon nicht beherrschenden Anteilen zugeordnet	1	0	-23	6	-	-	
davon AT1-Investoren zugeordnet	14	15	29	32	30	30	
davon Stammaktionären zugeordnet	53	138	42	1.371	204	252	

Quelle: Aareal Unternehmensinformationen

Anm.: 1) Cost-Income-Ratio wird ohne Bankenabgabe und Beiträge zur Einlagensicherung dargestellt und kann daher nicht aus den Werten der Tabelle berechnet werden.

Bereinigung der historischen Ertragslage

194. Gemäß IDW S 1 sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die operativen Überschüsse (z.B. Betriebsergebnis) zu bereinigen, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen zu verdeutlichen. Durchgeführte Bereinigungen von außerordentlichen Einflüssen sind explizit zu erläutern.

¹⁰² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 72.

195. An dieser Stelle werden für den Zeitraum der Geschäftsjahre 2021 bis 2023 die Bereinigungen der Ertragslage dargestellt. Es wurden keine Bereinigungen der Risikovorsorge im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie, dem Russland-Ukraine Krieg oder der angespannten Situation des amerikanischen Büroimmobilienmarkts vorgenommen, da diese Effekte das operative Geschäft von Aareal betreffen.

Bereinigungen der historischen Ertragslage

in EUR Mio. / in %

	Unbereinigte Historie			Bereinigungen			Bereinigte Historie		
	FY2021	FY2022	FY2023	FY2021	FY2022	FY2023	FY2021	FY2022	FY2023
Zinsüberschuss	597	702	978	-	-	-	597	702	978
Provisionsüberschuss	245	277	307	-	-	-	245	277	307
Sonstiges Ergebnis	-26	23	-51	3	-	-	-23	23	-51
Gesamterträge	816	1.002	1.234	3	-	-	819	1.002	1.234
davon Segmente SPF & BDS	613	773	1.002	-	-	-	613	773	1.002
Wachstum in %	n/a	22,8%	23,2%				n/a	22,3%	23,2%
Risikovorsorge	-133	-192	-441	-	-	-	-133	-192	-441
Gesamterträge (nach Risikovorsorge)	686	810	794	-	-	-	686	810	794
in % der Gesamterträge	83,8%	80,8%	64,3%				83,8%	80,8%	64,3%
Verwaltungsaufwand	-528	-571	-645	21	26	96	-507	-545	-548
davon Segmente SPF & BDS	-329	-339	-341	9	11	-	-320	-328	-341
Cost-Income-Ratio Segmente SPF & BDS ¹⁾	49,9%	40,3%	31,7%				48,3%	38,9%	31,7%
Sonstige betriebliche Erträge	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Außerordentliches Ergebnis (Rückanpassungen Bereinigungen)	-	-	-	-24	-26	-96	-24	-26	-96
Betriebsergebnis	155	239	149	-	-	-	155	239	149
davon Segmente SPF & BDS	150	242	221	-	-	-	150	242	221
in % der Gesamterträge	19,0%	23,9%	12,1%				18,9%	23,9%	12,1%
Ertragsteuern	-87	-86	-101	-	-	-	-87	-86	-101
Effektive Steuerquote (in %)	56,1%	36,0%	68,0%				56,1%	36,0%	68,0%
Konzernergebnis	68	153	48	-	-	-	68	153	48
in % der Gesamterträge	8,3%	15,3%	3,9%				8,3%	15,3%	3,9%
davon nicht beherrschenden Anteilen zugeordnet	1	0	-23	-	-	-	1	0	-23
davon AT1-Investoren zugeordnet	14	15	29	-	-	-	14	15	29
davon Stammaktionären zugeordnet	53	138	42	-	-	-	53	138	42

Quelle: Aareal Unternehmensinformationen

Anm.: 1) Cost-Income-Ratio wird ohne Bankenabgabe und Beiträge zur Einlagensicherung dargestellt und kann daher nicht aus den Werten der Tabelle berechnet werden.

196. Aufgrund des außerordentlichen Charakters wurden zwei Sachverhalte aus den Jahren 2021 bis 2023 bereinigt. Zum einen werden Transaktionskosten, die durch das Übernahmeangebot und die damit verbundene Übernahme durch die Atlantic BidCo angefallen sind, bereinigt. Diese fließen in der unbereinigten Gewinn- und Verlustrechnung über den Verwaltungsaufwand negativ in das Jahresergebnis ein. Diese Transaktionskosten betragen im Jahr 2021 EUR 9 Mio. und im Jahr 2022 EUR 11 Mio., die entsprechend bereinigt werden.
197. Zum anderen werden die außerplanmäßigen Impairments bezüglich Aareon bereinigt. Hierbei werden EUR 3 Mio. im Jahr 2021 aus dem sonstigen Ergebnis und EUR 18 Mio. im Jahr 2023 aus dem Verwaltungsaufwand bereinigt.
198. Bei Aareon selbst werden darüber hinaus noch weitere Bereinigungen vorgenommen. So werden im Jahr 2021 EUR 12 Mio. für hohe Sonderaufwendungen aufgrund des Personalabbaus sowie M&A Aktivitäten bereinigt. In den Jahren 2022 und 2023 betragen die Bereinigungen EUR 15 Mio. bzw. EUR 78 Mio.

199. Im Rahmen der Rückanpassung (außerordentliches Ergebnis) werden die vorgenommenen Bereinigungen korrigiert, sodass das Ergebnis vor Steuern und der Jahresüberschuss jeweils den tatsächlich im Geschäftsbericht ausgewiesenen Ist-Werten entsprechen.

Beschreibung der bereinigten, historischen Ertragslage

200. Die Beschreibung der bereinigten, historischen Ertragslage der Jahre 2021 und 2023 nehmen wir im Folgenden auf Ebene der einzelnen Posten der Gewinn- und Verlustrechnung vor:

Bereinigte historische Ertragslage

in EUR Mio. / in %

	Bereinigte Historie			Planung			CAGR 2021-2023
	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	
Zinsüberschuss	597	702	978	878	873	883	28,0%
Provisionsüberschuss	245	277	307	356	35	38	12,0%
Sonstiges Ergebnis	-23	23	-51	30	19	27	48,9%
Gesamterträge	819	1.002	1.234	1.265	927	948	22,8%
davon Segmente SPF & BDS	613	773	1.002	1.003	927	948	27,9%
Wachstum in %	n/a	22,3%	23,2%	2,5%	-26,7%	2,3%	
Risikovorsorge	-133	-192	-441	-350	-221	-167	82,0%
Gesamterträge (nach Risikovorsorge)	686	810	794	914	707	781	7,6%
in % der Gesamterträge	83,8%	80,8%	64,3%	72,3%	76,2%	82,3%	
Verwaltungsaufwand	-507	-545	-548	-581	-372	-378	4,0%
davon Segmente SPF & BDS	-320	-328	-341	-365	-372	-378	3,2%
Cost-Income-Ratio Segmente SPF & BDS ¹⁾	48,3%	38,9%	31,7%	35,7%	39,3%	39,1%	
Sonstige betriebliche Erträge	-	-	-	1.172	-	-	0,0%
Außerordentliches Ergebnis (Rückanpassungen Bereinigungen)	-24	-26	-96	-	-	-	99,4%
Betriebsergebnis	155	239	149	1.506	335	403	-2,0%
davon Segmente SPF & BDS	150	242	221	289	335	403	21,6%
in % der Gesamterträge	18,9%	23,9%	12,1%	119,1%	36,1%	42,5%	
Ertragsteuern	-87	-86	-101	-97	-100	-121	7,9%
Effektive Steuerquote (in %)	56,1%	36,0%	68,0%	6,4%	30,0%	30,0%	
Konzernergebnis	68	153	48	1.409	234	282	-16,2%
in % der Gesamterträge	8,3%	15,3%	3,9%	111,4%	25,3%	29,7%	
davon nicht beherrschenden Anteilen zugeordnet	1	0	-23	6	-	-	
davon AT1-Investoren zugeordnet	14	15	29	32	30	30	
davon Stammaktionären zugeordnet	53	138	42	1.371	204	252	

Anm.: 1) Cost-Income-Ratio wird ohne Bankenabgabe und Beiträge zur Einlagensicherung dargestellt und kann daher nicht aus den Werten der Tabelle berechnet werden.

Quelle: Aareal Unternehmensinformationen

201. Der Zinsüberschuss von Aareal stieg von EUR 597 Mio. im Jahr 2021 aufgrund des im Jahresvergleich höheren Kreditportfolios, einem Anstieg der Margen auf der Aktivseite im Zusammenhang mit gestiegenen Zinsen, positiver Effekte höherer Marktzinsen auf das Einlagengeschäft und einem verbesserten Fundingmix auf EUR 702 Mio. im Jahr 2022. Im Jahr 2023 stieg der Zinsüberschuss aufgrund eines höheren Kreditportfolios sowie des gestiegenen Zinsniveaus in Verbindung mit dem weiterhin hohen Einlagenvolumen auf EUR 978 Mio.
202. Der Provisionsüberschuss stieg von EUR 245 Mio. im Jahr 2021 durch das Umsatzwachstum der Aareon und dem Segment BDS auf EUR 277 Mio. im Jahr 2022 und weiter auf EUR 307 Mio. im Jahr 2023, was unter anderem auf die getätigten M&A-Transaktionen bei Aareon zurückzuführen war.

203. Das sonstige Ergebnis setzt sich zusammen aus dem Abgangsergebnis, dem Ergebnis aus Finanzinstrumenten zum fair value durch die Gewinn- und Verlustrechnung, dem Ergebnis aus Sicherungszusammenhängen, dem Ergebnis aus at equity bewerteten Unternehmen und dem sonstigen betrieblichen Ergebnis.
204. Das Abgangsergebnis fiel von EUR 23 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 1 Mio. im Jahr 2022. Nach dem Beschluss der EZB, die Konditionen der bestehenden dritten Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO 3) anzupassen, hat die Aareal EUR 4,3 Mrd. der EUR 5,3 Mrd. TLTROs bereits im November 2022 vorzeitig zurückgezahlt. Durch die einseitige Änderung von Vertragsbedingungen wurde aus den in diesem Zusammenhang abgeschlossenen Zinssicherungsgeschäften ein Bewertungsverlust von EUR 24 Mio. realisiert. Im Jahr 2023 stieg das Abgangsergebnis aufgrund von Erträgen im Treasuryportfolio aus Kapitalmarktgeschäften und positiven marktbedingten Effekten aus vorzeitigen Kreditrückzahlungen wieder von EUR 1 Mio. im Jahr 2022 auf EUR 23 Mio. im Jahr 2023.
205. Das Ergebnis aus Finanzinstrumenten zum fair value durch die Gewinn- und Verlustrechnung und aus Sicherungszusammenhängen stieg von EUR -35 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 24 Mio. im Jahr 2022. Dieser Anstieg resultierte im Wesentlichen aus positiven Bewertungseffekten aus den marktseitigen Entwicklungen in Derivaten zur Währungs- und Zinssicherung infolge der hohen Marktdynamik und ausgehend von negativen Ausgangswerten zum Jahresanfang 2022. Um die Volatilität der Gewinn- und Verlustrechnung durch diese Positionen zu reduzieren, waren im ersten Halbjahr zusätzliche Sicherungsgeschäfte abgeschlossen worden. Im Jahr 2023 reduzierte sich das Ergebnis aus Finanzinstrumenten zum fair value durch die Gewinn- und Verlustrechnung und aus Sicherungszusammenhängen auf insgesamt EUR -70 Mio. was im Wesentlichen aus negativen kreditrisikoinduzierten Bewertungseffekten von ausgefallenen Immobiliendarlehen, insbesondere in den USA, resultierte. Im Vorjahr hatte es einen positiven Bewertungseffekt aus den marktseitigen Entwicklungen in Derivaten zur Währungs- und Zinssicherung infolge der hohen Marktdynamik gegeben. Insgesamt entsprachen die Bewertungseffekte aus NPL im Jahr 2021 EUR -36 Mio., im Jahr 2022 EUR -7 Mio. sowie EUR -69 Mio. im Jahr 2023.
206. Das sonstige betriebliche Ergebnis stieg von EUR -9 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 0 Mio. im Jahr 2022. Der Verlust im Jahr 2021 entstand aus laufenden Aufwendungen von Immobilien. Im Jahr 2022 waren EUR -3 Mio. aus der Abschreibung des Northpark enthalten. Im Jahr 2023 kam es im Rahmen des sonstigen betrieblichen Ergebnis zu Grunderwerbssteuereffekten i.H.v. EUR -7 Mio. der Auflösung von Steuerrückstellungen i.H.v. kumuliert EUR 13 Mio., dem Verkauf der phi-Consulting GmbH im Segment Aareon i.H.v. EUR 1 Mio., weiteren Northpark Abschreibungen i.H.v. EUR -5 Mio., der Anzahlung im Zusammenhang mit der La Sessola Holding GmbH i.H.v. EUR 8 Mio., Vorsteuer im Segment der Aareon i.H.v. EUR -3 Mio. sowie Steuergarantien der Immo AG i.H.v. EUR -5 Mio. In Folge aller Effekte fiel das sonstige betriebliche Ergebnis wieder auf EUR -6 Mio.
207. In den Anteilen an at equity bewerteten Unternehmen werden assoziierte Unternehmen, also solche auf die Aareal einen maßgeblichen Einfluss ausüben kann, sowie Anteile an Gemein-

schaftsunternehmen ausgewiesen.¹⁰³ Das Ergebnis aus at equity bewerteten Unternehmen betrug im Jahr 2021 EUR -2 Mio. und blieb im Jahr 2022 unverändert bei EUR -2 Mio. Im Jahr 2023 stieg das Ergebnis aus at equity bewerteten Unternehmen auf EUR 3 Mio.

208. Im Jahr 2021 betrug die Risikovorsorge EUR 133 Mio. und stieg im Jahr 2022 auf EUR 192 Mio. Der Anstieg ist auf eine Risikovorsorgezuführung von EUR 134 Mio. für das im Abbau befindliche Russland-Exposure der Aareal zurückzuführen. Das Engagement konnte aufgrund der in Russland verhängten Sanktionen nicht bedient werden, wenngleich der Kreditnehmer zahlungsfähig und -willig ist. Darüber hinaus wurde zum Halbjahr ein neues, den neuen EBA Guidelines für Ratingverfahren entsprechendes Modell für die Berechnung der Ausfallverlustquote für das Gewerbeimmobilienfinanzierungs-Portfolio in Betrieb genommen. Der Modelleffekt durch die Umstellung betrug rund EUR 10 Mio. Zusätzlich hat die Aareal Bank einen sogenannten Management-Overlay von rund EUR 11 Mio. für alle Immobilienfinanzierungen in Stage 1 und 2 gebildet, um die historisch ungewöhnlichen makroökonomischen Unsicherheiten in den Wirtschaftsprognosen bedingt durch die Auswirkungen des Kriegs in der Ukraine zu berücksichtigen.¹⁰⁴ Im Jahr 2023 stieg die Risikovorsorge auf EUR 441 Mio. Dieser Anstieg resultiert im Wesentlichen aus einzelnen Kreditneuausfällen US-amerikanischer Büroimmobilien. Enthalten ist auch eine Risikovorsorgezuführung von rund EUR 115 Mio. für einen forcierten NPL-Abbau einschließlich der rund EUR 36 Mio. für das abgebaute Russland-Exposure.
209. Der Verwaltungsaufwand nach Bereinigungen erhöhte sich von EUR 507 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 545 Mio. in Jahr 2022. Dies war zum einen auf die Geschäftsausweitung insbesondere der Aareon zurückzuführen. Im Jahr 2023 blieb der Verwaltungsaufwand nach Bereinigungen stabil bei EUR 548 Mio. Die Segmente SPF und BDS zusammen wiesen einen Verwaltungsaufwand von EUR 320 Mio. im Jahr 2021 auf. Dieser stieg im Jahr 2022 auf EUR 328 Mio. sowie im Jahr 2023 leicht auf EUR 341 Mio. an. Die Kosten der Bank blieben damit weitgehend stabil. Die Cost-Income-Ratio der Segmente SPF und BDS belief sich auf 48,3% im Jahr 2021, fiel im Jahr 2022 auf 38,9% und im Jahr 2023 weiter auf 31,7%.
210. Das Betriebsergebnis stieg somit von EUR 155 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 239 Mio. im Jahr 2022, aufgrund des dynamischen Ertragswachstums und der umfangreicheren Effizienzsteigerungsmaßnahmen an. Im Jahr 2023 sank es auf EUR 149 Mio. Das Betriebsergebnis der Aareal Bank ohne Aareon stieg von EUR 150 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 242 Mio. im Jahr 2022 und sank im Folgenden wieder im Jahr 2023 auf EUR 221 Mio. Die Ertragsteuern betragen im Jahr 2021 EUR 87 Mio. und befanden sich im Jahr 2022 auf einem ähnlichen Niveau bei EUR 86 Mio. Im Jahr 2023 stiegen diese auf EUR 101 Mio. In Summe ergab sich so ein Konzernergebnis in Höhe von EUR 68 Mio. im Jahr 2021. Dieses stieg im Jahr 2022 auf EUR 153 Mio. und sank im Jahr 2023 wieder auf EUR 48 Mio.

¹⁰³ Zum 31. Dezember 2023 bestanden die Gemeinschaftsunternehmen aus Konsortium BauGrund / TREUREAL (in Liquidation), die assoziierten Unternehmen aus Westhafen Haus GmbH & Co. Projektentwicklungs KG, DSF PP Justizzentrum Thüringen GmbH & Co. KG, Houses2021 Management Beteiligungs GmbH & Co. KG und Mount Street Group Limited.

¹⁰⁴ Stage 1: In die Stage 1 werden Finanzinstrumente beim Erstzugang einkategorisiert, wenn sie keinen Impairment-Trigger aufweisen.; Stage 2: Finanzinstrumenten, deren Kreditrisiko sich signifikant erhöht hat, werden in Stage 2 eingeordnet.

2.3.5.2. Vermögens- und Finanzlage

211. Die nachfolgende Übersicht stellt die Vermögens- und Finanzlage von Aareal zum 31. Dezember der Geschäftsjahre 2021 bis 2023 nach IFRS dar. Die dargestellte Bilanzstruktur richtet sich nach der Struktur der Bilanzplanung, um eine Vergleichbarkeit zwischen Historie und Bilanzplanung sicherzustellen.

Aktiva

Bilanzposten Aktiva

in EUR Mio. / in %

	Bereinigte Historie			Planung			CAGR
	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	2021-2023
Cash und Geldmarktforderungen	8.205	7.339	3.954	1.943	2.674	2.166	-30,6%
Immobilienfinanzierungsportfolio	30.048	30.901	32.876	34.000	35.000	36.006	4,6%
Wertpapierportfolio	8.378	6.660	7.300	8.302	8.257	8.214	-6,7%
Unverzinsliche Aktiva	2.097	2.431	2.703	2.597	1.339	1.207	13,5%
Summe Aktiva	48.728	47.331	46.833	46.842	47.269	47.592	-2,0%

Quelle: Unternehmensinformationen

212. Die Aktivposition Cash und Geldmarktforderungen besteht aus der Barreserve und den Geldmarktforderungen zu amortisierten Kosten. Barreserve und Geldmarktforderungen von Aareal sanken historisch von EUR 8.205 Mio. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 7.339 Mio. zum 31. Dezember 2022. Dieser Rückgang ist hauptsächlich in der Position Barreserve aufgrund der Rückzahlung der TLTRO, einer zeitlich befristeten Sonderrefinanzierung seitens der EZB, im Jahr 2022 entstanden. Barreserve und Geldmarktforderungen sanken im Jahr darauf auf EUR 3.954 Mio. zum 31. Dezember 2023. Dieser Rückgang ist hauptsächlich auf den Rückgang der Barreserve zurückzuführen, die von EUR 5.424 Mio. zum 31. Dezember 2022 auf EUR 977 Mio. zum 31. Dezember 2023 zurückgingen.

213. Das Immobilienfinanzierungsportfolio umfasst im Wesentlichen die Immobiliendarlehen zu amortisierten Kosten und zum Fair Value durch die Gewinn- und Verlustrechnung sowie auch Privatkundengeschäft und Kommundarlehen zu amortisierten Kosten und sonstigen Forderungen aus Krediten zu amortisierten Kosten. Das Immobilienfinanzierungsportfolio stieg von EUR 30.048 Mio. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 30.901 Mio. Dieser Anstieg resultiert zu einem großen Teil aus den Immobiliendarlehen zu amortisierten Kosten. Im Jahr 2023 stieg der Wert des Immobilienfinanzierungsportfolios deutlich auf EUR 32.876 Mio. zum 31. Dezember 2023, was auf ein hohes Level an Neugeschäft zurückzuführen ist.

214. Die Position Wertpapierportfolio setzt sich im Wesentlichen zusammen aus Schuldverschreibungen zu amortisierten Kosten und zum fair value durch das sonstige Gesamtergebnis und den Schuldscheindarlehen zu amortisierten Kosten. Das Wertpapierportfolio sank historisch von EUR 8.378 Mio. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 6.660 Mio. zum 31. Dezember 2022, was hauptsächlich durch einen starken Rückgang der Schuldverschreibungen zu amortisierten Kosten getrieben war. Zum 31. Dezember 2023 stieg das Wertpapierportfolio dann wieder an auf EUR 7.300 Mio. Dieser Anstieg ist auf einen Anstieg bei den Schuldverschreibungen zum fair value durch das sonstige Gesamtergebnis zurückzuführen.

215. Die Unverzinslichen Aktiva bestehen im Wesentlichen aus den positiven Marktwerten aus designierten Sicherungsderivaten den positiven Marktwerten aus sonstigen Derivaten, immateriellen Vermögenswerten, Sachanlagen und sonstigen Aktiva (nicht-finanziell). Die Unverzinslichen Aktiva sind von EUR 2.097 Mio. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 2.431 Mio. im Jahr 2022 sowie auf EUR 2.703 Mio. im Folgejahr gestiegen.
216. Innerhalb der Sonstigen Aktiva setzen sich die immateriellen Vermögenswerte aus selbsterstellter Software, positiven Geschäfts- und Firmenwerten, anderen immateriellen Anlagewerten, beispielsweise erworbene Software und Lizenzen, Kundenstamm und Marken zusammen und sind von EUR 394 Mio. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 566 Mio. zum 31. Dezember 2022 angestiegen. Zum 31. Dezember 2023 stiegen diese weiter an auf EUR 720 Mio. Das Wachstum ist im Wesentlichen auf ein Wachstum in allen Bereichen der immateriellen Vermögensgegenstände zurückzuführen. Der Posten selbsterstellte Software stieg von EUR 74 Mio. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 84 Mio. zum 31. Dezember 2022 und weiter auf EUR 102 Mio. zum 31. Dezember 2023. Die positiven Geschäfts- und Firmenwerte stiegen von EUR 236 Mio. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 378 Mio. zum 31. Dezember 2022 und weiter auf EUR 460 Mio. zum 31. Dezember 2023. Die Veränderungen der positiven Geschäfts- und Firmenwerte, die aufgrund der regelmäßigen M&A-Aktivität des Segments Aareon entstehen, sind für einen wesentlichen Teil der Veränderungen der immateriellen Vermögenswerte verantwortlich. Die anderen immateriellen Anlagewerte stiegen von EUR 84 Mio. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 104 Mio. zum 31. Dezember 2022 und fielen zum 31. Dezember 2023 zurück auf EUR 34 Mio. Sowohl der aktivierte Kundenstamm wie auch die aktivierten Marken bestehen als separate Positionen erst seit dem 31. Dezember 2023 und betragen EUR 125 Mio. bzw. EUR 8 Mio.
217. Das Sachanlagevermögen innerhalb der Sonstigen Aktiva setzt sich zusammen aus Grundstücken und Gebäuden, Leasing Nutzungsrecht Grundstücke und Gebäude, Grundstücke und Gebäude in Bau und Entwicklung, Betriebs- und Geschäftsausstattung und Leasing Nutzungsrecht Betriebs- und Geschäftsausstattung. Auch sind hierin die zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte enthalten. Die nicht-finanziellen Aktiva bestehen beispielsweise aus weiteren Steueransprüchen, Vorräten und den aktiven Rechnungsabgrenzungsposten.
218. Insgesamt fiel so die Bilanzsumme von Aareal von EUR 48.728 Mio. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 47.331 Mio. zum 31. Dezember 2022 und weiter auf EUR 46.833 Mio. zum 31. Dezember 2023.

Passiva

Bilanzposten Passiva

in EUR Mio. / in %

	Bereinigte Historie			Planung			CAGR
	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	2021-2023
Geldmarktverbindlichkeiten	9.501	5.761	6.134	6.084	5.026	4.974	-19,6%
Wohnungswirtschaftliche Einlagen	11.717	13.115	12.669	12.318	13.252	13.138	4,0%
Öffentliche Pfandbriefe	1.734	1.296	1.119	984	687	548	-19,7%
Hypothekendarlehen	10.620	10.823	11.759	12.485	13.163	13.649	5,2%
Senior Unsecured / Nachträge / CP	9.651	9.231	8.320	8.165	9.075	9.092	-7,2%
Eigenkapital	2.761	2.958	2.866	2.965	3.067	3.193	1,9%
Sonstige Passiva	2.744	4.147	3.966	3.841	2.998	2.998	20,2%
Summe Passiva	48.728	47.331	46.833	46.842	47.269	47.592	-2,0%

Anm.: Das Eigenkapital im Jahr 2023 wurde um nicht-beherrschende Anteile sowie auf das AT1-Investoren entfallendes Konzernergebnis bereinigt, um einen konsistenten Aufsatz für die Planung zu gewährleisten.

Quelle: Unternehmensinformationen

219. Die Geldmarktverbindlichkeiten von Areal bestehen aus täglich fälligen Geldern, Termineinlagen, Repo-Geschäften und Offenmarktkrediten und fielen von EUR 9.501 Mio. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 5.761 Mio. zum 31. Dezember 2022. Der Rückgang entstand vollständig in den Offenmarktkrediten, was sich auf die Rückzahlung der TLTRO im Jahr 2022 zurückführen lässt. Im Jahr 2023 stiegen die Geldmarktverbindlichkeiten von EUR 5.761 Mio. zum 31. Dezember 2022 auf EUR 6.134 Mio. zum 31. Dezember 2023.
220. Die Wohnungswirtschaftlichen Einlagen bestehen aus täglich fälligen Einlagen und Termineinlagen und stiegen von EUR 11.717 Mio. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 13.115 Mio. zum 31. Dezember 2022, wobei der Anstieg der Termineinlagen größer war als der Anstieg der täglich fälligen Einlagen. Zum 31. Dezember 2023 fielen die Wohnungswirtschaftlichen Einlagen leicht auf EUR 12.669 Mio.
221. Die langfristigen Refinanzierungsmittel bestehen aus den Öffentlichen Pfandbriefen, den Hypothekendarlehen und den Senior Unsecured / Nachträge / CP. Die Position der Öffentlichen Pfandbriefe fiel von EUR 1.734 Mio. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 1.296 Mio. und weiter auf EUR 1.119 Mio. zum 31. Dezember 2023. Die Hypothekendarlehen stiegen von EUR 10.620 Mio. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 10.823 Mio. zum 31. Dezember 2022 und weiter auf EUR 11.759 Mio. zum 31. Dezember 2023.
222. Senior Unsecured / Nachträge / CP setzt sich zusammen aus Schuldscheindarlehen zu amortisierten Kosten, sonstigen Schuldverschreibungen zu amortisierten Kosten, nachrangigen Verbindlichkeiten zu amortisierten Kosten und den AT1-Anleihen. Insgesamt fiel die Position Senior Unsecured / Nachträge / CP von EUR 9.651 Mio. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 9.231 Mio. zum 31. Dezember 2022 und dann weiter auf EUR 8.320 Mio. zum 31. Dezember 2023. Der Rückgang im Jahr 2022 ist auf den Rückgang der Schuldscheindarlehen zu amortisierten Kosten und der nachrangigen Verbindlichkeiten zu den amortisierten Kosten zurückzuführen, während die sonstigen Schuldverschreibungen zu amortisierten Kosten gestiegen sind und die AT1-Anleihe unverändert blieb.

223. Das Eigenkapital von Aareal besteht aus dem gezeichneten Kapital, den Kapitalrücklagen, den Gewinnrücklagen, der Rücklage für eigene Anteile, anderen Gewinnrücklagen, dem Gewinn bzw. dem Verlustvortrag, dem Bilanzgewinn bzw. -verlust und dem Anteil anderer Gesellschafter. Das gesamte Eigenkapital mit nicht-beherrschenden Anteilen (exklusive AT1-Anleihe) stieg von EUR 2.761 Mio. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 2.958 Mio. zum 31. Dezember 2022. Es erhöhte sich durch die Einbehaltung der ursprünglich geplanten Dividende und das Konzernergebnis 2022. Darüber hinaus reduzierten sich die negativen Rücklagen aus der Neubewertung von leistungsorientierten Plänen durch den starken Zinsanstieg. In dem Eigenkapital sind nicht-beherrschende Anteile enthalten, die von EUR 66 Mio. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 69 Mio. zum 31. Dezember 2022 angestiegen sind. Das bilanzielle Eigenkapital exklusive AT1-Anleihe im Jahr 2023 wurde um nicht-beherrschende Anteile i.H.v. EUR 105 Mio. sowie um das auf AT1-Investoren entfallende Konzernergebnis i.H.v. EUR 29 Mio. bereinigt, um einen konsistenten Aufsatz für die Planung zu gewährleisten und beträgt insofern EUR 2.866 Mio.
224. Die Sonstigen Passiva bestehen im Wesentlichen aus negativen Marktwerten aus designierten Sicherungsderivaten zum fair value durch die Gewinn- und Verlustrechnung und aus negativen Marktwerten aus sonstigen Derivaten zum fair value durch die Gewinn- und Verlustrechnung sowie aus Rückstellungen. Zum 31. Dezember 2021 betrugen die Sonstigen Passiva EUR 2.744 Mio. und stiegen zum 31. Dezember 2022 auf EUR 4.147 Mio. an, was hauptsächlich auf die beiden oben genannten Positionen zurückzuführen ist. Zum 31. Dezember 2023 fielen die Sonstigen Passiva wieder zurück auf EUR 3.966 Mio. In den Sonstigen Passiva des Jahres 2023 sind zusätzlich ebenfalls die nicht-beherrschenden Anteile sowie das auf AT1-Investoren entfallende Konzernergebnis enthalten, um welches die bilanzielle Eigenkapitalposition verringert wurde.
225. Innerhalb der Sonstigen Passiva setzen sich die Rückstellungen von Aareal aus Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen, Rückstellungen für Personal- und Sachkosten, Rückstellungen für außerbilanzielle Risiken im Kreditgeschäft, Rückstellungen für Rechts- und Steuerrisiken sowie übrige Rückstellungen. Die Rückstellungen gesamt sanken von EUR 558 Mio. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 292 Mio. zum 31. Dezember 2022. Im Jahr 2023 sanken die Rückstellungen weiter auf EUR 215 Mio. zum 31. Dezember 2023.

Aufsichtsrechtliche Kennzahlen

in EUR Mio. / in %

	Historie		
	FY2021	FY2022	FY2023
Bilanzielles Eigenkapital mit Nicht-beherrschenden Anteilen und AT1	3.061	3.258	3.300
- Bilanzielle Gewinnrücklage	1.937	2.076	2.128
- AT1 Anleihe	300	300	300
- Andere Rücklagen	-143	-88	-134
- Nicht beherrschende Anteile	66	69	105
= Gezeichnetes Kapital und Kapitalrücklage	900	900	900
+ Anrechenbare Gewinnrücklagen	1.804	1.985	2.088
+ Kumuliertes sonstiges Ergebnis	-127	-71	-118
- Abzugsposten vom harten Kernkapital	250	346	209
CET1-Kapital	2.327	2.468	2.661
+ AT1-Anleihe	300	300	300
Kernkapital (T1)	2.627	2.768	2.961
+ nachrangige Verbindlichkeiten	346	248	193
+ Sonstiges	48	49	64
Eigenmittel ("TC")	3.021	3.065	3.218
Risikogewichtete Aktiva (Basel IV phase-in)	10.446	12.782	13.720
Risikogewichtete Aktiva (Basel IV fully phased in)	n/a	n/a	19.894
Kapitalquoten			
CET1-Quote (Basel IV phase-in)	22,3%	19,3%	19,4%
CET1-Quote (Basel IV fully phased in)	n/a	n/a	13,4%
T1-Quote	25,1%	21,7%	21,6%
TC-Quote	28,9%	24,0%	23,5%
Rentabilität			
Eigenkapitalrentabilität	2,0%	5,1%	1,5%
Liquidity Coverage Ratio (LCR)			
Liquide Aktiva hoher Qualität (HQLA)	6.643	7.662	7.280 ¹⁾
Nettomittelabflüsse insgesamt	2.607	3.718	3.753
LCR	255,4%	207,4%	194,0%

Quellen: Aareal Geschäftsbericht 2022, S. 51 & 98; Aareal Offenlegungsbericht 2022 S. 6; Unternehmensinformationen.

Anm.: 1) Forecast-daten zum Zeitpunkt 30. September 2023

226. Für Aareal als Bank bestehen auch einige bankenspezifische aufsichtsrechtliche Kennzahlen. Das CET1-Kapital stieg von EUR 2,3 Mrd. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 2,5 Mrd. zum 31. Dezember 2022 und weiter auf EUR 2,7 Mrd. zum 31. Dezember 2023. Dies resultierte in CET1-Quoten¹⁰⁵ von 22,3% zum 31. Dezember 2021, bzw. 19,3% zum 31. Dezember 2022. Zum 31.

¹⁰⁵ Basel IV (phase-in).

Dezember 2023 betrug die CET1-Quote 19,4%. Die CET1-Quoten Anforderungen nach dem aufsichtlichen Überprüfungsprozess („SREP“) der EBA waren 5,77% für das Jahr 2021, 6,05% für das Jahr 2022 und 6,19% für das Jahr 2023.

227. Die Risikogewichteten Aktiva (Basel IV phase-in) stiegen von EUR 10,4 Mrd. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 12,8 Mrd. zum 31. Dezember 2022. Zum 31. Dezember 2023 stiegen die Risikogewichteten Aktiva auf EUR 13,7 Mrd. Zum 31. Dezember 2023 setzten sich die Risikogewichteten Aktiva zusammen aus dem Kreditrisiko, das den größten Anteil ausmacht, dem Gegenparteausfallrisiko, dem Marktrisiko, dem operationellem Risiko und den zusätzlichen RWA gemäß Art. 3 CRR.
228. Die Eigenkapitalrentabilität¹⁰⁶ von Aareal bezogen auf das Eigenkapital nach IFRS stieg von 2,0% im Jahr 2021 auf 5,1% im Jahr 2022 und fiel im Jahr 2023 zurück auf 1,5%. Bezogen auf das CET1-Kapital stieg die Rentabilität von 2,3% im Jahr 2021 auf 6,0% im Jahr 2022 und fiel ebenso im Jahr 2023 wieder auf 1,7%.¹⁰⁷
229. Ausgehend von der Bilanz zum 31. Dezember 2023 haben wir keine bewertungstechnischen Anpassungen der Bilanz vorgenommen.

¹⁰⁶ Anm.: Berechnet mit dem den Stammaktionären zugeordneten Konzernergebnis.

¹⁰⁷ Anm: Bei Berechnung der entsprechenden Rentabilitäten wurde gemäß Definition immer der Eigenkapitalbuchwert zu Beginn der Periode bzw. zum Ende der Vorjahresperiode verwendet.

2.3.6. SWOT-Analyse

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

Unternehmens- und Ressourcenanalyse

2.3.6.1. Stärken

231. Zu den wesentlichen Schwächen von Aareal zählen:

232. Die Stärke der Aareal ist der Status als Spezialbank für die Finanzierung von Gewerbeimmobilien und die tiefe Verwurzelung im Bereich der Immobilienwirtschaft.

233. Im Segment SPF wird durch Diversifikation über verschiedene internationale Märkte und Immobilienklassen eine robuste Grundlage für langfristiges Wachstum geschaffen und das Risiko von Marktschwankungen innerhalb einzelner Regionen oder Assetklassen und Währungen reduziert. Durch den spezifischen Fokus positioniert sich die Aareal als Experte auf dem Gebiet der gewerblichen Immobilienfinanzierung und weist umfassende Expertise im Bereich der Kreditvergabe durch langjährige Erfahrung und Vertriebsstruktur auf. Dies wird durch die Tatsache verdeutlicht, dass das Finanzierungsportfolio der Aareal im Bereich der Gewerbeimmobilien über EUR 30 Mrd. beträgt und auch innerhalb des herausfordernden Marktumfelds der letzten Jahre weiter anstieg. Insgesamt trägt die Verwendung konservativer Risikoparameter bei der Portfolioallokation dazu bei, das Risiko zu minimieren und langfristige Stabilität im Segment SPF zu gewährleisten. Zudem wird über die Fokussierung auf europäische Märkte, welche über 50% des Gewerbeimmobilienportfolios widerspiegeln, das Risiko diversifiziert und reduziert. Dies spiegelt sich in LTVs im Bereich von ca. 50-60% wider.

234. Im Segment BDS wird über die nahtlose Integration des Zahlungsverkehrs im Rahmen des Gesamtprozesses die Generierung von wohnungswirtschaftlichen Kundeneinlagen gewährleistet und eine integrierte Abwicklung von Zahlungsströmen sichergestellt. Das klassische Firmenkundenbanking wird hierbei durch integrierte Dienstleistungen optimal auf Kunden aus der Wohnungswirtschaft zugeschnitten. Beispielsweise wird durch die Schnittstelle BK01 die automatisierte Kommunikation vereinfacht und Services wie Abrechnung und Rechnungsstellung, sowohl zwischen Energieversorger und Wohnungsunternehmen wie auch zwischen Wohnungsunternehmen und Mieter ermöglicht.

235. Aus Refinanzierungssicht ist der diversifizierte Funding-Mix der Aareal als Stärke hervorzuheben. So refinanziert sich die Aareal Bank nicht nur über den Kapitalmarkt, sondern auch

über den Geldmarkt, wobei die Einlagen der deutschen Wohnungswirtschaft hierbei den größten Teil darstellen. Insbesondere die technischen und prozessualen Verbindungen dieser Kundengruppe mit dem Service-Angebot der Bank führt zu einer vergleichsweise günstigen und stabilen Refinanzierungsquelle mit einem hohen Anteil an Sichteinlagen, Kündigungsgeldern und Mietkautionen. Auch die im Jahr 2022 geschlossene Kooperation mit Raisin bezüglich Einlagen aus dem Privatkundengeschäft zum verbesserten Refinanzierungsmix der Bank bei. Durch die Pfandbrieflizenz ist es der Aareal zudem erlaubt das Pfandbriefgeschäft nach deutschem Recht zu betreiben. Die Emission von Pfandbriefen bietet aufgrund der Besicherung durch Hypotheken der Aareal die Möglichkeit sich günstiger zu refinanzieren als durch herkömmliche Fremdkapitaltitel. Das Rating der Agentur Moody's für die Hypothekendarlehen liegt bei Aaa. Ergänzt wird die Refinanzierung durch unbesicherten Anleihen, Schuldscheindarlehen, öffentlichen Pfandbriefen, nachrangigen Verbindlichkeiten und weiteren Geld- und Kapitalmarktinstrumenten. Insgesamt wird durch Verwendung diverser Refinanzierungsinstrumente die Abhängigkeit von einzelnen Fremdkapitalquellen reduziert.

236. Im Segment Aareon können aufgrund der langjährigen Tätigkeit und tiefen Verwurzelung im Bereich der Immobilienwirtschaft Produktangebote für wohnungswirtschaftliche Unternehmen auf Kundenbedürfnisse zugeschnitten werden. Insofern verfügt die Aareon ebenso über spezialisierte ERP-Kenntnisse in Bezug auf den Immobiliensektor sowie zudem regulatorisches Know-How in Zusammenhang mit der Implementation von ERP-Software bei Kunden. Damit grenzt sich Aareon zu generalistisch veranlagten ERP-Anbietern ab und zählt zu den führenden europäischen Softwareherstellern im Immobilienbereich. Neben der dominierenden Aareon Vertriebseinheit in Mainz wird die Kundenbindung und Akquise über diverse weitere Einheiten innerhalb aller größerer europäischer Länder, in welchen die Aareon aktiv ist, sichergestellt.
237. Segmentübergreifend ist die Effizienz der Aareal hervorzuheben. Im Vergleich mit ähnlichen Banken weist die Bank eine tendenziell niedrigere CIR auf. So betrug die Cost-Income-Ratio der Aareal Bank im Jahr 2023 31,7%, während Wettbewerber im Median bei rund 45,8% lagen. Insgesamt zeigt sich die Umsetzung der priorisierten Wachstumsstrategie zu niedrigen Grenzkosten.

2.3.6.2. Schwächen

238. Zu den wesentlichen Schwächen von Aareal zählen:

239. Im Vergleich zu klassischen Universalbanken wiederum ist die Aareal Bank deutlich spezialisierter innerhalb ihres Bankengeschäfts und weist ein strukturell anderes Geschäftsmodell auf als viele Wettbewerber.
240. Im Segment SPF liegt eine hohe Portfoliokonzentration auf gewerblichen Immobilienklassen und eine geringere Diversifikation als bei Vergleichsunternehmen vor, die nur mit der Portfoliokonzentration der PBB vergleichbar ist. Aareal ist somit in hohem Maße exponiert

gegenüber Entwicklungen der verschiedenen regionalen und internationalen Immobilienmärkte. Andere diversifizierende Geschäftsfelder wie Vermögens- und Anlageberatung, der Wertpapierhandel (außerhalb Treasury und Hedging) oder klassische Kreditvergaben im Privatkundensegment werden von der Aareal nicht bedient. In Summe ist die Aareal durch das spezialisierte Geschäftsmodell anfälliger für marktseitige Schwankungen der gewerblichen Immobilienmärkte und entsprechende Kreditausfallrisiken. Hervorzuheben ist derzeit innerhalb des Segments SPF die Entwicklung am US-Büroimmobilienmarkt, welche im Jahr 2023 zu einem deutlichen Anstieg der NPL bezüglich des US-Portfolios sowie der Bildung entsprechender Risikovorsorge führte. Aufgrund der US-Office Krise haben sich am Kapitalmarkt Spreads der Refinanzierung derzeit deutlich ausgeweitet. Von der Entwicklung der Spreads der Kapitalmarktinstrumente auf der Refinanzierungsseite ist auch die Aareal abhängig.

241. Im Segment BDS zielen die Produkte und Dienstleistungen wiederum hauptsächlich auf Unternehmen und Kunden der Immobilienbranche, aber auch auf Kunden aus der Energie- und Versorgungswirtschaft, ab. Zwar unterscheiden sich die Kundenstämme des Segments BDS zum Geschäftsbereich SPF deutlich, jedoch beeinträchtigen negative Entwicklungen der Immobilienmärkte in Teilen ebenfalls wohnungswirtschaftliche Kunden aus dem Segment BDS. Zudem ist aufgrund der strategischen Überlegungen bezüglich der Aareon von einer Verringerung der Diversifikation des Geschäftsmodells der Aareal auszugehen. Der Anteil der durch Immobilienfinanzierung sowie BDS erzielten Erträge an der Gesamtertragsstruktur nimmt somit erwartungsgemäß weiter zu.
242. Im Segment Aareon findet ein Übergang von einem Lizenzgebührenmodell hin zu einem SaaS-Modell statt, das Umsetzungsrisiken, insbesondere hinsichtlich der Preisgestaltung birgt. Darüber hinaus wurde in der Vergangenheit das Wachstum vor allem durch externe Unternehmensakquisitionen und interne Restrukturierungen, wie die Übertragung der First Financial an die Aareon getrieben. Dabei sind die akquirierten Unternehmen weitestgehend regional beschränkt.
243. Auch aus Refinanzierungssicht zeigen sich Schwächen im Vergleich zu Wettbewerbern. So zeigen sich insbesondere bei Pfandbriefen der Bank bereits erhöhte Spreads im Gesamtvergleich und führen zu einer verteuerten Refinanzierung. Zudem könnten sich Kunden der Aareal Bank dazu entscheiden ihr Geld vermehrt in Termineinlagen oder Festgelder umzuschichten, mit möglichen negativen Folgen für den Zinsüberschuss.
244. Die Aareal als Bank ist in einem streng regulierten Umfeld aktiv. So müssen neben dem Vorhalten eines bestimmten Mindestkapitals auch ein Mindestmaß an Liquidität und eine erhöhte Offenlegungspflicht eingehalten werden. Durch die Finalisierung des Basel III Rahmenwerks im Rahmen der CRR III (Basel IV), die voraussichtlich im Jahr 2025 erfolgen wird, wird die Anforderung an die Ermittlung der Risikoaktiva bis 2030 stufenweise verschärft. Erwartungsgemäß wird dies besonders ausgeprägte Effekte auf die regulatorische Risikomessung für gewerbliche Immobilienfinanzierungen haben. Die Aareal Bank ermittelt bereits heute die RWA nach Maßgabe der geltenden Rechtslage unter Anwendung der Teilre-

gelung zur Eigenmitteluntergrenze (sog. Output-Floor) im Zusammenhang mit der Kreditvergabe für gewerbliche Immobilienkredite und Beteiligungspositionen basierend auf der Entwurfsfassung zur Umsetzung von Basel IV. Entsprechend musste die Aareal Bank gemessen an der CET1-Quote nach Basel III in Antizipation der Auswirkungen von Basel IV eine vergleichsweise hohe CET1-Quote vorhalten.

245. Zudem verfügt die Aareal Bank über einen Zeitraum von 10 Jahren (2014 bis 2023) lediglich über eine Eigenkapitalrentabilität von durchschnittlich 5,2% und hat somit nicht die Eigenkapitalkosten verdient.

Markt- und Wettbewerbsanalyse

2.3.6.3. Gelegenheiten

246. Markt- und wettbewerbsseitig ergeben sich für Aareal folgende wesentliche Gelegenheiten:

247. Bereits seit über einem Jahr befinden sich die Inflationsraten auf einem konstant erhöhten Niveau, was zu einer Festigung des aktuellen Zinsniveaus beiträgt. Zwar herrscht derzeit noch Unsicherheit über den genauen Zeitpunkt und die Höhe der zukünftig zu erwartenden Leitzinskorrekturen der Zentralbanken, die generellen Prognosen gehen jedoch von einem Rückgang des Zinsniveaus aus (Vgl. 2.3.4.1).

248. Für das Segment SPF würden sich hierüber diverse Potenziale ergeben. Als Immobilienfinanzierungsspezialist ist Aareal von der Entwicklung des Finanzierungsvolumen sowie der Wertentwicklung der gewerblichen Immobilien abhängig. In Folge könnte das Transaktionsvolumen der einzelnen Immobilienklassen ansteigen und die Immobilienpreise ansteigen. Dies könnte eine Verbesserung der LTVs und eine geringere Risikovorsorge zur Folge haben. Auch die Durchsetzung höherer Margen im Neugeschäft könnte eine Gelegenheit darstellen, sofern Wettbewerber sich aus dem Markt der gewerblichen Immobilienfinanzierungen zurückziehen sollten.

249. Aus Refinanzierungssicht konnte die Aareal aufgrund eines anhaltend hohen Zinsniveaus einen Großteil der Sichteinlagen der Wohnungswirtschaft im Segment BDS bisher zu vergleichsweise attraktiven Spreads am Geld- und Kapitalmarkt anlegen. Auch wenn im Zeitverlauf mit Zinssenkungen zu rechnen ist, könnte das Zinsniveau auf kurz- bis mittelfristige Sicht noch immer auf einem erhöhten Niveau bleiben und das Einlagengeschäft insofern auch weiterhin eine erhöhte Profitabilität im Vergleich zur Niedrigzinsphase aufweisen.

250. Bei einer Stabilisierung des Marktumfelds könnten die Credit Spreads von Pfandbriefen, die sich in der nahen Vergangenheit erhöht hatten, absinken. Insbesondere bei unbesicherten Schuldtiteln würde dieser Effekt noch stärker ins Gewicht fallen und die Refinanzierungskosten weiter verringern. Auch die Emission von Green Bonds sowie die Vergabe von grünen Finanzierungen kann in diesem Zusammenhang als Chance angeführt werden. Die

Nachfrage nach ESG-Anleihen wird auch für die kommenden Jahre weiterhin als hoch prognostiziert (Vgl. 2.3.4.3). Die Emission von Green Bonds ermöglicht es Emittenten zudem, Zugang zu einem breiteren Spektrum von Investoren zu erhalten, die speziell nach umweltfreundlichen Anlagemöglichkeiten suchen. Darüber hinaus könnte die Aareal auch durch Kreditvergabe für ESG-Maßnahmen u.a. für die Erhöhung der Energieeffizienz von Immobilien und die notwendigen korrespondierenden Investitionen zusätzliche Einnahmen generieren. Durch die hierdurch erhöhten Kreditvolumina könnten sich zusätzliche Geschäftsmöglichkeiten ergeben. Bis 2024 soll exemplarisch der Ausbau grüner Finanzierungen um EUR 1,75 Mrd. vorangetrieben sowie grüne Schuldtitel mit einem Volumen von EUR 0,5 Mrd. emittiert werden.

251. Zuletzt könnte eine Heraufstufung des unternehmensspezifischen Credit Ratings der Aareal eine zusätzliche Chance darstellen. Das Emittentenrating wurde im Jahr 2023 von Moody's auf A3 und von Fitch Ratings auf BBB+ herabgestuft. Primäre Gründe waren das Exposure der Aareal am US-Office-Markt sowie eine Herabstufung der Bank im Hinblick auf Profitabilität sowie Assetqualität. Eine Heraufstufung des Ratings könnte im Hinblick auf eine Erholung der Immobilienmärkte eintreten.
252. In Bezug auf die Aareon kann die weitere Digitalisierung der Immobilienwirtschaft als generelles Potenzial angeführt werden. Durch strategische Akquisitionen erweiterte die Aareon in der Vergangenheit stetig ihr Produktportfolio als auch Produkte und Services. Weiterhin wurde das Know-How und die Kundenbeziehungen in den eigenen Konzern integriert. Die weitere Realisierung der Umstellung des Verkaufsmodells von regulären Softwarelizenzen auf SaaS, welche sich bereits in der Vergangenheit sehr positiv auf die Provisionserträge auswirkte, könnte in der Folge ebenfalls weiter ausgebaut werden und zu einer erneuten Steigerung der wiederkehrenden Erträge führen. Durch die kombinierte Bündelung der Expertise von Aareon und Aareal, im Rahmen der gemeinsamen Beteiligung an der First Financial, könnte sich ein besserer Fokus auf die Softwareentwicklung für den Zahlungsverkehr ergeben. Durch eine mögliche gemeinsame europäische Expansion könnten hierdurch zusätzliche Einlagen generiert werden. Die Aareon nutzt ihre eigenen ERP-Systeme als Kernstück ihres Produkt- und Dienstleistungsangebotes und versucht hierüber im Rahmen des Property Management Systems Cross-Selling Potenziale zu realisieren. Hierüber ergibt sich abschließend die marktseitige Gelegenheit für die Bildung einer europaweiten Plattform für Player in der Immobilien- und Wohnungsindustrie, um so weitere potenzielle Märkte zu erreichen.

2.3.6.4. Gefahren

253. Markt- und wettbewerbsseitig ist Aareal folgenden wesentlichen Gefahren ausgesetzt:
 254. Trotz der Prognosen für die weitere rückläufige Entwicklung des Zinsniveaus könnte eine gegenteilige Entwicklung ebenso marktseitige Gefahren für die Aareal implizieren, insbesondere im Segment SPF. Ein weiterhin hohes Zinsniveau könnte die Erholung der gewerblichen Immobilienmärkte hinauszögern und zu weiterhin niedrigen oder sogar rückläufigen

Transaktionsvolumina führen. Stagnierende Transaktionsvolumina in den einzelnen regionalen und internationalen Märkten würden ebenso die Erholung der Immobilienwerte hinauszögern und könnten zur weiteren Bildung von Risikovorsorge führen. Stagnierende Transaktionsvolumina führen zu geringen Neugeschäftsvolumina, die jedoch auch durch Prolongationen von bestehenden Finanzierungen möglicherweise ausgegeben werden können.

255. Der Immobilienmarkt unterliegt dabei auch strukturellen Veränderungen, wie Remote-Working und Online-Shopping, die Auswirkungen auf einzelne Segmente des Immobilienmarkts haben, wie z.B. auf Bürogebäude und Einzelhandelsimmobilien. Hier ist teilweise der Leerstand sehr deutlich gestiegen, was negative Auswirkungen auf den Wert der Immobilien, die LTV der Immobilienfinanzierungen sowie die Bonität der Gläubiger hat. Es besteht die Gefahr, dass sich diese Trends weiter fortsetzen und die zinsabhängige Normalisierung des Immobilienmarkts insgesamt einschränken. Darüber hinaus haben sich ESG-Trends zu einem bedeutenden Faktor für Investoren entwickelt, die zunehmend nach nachhaltigen und ethisch verantwortlichen Anlageoptionen suchen. Immobilienunternehmen sind daher gezwungen, sich den ESG-Anforderungen anzupassen, um das Interesse und die Investitionen potenzieller Mieter und Anleger zu gewinnen. Dies erfordert oft erhebliche Investitionen in die Modernisierung von Gebäuden, um sie energieeffizienter und umweltfreundlicher zu gestalten, was zu zusätzlichen Kosten führt und die Rentabilität der Immobilien zukünftig beeinträchtigen kann. In der Folge der möglicherweise höheren Kosten und geringeren Rentabilität könnte die Nachfrage nach Immobilien und damit die Nachfrage nach Immobilienfinanzierungen zurückgehen. Zudem könnte eine Verschiebung der Nachfrage hin zu modernisierten und energieeffizienten Objekten stattfinden. (Vgl. 2.3.4.6). Entsprechend könnten diese strukturellen Veränderungen langfristig zu einer gesteigerten Risikovorsorge und geringeren Kreditvolumina beitragen.
256. Bei einer Reduzierung des Zinsniveaus und einer Normalisierung des Immobilienmarktes könnte das Risiko der gewerblichen Immobilienfinanzierungen zurückgehen. Insofern könnten Wettbewerber, die derzeit nicht in dem Marktumfeld in gleichem Umfang Immobilienfinanzierungen angeboten haben, in den Markt zurückkehren. Dies könnte dazu führen, dass die Margen im Neukundenkreditgeschäft zurückgehen und insofern der Beitrag der Immobilienfinanzierungen zum Zinsüberschuss zurückgeht.
257. Für das Segment BDS hätte ein Rückgang des Zinsniveaus eindeutig negative Konsequenzen. Durch sinkende Zinsen am Geld- und Kapitalmarkt würden sich im Hinblick auf die Kundeneinlagen die Zinsmargen reduzieren und insgesamt zu einem geringeren Zinsüberschuss führen.
258. Aus Refinanzierungssicht würde ein Wechsel der Anleger von Sichteinlagen auf Termineinlagen aufgrund des Margenprofils negativ wirken. Dies könnte in Summe zu einer Abnahme der Zinsmarge und einem Rückgang der Zinsüberschüsse aus wohnungswirtschaftlichen Einlagen führen.

259. Insgesamt könnte sich die Ausweitung der Spreads negativ auf die Anschlussfinanzierungen und Emissionen von Pfandbriefen, Hypothekendarlehen, Senior Preferred und Senior Non-preferred sowie Nachrangdarlehen auswirken.
260. Die Aareal ist als Bank weiterhin in einem stark regulierten Umfeld aktiv. Bereits die Einführung von Basel IV wird zu einer signifikanten Erhöhung der risikogewichteten Aktiva führen, wofür zusätzliches Kapital vorgehalten werden muss. Auch ein Sinken der Immobilienwerte könnte sich über die damit steigenden LTVs negativ auf die risikogewichteten Aktiva auswirken. Außerdem könnten sich die regulatorischen Anforderungen und Durchsetzungsmaßnahmen weiter verschärfen. Maßnahmen, die sich negativ auf die Aareal auswirken könnten, sind unter anderem, eine weitere Erhöhung der notwendigen Eigenkapitalquoten, eine Verschärfung des verpflichtenden Risikomanagementsystems oder eine Erhöhung der Offenlegungspflichten.
261. Zudem besteht insbesondere im Hinblick auf den strategischen Review der Aareon das Risiko, dass potenzielle Veräußerungsgewinne nicht oder nicht vollständig ausgeschüttet werden können. Insofern besteht auch langfristig die Gefahr, dass die Aareal Bank eine niedrige Profitabilität im Vergleich zum eingesetzten Kapital aufweist.
262. Wie bereits in Kapitel 2.3.6.3 beschrieben, besteht für die Aareal als Finanzdienstleistungsunternehmen eine gewisse Abhängigkeit von Bonitätsratings durch externe Agenturen, sowohl für das Unternehmen als Emittent, als auch für einzelne Emissionen. Sollte das Emittenten-Rating, das im Jahr 2023 von Moody's auf A3 und von Fitch Ratings auf BBB+ gesetzt wurde, in Zukunft herabgestuft werden, könnten sich hierdurch negative Folgen für die Aareal, wie beispielsweise eine Erhöhung der Refinanzierungskosten, ergeben. Dies könnte sich auch negativ auf die Wettbewerbsfähigkeit der Aareal in Bezug auf Preisgestaltung von Neukreditgeschäft auswirken.
263. Ein potenzielles Risiko könnte sich ebenfalls in Bezug auf die M&A-Aktivitäten der Aareon ergeben. Die regelmäßigen M&A-Aktivitäten in Folge der strategischen Akquisitionen sind mit der regelmäßigen Aktivierung von Geschäfts- oder Firmenwerten verbunden. Sollten sich diese im späteren Verlauf im Rahmen von Impairment-Tests als nicht werthaltig herausstellen, würde dies zu einer außerplanmäßigen Abschreibung und damit zu einer Minderung des Ergebnisses in der Periode der Abschreibung führen. Darüber hinaus besteht das Risiko, dass die Integration der akquirierten Einheiten nicht gelingt oder mit erheblichen Kosten der Realisierung verbunden ist. Auch in Bezug auf die langfristig bei der Aareon erwarteten Cross Selling-Potenziale für Softwareprodukte könnten aufgrund der generellen Trägheit der Kunden der Wohnungswirtschaft die realisierbaren Potenziale geringer ausfallen als geplant. Zudem könnte die Fortentwicklung der unterschiedlichen Plattformen zu höheren Entwicklungs- bzw. Instandhaltungskosten führen.

2.3.6.5. Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil

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

265. Für die Aareal Bank besteht aufgrund ihrer klaren Positionierung in der Immobilienwirtschaft eine wesentliche Chance das Wachstum des Portfoliovolumens in einem sich stabilisierenden Zinsumfeld auszubauen. Dabei trägt das Wachstum des Portfoliovolumen unabhängig vom Zinsniveau zu einer Steigerung des Zinsüberschusses und der Verbesserung der Cost-Income-Ratio bei. Zudem sollte die Risikovorsorge aufgrund einer Normalisierung der Immobilienpreise zurückgehen, was zu einer Verbesserung des Betriebsergebnis beiträgt. Allerdings könnten gleichzeitig die Margen für das Neukundengeschäfts aufgrund des steigenden Wettbewerbs bei normalisierten Zins- und Risikoumfeld zurückgehen, was die positiven Effekte auf den Zinsüberschuss kompensieren könnte. Dies betrifft insbesondere das Einlagengeschäft, welches zwar grundsätzlich eine attraktive Möglichkeit der Refinanzierung darstellt, aber in dem aufgrund der sinkenden kurzfristigen Zinsen am Geld- und Kapitalmarkt die Spreads deutlich zurückgehen sollten. Gleichzeitig ist davon auszugehen, dass sich die Spreads auf die Neuemission von Kapitalmarktinstrumenten, insbesondere der Senior Preferred und Senior Non-preferred Anleihen und Nachranganleihen zwar von den derzeitigen Höchstständen normalisieren, aber nicht mehr auf das durch die EZB Nachfrage bedingte geringe Niveau der jüngeren Historie zurückgehen. Dies könnte die Eigenkapitalrentabilität der Bank belasten.
266. Darüber hinaus könnte das Geschäft der Aareon zu einem Wachstum des Provisionsüberschusses und Verbesserung des Betriebsergebnis beitragen. Dies könnte aus einem Wandel von einem Software-Lizenzmodell auf SaaS zu einer Steigerung der Umsatzerlöse je Kunde und damit einer Steigerung der EBITDA-Marge führen. Zusätzlich erwartet die Aareon langfristig Cross Selling-Potenziale, die zu zusätzlichen Umsatzerlösen und einer deutlichen Verbesserung der EBITDA-Marge beitragen. Die Partnerschaft unter Einbezug der First Financial könnte die Fokussierung auf die Integration des Zahlungsverkehrs innerhalb der ERP-Systeme auf eine neue Entwicklungsstufe bringen.
267. Für Aareal bestehen andererseits Risiken, die sich aus der Kombination der Schwächen mit marktseitigen Gefahren ergeben. Die wesentlichen Risiken sind:
268. Die Immobilienbranche steht noch immer vor einem herausfordernden Umfeld. Das erhöhte Zins- und Inflationsniveau sowie die hohe Zinsvolatilität hat zu einem deutlichen Einbruch der Transaktionsvolumina und in einzelnen Marktsegmenten, wie den Bürogebäuden, zu einem Preisrückgang geführt. Dies könnte das Portfoliowachstum der Aareal kurz- bis mittelfristig verlangsamen, insbesondere falls die Zinssenkungen später als prognostiziert eintreten. In einem anhaltend schwierigen Immobilienumfeld, das teilweise auch strukturellen Veränderungen unterliegt, könnten die Kreditausfallrisiken weiterhin hoch bleiben und zu entsprechender Risikovorsorge führen, die das Betriebsergebnis tlw. deutlich belasten. Gleichzeitig würden die Margen auf das Einlagengeschäft bei erhöhtem Zinsniveau vorerst weiterhin auf einem erhöhtem Niveau verbleiben. Da die Aareal Bank aufgrund ihres Fundingmixes insgesamt nicht von einzelnen Emissionen abhängig ist, kann diesen Risiken zumindest teilweise durch flexibles Management der Emissionen bzw. Nutzung anderer Refinanzierungsquellen entgegnet werden.

269. Da das Portfolio der Aareal Bank insgesamt sehr stark auf die gewerblichen Immobilienfinanzierungen fokussiert ist, wirken sich Veränderungen des Portfolios sowohl auf den Zinsüberschuss als auch die Risikovorsorge vergleichsweise stark auf das Betriebsergebnis aus. Die Vergleichsunternehmen sind stärker diversifiziert und verfügen daher über ein geringeres Risikoprofil.
270. Die Konzentration auf gewerbliche Immobilienfinanzierungen drückt sich auch in den regulatorischen Eigenkapitalanforderungen aus. Die Aareal ist signifikant von der Einführung von Basel IV und einer hieraus resultierenden Erhöhung der RWA betroffen. Insofern muss die Aareal zukünftig das Eigenkapital zur Einhaltung der regulatorischen Vorschriften weiter erhöhen. Dies gilt auch für zusätzliche RWA aus einem Wachstum des Immobilienfinanzierungsportfolio, ebenso wie für die erwartete Bildung von RWA für Zinsänderungsrisiken im Bankbuch. Zusätzlich dürfte der Aareon Verkauf zu zusätzlichen Eigenkapitalanforderungen führen. Die Vorhaltung des regulatorischen Eigenkapitals und der Mindestliquiditätsreserve begrenzt die Profitabilität der Aareal Bank einerseits und begrenzt die Ausschüttung vorhandener Gewinne.
271. In Bezug auf die Aareon besteht das Risiko, dass die Steigerung der Umsatzerlöse durch Cross Selling und die Preisgestaltung des SaaS-Modells nicht eintreten oder zu zusätzlichen Entwicklungs-, Instandhaltungs- und Vertriebskosten führen. Des Weiteren könnte die geplante Integration der akquirierten Unternehmen nicht wie erwartet umgesetzt werden können und sich somit die bestehenden Umsetzungsrisiken realisieren.
272. Das Chancen-Risiko-Profil von Aareal dient im Weiteren zur Beurteilung der Plausibilität der Planung und der Auswahl der Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group).

2.4. Vergleichsunternehmen (Peer Group-Unternehmen)

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

2.4.1. Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group-Unternehmen

274. Zur Auswahl der Peer Group bieten sich grundsätzlich Unternehmen der gleichen Branche bzw. mit einer vergleichbaren Produkt- und Marktstruktur an. Eine absolute Deckungsgleichheit der nach diesen Kriterien erhobenen Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Zahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens aus einem weitgehend übereinstimmenden Geschäftsmodell resultieren. Für die marktorientierte Bewertung (u.a. Multiplikator-Methode) und die Ableitung von Kapitalkosten (u.a. Betafaktor) werden allerdings Kapitalmarktdaten benötigt. Aus diesem Grund und angesichts der zumeist eingeschränkten (öffentlichen) Verfügbarkeit von Informationen und relevanten Daten zu nicht börsennotierten Unternehmen werden in der Praxis vornehmlich am Kapitalmarkt gelistete Gesellschaften in der Peer Group berücksichtigt.

275. Für die Auswahl der Peer Group wurden börsennotierte Unternehmen mit vergleichbarem Geschäftsmodell und Leistungsspektrum analysiert. Ausgehend von einer breiten Grundgesamtheit von Unternehmen, die im Wesentlichen der Banken und Finanzdienstleistungen zuzuordnen sind, wurden auf Basis qualitativer Faktoren eine Vielzahl an nationalen und internationalen Unternehmen, die zu Vergleichszwecken in Frage kommen, identifiziert. Die Auswahl der letztendlich heranziehbaren Vergleichsunternehmen erfolgt anhand eines stufenweisen Vorgehens, auf Basis dessen die Vergleichbarkeit der Peer Group-Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt beurteilt wird. Im Rahmen des Stufenmodells wurden die relevanten Unternehmen nach qualitativen und quantitativen Kriterien analysiert und mit dem Bewertungsobjekt verglichen.

276. Mit dem qualitativen Kriterium „operative Vergleichbarkeit“ wurde geprüft, ob die Vergleichsunternehmen aus derselben oder einer ähnlichen Branche stammen, bzw. ein ähnliches Geschäftsmodell aufweisen. Dies soll sicherstellen, dass die Unternehmen ähnlichen operativen Einflüssen und Trends unterliegen. Das zweite Kriterium „regionale Vergleichbarkeit“ stellt den geographischen Bezug zum Bewertungsobjekt sicher. Unternehmen in verschiedenen Märkten können unterschiedlichen politischen, wirtschaftlichen und kulturellen Einflüssen unterliegen und deshalb ggf. nicht direkt miteinander verglichen werden.

277. Um die Vergleichbarkeit der Peer Group-Unternehmen mit Aareal zu quantifizieren, wurde ein Scoring-Modell angewendet. Die qualitativen Kriterien operative und regionale Vergleichbarkeit werden anhand einer 5-stufigen Skala in der Bandbreite von „Keine“ bis „Sehr hoch“ gemessen.
278. Die gewählten quantitativen Kriterien Größe (Gesamteinkommen), Profitabilität (Eigenkapitalrentabilität), Wachstumsaussichten (Gesamteinkommenswachstum, CAGR) und CET1-Quote sind fundamentalanalytisch begründet und erhöhen empirisch die Güte von rein qualitativen Selektionskriterien.
279. Insgesamt wurden zehn Unternehmen identifiziert, die eine ausreichende Vergleichbarkeit zu Aareal aufweisen und somit in die Peer Group aufgenommen wurden. Die Analyse der Vergleichsunternehmen führt schließlich zu folgender Peer Group:¹⁰⁸

Peer Group Scoring

in EUR Mio. / in %

Vergleichsunternehmen	Land	Operative Vergleichbarkeit	Regionale Vergleichbarkeit	Gesamteinkommen 2023	Gesamteinkommen CAGR 2023-26	Eigenkapitalrentabilität 2023	CET1-Quote 2023	Allgemeine Vergleichbarkeit
Deutsche Pfandbriefbank AG	Deutschland	Best Fit	Best Fit	391,0	14,4%	3,5%	15,7%	●
Close Brothers Group plc	Großbritannien	Strong Fit	Strong Fit	926,3	9,3%	4,9%	13,3%	●
Banca Popolare di Sondrio S.p.A	Italien	Medium Fit	Strong Fit	1.276,5	2,5%	13,6%	15,4%	●
Commerzbank AG	Deutschland	Strong Fit	Best Fit	9.843,0	6,0%	8,3%	14,7%	●
Credito Emiliano S.p.A.	Italien	Strong Fit	Medium Fit	1.823,5	0,3%	17,5%	14,2%	●
UniCredit S.p.A.	Italien	Medium Fit	Strong Fit	23.025,0	-0,7%	16,6%	15,9%	●
Paragon Banking Group PLC	Großbritannien	Medium Fit	Strong Fit	451,7	7,8%	10,9%	15,5%	●
NatWest Group plc	Großbritannien	Strong Fit	Strong Fit	16.292,6	1,2%	13,8%	13,4%	●
Bankinter, S.A.	Spanien	Medium Fit	Medium Fit	2.315,1	5,6%	17,0%	12,3%	●
BNP Paribas SA	Frankreich	Medium Fit	Medium Fit	42.863,0	6,8%	6,7%	13,2%	●
Aareal	Germany			1.234,2	-8,4%	1,5%	19,4%	
Median				2.069,3	5,8%	12,2%	14,5%	
Durchschnitt				9.920,8	5,3%	11,3%	14,4%	

Quellen: Capital IQ, Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

2.4.2. Peer Group-Übersicht

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

Deutsche Pfandbriefbank AG

281. Deutsche Pfandbriefbank AG („pbb“) ist eine Spezialbank für Investitionen in gewerbliche Immobilien und öffentliche Infrastrukturprojekte in Europa und den USA. Sie ist in den Segmenten Immobilienfinanzierung, öffentliche Investitionsfinanzierung und Finanzierungen an die öffentliche Hand aktiv, wobei das Segment der Immobilienfinanzierung den größten Anteil, sowohl bezogen auf Finanzierungsvolumina wie auch auf Zinsergebnis, ausmacht. Die pbb besitzt in Deutschland eine Lizenz als Pfandbriefbank. Regional ist die Deutsche Pfandbriefbank neben Deutschland, Großbritannien, Frankreich, Spanien, den nordischen Ländern und Ländern in Mittel- und Osteuropa auch in den großen Immobilienzentren in den USA tätig. Der Hauptsitz des Unternehmens befindet sich in Garching, Deutschland.

¹⁰⁸ In der Anlage 2 „Peer Group-Auswahl“ ist die Grundgesamtheit der Peer Group, in welcher alle relevanten Unternehmen aufgelistet sind, welche im Rahmen des Scoring-Modells nach qualitativen und quantitativen Kriterien analysiert und verglichen worden sind.

Banca Popolare di Sondrio S.p.A.

282. Die Banca Popolare di Sondrio S.p.A. („Banca Sondrio“) bietet zusammen mit ihren Tochtergesellschaften verschiedene Bankprodukte und -dienstleistungen in Italien an. Die Segmente der Banca Sondrio sind Einzelpersonen und andere Kunden, Unternehmen, zentrale Funktion und der Wertpapierbereich. Das Produkt- und Serviceangebot sowohl an Privatkunden wie auch an Geschäftskunden machen die Banca Sondrio zu einer Universalbank, wobei jedoch der Anteil an Geschäftskunden überwiegt. Im Jahr 2022 machten Hypothekendarlehen über die Hälfte aller Kundendarlehen aus. Die Niederlassungen befinden sich in acht Regionen Norditaliens, im Raum Rom und in der Stadt Neapel in Kampanien. Die Banca Sondrio wurde 1871 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Sondrio, Italien.

Commerzbank AG

283. Die Commerzbank AG („Commerzbank“) bietet Bank- und Kapitalmarktprodukte und -dienstleistungen für Privat- und mittelständische Firmenkunden, Konzerne, Finanzdienstleister und institutionelle Kunden im In- und Ausland an. Sie ist in zwei Segmenten tätig: Privat- und Geschäftskunden und Firmenkunden, die ca. 40% an den Erträgen der Bank ausmachen. Das Unternehmen bietet eine umfangreiche Palette an Bankprodukten und -dienstleistungen an. Die Commerzbank ist außerdem befugt in Deutschland Pfandbriefe auszugeben. Den größten Anteil der Einkünfte erzielt die Commerzbank in Deutschland, weitere Einkünfte stammen aus Europa und zu einem sehr geringen Maße aus Amerika und Asien. Die Commerzbank wurde im Jahr 1870 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Frankfurt am Main, Deutschland.

Credito Emiliano S.p.A.

284. Credito Emiliano S.p.A. („Credito Emiliano“) erbringt zusammen mit ihren Tochtergesellschaften Bank- und Vermögensverwaltungsdienstleistungen für Privat- und Firmenkunden hauptsächlich in Italien. Das wesentliche Segment der Credito Emiliano ist das Commercial Banking. Allerdings bietet Credito Emiliano auch weitere Produkte des Bankwesens an. Dies macht Credito Emiliano zu einer Universalbank. Das Unternehmen wurde im Jahr 1910 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Reggio Emilia, Italien. Credito Emiliano ist als Tochtergesellschaft der Credito Emiliano Holding S.p.A. tätig.

Close Brothers Group plc

285. Die Close Brothers Group plc („Close Brothers“) erbringt Finanzdienstleistungen für kleine Unternehmen und Privatpersonen im Vereinigten Königreich. Die Segmente, in denen die Close Brothers aktiv ist, sind Commercial, Retail, Property, Asset Management und Securities. Das Segment Commercial erzielt etwa 45%, das Segment Property etwa 20% des Zinsüberschusses der Close Brothers. Die Services, die die Close Brothers Group anbietet, bestehen unter anderem aus Kreditvergabe, Vermögensverwaltungsdienste und Wertpapierhandel. Die Close Brothers Group erzielt ihre Einkünfte zu 100% im Vereinigten Königreich. Die Close Brothers Group wurde 1878 gegründet und hat ihren Hauptsitz in London, Vereinigtes Königreich.

Paragon Banking Group PLC

286. Die Paragon Banking Group PLC („Paragon Banking“) erbringt Finanzdienstleistungen im Vereinigten Königreich. Die wesentlichen Segmente der Paragon Banking sind Mortgage Lending und Commercial Lending. Die Kreditprodukte umfassen somit Hypotheken für Vermieter und Kredite für Geschäftskunden. Außerdem spezialisiert sich die Paragon Banking auf die Finanzierung des sogenannten buy-to-let, bei dem ein Investor eine Immobilie mit dem Zweck kauft, diese weiter zu vermieten. Die Paragon Banking kann somit dem Bereich der Spezialbanken zugeordnet werden. Die Paragon Banking wurde 1985 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Solihull, Vereinigtes Königreich.

UniCredit S.p.A.

287. UniCredit S.p.A. („UniCredit“) ist im Bereich der kommerziellen Bankdienstleistungen tätig. Die UniCredit teilt ihr Angebot in zwei Produktkategorien, Unternehmens- und Einzellösungen. Unternehmenslösungen umfassen Beratung und Kapitalmärkte, Kundenrisikomanagement, spezialisierte Kreditvergabe sowie Transaktionen und Zahlungsverkehr, während Einzellösungen Brokerage und Vermögensverwaltung, Fonds, Versicherungen und Portfoliomanagement umfassen. Aufgrund der Breite des Produktangebotes handelt es sich bei der UniCredit um eine Universalbank. Eine Tochter der UniCredit, die UniCredit Bank AG ist befugt in Deutschland Pfandbriefe zu emittieren. Außerdem ist die HypoVereinsbank als eine der größten deutschen Pfandbriefbanken Teil des UniCredit-Konzerns. Das Unternehmen ist hauptsächlich in Italien, Deutschland, Mitteleuropa und Osteuropa tätig. Die UniCredit wurde 1870 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Mailand, Italien.

NatWest Group plc

288. Die NatWest Group plc („NatWest“) bietet zusammen mit ihren Tochtergesellschaften Bank- und Finanzprodukte und -dienstleistungen für Privat-, Geschäfts-, Firmen- und institutionelle Kunden im Vereinigten Königreich und international an. Die Segmente der NatWest teilen sich in Private Banking, Retail Banking und Commercial & Institutional auf, wobei letzteres den größten Anteil ausmacht. Regional konzentriert sich die NatWest hauptsächlich auf das Vereinigte Königreich, allerdings zu einem sehr geringen Umfang auch auf weitere Länder in Europa und international. Die NatWest Group plc wurde 1727 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Edinburgh, Vereinigtes Königreich.

Bankinter, S.A.

289. Bankinter, S.A. („Bankinter“) bietet verschiedene Bankprodukte und -dienstleistungen für Privat- und Firmenkunden sowie für kleine und mittlere Unternehmen in Spanien an. Bankinter betreibt sowohl Wealth Management und Retail Banking, wie auch Corporate Banking, wobei der Anteil der Einkünfte aus dem Corporate Banking überwiegt. Die Aufteilung auf Corporate und Retail Banking macht die Bankinter zu einer Universalbank. Bankinter, S.A. wurde 1965 gegründet und hat ihren Sitz in Madrid, Spanien.

BNP Paribas SA

290. BNP Paribas SA ("BNP Paribas") bietet verschiedene Bank- und Finanzprodukte und -dienstleistungen in Europa, im Nahen Osten, in Afrika, in Nord- und Südamerika sowie im asiatisch-pazifischen Raum an. Das Unternehmen ist in drei Geschäftsbereichen tätig: Corporate & Institutional Banking; Commercial, Personal Banking & Services, und Investment & Protection Services. Deren breite Produktpalette macht die BNP Paribas zu einer Universalbank. Die BNP Paribas wurde 1822 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Paris, Frankreich.

3. ALLGEMEINE BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE

291. Die im Folgenden wiedergegebenen Bewertungsgrundsätze gelten heute in Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur, in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere im IDW S 1, gefunden. Die Grundsätze des IDW S 1 sind auch in der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt.
292. Auftragsgemäß nehmen wir eine eigenständige Bewertung von Aareal zum Bewertungsstichtag nach der Vorgabe des IDW S 1 vor. Im Folgenden werden die sich aus dem IDW S 1 ergebenden Grundsätze der Unternehmensbewertung dargestellt.

3.1. Anforderungen an die Festlegung der angemessenen Abfindung gemäß §§ 327a ff. AktG

293. Die Übertragung von Aktien auf Verlangen eines Aktionärs gemäß § 327a AktG setzt die Gewährung einer angemessenen Barabfindung voraus. Die Festlegung der Barabfindung erfolgt durch den Hauptaktionär gemäß § 327b AktG. Sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen.
294. Entsprechend der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung setzt die Ermittlung der angemessenen Abfindung die Ermittlung eines angemessenen Unternehmenswerts der Aareal Bank AG zum Zeitpunkt der über den Squeeze Out beschlussfassenden Hauptversammlung voraus. Als eine mögliche Vorgehensweise zur Ermittlung einer angemessenen Abfindung bzw. eines angemessenen Unternehmenswerts akzeptieren die Gerichte die Grundsätze zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner in Abhängigkeit vom Bewertungsanlass erforderlich.
295. Bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung für Anteile an einer börsennotierten Gesellschaft darf der Börsenkurs als ein möglicher Indikator für den Verkehrswert der Aktie nach höchstrichterlicher Rechtsprechung nicht außer Betracht bleiben, wenngleich eine Überprüfung der Aussagekraft des Börsenkurses für den Verkehrswert der Aktien erforderlich ist. In Bezug auf die Relevanz des Börsenkurses ist weiterhin zu unterscheiden, ob die Aktien im regulierten Markt oder im Freiverkehr gehandelt werden. Dies spielt insofern eine Rolle, als dass die BaFin in ihrer Berechnung des gewichteten Dreimonatsdurchschnittskurses nur solche Geschäfte einbezieht, die in den fraglichen Aktien im regulierten Markt an Börsen in Deutschland getätigt wurden. Somit bleiben die Geschäfte, die im Freiverkehr getätigt werden, nach der Vorgehensweise unberücksichtigt. Ungeachtet dessen wird eine Analyse des Dreimonatsdurchschnittskurses auf Grundlage der Börsenkurse der Aareal-Aktie im regulierten Markt und im

Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg im Hinblick auf die Aussagekraft für den Verkehrswert der Aktien vorgenommen. Zusätzlich dazu liegt ein von der BaFin ermittelter Dreimonatsdurchschnittskurs von EUR 33,13 je Aktie zum 21. November 2023, dem Tag vor Mitteilung der Squeeze Out Absicht durch die Atlantic BidCo an die Aareal Bank AG, vor.

3.2. Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1

296. Der Wert des Eigenkapitals wird durch das zweckgerichtete Zusammenwirken aller im Unternehmen vorhandenen materiellen und immateriellen Werte bestimmt. Das Bewertungsobjekt muss nicht mit der rechtlichen Abgrenzung des Unternehmens identisch sein; zugrunde zu legen ist vielmehr das auftragsgemäße, oft nach wirtschaftlichen Kriterien definierte Bewertungsobjekt.
297. Der Wert des Eigenkapitals ist anlass- und zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln. Bei der Bewertung ist daher nur der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können. Darüber hinaus sind nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder bereits hinreichend konkretisiert waren (sog. Wurzeltheorie).¹⁰⁹
298. Generell wird in der Unternehmensbewertung zwischen Gesamt- und Einzelbewertungsverfahren unterschieden. Zu den Gesamtbewertungsverfahren zählen Unternehmensbewertungsmethoden auf Basis von Kapitalwertkalkülen, wie z.B. die verschiedenen Varianten der Discounted Cashflow-Methode („DCF-Methode“) und die Ertragswert-Methode sowie die Multiplikator-Methode. Zu den Einzelbewertungsverfahren zählen bspw. der Liquidationswert und der Substanzwert.¹¹⁰
299. Der Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der finanziellen Überschüsse an die Unternehmenseigner (sog. Zukunftserfolgswert) zuzüglich des Werts etwaiger nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte. Die Wertermittlung erfolgt grundsätzlich unter der Annahme der Fortführung des Unternehmens. Zur Ableitung des Barwerts der finanziellen Überschüsse werden Kapitalkosten verwendet, welche die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentieren. Demnach wird der objektivierte Wert des Unternehmens allein aus seiner Ertragskraft, d.h. seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet.¹¹¹ Hierzu werden nach Theorie und Praxis die Ertragswert-Methode und die Varianten der DCF-Methode verwendet. Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (sog. Liquidationswert), den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht.¹¹²

¹⁰⁹ Vgl. IDW S 1 Rz. 22, 32

¹¹⁰ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 8.

¹¹¹ Vgl. IDW S 1 Rz. 25.

¹¹² Vgl. IDW S 1 Rz. 101.

300. Der Zukunftserfolgswert hängt in erster Linie von der Fähigkeit des Unternehmens ab, finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Wertbestimmend sind aber nur diejenigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens, die in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (sog. Zuflussprinzip).
301. Der Wert des Eigenkapitals lässt sich daher direkt durch Netto-Kapitalisierung anhand der sogenannten Ertragswert-Methode bzw. des Equity-Ansatzes als eine Variante der DCF-Methode (sog. „Cashflow to Equity-Ansatz“) ermitteln (sog. „Equity“-Ansätze“). Alternativ kann der Wert des Eigenkapitals auch indirekt durch Brutto-Kapitalisierung nach dem Konzept der durchschnittlichen gewogenen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital - WACC) mit dem sog. WACC-Ansatz, dem Adjusted Present Value- oder dem Total Cashflow-Ansatz (APV-Ansatz bzw. TCF-Ansatz) ermittelt werden (sog. „Entity-Ansätze“). Während bei der direkten Ermittlung die um die Fremdkapitalkosten verminderten (gesamten) finanziellen Überschüsse in einem Schritt diskontiert werden, bezieht sich die Diskontierung im Rahmen der indirekten Ermittlung auf die finanziellen Überschüsse aus der Geschäftstätigkeit und einer anschließenden Minderung des so ermittelten Unternehmensgesamtwerts (Enterprise Value oder Entity Value) um den Marktwert der verzinslichen Verbindlichkeiten.
302. Dabei ist bei Ermittlung des Werts des Eigenkapitals gemäß IDW S 1 die Kapitalstruktur anhand des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts abzuleiten. Eine Optimierung der Kapitalstruktur, die sich aufgrund des Einflusses des Mehrheitsaktionärs beispielsweise umsetzen ließe, ist gemäß IDW S 1 für die Ermittlung Werts des Eigenkapitals nicht maßgeblich.
303. Bei der Abfindungsbemessung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wird von der Rechtsprechung regelmäßig auf die Wertrelevanz persönlicher Steuern hingewiesen, sodass in dieser Gutachtlichen Stellungnahme die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals auch unter der Annahme der unmittelbaren Typisierung gemäß IDW S 1, d.h. mit typisierter Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern (Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern) aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner, erfolgt. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme wird der IDW S 1 in der Fassung vom 2. April 2008 vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland überarbeitet. Dementsprechend könnte es in naher Zukunft zur Veröffentlichung einer neuen Fassung des IDW S 1 kommen, die allerdings bis dato nicht bekannt ist. Es ist auch nicht absehbar, welche inhaltlichen Änderungen die überarbeitete Fassung des IDW S 1 bringen wird und ob und wie sie sich auf die Unternehmensbewertungen von Aareal auswirken würde.

3.3. Relevanz von Preisen und Börsenkursen

304. Bei börsennotierten Gesellschaften kann für Bewertungszwecke grundsätzlich auf den Börsenkurs abgestellt werden. Der Preis für Unternehmensanteile bildet sich auf freien Kapitalmärkten aus Angebot und Nachfrage. Er wird wesentlich von der Nutzenschätzung (Grenznutzen)

der jeweiligen Käufer und Verkäufer bestimmt. Je nach dem mengenmäßigen Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage sowie den Einflussmöglichkeiten der Unternehmenseigner auf die Unternehmenspolitik (z.B. Alleineigentum, qualifizierte oder einfache Mehrheit, Sperrminorität oder Streubesitz) können festgestellte Börsenkurse mehr oder weniger stark von dem Wert des Eigenkapitals bzw. dem quotalen Anteil am Wert des Eigenkapitals abweichen, sodass dieser Stichtagskurs als Ausgangspunkt für die direkte Ableitung des Werts des Eigenkapitals ungeeignet sein kann.

305. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können – sofern Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt und hinreichende Zeitnähe gegeben sind – gemäß IDW S 1 zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen.¹¹³
306. Jedoch können Argumente gegen eine direkt oder indirekt aus Börsenkursen abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da diese von zahlreichen Sonderfaktoren, wie zum Beispiel von der Größe und Enge des Markts, von zufallsbedingten Umsatzerlösen, besonderen Marktsituationen und von spekulativen Marktbewegungen beeinflusst sein können. Zudem kann eine Verwendung von Börsenkursen als Grundlage des Werts des Eigenkapitals eine Fundamentalbewertung nicht ersetzen, sofern diese Bewertung eine bessere und breitere Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt, wie z.B. die verabschiedete Unternehmensplanung, verwendet.
307. Basierend auf der höchstrichterlichen Rechtsprechung ist die Abfindung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen von börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln.¹¹⁴ Nach dieser Rechtsprechung bildet der gewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs (vor Bekanntgabe der Maßnahme) die Untergrenze der angemessenen Abfindung, sofern nicht aufgrund von Marktmanipulationen, Insiderhandel oder Marktengen der Börsenkurs nicht dem Verkehrswert der Aktie entspricht.
308. Gemäß der jüngeren Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs im Falle der TLG/WCM kann auf den Börsenkurs als eine eigenständige Bewertungsmethode zur Bestimmung der angemessenen Abfindung abgestellt werden. Danach ist die Heranziehung der marktorientierten Bewertungsmethode in Form von Börsenkursen grundsätzlich zulässig und begegnet nur dort Bedenken, wo diese Methode aufgrund der Umstände des Einzelfalls ungeeignet ist.¹¹⁵ Die alleinige Berücksichtigung des Börsenkurses beruht auf der Annahme, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktie niederschlägt.¹¹⁶ Ein Rückgriff auf den Börsenkurs scheidet allerdings aus, wenn über einen längeren Zeitraum kein Handel stattgefunden hat

¹¹³ Vgl. IDW S 1, Tz. 13.

¹¹⁴ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94, BGH, Beschluss vom 12. März 2001 · Az. II ZB 15/00 und BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09.

¹¹⁵ BGH, Beschluss v. 21.2.2023 – II ZB 12/21, Rz. 31.

¹¹⁶ BGH, Beschluss v. 21.2.2023 – II ZB 12/21, Tz. 20.

bzw. eine Marktengage vorliegt, oder unerklärliche Kurssprünge und oder Kursmanipulationen, oder kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden.¹¹⁷

309. In die Berechnung des gewichteten Dreimonatsdurchschnittskurses durch die BaFin gehen nur solche Geschäfte ein, die mit den fraglichen Aktien in einem organisierten Markt¹¹⁸ in Deutschland getätigt wurden. Geschäfte, die im Freiverkehr getätigt werden, bleiben bei der Ableitung des Dreimonatsdurchschnittskurses durch die BaFin grundsätzlich unberücksichtigt. Die Aareal-Aktien wurden bis zum Ablauf des 21. November 2023 am regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Die Atlantic BidCo hat dem Vorstand der Aareal Bank AG am 22. November 2023 mitgeteilt, dass sie die Absicht hat, einen aktienrechtlichen Squeeze Out durchzuführen und hat dies mit Pressemitteilung vom gleichen Tag bekanntgemacht. Entsprechend hat die BaFin einen Dreimonatsdurchschnittskurs zum 21. November 2023, dem letzten Tag vor dem Bekanntwerden der Squeeze Out Absicht, ermittelt.
310. Der von der BaFin berechnete Dreimonatsdurchschnittskurs für diesen Referenzzeitraum beträgt EUR 33,13 je Aktie. Dies entspricht einer Marktkapitalisierung der Aareal Bank AG von EUR 1.983,1 Mio.
311. Infolge des im Oktober 2023 unterbreiteten Delisting-Erwerbsangebots der Atlantic BidCo und des auf Antrag der Aareal Bank AG erfolgten Delisting der Aareal-Aktien werden Aareal-Aktien seit dem 22. November 2023 nicht mehr in einem organisierten Markt in Deutschland, sondern ausschließlich im Freiverkehr an der Wertpapierbörse Hamburg gehandelt.¹¹⁹ Für die Beurteilung der Abfindung wird der Börsenkurs auf Basis des Handels im Freiverkehr in dieser Gutachtlichen Stellungnahme einbezogen.¹²⁰

3.4. Bewertung anhand der DCF- bzw. Ertragswert-Methode

312. Der Wert des Eigenkapitals kann gemäß IDW S 1 auf Basis einer oder mehrerer Varianten der DCF-Methode oder nach der Ertragswert-Methode ermittelt werden.¹²¹
313. Die Planung der finanziellen Überschüsse wird hierbei üblicherweise in mindestens zwei Phasen vorgenommen. Die erste, sogenannte Detailplanungsphase umfasst einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren und basiert grundsätzlich auf einer detaillierten Planungsrechnung des Bewertungsobjekts. Da sich das Bewertungsobjekt zum Ende der Detailplanungsphase zumeist noch nicht im zum Ansatz der Fortführungsphase notwendigen „nachhaltigen Zustand“ befindet, sind im Rahmen einer zweiten Phase, der sog. „Konvergenzphase“, entsprechende Annahmen, zum Beispiel in Bezug auf längerfristige Investitions- oder Produktlebenszyklen zur Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse zu treffen. Die dritte Phase, die sogenannte Fortfüh-

¹¹⁷ BGH, Beschluss v. 21.2.2023 – II ZB 12/21, Tz. 51.

¹¹⁸ Zur Definition organisierter Märkte vgl. § 2 Abs. 11 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. §1 Abs. 1, § 2 Abs. 7 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)

¹¹⁹ Der Freiverkehr stellt keinen organisierten Markt i. S. v. § 2 Abs. 11 WpHG dar.

¹²⁰ Vgl. Kapitel 6.4. Börsenkurs.

¹²¹ Vgl. IDW S 1, Rz. 7.

rungsphase („Terminal Value“ bzw. kurz „TV“ oder „Ewige Rente“), unterstellt für das Bewertungsobjekt einen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand, innerhalb dessen die jährlichen finanziellen Überschüsse als konstant oder mit konstanter Rate wachsend angenommen werden.¹²²

3.4.1. Ermittlung des DCF- bzw. Ertragswerts

3.4.1.1. DCF-Wert gemäß Cashflow to Equity-Ansatz

314. Beim Cashflow to Equity-Ansatz wird der DCF-Wert direkt durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Cashflows („Cashflow to Equity“) mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten zum Bewertungsstichtag berechnet.

315. Im Cashflow to Equity-Ansatz wird der bewertungsrelevante Zahlungsstrom ausgehend vom Jahresergebnis (vor nicht-beherrschenden Anteilen) ermittelt. Davon sind die Veränderungen der Aktiva und die Veränderungen der Verbindlichkeiten abzuziehen, welche in Summe der Gewinnthesaurierung entsprechen.¹²³

= **Jahresergebnis (vor nicht-beherrschenden Anteilen)**

-/+ Veränderung der Aktiva

-/+ Veränderung der Verbindlichkeiten

= **Gewinnthesaurierung**

= **Cashflow to Equity bzw. finanzieller Überschuss**

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

3.4.1.2. Ertragswert nach persönlichen Steuern

317. Bei Anwendung der Ertragswert-Methode wird der Ertragswert direkt durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Ausschüttungen nach persönlichen Steuern mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern zum Bewertungsstichtag berechnet.

318. Bei der Ertragswert-Methode nach persönlichen Steuern wird der bewertungsrelevante Zahlungsstrom ausgehend vom Jahresergebnis (vor nicht-beherrschenden Anteilen) ermittelt. Davon sind die Netto-Investitionen in das Anlagevermögen, die Investitionen in das Netto-Umlaufvermögen und die sich aufgrund der geplanten Kapitalstruktur ergebenden Veränderungen

¹²² Vgl. IDW S 1, Rz. 75ff.

¹²³ Dies gilt nur soweit keine Eigenkapitalmaßnahmen zu berücksichtigen sind.

der verzinslichen Verbindlichkeiten abzuziehen, welche in Summe der Gewinnthesaurierung entsprechen.

=	Jahresergebnis (vor nicht-beherrschenden Anteilen)
-	Gewinnthesaurierung
=	Finanzieller Überschuss
	<i>davon Dividendenausschüttung (abzüglich Abgeltungsteuer + SolZ (26,4%))</i>
	<i>davon fiktive Thesaurierungen (abzüglich hälftiger Abgeltungsteuer + SolZ (13,2%))</i>
=	Finanzieller Überschuss nach persönlichen Steuern

319. Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen des Ertragswert-Methode nach IDW S 1 sind Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote erforderlich.
320. Die konsistente Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen erfordert eine bewertungstechnische Aufteilung der finanziellen Überschüsse (nach Gewinnthesaurierung, d.h. notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm und zur Kapitalstruktur) in einen Dividendenanteil einerseits und einen fiktiv thesaurierten Anteil andererseits. Diese Unterscheidung ist notwendig, da Dividenden und Kursgewinne (fiktive Thesaurierungen) mit unterschiedlichen effektiven Steuersätzen auf Ebene der Anteilseigner belastet werden.

3.4.2. Nicht-beherrschende Anteile

321. Da nicht-beherrschende Anteile bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse zunächst unberücksichtigt bleiben, wird eine gesonderte Bewertung der auf nicht-beherrschende Anteile entfallenden finanziellen Überschüsse vorgenommen.
322. Der Wert der nicht-beherrschenden Anteilen wird durch Diskontierung mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten ermittelt.

3.4.3. Sonderwerte

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

3.4.4. Wert des Eigenkapitals

325. Die Berücksichtigung von Sonderwerten inklusive nicht-beherrschenden Anteilen ergänzend zum DCF- bzw. Ertragswert führt zum Wert des Eigenkapitals des Bewertungsobjekts.

DCF- bzw. Ertragswert

+/- Sonderwerte (inkl. nicht-beherrschende Anteile)

= **Wert des Eigenkapitals**

3.5. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

326. Neben der Ableitung des Unternehmenswerts auf Basis der DCF-bzw. der Ertragswert-Methode können Unternehmenswerte mit Hilfe der Multiplikator-Methode ermittelt werden.

327. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig Umsatz- oder Ergebnisgrößen) des Unternehmens mit dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von geeigneten Vergleichsunternehmen abgeleitet wird. Dabei können analog zu DCF- und Ertragswert-Methode sog. „Enterprise-Multiplikatoren“ und „Equity-Multiplikatoren“ verwendet werden. Bei den Enterprise-Multiplikatoren wird zunächst der Unternehmensgesamtwert ermittelt, welcher durch Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten und nicht-beherrschenden Anteilen sowie Berücksichtigung der Sonderwerte auf den Wert des Eigenkapitals überzuleiten ist. Bei den Equity-Multiplikatoren hingegen ist ein Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten nicht erforderlich.

328. Gemäß den Grundsätzen des IDW S 1 stellt die Multiplikator-Methode keine gleichrangige Methode der Unternehmensbewertung, sondern lediglich ein vereinfachtes Preisfindungsverfahren dar. Die Multiplikator-Methode kann nach den Grundsätzen des IDW S 1 lediglich zur Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertung nach der Ertragswert- bzw. DCF-Methode verwendet werden.¹²⁴

329. Das theoretische Fundament der Multiplikator-Bewertung ist das sog. „Law of One Price“ (Gesetz von der Unterschiedslosigkeit der Preise), welches i.e.S. besagt, dass gleiche Güter auf demselben Markt zum selben Preis gehandelt werden sollten, da andernfalls Arbitrage-Möglichkeiten bestehen würden. Weiter gefasst kann darunter auch verstanden werden, dass vergleichbare Vermögenswerte (z.B. Unternehmen oder Unternehmensanteile) zu vergleichbaren Preisen gehandelt werden sollten.

330. Bei der Bewertung anhand von Multiplikatoren werden wertbildende Bezugsgrößen von Vergleichsunternehmen, i.d.R. Ertrags- und Überschussgrößen wie Umsatzerlöse, EBITDA und EBIT

¹²⁴ Vgl. IDW S 1, Rz. 143 ff.

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

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

3.6. Liquidationswert und Substanzwert

334. Liquidationswerte und Substanzwerte werden in der Literatur im Gegensatz zu den Gesamtbewertungsverfahren, wie der Ertragswert- oder DCF-Methode, als Einzelbewertungsverfahren bezeichnet. Der Liquidationswert wird in den Grundsätzen des IDW S 1 als Wertuntergrenze herangezogen. Hierbei wird explizit auf eine „möglichst vorteilhafte“ Verwertung abgestellt. Der Liquidationswert ist demnach den Ergebnissen anderer Bewertungsmethoden gegenüberzustellen.
335. Erweist es sich insgesamt gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, die in den Unternehmen vorhandenen einzelnen Vermögenwerte oder in sich geschlossene Betriebsteile gesondert zu veräußern, ist grundsätzlich die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse als Liquidationswert zu berücksichtigen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.
336. Der Wert des zu liquidierenden Vermögens wird vom Absatzmarkt für die zu liquidierenden Vermögenwerte bestimmt. Eine besondere Bedeutung kann dabei den immateriellen Vermögenwerten, den Grundstücken und Gebäuden sowie technischen Anlagen und Vorräten zukommen, da in diesen Vermögenwerten wesentliche stille Reserven zu erwarten sind.
337. Darüber hinaus hat die unterstellte Zerschlagungsgeschwindigkeit wesentlichen Einfluss auf den Wert des Vermögens. Grundsätzlich gilt, dass durch eine beschleunigte Liquidation innerhalb kurzer Zeit („Zerschlagung“) einerseits die finanziellen Überschüsse relativ früh anfallen, andererseits jedoch auch negative Auswirkungen auf die Veräußerungsbedingungen, insbesondere das zu erwartende Preisniveau, zu erwarten sind. Im Gegensatz dazu bestehen im Rahmen einer planmäßigen Liquidation über mehrere Jahre („Abwicklung“) zwar grundsätzlich günstigere Veräußerungsbedingungen, die dabei erzielten Liquidationserlöse fallen jedoch teilweise deutlich später an und sind aus Vergleichsgründen auf den Liquidationszeitpunkt zu diskontieren.
338. Von dem so ermittelten Vermögenswert sind bestehende Schulden zu ihrem Ablösebetrag abzuziehen. Dabei sind erst infolge der Liquidation entstehende Passivposten, z.B. Sozialplanverpflichtungen, sowie durch Liquidation entfallende Verpflichtungen wie Aufwands- und Kulanzrückstellungen bei der Wertermittlung entsprechend zu berücksichtigen. Die Überschüsse werden in einem weiteren Bewertungsschritt um voraussichtliche Liquidationskosten, die im Zusammenhang mit der Veräußerung entstehen und von dem zu liquidierenden Unternehmen zu tragen sind, sowie Ertragsteuern auf einen ggf. anfallenden Liquidationsgewinn gekürzt.
339. Die Bewertung der Substanz (Substanzwert) unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führt zum sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Werte nur einen Teilrekonstruktionswert darstellt. Dieser hat keine selbstständige Aussagekraft für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung.¹²⁵ Substanzwerte werden daher im Hinblick auf den Bewertungsanlass nicht ermittelt.

¹²⁵ Vgl. u.a. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 207 sowie IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6.

Die Aareal Bank ist in einem vergleichsweise restriktiven regulatorischen Umfeld tätig, bei dem die Sicherung des Fortbestands der Banken eine zentrale Aufgabe ist. Vor dem Hintergrund der Eigenkapitalanforderungen und der Mindestanforderungen an die Liquidität ist nicht von einer Liquidation der Bank auszugehen. Insbesondere bestehen Marktwert / Buchwert-Verhältnis von kleiner eins im Bankensektor bereits über Jahrzehnte, so dass auch dieses keinen Anhaltspunkt für einen Liquidation darstellt.

3.7. Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1

340. Nach IDW S 1 sind Synergien bei der Unternehmensbewertung entsprechend zu würdigen. Unter Synergieeffekten wird die Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen, verstanden. Ferner ist zur Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts gemäß IDW S 1 zwischen sog. unechten und echten Synergien zu unterscheiden.¹²⁶ Unechte Synergien sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich auch ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme realisieren lassen. Die aus unechten Synergien resultierenden finanziellen Überschüsse sind bei der Bestimmung eines objektivierte Unternehmenswerts grundsätzlich zu berücksichtigen, jedoch nur soweit die synergienstiftenden Maßnahmen bereits zum Bewertungsstichtag eingeleitet, im Unternehmenskonzept dokumentiert oder bereits hinreichend konkretisiert sind.¹²⁷ Im Unterschied hierzu ergeben sich echte Synergieeffekte erst durch die dem Bewertungsanlass zugrundeliegende Maßnahme und sind in der Unternehmensbewertung nicht zu berücksichtigen.

¹²⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 33 ff.

¹²⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008 Rz. 34; auch in Abgrenzung zu IDW S 1 i.d.F. 2005.

4. UNTERNEHMENSPLANUNG DES BEWERTUNGSOBJEKTS

4.1. Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung

IDW S 1

341. Gemäß IDW S 1 stellt der objektivierte Unternehmenswert einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstiger Einflussfaktoren.¹²⁸ Somit beruht die Bewertung eines Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft und beinhaltet die Erfolgchancen, die sich zum Bewertungsstichtag aus bereits eingeleiteten oder hinreichend konkretisierten Maßnahmen im Rahmen des bisherigen Unternehmenskonzepts ergeben. Mögliche, aber noch nicht hinreichend konkretisierte Maßnahmen sowie daraus vermutlich resultierende finanzielle Überschüsse sind danach bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte unbeachtlich.¹²⁹ Ferner ist die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse durch den Bewertungsgutachter auf ihre Plausibilität hin zu beurteilen.¹³⁰ Die künftigen finanziellen Überschüsse müssen aus einer konsistenten und integrierten Unternehmensplanung (Financial Model), bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanzplanung und Kapitalfluss- bzw. Cashflow-Rechnung, abgeleitet werden.¹³¹
342. Ergänzend wird im IDW Praxishinweis 2/2017¹³² konkretisiert, welche Maßstäbe im Rahmen der Plausibilisierung der Unternehmensplanung angelegt werden sollten. Die Plausibilisierung der Planungsrechnung soll in den folgenden drei Bereichen erfolgen:
- Rechnerische und formelle Plausibilität,
 - Interne Plausibilität,
 - Externe Plausibilität.
343. Den ersten Schritt stellt i.d.R. die rechnerische und formelle Überprüfung der Unternehmensplanung dar. Dabei werden die Fehlerfreiheit der Berechnungen und die Konsistenz der Annahmen zwischen den Teilplänen überprüft. Die erste inhaltliche Würdigung erfolgt sodann bei der internen Plausibilisierung. Diese besteht zum einen aus dem Abgleich der Unternehmensplanung mit den strategischen und operativen Zielen des Managements. Zum anderen soll eine Unternehmensanalyse erfolgen, d.h. eine Vergangenheitsanalyse und eine Würdigung der Unternehmenspotentiale sowie deren Konsistenz mit der Unternehmensplanung. Letztlich ist die

¹²⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 29.

¹²⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 32.

¹³⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 81.

¹³¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 27 i.V.m. Rz. 81.

¹³² Vgl. IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierung, Due Diligence und Fairness Opinion, 2/2017.

Unternehmensplanung auch anhand externer Maßstäbe zu plausibilisieren. Dies umfasst sowohl allgemeine Marktanalysen als auch die Analyse des spezifischen Wettbewerbsumfelds des zu bewertenden Unternehmens. Die externe Plausibilisierung stellt sicher, dass die vom Unternehmen aufgestellte Planung nicht im Widerspruch zu makroökonomischen, absatzmarktspezifischen sowie wettbewerbsrelevanten Entwicklungen und Prognosen steht. Insbesondere die SWOT-Analyse, in der die wesentlichen unternehmensinternen und externen Faktoren komprimiert analysiert werden, ist essentiell für die externe Plausibilisierung der Planungsrechnung.

Angewandeter Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung

344. Im Folgenden analysieren wir zur Plausibilisierung der Planung den grundsätzlichen Aufbau der Planung, den Planungsprozess und die Planungstreue in der Vergangenheit. Der relevante Maßstab in Bezug auf die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Planungsrechnung wird dabei durch die höchstrichterliche Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts bestätigt bzw. konkretisiert. Demnach müssen Planerwartungen auf zutreffenden Informationen beruhen, auf realistischen Annahmen aufbauen und dürfen nicht in sich widersprüchlich sein.¹³³ Da auftragsgemäß eine eigenständige Ermittlung des Werts des Eigenkapitals durchzuführen ist, wurde eine entsprechende Plausibilisierung der Planung vorgenommen.
345. Der Plausibilisierungsmaßstab für die der Bewertung zugrunde gelegten Unternehmensplanung bezieht sich analog zu IDW S 1 und der Rechtsprechung auf die rechnerische Richtigkeit, die Widerspruchsfreiheit sowie der Konsistenz der Prämissen, auf denen die Planung beruht.
346. Unter Bezugnahme auf die Geschäftsstrategie und auf das generelle Marktumfeld werden kennzahlenbasierte Analysen der historischen sowie der geplanten Ergebnisse durchgeführt. Die Analysen beinhalten ein Benchmarking mit historischen Ergebnissen und einen Vergleich mit Analystenschätzungen für die Peer Group-Unternehmen.

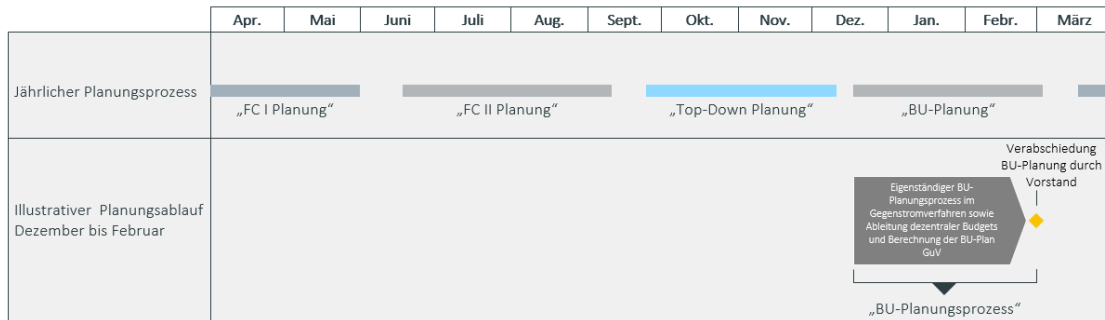
4.2. Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung

347. Der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts liegt die aktualisierte Unternehmensplanung der Aareal für die Planjahre 2024-2026 zugrunde. Diese Planungsrechnung wurde vom Vorstand der Aareal am 23. Februar 2024 verabschiedet und am 28. Februar 2024 dem Prüfungsausschuss des Aufsichtsrats vorgestellt. Die Planungsrechnung der Aareal wurde gemäß dem regulären Planungsprozess im Gegenstromverfahren erstellt. Dieser erfolgt grundsätzlich in einem mehrstufigen Prozess („Top Down/Bottom Up“-Ansatz). Die allgemeine Verantwortung für die Entwicklung und Koordination der Planungsprognosen liegt bei der Organisationseinheit FC (Finance & Controlling), welche sowohl für die Berichtserstellung, Aggregation und Konsistenz aller Informationen verantwortlich ist.
348. Grundsätzlich handelt es sich um eine rollierende Planung, welche jeweils einmal pro Quartal auf Basis der Entwicklung zu den Quartalsstichtagen überprüft und aktualisiert wird. Hierbei wird grundsätzlich die Planung für alle drei Planjahre neu erstellt. Eine Ausnahme bilden dabei

¹³³ Vgl. BVerfG, 1 BvR 3221/10 vom 24.05.2012, Abs. 12.

kleinere Tochtergesellschaften, für welche üblicherweise nur die Prognose für das aktuelle Jahr aktualisiert wird. Im Rahmen der unterjährigen Aktualisierungen wird die strategische Ausrichtung aus der Planung beibehalten, sofern keine besonderen Entwicklungen eine Anpassung erfordern. Der typische Planungsprozess läuft hierbei üblicherweise 2,5 Monate.

Rollierender Planungsprozess der Aareal im Überblick



Quelle: Unternehmensinformationen

349. Über das gesamte Jahr hinweg erstellt die Aareal insgesamt vier Planungsrechnungen. Die „Top-Down Planung“ (TD-Planung) wird hierbei im Dezember jeden Jahres abgeschlossen, gefolgt von der „Bottom Up Planung“ („BU-Planung“) im Februar, welche die für die Bewertung relevante Planung darstellt. Zudem werden im Mai und August jeweils die entsprechenden Planungen mit neuen Forecast-Werten aktualisiert und erneuert (FC I und FC II). Im Rahmen der bewertungsrelevanten BU-Planung erfolgt weiterhin eine detaillierte Planung der Kostenarten bis auf Ebene der Einzelmitarbeiter. Die im Februar, nach Abschluss der BU-Planung vom Vorstand verabschiedete Planung ist hierbei als integrierter Blick auf Profitabilität, Kapital und Liquidität der Aareal zu verstehen, mit der BU-GuV als zentralem Bestandteil. Die Vorstellung der Planung erfolgt jeweils im Juni und September im Aufsichtsrat.
350. Das Hauptergebnis der zugrundeliegenden Planungsrechnung besteht aus einer integrierten Plan-Gewinn- und Verlustrechnung, Planbilanz sowie Kapital- und Liquiditätsrechnung für die Aareal für die Jahre 2024 bis 2026. Vor dem Hintergrund der strategischen Überlegungen in Bezug auf die Aareon hat die Aareal Bank die Planungsrechnung der Aareon lediglich für das Jahr 2024 berücksichtigt und ist ab dem Planjahr 2025 von der Entkonsolidierung ausgegangen. Eine Prognose eines potentiellen Veräußerungserlöses bzw. Veräußerungsgewinns wurde durch die Aareal nicht vorgenommen. Dieser hat jedoch auf Basis der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts von Aareon durch ValueTrust in der Bewertung Berücksichtigung gefunden.
351. Der Planungsrechnung liegen grundsätzlich die volkswirtschaftlichen Einschätzungen nach Oxford Economics zugrunde. Zudem stellt ein zentrales Element der BU-Planungsrechnung die Prognose des Zinsüberschusses dar, welche auf Basis der Zinsstrukturkurve vom 29. Dezember 2023 und der am Markt beobachtbaren Forward-Rates erstellt wurde. Grundsätzlich wird der Beitrag zum Zinsüberschuss jeweils auf Basis der erwarteten durchschnittlichen Aktiv- bzw. Passivolumina und den durchschnittlichen Spreads als Differenz zwischen den vereinbarten Außenkonditionen und den jeweiligen ESTR-Referenzzinssätzen vermittelt. Hierbei wird für das

Kreditgeschäft u.a. zwischen den Margen im Bestandsgeschäft, dem Neugeschäft sowie Pro-longationen und Rückzahlungen differenziert. Darüber hinaus werden im Zinsüberschuss sonstige Margenbestandteile (wie z.B. Gebühren), Aufwendungen für die Absicherung von Fremdwährungspositionen, Erträge aus der Festzinsposition, die kalkulatorische Verzinsung des Eigenkapitals und das sonstige Zinsergebnis berücksichtigt.

352. Die Planung der Risikovorsorge basiert auf dem Expected Loss Modell gemäß IFRS 9. Dabei wird auf Basis der makroökonomischen Prognosen und historischer Daten zu Kreditausfällen, insbesondere der Ausfallwahrscheinlichkeiten (PD) und der Verluste im Falle des Ausfalls (LGD), entsprechend der Stufen 1-3 für das Kreditportfolio der jeweilige „12-month Expected Credit Loss“ bzw. der „Lifetime Expected Credit Loss“ simuliert und ggf. durch Einschätzungen des Managements adjustiert.
353. Die Planung der Verwaltungskosten erfolgt für die Bank und die Tochtergesellschaften separat. Wesentliche Posten, die in die Prognose der Bank einfließen, sind hierbei Personalkosten, zentrale sowie dezentrale Sachkostenarten, Change Budgets und Kosten für Sondersachverhalte wie die Bankenabgabe oder exemplarisch Kosten im Rahmen des Übernahmeprozesses. Die meisten Ausgaben werden dabei auf Grundlage von abgeschlossenen Verträgen und den damit verbundenen Zahlungen prognostiziert. Hierzu zählen primär die Personalaufwendungen, jedoch werden Erwartungen bezüglich Kosten für Miete oder IT-Dienstleistungen ebenfalls auf Basis der zugrundeliegenden mehrjährigen Verträge berechnet.
354. Die Steuerplanung der Aareal Bank erfolgt zentralisiert durch die Steuerabteilung auf Grundlage des konzernweit geplanten Betriebsergebnisses bzw. des Betriebsergebnisses der jeweiligen Legaleinheiten oder Betriebsstätten. Dabei werden die regional unterschiedlichen Steuersätze, die Aktivierung steuerlicher Verlustvorträge und nicht steuerlich abzugsfähige Betriebsausgaben berücksichtigt. Für die aktuelle Planungsperiode von 2024 bis 2026 wird eine durchschnittliche Steuerquote von 29,66% bzw. langfristige Steuerquote von 30% auf Ebene des Aareal-Konzerns angenommen. Dabei wurde die Nutzbarkeit von steuerlichen Verlustvorträgen im Sinne von „Cash Taxes“ nicht berücksichtigt. Diese sind jedoch als Sonderwert in die Bewertung der Aareal eingeflossen.
355. Darüber hinaus wurden die wesentlichen aufsichtsrechtlichen Kennzahlen, insbesondere die CET1-Quote und die RWA basierend auf den Planungsparametern berechnet. Dabei wurden auch zukünftige Nebenbedingungen frühzeitig berücksichtigt und sofern möglich abgeschätzt, ob sie bereits im aktuellen Planungshorizont erfüllt werden müssen oder welche Maßnahmen möglicherweise erforderlich wären, um sie zu erreichen. Die Berechnung der erwarteten Höhe der RWA und der resultierenden Kapitalquoten erfolgte dabei grundsätzlich gleichzeitig nach den derzeit gültigen Basel III sowie den absehbaren Basel IV Regeln. Zur Sensitivitätsmessung erstellt die Aareal verschiedene ungünstige Bad und Stress-Szenarien, die von einer deutlichen Verschlechterung des wirtschaftlichen Umfelds ausgehen. Diese umfassen nicht nur die Kapitalplanung per se, sondern auch die korrespondierenden Gewinn- und Verlustrechnungen. Derzeit werden neben dem „Base Case“ vier abweichende Szenarien berechnet: Der "Bad Case" postuliert eine für die Aareal Bank AG nachteilige Entwicklung der Wirtschaftslage und des Um-

felds, während zusätzlich drei weitere verschärfte Szenarien (Stresscases) berücksichtigt werden, welche negative Entwicklungen in Bezug auf wirtschaftliche und geopolitische Faktoren simulieren. Dabei werden Auswirkungen in Bezug auf Inflation oder Rückgänge von Immobilienwerten und Anleihepreisen, sowie zusätzliche Marktveränderungen entsprechend der historischen Finanzmarktkrise kalkuliert. Bei der Ableitung der Szenarien orientiert sich die Bank grundsätzlich an den Szenarien von Oxford Economics, dem EZB Stress-Test und historischen Krisen, wobei Abweichungen möglich sind, sofern aus den Szenarien keine signifikanten Auswirkungen auf wesentliche Planungsparameter resultieren würden.

356. Neben der Gesamtsteuerung durch das finanzielle Controlling tragen diverse weitere zentrale Organisationseinheiten zur Erstellung und Anpassung der Planungsrechnung bei. Diese umfassen u.a. das Treasury, den Vertrieb, das Risikocontrolling, die Steuerabteilung und die Abteilung für Regulatorik.
357. Die Planungsrechnung der Aareon, bestehend aus einer GuV, wurde für die Planjahre 2024 bis 2026 erstellt. Diese Planungsrechnung der Aareon wurde vom Vorstand der Aareon am 26. Februar 2024 verabschiedet. Die Planungsrechnung der Aareon wurde nach regulärem Planungsprozess im Gegenstromverfahren erstellt. Dieser erfolgt grundsätzlich ebenfalls in einem mehrstufigen Prozess („Top Down/Bottom Up“-Ansatz). Zunächst wird eine Bottom-up-Planung durch das Management der Ländereinheiten insbesondere Deutschland, Niederlande, Frankreich und Vereinigtes Königreich erstellt und anschließend auf Aareon Teilkonzernebene aggregiert. Diese Bottom-up-Planung der Ländereinheiten wird im Management von Aareon diskutiert und die getroffenen Annahmen des Managements der Ländereinheiten überprüft. Darüber hinaus werden Zielvorgaben für Aareon und die Ländereinheiten ausgearbeitet und konkrete Ziele u.a. für neue Auftragsbuchungen und wiederkehrende Umsatzerlöse festgelegt. Diese Top-down Vorgaben werden an das Management der Ländereinheiten weitergegeben und anschließend die Bottom-up-Planungen im Einklang mit den Zielvorgaben überarbeitet. Dabei wird das erste Planjahr (Budget 2024) mit einer höheren Granularität geplant als die beiden folgenden Jahre (2025 und 2026). Eine Bilanzplanung erstellt die Aareon lediglich für das Budgetjahr 2024. Darüber hinaus wurde diese von Aareon unter Einbeziehung von ValueTrust, u.a. unter Einbezug der Investitionsplanung der Aareon, fortentwickelt.
358. Da die verabschiedete BU-Planungsrechnung der Aareal auf den Zinsstrukturdaten vom 29. Dezember 2023 beruht, hat die Aareal eine Schätzung des Zinsüberschusses auf Basis der Zinsstrukturdaten vom 16. Februar 2024 erstellt. Da bis zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahmen Anzeichen bestehen, dass sich dieses Zinsniveau bis zum Bewertungsstichtag festigen könnte, wurde diese Aktualisierung des Zinsüberschusses in die bewertungsrelevante Planungsrechnung aufgenommen.¹³⁴ Zudem hat die Aareal eine Aktualisierung der CET1-Planung zur Berücksichtigung der realisierten Veräußerungsgewinne im ersten Quartal 2024 aus dem Verkauf von 74,9% der Anteile an der First Financial an die Aareon und eine Aktualisierung der RWA-Planung in Bezug auf operationelle Risiken vorgenommen.

¹³⁴ Hinweis: Eine Überleitung der BU-Planung auf die bewertungsrelevante Planungsrechnung unter Berücksichtigung der Aktualisierung des Zinsüberschusses wurde im Anhang bereitgestellt.

4.3. Analyse der Planungstreue

359. Im Rahmen der Plausibilisierung der Planung wird neben der Analyse des Aufbaus der Planung und des Planungsprozesses auch eine Analyse der Planungstreue in der Vergangenheit vorgenommen, um Erkenntnisse über die zukünftige Planungsgenauigkeit zu gewinnen. Zur Beurteilung der historischen Planungstreue wurde ein Zeitraum von drei Jahren betrachtet und neben den Zins- und Provisionsüberschüssen, der Risikovorsorge und dem Betriebs- und Konzernergebnis auch die Summe der Personalaufwendungen der Geschäftsjahre 2021 bis 2023 analysiert. Die Analyse wurde jeweils auf Basis der Jahresergebnisse und der jeweiligen BU-Planung vorgenommen. Zusätzlich wurden die Plan/Ist Abweichungen auf Basis der Quartalsergebnisse und den jeweils letzten verfügbaren Planungsständen durchgeführt. Da die Plan/Ist Abweichungen jeweils auf die grundsätzlich gleichen Entwicklungen zurückzuführen sind, wird im Folgenden die Plan/Ist Abweichungsanalyse auf Basis der Ist Werte des Geschäftsjahres mit jeweiligem erstem Planjahr der jeweiligen BU-Planung verglichen:

Analyse der Planungstreue

in EUR Mio. / in %

	Ist		Plan		Delta zu Ist				Ist		Plan		Delta zu Ist	
	FY2021	FY2021	absolut	in %	FY2022	FY2022			absolut	in %	FY2023	FY2023	absolut	in %
Zinsüberschuss	597	569	28	4,7%	702	619	83	11,8%	978	751	227	23,2%		
Provisionsüberschuss	245	259	-14	5,7%	277	301	-24	8,8%	307	327	-19	6,3%		
Abgangsergebnis	23	16	7	30,7%	1	17	-16	1614,9%	23	17	6	26,0%		
Ergebnis aus finanziellen Vermögenswerten (fvpl)	-30	3	-33	111,6%	26	6	20	78,2%	-72	-22	-50	69,7%		
Ergebnis aus Sicherungszusammenhängen	-5	0	-5	100,0%	-2	0	-2	100,0%	1	0	1	100,0%		
Ergebnis aus at equity bewerteten Unternehmen	-2	-1	-1	74,0%	-2	-3	1	40,8%	3	-2	5	171,6%		
Sonstiges Ergebnis	-9	-1	-8	90,3%	0	-12	12	n/a	-6	-17	11	173,0%		
Gesamterträge	819	846	-27	3,3%	1.002	928	74	7,4%	1.234	1.054	180	14,6%		
Risikovorsorge	-133	-170	37	27,8%	-192	-122	-70	36,4%	-441	-190	-250	56,8%		
Summe Verwaltungsaufwand	-507	-539	33	6,4%	-545	-567	22	4,1%	-548	-617	69	12,5%		
Außerordentliches Ergebnis (Rückanpassungen)	-24	-24	0	0,0%	-26	-26	0	0,0%	-96	-96	0	0,0%		
Betriebsergebnis	155	136	19	12,1%	239	239	0	0,1%	149	247	-98	65,8%		
Ertragsteuern	-87	-50	-37	42,0%	-86	-81	-5	5,6%	-101	-81	-20	19,5%		
Konzernergebnis	68	86	-18	26,3%	153	158	-5	3,0%	48	165	-118	246,7%		

Anm: Es handelt sich bei den Plan-Werten immer um die „BU-Planung“ des entsprechenden Jahres.

Quellen: Aareal Geschäftsbericht 2023 S. 77, Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

360. Grundsätzlich sind die Plan/Ist Abweichungen der jeweiligen BU-Planung auf zwei wesentliche Entwicklungen zurückzuführen. Einerseits hat der Zinsanstieg dazu geführt, dass Aareal aufgrund verbesserter Spreads im Kredit- und Einlagengeschäft trotz Anstieg der Refinanzierungskosten im Vergleich zur Vergangenheit bei Pfandbriefen und sonstigen Kapitalinstrumenten insgesamt den Zinsüberschuss steigern und die jeweiligen Planwerte übertreffen konnte. Andererseits haben Covid 19, die Ukraine Krise, der Anstieg der Zinsen und die daraus resultierende US-Office Krise dazu geführt, dass die Risikovorsorge teilweise sehr deutlich über den jeweiligen Planwerten lag. Das geplante Konzernergebnis konnte in keinem Jahr erreicht werden. Anzumerken ist insgesamt, dass innerhalb der rollierenden Planungsupdates der geplante Zinsüberschuss bereits deutlich nach oben aktualisiert wurde.

361. Im Jahr 2021 wurde der geplante Zinsüberschuss um EUR 28 Mio. übertroffen, aber gleichzeitig fiel die Risikovorsorge um EUR 37 Mio. niedriger aus als erwartet. Der Provisionsüberschuss wurde um EUR 14 Mio. zu hoch prognostiziert. Zudem wurden die Verwaltungsaufwendungen um EUR 33 Mio. zu hoch eingeschätzt. Gründe für die erhöht ausgefallenen Zinsüberschüsse waren unter anderem die gestiegenen Zinsmargen und verbesserten Refinanzierungskosten. In der Risikovorsorge wurde im Plan Ergebnis des Jahres 2021 vor allem das anhaltende Risiko aus

der Covid 19-Pandemie berücksichtigt, das bereits im Vorjahr zur Bildung signifikanter Risikovorsorge geführt hatte. Die realisierte Risikovorsorge im Jahr 2021 fiel niedriger aus als der Planwert. In Bezug auf den Verwaltungsaufwand fielen die Kosten in Folge von Geschäftsausweitungen, Investitionen und M&A Aktivitäten niedriger aus als ursprünglich erwartet. In Verbindung mit den geringeren Verwaltungsaufwendungen wurde das Betriebsergebnis letztendlich um rund EUR 19 Mio. übertroffen. Die Ertragssteuern betragen jedoch EUR 37 Mio. mehr als in der Planung vorerst angenommen. Grund hierfür war primär die Berücksichtigung neuer Erkenntnisse zur steuerlichen Behandlung eines in der Vergangenheit getätigten Fondsinvestments. Insgesamt wurde das Konzernergebnis aufgrund der zuvor beschriebenen Sachverhalte im Jahr 2021 um EUR 18 Mio. verfehlt.

362. Im Jahr 2022 konnten die im Vergleich zum Jahr 2021 erhöhten Prognosen des Zinsüberschuss um EUR 83 Mio. übertroffen werden. Hierfür ist der rapide Anstieg des Zinsniveaus und die Ausweitung der Zinsspreads im Kredit- und Einlagengeschäft ausschlaggebend gewesen. Der Provisionsüberschuss wurde um rund EUR 24 Mio. verfehlt. Im Jahr 2022 wurde die Risikovorsorge im Plan 2022 gegenüber dem Planjahr 2021 reduziert, die dann aber um 70 Mio. EUR übertroffen wurde. Der Grund für die Abweichung ist die Zuführung für das Russland-Portfolio, das aufgrund des Ukraine-Kriegs und des Handelsembargos im Jahr 2022 teilweise wertberichtigt werden musste. Auch auf Ebene des Abgangsergebnisses gab es eine Verfehlung um rund EUR 16 Mio. Grund hierfür waren einseitige Änderungen von Vertragsbedingungen im Rahmen von Zinssicherungsgeschäften im Zusammenhang mit dem TLTRO-Programm der EZB. Infolgedessen wurde im Abgangsergebnis ein wesentlich geringerer Betrag erzielt als ursprünglich angenommen. Auf Ebene des Konzernergebnisses gab es lediglich geringfügige Abweichungen.
363. Im Jahr 2023 wurde die Prognose des Zinsüberschusses aufgrund des zunehmenden Anstiegs des Zinsniveaus um EUR 227 Mio. erneut übererfüllt, wenngleich hier bereits unterjährig in den rollierenden Planungsupdates ein deutlich höherer Zinsüberschuss auf Basis der tatsächlichen Entwicklung angenommen wurde. Die Risikovorsorge wurde um EUR 250 Mio. verfehlt und erneut deutlich zu gering eingestuft. Die wesentlichen Belastungen sind auf die Wertberichtigungen des Portfolios in den USA zurückzuführen sowie Zuführungen für den forcierten Abbau des NPL-Portfolios. Auch im Hinblick auf das Ergebnis aus finanziellen Vermögenswerten zum fair value durch die Gewinn- und Verlustrechnung kam es zu einer negativen Abweichung von knapp EUR 50 Mio. Negative Bewertungseffekte aus kreditrisikoinduzierten Bewertungsverlusten ausgefallener, amerikanischer Immobiliendarlehen führten hier zu einem deutlich niedrigeren Ergebnis als ursprünglich prognostiziert. Die Abweichungen zu Prognosen für den Provisionsüberschuss bewegten sich hingegen im einstelligen Prozentbereich. Der Verwaltungsaufwand wurde im Jahr 2023 um knapp 12,5% zu hoch eingeschätzt. Die Ertragssteuerprognose wurde im Wesentlichen auf Basis der Vorjahresprognose aufgestellt und fiel um knapp EUR 20 Mio. zu gering aus. Die Prognosen für das Betriebsergebnis und das Konzernergebnis wurden im Wesentlichen aufgrund der Abweichungen im Provisionsüberschuss, der Risikovorsorge und der Fair Value Effekte auf finanzielle Vermögenswerte im Zusammenhang mit Kreditausfällen deutlich verfehlt.

364. Insgesamt wurden vor allem Prognosen der Zinsüberschüsse übererfüllt und gleichzeitig die Risikovorsorge verfehlt, während die Abweichungen im Rahmen der restlichen Positionen relativ geringfügig sind. Zudem wurden die Provisionsüberschüsse in allen drei Jahren als zu hoch eingestuft. Die Prognosen bezüglich des Verwaltungsaufwandes fielen dagegen zu hoch aus. Eine Fehleinschätzung in Bezug auf das Ertragswachstum wird hier normalerweise vom Management durch eine teilweise Einschränkung der Kostenbasis ausgesteuert. Die Planabweichungen bzgl. des Zinsüberschusses sind auf die hohe Volatilität der Leitzinsen, insbesondere des rasanten Anstiegs der Leitzinsen der EZB, zurückzuführen. Hier ist davon auszugehen, dass eine Normalisierung des Zinsniveaus zu einer höheren Prognosegenauigkeit bzgl. des Zinsüberschusses führen würde und deshalb nicht auf eine grundsätzlich konservative Zinsüberschussplanung geschlossen werden kann. In der Risikovorsorge sind die Effekte auf die Covid-19-Pandemie, den Russland-Ukraine-Konflikt und die US-Office Krise zurückzuführen. Wenngleich diese Effekte schwierig vorhersehbar waren, zeigt sich dennoch, dass die Aareal-Bank aufgrund ihrer globalen Verteilung des Kreditportfolios immer wieder einer erhöhten Risikovorsorge ausgesetzt war. Da im Wesentlichen die Plan-/Ist Abweichungen der Risikovorsorge, die Abweichungen im Zinsüberschuss überkompensiert haben und insofern das Konzernergebnis überwiegend nicht erreicht werden konnte, ist grundsätzlich davon auszugehen, dass aufgrund der Analyse der Planungstreue insgesamt davon ausgegangen werden kann, dass die Planungsrechnung der Aareal sehr ambitioniert ist.
365. Insgesamt stellt die vorliegende Planungsrechnung der Aareal grundsätzlich eine geeignete Ausgangsbasis für die Unternehmensbewertung dar, da Sie im regulären Planungsprozess erstellt wurde, die Unternehmensstrategie sowie die aus ihr abgeleiteten Ziele und Erwartungen der Gesellschaft abbildet und keine systematischen Plan/Ist Abweichungen festgestellt werden konnten. Im Folgenden wird die der Unternehmensbewertung zugrundeliegende Planungsrechnung bezüglich ihrer Plausibilität analysiert.

4.4. Analyse der Planungsrechnung

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

4.4.1. Planung der Gewinn- und Verlustrechnung

367. Die Planung der Gewinn- und Verlustrechnung von Aareal umfasst die Planjahre 2024 bis 2026. Im Jahr 2024 ist Aareon vollkonsolidiert, aber für die Folgejahre 2025 und 2026 aufgrund des potenziellen Abgangs nicht mehr berücksichtigt.
368. Trotz der Entkonsolidierung von Aareon ab dem Planjahr 2025 erwartet Aareal, dass das Betriebs- und Konzernergebnis deutlich gesteigert werden kann. Zwar geht Aareal im Zuge einer Normalisierung der Zinsstrukturkurve von einem sinkenden Zinsüberschuss aus. Gleichzeitig wird ein deutlicher Rückgang der Risikovorsorge und der Verwaltungskosten prognostiziert, so

dass insgesamt das Konzernergebnis im Planungsverlauf steigt. Der Rückgang der Verwaltungskosten wird durch die Entkonsolidierung der Aareon begründet.

Gewinn- und Verlustrechnung Planungsrechnung Aareal 2024-2026

in EUR Mio. / in %

	Bereinigte Historie			Planung			CAGR 2023-2026
	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	
Zinsüberschuss	597	702	978	878	873	883	-3,3%
Provisionsüberschuss	245	277	307	356	35	38	-50,3%
Sonstiges Ergebnis	-23	23	-51	30	19	27	n/a
Gesamterträge	819	1.002	1.234	1.265	927	948	-8,4%
davon Segmente SPF & BDS	613	773	1.002	1.003	927	948	-1,8%
Wachstum in %	n/a	22,3%	23,2%	2,5%	-26,7%	2,3%	
Risikovorsorge	-133	-192	-441	-350	-221	-167	-27,6%
Gesamterträge (nach Risikovorsorge)	686	810	794	914	707	781	-0,5%
in % der Gesamterträge	83,8%	80,8%	64,3%	72,3%	76,2%	82,3%	
Verwaltungsaufwand	-507	-545	-548	-581	-372	-378	-11,7%
davon Segmente SPF & BDS	-320	-328	-341	-365	-372	-378	3,5%
Cost-Income-Ratio Segmente SPF & BDS ¹⁾	48,3%	38,9%	31,7%	35,7%	39,3%	39,1%	
Sonstige betriebliche Erträge	-	-	-	1.172	-	-	0,0%
Außerordentliches Ergebnis (Rückanpassungen Bereinigungen)	-24	-26	-96	-	-	-	-100,0%
Betriebsergebnis	155	239	149	1.506	335	403	39,4%
davon Segmente SPF & BDS	150	242	221	289	335	403	22,1%
in % der Gesamterträge	18,9%	23,9%	12,1%	119,1%	36,1%	42,5%	
Ertragsteuern	-87	-86	-101	-97	-100	-121	6,1%
Effektive Steuerquote (in %)	56,1%	36,0%	68,0%	6,4%	30,0%	30,0%	
Konzernergebnis	68	153	48	1.409	234	282	80,8%
in % der Gesamterträge	8,3%	15,3%	3,9%	111,4%	25,3%	29,7%	
davon nicht beherrschenden Anteilen zugeordnet	1	0	-23	6	-	-	
davon AT1-Investoren zugeordnet	14	15	29	32	30	30	
davon Stammaktionären zugeordnet	53	138	42	1.371	204	252	

Anm.: 1) Cost-Income-Ratio wird ohne Bankenabgabe und Beiträge zur Einlagensicherung dargestellt und kann daher nicht aus den Werten der Tabelle berechnet werden. Die Planungsrechnung enthält das Update bezüglich der Zinsprognosen.

Quelle: Unternehmensinformationen

369. Zunächst prognostiziert Aareal einen Anstieg der Gesamterträge von EUR 1.234 Mio. im Jahr 2023 auf EUR 1.265 Mio. im Jahr 2024. Anschließend sinken die Gesamterträge auf EUR 927 Mio. im Jahr 2025 und wachsen im Jahr 2026 mit einer Wachstumsrate von 2,3% auf EUR 948 Mio. Dabei geht Aareal insbesondere für das Planjahr 2024 von einem Rückgang des Zinsüberschusses von EUR 978 Mio. im Jahr 2023 um EUR 100 Mio. auf EUR 878 Mio. im Jahr 2024 aus, dem jedoch ein Anstieg des Provisionsüberschusses um EUR 49 Mio. sowie ein Anstieg des sonstigen Ergebnisses von EUR 81 Mio. entgegensteht. Die Prognosen des Zinsüberschusses berücksichtigen bereits das Update bezüglich der Zinsprognosen aufbauend auf der ursprünglichen BU-Planung der Aareal. Hierbei wurde auf Basis der Zinsstrukturdaten vom 16. Februar 2024 der Zinsüberschuss erhöht.¹³⁵ Im Planjahr 2025 führt die Entkonsolidierung der Aareon zu einem Rückgang des Provisionsüberschusses um EUR 321 Mio. im Vergleich zum Vorjahr.

¹³⁵ Vgl hierzu. Anlage 4.

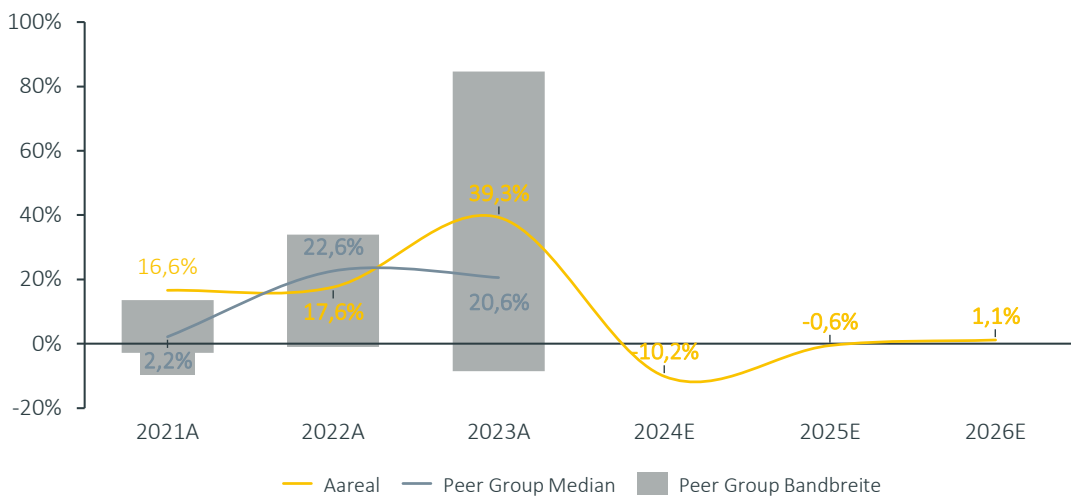
370. Bei Betrachtung der Gesamterträge der Aareal exklusive der Erträge aus dem Segment Aareon ist zunächst ein leichter Anstieg innerhalb der Planungsprognose zu erkennen. Die Erträge betrugen im Jahr 2023 noch EUR 1.002 Mio. und steigen im darauffolgenden Jahr 2024 auf EUR 1.003 Mio. an. Aufgrund der Entkonsolidierung der Aareon stimmen die Gesamterträge der Bank¹³⁶ (SPF + BDS) ab dem Planjahr 2025 mit den Gesamterträgen im Konzern überein.
371. Der rückläufige Zinsüberschuss lässt sich im Wesentlichen auf den zukünftig erwarteten Rückgang des Zinsniveaus und die damit verbundenen Veränderungen der Spreads auf das Kreditportfolio, des Einlagengeschäfts sowie der Refinanzierungsinstrumente der Aareal zurückführen. Der Planung des Zinsüberschusses liegen grundsätzlich Zinsstrukturdaten vom 29. Dezember 2023 sowie aus diesen abgeleitete Forward Rates für den Planungszeitraum zugrunde. Diese wurden durch die Berücksichtigung der Aktualisierung der Zinsprognosen zum 16. Februar 2024 aktualisiert. Hiernach werden vor allem die Renditen bei kurzfristigen Geldmarktanlagen deutlich zurückgehen, was insbesondere auf den zuletzt sehr hohen Zinsüberschuss des Einlagengeschäfts negative Auswirkungen hat.
372. In der Vergangenheit führte der Anstieg des Zinsniveaus insgesamt zu deutlich erhöhten Zinsmargen der Aareal sowie in Summe zu einem Anstieg des Zinsüberschusses. Als wesentliche Position der GuV wird der zukünftige geplante Zinsüberschuss ebenfalls durch prognostizierte Entwicklungen auf der Seite der Aktiva und Passiva begründet. Auf der Aktivseite wird insgesamt von einem Anstieg des Volumens des gewerblichen Immobilienportfolios ausgegangen. Durch eine mittel- bis langfristig erwartete Erholung der Transaktionsvolumina in Folge des prognostizierten Zinsrückgangs sowie die Wachstumsstrategie der Aareal zu niedrigen Grenzkosten wird das Portfoliovolumen bis zum Jahr 2026 rund EUR 36 Mrd. erreichen. Zudem erwartet Aareal, dass das Neukundengeschäft zu besseren Konditionen als im Portfoliobestand abgeschlossen werden kann und sich insofern unter Berücksichtigung der Rückzahlungen und Prolongationen insgesamt die durchschnittliche Marge im Kreditgeschäft verbessert.
373. Den Prognosen nach wird die Entwicklung auf der Aktivseite jedoch vor allem durch gegenläufige Effekte auf das Refinanzierungsumfeld der Aareal abgeschwächt. Auf der Passivseite wirkt sich die Ausweitung der Spreads am Kapitalmarkt negativ auf die Anschlussfinanzierungen und Emissionen von Hypothekendarlehen, Senior Preferred und Senior Non-preferred sowie Nachrangdarlehen aus. Der Zinsanstieg hat die Refinanzierung gegenüber den Altbeständen der Refinanzierungsinstrumente absolut verteuert. Insbesondere ist zu berücksichtigen, dass die Altbestände der Refinanzierungen u.a. auf vergünstigten Konditionen durch die EZB Nachfrage basieren, welche aber im Zeitverlauf auslaufen und zu deutlich höheren Spreads refinanziert werden müssen. Im Zuge der US-Office Krise und auch der sinkenden Immobilienpreise in Europa haben sich die Spreads der Kapitalinstrumente zum Teil signifikant erhöht. Das betrifft vor allem Senior Non-preferred Darlehen und Nachrangdarlehen. Bis zum Ende des Planungszeitraums geht die Aareal jedoch davon aus, dass sich die derzeit sehr hohen Spreads normalisieren, aber nicht auf die historisch niedrigen Werte zurückkehren.

¹³⁶ Anm: Gemeint ist an dieser Stelle das Bankgeschäft inklusive aller Tochtergesellschaften.

374. Zudem trugen die Sichteinlagen der Wohnungswirtschaft sehr positiv zum Zinsüberschuss von Aareal in 2023 bei. Durch den zu erwartenden Rückgang des Zinsniveaus, insbesondere für kurze Laufzeiten, kann die Aareal die Sichteinlagen zukünftig jedoch nur noch zu deutlich geringeren Zinssätzen anlegen. Die Spreads auf das Einlagengeschäft sind entsprechend rückläufig geplant. Weiterhin ist davon auszugehen, dass Kunden angesichts der insgesamt im Vergleich zu den Vorjahren gestiegenen Zinsen zukünftig vermehrt Sichteinlagen in verzinsliche Termineinlagen umwandeln. Dies führt in Summe zu einer Abnahme der Zinsmarge und einem Rückgang der Zinsüberschüsse aus Wohnungswirtschaftlichen Einlagen. Zudem geht die Aareal davon aus, dass sich der negative Ertrag aus der bestehenden Festzinsposition der Bank reduziert. Die Festzinsposition resultiert aus der barwertigen Aussteuerung der Zinsposition, welche sich aus den erwarteten Zinsbindungen der Kundeneinlagen ergibt. Da in der Zwischenzeit die Marktzinsen gestiegen sind, berücksichtigt die Aareal zusätzlich zu den aktiven und passiven Konditionenbeiträgen einen negativen Ertrag aus der Festzinsposition. Die Höhe der Festzinsposition bleibt im Laufe des Planungsverlaufs im Wesentlichen gleich, jedoch reduziert die rollierende Neuanlage zu aktuellen Zinssätzen die nach dem Zinsanstieg entstandene Spanne zwischen historischen und aktuellen Sätzen.

Benchmarking des Wachstums des Zinsüberschusses

in %



Quellen: Capital IQ, Aareal Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

375. Im Vergleich mit dem durchschnittlichen Wachstum des Zinsüberschusses der Peer Group-Unternehmen befand sich der Anstieg der Zinsüberschüsse der Aareal Bank auf oder über dem Niveau der Peer Group, wobei Aareal und die Peer Group von den steigenden Zinsen im Jahr 2022 und 2023 profitieren und den Zinsüberschuss deutlich steigern konnten. Neben den steigenden Zinsen lag der Anstieg bei Aareal außerdem in einem größeren Kreditportfolio im Vergleich zum Vorjahr, gestiegenen Margen im Kreditgeschäft sowie im Einlagengeschäft begründet. Nach Berücksichtigung der Zinsprognosen bei der Aktualisierung der Zinsüberschüsse wird für das Jahr 2024 ein Rückgang des Zinsüberschusses um 10,2% prognostiziert, ausgehend von EUR 978 Mio. im Jahr 2023 auf EUR 878 Mio. Dies ist auf die oben beschriebenen Entwicklungen für die Refinanzierung von Aareal durch teurere Pfandbriefemissionen und die geringeren

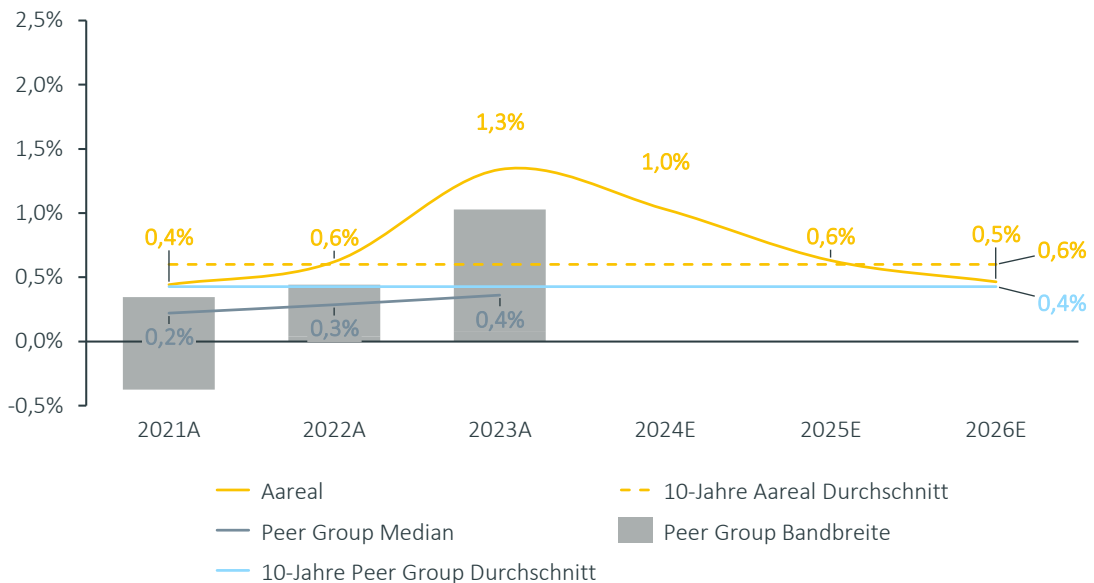
Margen auf die Kundeneinlagen der Wohnungswirtschaft zurückzuführen. In den darauffolgenden Jahren wird zunächst ein weiterer Rückgang des Zinsüberschusses von 0,6% für das Jahr 2025 und dann ein Anstieg des Zinsüberschusses im Jahr 2026 von 1,1% erwartet.

376. Der Rückgang des Provisionsüberschusses wird vor allem durch die Entkonsolidierung der Aareon im Jahr 2025 begründet, durch welche der Provisionsüberschuss von EUR 356 Mio. im Planjahr 2024 auf EUR 35 Mio. im Jahr 2025 zurückgeht und im Folgejahr um 8% auf EUR 38 Mio. ansteigt. Die verbleibenden Provisionsüberschüsse resultieren aus den Segmenten BDS sowie in geringem Maße auch SPF. Im Segment BDS erzielen insbesondere die Tochtergesellschaften CollectAI, als Payment-Solution-Provider für KI gestütztes Rechnungs- und Mahnwesen, sowie die plusForta Provisionsüberschüsse.
377. Für die Risikovorsorge erwartet die Aareal einen Rückgang von EUR 441 Mio. im Jahr 2023 auf zunächst EUR 350 Mio. im Jahr 2024 sowie auf EUR 221 Mio. und EUR 167 Mio. in den Jahren 2025 und 2026. Die durchschnittliche jährlichen Wachstumsrate beträgt -28%. Mit einem Immobilienfinanzierungsportfolio von EUR 34.000 Mio. im Jahr 2024 sowie EUR 36.006 Mio. im Jahr 2026 entspricht dies einer Abnahme der Risikovorsorge bezogen auf das jeweilige Brutto-Kreditvolumen von 1,03% in 2024 auf 0,46% im Jahr 2026.¹³⁷
378. Die Prognose der Risikovorsorge gemäß IFRS 9 erfolgt auf Basis von Szenarien bezüglich der Wahrscheinlichkeiten des Kreditausfalls (PD) sowie dem erwarteten Verlust (LGD) im Falle des Kreditausfalls unter Berücksichtigung der makroökonomischen Rahmenbedingungen. Der wesentliche Anteil der Risikovorsorge ist gemäß IFRS 9 auf die Stufe 3 zurückzuführen. Hier geht die Aareal von insgesamt relativ konstanter Risikovorsorge aus, wobei das Wachstum des Portfolios auf EUR 36 Mrd. und ein Rückgang der Ausfallwahrscheinlichkeit berücksichtigt wird. Darüber hinaus berücksichtigt die Planung der Risikovorsorge für Stufe 2, dass insbesondere im Planjahr 2024 fällige Darlehen verlängert werden, die dann über die neue Kreditlaufzeit („Lifetime Expected Credit Loss“) zu einer Erhöhung des Expected Loss im Planjahr 2024 führen und so insgesamt die Risikovorsorge erhöhen. Darüber hinaus erwartet Aareal, dass die Krise am US Office Markt aufgrund von im Jahr 2024 zunächst unverändertem Zinsniveau und den strukturellen Nachfrageveränderungen aufgrund des Trends zum Home-Office anhalten wird. Entsprechend geht die Planung davon aus, dass die Risikovorsorge für das US Office Portfolio in den Planjahren 2024 und 2025 weiterhin hoch sein wird, sich aber bis 2026 weitgehend normalisiert. Insgesamt deckt sich die Planung der Risikovorsorge weitestgehend mit der Einschätzung der deutschen Bundesbank aus dem Entwurf des Onsite Inspection Reports. Trotz generell schwerer zu prognostizierender Entwicklungen wie der Covid-19-Pandemie oder des Russland-Ukraine Konflikts ist die Bundesbank der Einschätzung, dass die von Aareal auf Basis des Expected Loss Modells prognostizierte Risikovorsorge in der Vergangenheit nicht die tatsächliche Risikovorsorge abbilden konnte und insofern die geplante Risikovorsorge anzupassen ist.

¹³⁷ Vgl. hierzu auch Anlage 6: Die Risikovorsorgequote berechnet sich aus dem Quotienten aus Risikovorsorge sowie Immobilienfinanzierungsportfolio des entsprechenden Kalenderjahres.

Benchmarking der Risikovorsorge

in %



Quellen: Peer Group: Capital IQ und Unternehmensinformationen aus Geschäftsberichten; Aareal: zur Verfügung gestellte Unternehmensinformationen und historische Konzernabschlüsse, ValueTrust Analyse

379. Für das Benchmarking der Risikovorsorge der Peer Group-Unternehmen wird jeweils die Risikovorsorge ins Verhältnis zum relevanten Kreditvolumen¹³⁸ gesetzt. Da die Risikovorsorge der Banken im Wesentlichen von makroökonomischen Rahmenbedingungen abhängt, wird zudem ein Vergleich mit der durchschnittlichen Risikovorsorge der Peer Group-Unternehmen über einen längeren Zeitraum vorgenommen, der verschiedene konjunkturelle Zyklen umfasst.

380. Die Risikovorsorge im Verhältnis zum Kreditportfolio der Aareal stieg von 0,4% im Jahr 2021 auf 0,6% im Jahr 2022 an, was im Wesentlichen auf Risiken im Russland Portfolio zurückzuführen ist. Im Jahr 2023 ist aufgrund der Wertberichtigungen des US-Portfolios ein deutlicher Anstieg auf 1,3% zu beobachten. Wird im Jahr 2023 die Bewertung der NPL ebenfalls berücksichtigt, welche innerhalb des Ergebnisses aus Finanzinstrumenten fvpl enthalten ist, ergibt sich ein Verhältnis von 1,6%. Dagegen liegt der Peer Group Median in diesen Jahren bei 0,3% bzw. 0,4%. Damit weist die Aareal insgesamt in diesen Jahren eine höhere Risikovorsorge als die Peer Group-Unternehmen aus. Zudem sind die Peer Group-Unternehmen insgesamt weiter diversifiziert und insofern weniger von den Ausfallrisiken im Bereich der gewerblichen Immobilienfinanzierung seit Anstieg des Zinsniveaus in den Jahren 2022 und 2023 betroffen.

381. Im Planungszeitraum erwartet Aareal ein Absinken der Risikovorsorge im Verhältnis zu Kreditportfolio vom erhöhten Niveau im Jahr 2023. So soll diese zunächst auf 1,0% im Jahr 2024 und

¹³⁸ Soweit möglich wurde bei dem Benchmarking auf die Risikovorsorge des Immobilienportfolios im Verhältnis zum Volumen des Immobilienportfolios abgestellt. Sofern diese Daten für die Peer Group-Unternehmen nicht verfügbar waren, wurde auf das gesamte Kreditportfolio abgestellt.

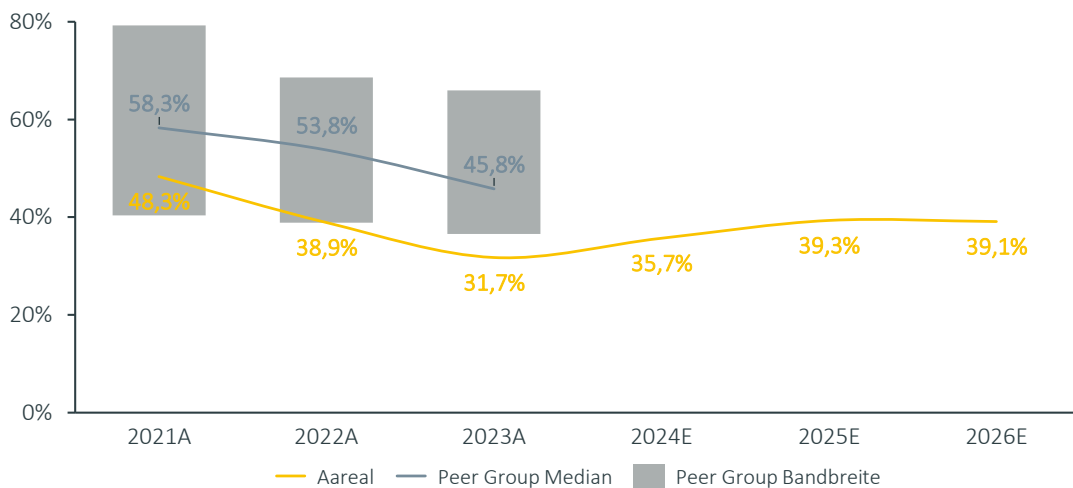
dann weiter auf 0,6% im Jahr 2025 und 0,5% im Jahr 2026 sinken. Über einen historischen Zeitraum von 10 Jahren entspricht die Risikovorsorge der Aareal 0,6%. Dagegen betrug die durchschnittliche Risikovorsorge der Peer Group in diesem Zeitraum rd. 0,4%.

382. Das sonstige Ergebnis setzt sich zusammen aus dem Abgangsergebnis, dem Ergebnis aus Finanzinstrumenten zum fair value durch die Gewinn- und Verlustrechnung, Ergebnis aus Sicherungszusammenhängen, dem Ergebnis aus „at equity“-Beteiligungen und dem sonstigen betrieblichen Ergebnis. Kumuliert wird für das Sonstige Ergebnis von einer Höhe von EUR 30 Mio. für das erste Planjahr 2024 ausgegangen, ausgehend von einem Vorjahreswert von EUR -51 Mio. Anschließend könnte es den Prognosen nach zu einem Rückgang auf EUR 19 Mio. im Jahr 2025 sowie zu einem erneuten Anstieg auf EUR 27 Mio. im Jahr 2026 kommen. Während das Abgangsergebnis auf einem konstanten Niveau während des Planungszeitraums verbleibt, wird für das Ergebnis aus Finanzinstrumenten zum fair value durch die Gewinn- und Verlustrechnung der Aareal zunächst ein Anstieg von EUR -72 Mio. im Jahr 2023 auf EUR -4 Mio. im Folgejahr prognostiziert, in welchem der signifikante Anstieg des Sonstigen Ergebnisses im Jahr 2024 begründet liegt. Im Jahr 2025 hat zudem das Ergebnis aus „at equity“-Beteiligungen einen positiven Effekt auf das Sonstige Ergebnis. Der Grund hierfür ist, dass nach einem Aareon Exit im Jahr 2025 die 25,1%-ige Beteiligung an der First Financial „at equity“ bilanziert wird und ein entsprechendes Beteiligungsergebnis geplant ist. Dabei wird entsprechend der equity Methode der volle anteilige Jahresüberschuss berücksichtigt. Der positive Effekt wird jedoch größtenteils durch einen Rückgang des sonstigen betrieblichen Ergebnisses von EUR 16 Mio. im Jahr 2024 auf geplante EUR -7 Mio. im Jahr 2025 kompensiert.
383. Die Aareal erwartet einen Anstieg der Verwaltungsaufwendungen von bereinigt EUR 548 Mio. im Jahr 2023 auf EUR 581 Mio. im Jahr 2024. Für das Jahr 2025 wird ein Rückgang auf EUR 372 Mio. erwartet und anschließend ein Anstieg von diesem niedrigeren Niveau auf EUR 378 Mio. im Jahr 2026. Hier ist ein wesentlicher Teil des Rückgangs auf die Entkonsolidierung von Aareon im Jahr 2025 zurückzuführen. Dabei wurden strategische Maßnahmen, wie etwa aus der Implementation des Value Creation Plan (VCP) durch Kosteneffizienzen, Verbesserung der Finanzierungsgrundlage oder der Optimierung risikoadjustierter Renditen, bis zum Ende des Planungszeitraums berücksichtigt.
384. Die Cost-Income-Ratio der Segmente SPF und BDS nach Berücksichtigung der aktualisierten Zinsprognosen soll von 31,7% im Jahr 2023 zunächst auf 35,7% im Jahr 2024 sowie auf 39,3% im Jahr 2025 ansteigen und dann auf 39,1% im Jahr 2026 leicht absinken. Der Anstieg der Cost-Income-Ratio vom Niveau des Levels des Jahres 2023 ist auf den Rückgang des Zinsüberschusses im Jahr 2024 im Vergleich zum besonders hohen Zinsüberschuss im Jahr 2023 zurückzuführen. Dagegen steigen die Verwaltungskosten im Wesentlichen inflationsbedingt im Planungszeitraum. Die Transaktion der First Financial wird die Cost-Income-Ratio der Aareal Bank im Planungszeitraum zusätzlich verschlechtern.
385. In Bezug auf die Personalaufwendungen wurde insgesamt von einer Inflationierung der durchschnittlichen Gehälter ausgegangen, wobei die Gehaltssteigerungen in 2024 bereits durch die jeweiligen Vorgesetzten auf Einzelmitarbeiterebene geplant worden sind. Die größte Position stellen innerhalb der Personalaufwendungen die laufenden Bezüge dar. Insgesamt wird hier ein

durchschnittlicher Anstieg in Höhe von 6% über den Planungszeitraum geplant. Die Sachaufwendungen im Zusammenhang mit dem Bankgeschäft verbleiben über den Planungszeitraum auf einem konstanten Niveau und verzeichnen lediglich eine preisbedingte durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von rund 3%.

Benchmarking der Cost-Income-Ratio¹³⁹

in %



Quellen: Peer Group-Unternehmensinformationen, Areal Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

386. In den Jahren 2021 bis 2023 lag die Cost-Income-Ratio der Segmente SPF und BDS deutlich unter dem Peer Group Median, nahe am unteren Ende der Peer Group Bandbreite. Die Cost-Income-Ratio der Areal Bank fiel dabei von 48,3% im Jahr 2021 auf 38,9% im Jahr 2022 und dann weiter auf 31,7% im Jahr 2023. Für die nächsten Jahre wird wieder ein Anstieg der Cost-Income-Ratio auf 35,7% im Jahr 2024, 39,3% im Jahr 2025 und 39,1% im Jahr 2026 prognostiziert.

387. Als wesentlicher Treiber der Cost-Income-Ratio stellt sich der Zinsüberschuss heraus. Die Verwaltungskosten der Areal Bank weisen, sowohl über den gezeigten historischen wie auch über den Planungszeitraum, nur geringe Schwankungen auf. So lässt sich der Rückgang der Cost-Income-Ratio in den Jahren 2021 bis 2023 mit dem oben gezeigten Anstieg des Zinsüberschusses erklären. Auch der Anstieg der Cost-Income-Ratio im Planungszeitraum korreliert mit dem Zinsüberschuss-Rückgang über denselben Zeitraum.

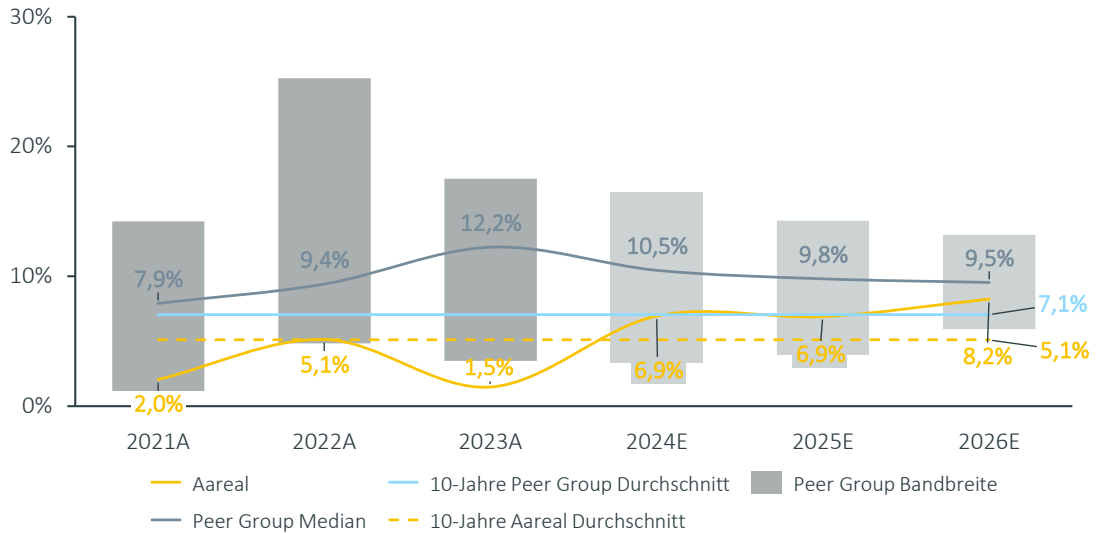
388. Über den gesamten Zeitraum von 2021 bis 2026 befindet sich die Cost-Income-Ratio am unteren Ende der historisch gezeigten Peer Group Bandbreite. Dies ist auf die solide Kostenstruktur der Areal Bank zurückzuführen, da die Areal Bank im Wesentlichen zentralisiert gesteuert wird und, verglichen mit den Wettbewerbern, nicht über ein Filialnetz oder vergleichbare Vertriebsstrukturen verfügt.

¹³⁹ Die Cost-Income-Ratio ist eine bankenspezifische, nicht standardisierte Kennzahl, die von den Peer Group-Banken jeweils unterschiedlich definiert und berechnet wird. Hier werden die Cost-Income-Ratio von Areal für die Segmente Strukturierte Immobilienfinanzierungen und Banking & Digital Solutions (ohne Aareon) exklusive Bankenabgabe und Einlagensicherung und die von den Peer Group-Unternehmen ausgewiesenen Cost-Income-Ratios abgebildet.

389. Im Zuge der Entkonsolidierung der Aareon, bei welcher aus Planungsperspektive von einem Exit ausgegangen wird, wurde in Ergänzung zur originären Planung von Aareal durch ValueTrust im Jahr 2024 der sich aus dem Exit der Aareon entsprechend einer objektivierten Unternehmensbewertung ergebende Veräußerungsgewinn i.H.v. EUR 1.172 Mio. als sonstiger betrieblicher Ertrag berücksichtigt. Dieser Ertrag wird entsprechend den Annahmen in der Kapitalplanung der Aareal zeitgleich als Sonderdividende vollständig ausgeschüttet. Die Ableitung des sonstigen betrieblichen Ertrags ergibt sich aus dem von ValueTrust ermittelten Wert des Eigenkapitals der Aareon (Vgl. Anhang 3.3: Ableitung des Werts des Eigenkapitals der Aareon AG zum 31. Dezember 2024). Der ermittelte Wert des Eigenkapitals der Aareon wird im Rahmen der Überleitung vom Wert des Eigenkapitals zunächst um das Management Equity Programm der Aareon bereinigt. Da der ermittelte Wert des Eigenkapitals sich auf 100% des Eigenkapitals der Aareon bezieht, sind in der Überleitung auf den sonstigen betrieblichen Ertrag der Aareal Anteil von rd. 69,2% an der Aareon, die Transaktionskosten und die Besteuerung des Veräußerungsgewinns zu berücksichtigen. Zudem wird angenommen, dass der Exit der Aareon für das CET1 kapitalneutral erfolgen muss.
390. Das Betriebsergebnis im Planjahr 2024 steigt erwartungsgemäß, insbesondere durch den starken Rückgang der Risikovorsorge und den Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge, auf EUR 1.506 Mio. an. Anschließend wird von einem Rückgang auf EUR 335 Mio. im Folgejahr sowie von einem Anstieg auf EUR 403 Mio. im Jahr 2026 ausgegangen. Aufgrund des Konzernjahresfehlbetrag der Aareon lag das Betriebsergebnis der Aareal exklusive Aareon im Jahr 2023 bei EUR 221 Mio. Im Jahr 2024 wird hier nach Berücksichtigung der aktualisierten Zinsprognosen mit einem Wert i.H.v. EUR 289 Mio. gerechnet. Ab dem Folgejahr ergeben sich aufgrund der Entkonsolidierung der Aareon keine Unterschiede mehr im Betriebsergebnis.
391. Die Ertragssteuern betragen EUR 97 Mio. sowie EUR 100 Mio. in den ersten beiden Planjahren. Im Jahr 2026 steigen die erwarteten Steuern auf EUR 121 Mio. Dabei basiert die Steuerplanung der Aareal auf den lokalen Steuersätzen und einer Schätzung des jeweiligen EBT der wesentlichen regionalen Einheiten. Zudem wurden nicht steuerlich abzugsfähige Posten ebenso berücksichtigt, wie die steuerlichen Verlustvorträge der italienischen Betriebsstätte. Für den Konzern der Aareal beträgt die effektive Steuerquote 6,4% im Jahr 2024 und 30% im Jahr 2025 und 2026. Die geringe effektive Steuerquote im Jahr 2024 ergibt sich aufgrund der im Betriebsergebnis enthaltenen sonstigen betrieblichen Erträge i.H.v. EUR 1.172 Mio.
392. Das Konzernergebnis steigt insgesamt von EUR 48 Mio. im Jahr 2023 auf EUR 282 Mio. im Jahr 2026, obwohl der Zinsüberschuss im Planungsverlauf zurückgeht und das Ergebnis der Aareon ab dem Jahr 2025 nicht mehr konsolidiert ist. Der Grund für den Anstieg ist im Wesentlichen die Abnahme der Risikovorsorge im Zusammenhang mit einer Abschwächung der US Office-Krise. Das Konzernergebnis ist auf nicht-beherrschende Anteile, den Investoren der AT 1 Anleihe zustehende Zinsen in Höhe von rd. EUR 30 Mio. p.a. und dem den Eigentümern der Aareal Bank zustehenden Gewinn aufzuteilen.

Benchmarking der Eigenkapitalrentabilität¹⁴⁰

in %



Quellen: Capital IQ, Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

393. Die Eigenkapitalrentabilität von Aareal befindet sich über die letzten drei Jahre unter dem Peer Group Median und am unteren Ende der Peer Group Bandbreite.¹⁴¹ Im Planungszeitraum ab 2024 liegt die Eigenkapitalrentabilität von Aareal weiterhin unter den prognostizierten Peer Group Werten, jedoch steigt sie und liegt nicht mehr am unteren Ende der Bandbreite. Für eine langfristige Sicht über unterschiedliche konjunkturelle Zyklen wurden zudem Peer Group Durchschnittswerte über die letzten zehn Jahre betrachtet. Während die Eigenkapitalrentabilität von Aareal in den Jahren 2021 bis 2023 noch leicht unter den Durchschnittswerten von 7,1% lag, steigt die Eigenkapitalrentabilität von Aareal im Prognosezeitraum in etwa auf 6,9% bis 8,2% und liegt zum Ende des Planungszeitraums noch über dem durchschnittlichen Niveau der Peer Group-Unternehmen in den letzten 10 Jahren. Dagegen konnte die Aareal über den 10-Jahreszeitraum in Durchschnitt lediglich eine Eigenkapitalrentabilität von 5,1% realisieren.

4.4.2. Bilanzplanung

394. Die bewertungsrelevante Bilanzplanung basiert grundsätzlich auf der Bilanzplanung der verabschiedeten Planungsrechnung der Aareal. Diese wurde von uns entsprechend der vorhandenen Reportingstruktur der Aareal dargestellt. Die von der Aareal zur Verfügung gestellte Bilanzplanung wurde von uns übernommen. Aufgrund der Anpassungen des Zinsüberschusses im Rahmen der Aktualisierung der Zinssätze hat sich eine Veränderung des Zinsüberschusses und somit des Jahresüberschusses ergeben. Diese Anpassung wurde konsistent in der Bilanzplanung integriert berücksichtigt. In der Aufsatzbilanz im Jahr 2023 wurde das Eigenkapital um nicht-beherrschende Anteile sowie um das auf AT1-Investoren entfallende Konzernergebnis für das

¹⁴⁰ Für die langfristigen Durchschnittswerte wurden die Werte für die pbb vor ihrem Börsengang im Jahr 2015 bereinigt.

¹⁴¹ Vgl. Anlage 6: Die Eigenkapitalrentabilität berechnet sich aus dem Konzernergebnis (abzüglich Nicht-beherrschender Anteile und AT1-Investoren) sowie Bilanziellem Eigenkapital der Vorperiode (abzüglich Nicht-beherrschender Anteile und AT1).

Jahr 2023, das im Jahr 2024 zahlungswirksam wird, angepasst, um einen konsistenten Aufsatz für die Planungsrechnung zu gewährleisten.¹⁴²

Bilanz Planungsrechnung Aktiva Aareal 2024-2026

in EUR Mio. / in %

	Bereinigte Historie			Planung			CAGR
	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	2023-2026
Cash und Geldmarktforderungen	8.205	7.339	3.954	1.943	2.674	2.166	-18,2%
Immobilienfinanzierungsportfolio	30.048	30.901	32.876	34.000	35.000	36.006	3,1%
Wertpapierportfolio	8.378	6.660	7.300	8.302	8.257	8.214	4,0%
Unverzinsliche Aktiva	2.097	2.431	2.703	2.597	1.339	1.207	-23,6%
Summe Aktiva	48.728	47.331	46.833	46.842	47.269	47.592	0,5%

Quelle: Unternehmensinformationen

395. Die Bilanzsumme der Aareal steigt zunächst von EUR 46.833 Mio. im Jahr 2023 auf EUR 46.842 Mio. im darauffolgenden Jahr, gefolgt von einem Anstieg auf EUR 47.269 Mio. sowie EUR 47.592 Mio. in den Jahren 2025 und 2026. Getrieben wird der Anstieg der Aktivseite durch das Wachstum des Immobilienfinanzierungsportfolios und einen Anstieg des Wertpapierportfolios.

396. Insgesamt wird für das Immobilienfinanzierungsportfolio von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 3,1% im Zeitraum von 2023 bis 2026 ausgegangen. Ausgehend von EUR 32.876 Mio. im Jahr 2023 wird zunächst ein Anstieg auf EUR 34.000 Mio. sowie auf EUR 35.000 Mio. im Folgejahr erwartet. Im letzten Planjahr beträgt das Volumen laut Prognosen EUR 36.006 Mio. und entspricht der strategischen Zielsetzung der Aareal bis zum Jahr 2026. Begründet wird der Anstieg durch die auf fortlaufendes Wachstum fokussierte Unternehmensstrategie der Aareal sowie eine zukünftige Verbesserung bzw. Normalisierung des Zinsumfeldes. Während im Jahr 2024 noch mit einer Auszahlung des Neugeschäfts von EUR 5.500 Mio. geplant wird, steigt dieses bis zum Planjahr 2025 auf EUR 6.700 Mio. Gleichzeitig steigen aufgrund der Fälligkeitsstruktur des Portfolios die Rückzahlungen von EUR 3.900 Mio. auf EUR 5.300 Mio. Der Anstieg der Rückzahlungen geht in wesentlichen Teilen auch auf höhere vorzeitige Tilgungen zurück, die vor dem Hintergrund der angespannten Marktsituation 2023 historisch zunächst niedrig waren. Zusätzlich sind erwartete Kreditausfälle, Bestandsauszahlungen und vorzeitige Rückzahlungen bzw. Exits berücksichtigt, die aber für die Entwicklung des Portfoliovolumens von geringer Bedeutung sind. Zudem plant die Aareal keine wesentlichen Veränderungen der Zusammensetzung des Portfolios in regionaler Hinsicht, wobei das belastende Russland Portfolio bereits in der Vergangenheit abgebaut werden konnte.

397. Die Erwartungen für die Cash- und Geldmarktforderungen gehen für 2024 von einem Rückgang von EUR 3.954 Mio. im Jahr 2023 auf EUR 1.943 Mio. im Folgejahr aus. Danach steigt die Position stark an auf einen Wert i.H.v. EUR 2.674 Mio. im Jahr 2025 und sinkt erneut ab auf EUR 2.166 Mio. im Planjahr 2026. In Summe ergibt sich ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Position von -18,2%. Die Positionen Cash und Geldmarktforderungen und das Wertpapierportfolio richten sich im Wesentlichen nach den Treasury Aktivitäten der Bank, bei denen

¹⁴² Vgl. siehe Anlagen 4 und 5 für eine detaillierte Darstellung der Anpassungen der Bilanz in der Planungsrechnung.

die Einhaltung der Anforderungen an die Mindestliquidität zu beachten sind. Dies betrifft im Wesentlichen Cash und Geldmarktforderungen, welche gemäß den regulatorischen Vorschriften in erstklassigen liquiden Aktiva vorzuhalten sind. Dabei handelt es sich um Barmittel, Zentralbankguthaben, die auch in Stresszeiten verfügbar sind, sowie marktgängige Wertpapiere, die Forderungen an Staaten, Zentralbanken oder ähnlich liquide Stellen darstellen und zudem besondere Anforderungen erfüllen. Zudem fallen hierunter marktgängige Wertpapiere, die etwas weniger strenge Kriterien erfüllen, sowie auch Unternehmensanleihen und gedeckte Schuldverschreibungen, die ebenfalls besondere Bedingungen erfüllen.

398. Für das Wertpapierportfolio ist ein Anstieg auf EUR 8.302 Mio. im Jahr 2024 zu erwarten, ausgehend von EUR 7.300 Mio. im Vorjahr. Anschließend wird von einem moderaten Rückgang im Folgejahr auf EUR 8.257 Mio. ausgegangen sowie auf EUR 8.214 Mio. im Planjahr 2026. Insgesamt ergibt sich ein jährliches Wachstum von 4%. Grund für den Anstieg ist der geplante Zukauf von Wertpapieren durch das Treasury.

399. Die Unverzinslichen Aktiva erreichen im Jahr 2024 zunächst eine Höhe von EUR 2.597 Mio., bevor sich für das Jahr 2025 ein Rückgang aufgrund der Entkonsolidierung der Aareon i.H.v. EUR 1.258 Mio. ergibt. Zusätzlich geht die Position durch die Veräußerung von Immobilien aus Rettungserwerben zurück. Die Abgänge für Rettungserwerbe betragen hier im Jahr 2024 EUR 117 Mio. sowie EUR 135 Mio. im Folgejahr. Für 2026 ist mit Abgängen i.H.v. EUR 132 Mio. zu rechnen. Für 2025 ist mit einem Rückgang auf EUR 1.339 Mio. zu rechnen sowie eine anschließende Stagnation auf einem ähnlichen Niveau im Folgejahr. Für 2026 werden hier unverzinsliche Aktiva von EUR 1.207 Mio. erwartet.

Bilanz Planungsrechnung Passiva Aareal 2024-2026

in EUR Mio. / in %

	Bereinigte Historie			Planung			CAGR
	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	2023-2026
Geldmarktverbindlichkeiten	9.501	5.761	6.134	6.084	5.026	4.974	-6,7%
Wohnungswirtschaftliche Einlagen	11.717	13.115	12.669	12.318	13.252	13.138	1,2%
Öffentliche Pfandbriefe	1.734	1.296	1.119	984	687	548	-21,2%
Hypothekenspfandbriefe	10.620	10.823	11.759	12.485	13.163	13.649	5,1%
Senior Unsecured / Nachträge / CP	9.651	9.231	8.320	8.165	9.075	9.092	3,0%
Eigenkapital	2.761	2.958	2.866	2.965	3.067	3.193	3,7%
Sonstige Passiva	2.744	4.147	3.966	3.841	2.998	2.998	-8,9%
Summe Passiva	48.728	47.331	46.833	46.842	47.269	47.592	0,5%

Quelle: Unternehmensinformationen¹⁴³

400. Das mit der Ausweitung des Kreditportfolios verbundene Wachstum der Bilanzsumme wird auf der Passivseite im Wesentlichen durch die Einlagen der Wohnungswirtschaft und Hypothekenspfandbriefe sowie Senior Unsecured Emissionen finanziert. Dem gegenüber steht ein ver-

¹⁴³ Anm.: Das Eigenkapital im Jahr 2023 wurde um nicht-beherrschende Anteile sowie um das auf AT1-Investoren entfallende Konzernergebnis angepasst, um einen konsistenten Aufsatz für die Planung zu gewährleisten.

gleichsweiser starker Rückgang des Bestands an öffentlichen Pfandbriefen. Auch die Geldmarktverbindlichkeiten sowie die sonstigen Passiva verzeichnen im Planungszeitraum einen Rückgang.

401. Die Geldmarktverbindlichkeiten entwickeln sich mit einer jährlichen Wachstumsrate von -6,7% rückläufig im Planungszeitraum. Weitere Rückzahlungen im Rahmen des TLTRO-Programms werden vorerst nur für das Jahr 2024 erwartet mit einem geplanten Volumen von EUR 1.000 Mio. und wird somit in diesem Jahr vollständig zurückgeführt. Für Kundeneinlagen in Zusammenhang mit dem Raisin-Programm wird für 2024 zunächst noch ein Anstieg um EUR 198 Mio. auf EUR 2.791 Mio. erwartet. Für 2025 prognostiziert Aareal einen leichten Rückgang auf EUR 2.507, bevor die Einlagen im Jahr 2026 wieder auf EUR 2.654 Mio. ansteigen. Für 2024 wird für Geldmarktverbindlichkeiten insgesamt mit einem Wert von EUR 6.084 gerechnet sowie mit einem weiteren Rückgang auf EUR 5.026 Mio. im Jahr 2025. Anschließend verbleiben die Geldmarktverbindlichkeiten auf einem ähnlichen Niveau und erreichen einen Wert von EUR 4.974 im letzten Planjahr.
402. In Bezug auf wohnungswirtschaftliche Einlagen wird zunächst ein Rückgang von EUR 12.669 Mio. im Jahr 2023 auf EUR 12.318 Mio. im Folgejahr erwartet aufgrund gestiegener Zinsen. Zudem wird eine Verschiebung von Sichteinlagen hin zu Termineinlagen geplant. Nach dem leichten Rückgang im Jahr 2024 plant Aareal einen Anstieg auf EUR 13.252 Mio. im Jahr 2025 und ähnlich gleichbleibendem Niveau im Jahr 2026 mit einem Wert von EUR 13.138 Mio. Die Prognose deckt sich zudem insgesamt mit der beobachteten bereits verminderten Wachstumsrate für institutionelle Einlagen auf europäischer Ebene, welche vorerst für 2024 auf einem niedrigen Niveau bleiben könnte (Vgl. 2.3.4.3).
403. Für 2024 werden von der Aareal Neuemissionen von Hypothekendarpfandbriefen i.H.v. EUR 2.146 Mio. erwartet. Für die Jahre 2025 und 2026 betragen die prognostizierten Emissionsvolumina EUR 2.740 Mio. sowie EUR 2.675 Mio. In Summe steigen somit Hypothekendarpfandbriefe auf ein Gesamtvolumen von EUR 12.485 Mio. im Jahr 2024 sowie auf EUR 13.163 Mio. bzw. EUR 13.649 Mio. in den beiden Folgejahren an. Insgesamt ergibt sich eine jährliche Wachstumsrate von knapp 5%. Hierbei hat die Aareal Bank bereits den Anstieg der Credit Spreads berücksichtigt und die Emissionsvolumina im Jahr 2024 im Vergleich zur Top Down Planung 2023 reduziert.
404. Im Gegensatz dazu entwickelt sich der Bestand an öffentlichen Pfandbriefen mit einer jährlichen Wachstumsrate von -21,2% rückläufig während des Planungszeitraums. Die Neuemission von öffentlichen Pfandbriefen wurde vorerst nicht eingeplant. Für 2024 wird insofern ein Rückgang des Volumens auf EUR 984 Mio. erwartet gefolgt von einem Volumen von EUR 687 Mio. im Folgejahr 2025. Für das Jahr 2026 betragen die Erwartungen für die Position EUR 548 Mio.
405. Für Senior Non-preferred Emissionen werden EUR 510 Mio. innerhalb des Jahres 2024 und EUR 500 Mio. im Jahr 2025 angenommen. Im Planjahr 2026 wurden zudem zusätzlichen Emissionen i.H.v. weiteren EUR 500 Mio. von Senior Non-preferred Schuldtiteln eingeplant. Senior Prefer-

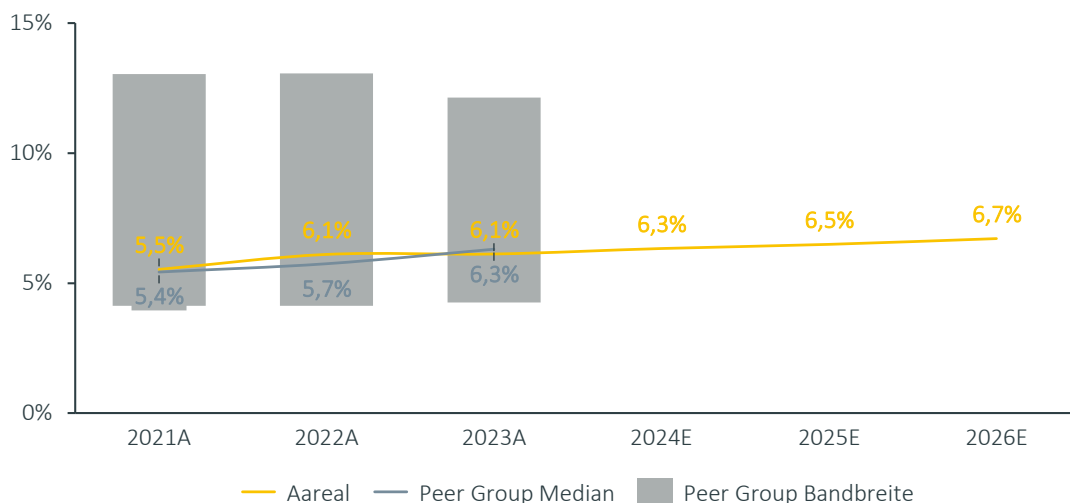
red Emissionen werden mit einem Neuemissionsvolumen von EUR 55 Mio., EUR 660 Mio. sowie EUR 160 Mio. in den Jahren 2024, 2025, und 2026 erwartet. Zudem soll im Laufe des Jahres 2025 die Neuemission von Tier-2 Kapitalinstrumenten i.H.v. EUR 500 Mio. vollzogen werden.

406. Für Senior Unsecured Schuldtitel sowie nachrangige Anleihen und Commercial Paper ergeben sich kumuliert Prognosewerte von EUR 8.165 Mio., EUR 9.075 Mio. und EUR 9.092 Mio. für die Jahre 2024 bis 2026. Hieraus ergibt sich ein durchschnittliches jährliches Wachstum von rund 3%.

407. Das Eigenkapital von Aareal besteht aus dem gezeichneten Kapital, den Kapitalrücklagen, den Gewinnrücklagen, der Rücklage für eigene Anteile, anderen Gewinnrücklagen, dem Gewinn- bzw. dem Verlustvortrag, dem Bilanzgewinn bzw. -verlust und dem Anteil anderer Gesellschafter. Das bilanzielle Eigenkapital i.H.v. EUR 3.000 Mio. wurde im Jahr 2023 als Aufsatz für die Planungsrechnung um nicht-beherrschenden Anteile i.H.v. EUR 105 Mio. sowie auf AT1-Investoren entfallender Konzerngewinn i.H.v. EUR 29 Mio. bereinigt. Somit ergibt sich im Jahr 2023 ein Wert von EUR 2.866 Mio. als Ausgangspunkt für die Planungsrechnung. Insgesamt wird für das Eigenkapital, ausgehend von einem Wert i.H.v. EUR 2.866 Mio. im Jahr 2023, zunächst ein geringer Anstieg auf EUR 2.965 Mio. im Folgejahr prognostiziert. Hierauf folgen den Erwartungen nach zwei Erhöhungen auf EUR 3.067 Mio. im Jahr 2025 sowie EUR 3.193 Mio. im Planjahr 2026. Der Anstieg des Eigenkapitals resultiert aus Gewinnthesaurierungen. Hierbei geht die Aareal Bank grundsätzlich von einer Ausschüttungsquote von 50% aus. Im Jahr 2024 wird für die Bewertung davon ausgegangen, dass zusätzlich der sonstige betriebliche Ertrag aus dem Abgang der Aareon vollständig ausgeschüttet werden kann und insofern der Aareon Exit CET1 neutral erfolgt. Dies stellt eine bewertungstechnische Annahme dar, da einerseits eine Ausschüttung aufgrund der notwendigen regulatorischen Abstimmung tatsächlich frühestens im Jahr 2025 erwartet werden kann und darüber hinaus ein Einbehalt des sonstigen betrieblichen Ertrags aus regulatorischer Sicht möglich sein könnte. Aus regulatorischer Sicht entfallen mit dem Abgang der Aareon die vom Bankgeschäft unabhängigen Softwareerträge und damit die hieraus resultierenden Diversifikationseffekte.

Benchmarking der Eigenkapitalquote (Buchwerte)¹⁴⁴

in %



Quellen: Capital IQ, Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

408. Die Eigenkapitalquote der Aareal, berechnet aus dem Quotienten aus dem Buchwert des Eigenkapitals ohne AT1 und Nicht-beherrschenden Anteilen und der Bilanzsumme, lag historisch in allen Jahren innerhalb der Peer Group Bandbreite und im Bereich des Peer Group Median. Vom Jahr 2021 mit einem Wert von 5,5% stieg die Eigenkapitalquote von Aareal auf 6,1% zum 31. Dezember 2022 und bleibt bei 6,1% zum 31. Dezember 2023. Für das erste Prognosejahr 2024 wird ein leichter Anstieg der Eigenkapitalquote auf 6,3% erwartet. Ab dem Jahr 2024 steigt die Eigenkapitalquote von Aareal konstant auf 6,5% zum 31. Dezember 2025 und dann weiter auf 6,7% zum 31. Dezember 2026, die sich somit leicht über dem historischen Peer Group Median befindet. Hierbei steigen sowohl das Eigenkapital wie auch die Bilanzsumme mit einem ähnlichen Wachstum.

409. Die sonstigen Passiva enthalten im Wesentlichen Vertragsverbindlichkeiten, Rechnungsabgrenzungsposten und Verbindlichkeiten aus sonstigen Steuern.

4.4.3 Planung des regulatorischen Eigenkapitals

410. Die Planung des bilanziellen Eigenkapitals der Aareal wird im Wesentlichen durch die Einhaltung der Mindestanforderungen an das regulatorische Eigenkapital nach den Regelungen von Basel III und darüber hinaus durch die Einführung von Basel IV geprägt (Vgl. 2.3.4.5). Hiernach muss die Aareal zum einen die Mindestanforderungen an das (harte) Kernkapital im Verhältnis zu den RWA erfüllen. Zum anderen sind die Mindestanforderungen des (harten) Kernkapitals im Verhältnis zur Gesamtrisikoposition einzuhalten (Verschuldungsquote oder Leverage Ratio).

411. Die Planung der CET1-Quote der Aareal berücksichtigt grundsätzlich die schrittweise Einführung der regulatorischen Vorgaben nach „Basel IV“. Die Prognosen bezüglich der RWA werden

¹⁴⁴ Anm.: Die Eigenkapitalquote wurde als Quotient aus dem Eigenkapital zu Buchwerten abzüglich Nicht-beherrschenden Anteilen, Vorzugskapital, und AT1-Anleihen und der Bilanzsumme berechnet.

insofern gleichzeitig sowohl unter AIRBA wie auch unter der Annahme des Kreditrisikostandardsatzes und unter Einbezug des geplanten Phase-In Zeitraums ab 2025 getroffen. Die Annahmen basieren hier auf einem Output-Floor von 50% im Jahr 2025 sowie einer Erhöhung des Output-Floors auf 55% im Jahr 2026 und 60% im Jahr 2027 (Vgl. 2.3.4.5). Der jeweils relevante RWA-Wert ergibt sich dann in jedem Jahr und jedem Szenario als der höhere Wert aus beiden Ansätzen. Im Ausblick auf den Abschluss des Übergangszeitraums im Jahr 2030 mit einem finalen Output-Floor von 72,5% werden auch die RWA und resultierenden Kapitalquoten in diesem Regime ermittelt und überwacht. Um die Dividendenfähigkeit der Bank auch bei Eintritt eines adversen Szenarios sicherzustellen, um die Mindestanforderungen in Stress-Szenarios zu erfüllen und um Spielraum für strategische Geschäftsentscheidungen zu haben, übersteigen die Ziel CET1-Quoten die regulatorischen Mindestanforderungen sowohl in der Messung gemäß Übergangsregelung wie in der finalen Vorgabe von Basel IV.

Aareal – Risikogewichtete Aktiva mit Basel IV

in EUR Mio. / in %

	Historie			Planung			CAGR
	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	2023-2026
Risikogewichtete Aktiva (Basel IV phase-in)	10.446	12.782	13.720	15.442	15.462	16.183	5,7%
Risikogewichtete Aktiva (Basel IV fully phased in)	n/a	n/a	19.894	21.094	21.197	21.332	2,4%

Quellen: Aareal Geschäftsbericht 2022 S. 2, Aareal Offenlegungsbericht 2022 S. 5, Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

412. Historisch entwickelten sich die risikogewichteten Aktiva nach Basel III von EUR 10.446 Mio. zum 31. Dezember 2021 auf EUR 12.782 Mio. zum 31. Dezember 2022 und stiegen zum 31. Dezember 2023 weiter auf EUR 13.720 Mio. an. In der Planungsphase wird das Basel IV Phase In bereits berücksichtigt. In Verbindung mit dem Wachstum des Kreditportfolios steigen die risikogewichteten Aktiva von EUR 15.442 Mio. für den 31. Dezember 2024 auf EUR 16.183 Mio. für den 31. Dezember 2026.
413. Unter der Fiktion bereits vollständig eingeführter Basel IV Anforderungen ergäben sich für Aareal risikogewichtete Aktiva von EUR 19.894 Mio. für das Jahr 2023. Diese steigen im Planungszeitraum bis zum Jahr 2026 auf EUR 21.332 Mio., was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 2,4% entspricht und vor allem auf das Portfoliowachstum zurückzuführen ist. Die deutlich höheren Werte für die risikogewichteten Aktiva nach Basel IV im Vergleich zu Basel III sind im Output-Floor von 72,5% für die Berechnung der risikogewichteten Aktiva, der mit Basel IV eingeführt wird, und den deutlich darunter liegenden Ergebnissen der internen Modelle, begründet.

Veränderung des regulatorischen Eigenkapitals - Planungsrechnung Aareal 2024-2026

in EUR Mio. / in %

	Historie			Planung		
	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026
CET1-Kapital Jahresbeginn				2.661	2.791	2.892
Gewinn nach nicht beherrschenden Anteilen und Zahlung AT1-Kupon				1.371	204	252
Dividenden				-1.271	-102	-126
Regulatorischer Veräußerungsgewinn aus der First Financial				62	0	0
Erwartete Veränderung des sonstigen Ergebnisses aufgrund von Pensionsverpflichtungen				0	-2	-5
Erwartete Veränderung des sonstigen Ergebnisses aufgrund von Staatsanleihen				-16	-0	0
Aufsichtsrechtliche Rückstellungen (neue NPL)				-15	0	0
CET1-Kapital Jahresende	2.327	2.468	2.661	2.791	2.892	3.013
+ AT1-Anleihe	300	300	300	300	300	300
Kernkapital (T1)	2.627	2.768	2.961	3.091	3.192	3.313
+ nachrangige Verbindlichkeiten	346	248	257	210	662	627
+ Sonstiges	48	49	n/a			
Eigenmittel ("TC")	3.021	3.065	3.218	3.301	3.854	3.940
Risikogewichtete Aktiva (Basel IV phase-in)	10.446	12.782	13.720	15.442	15.462	16.183
Risikogewichtete Aktiva (Basel IV fully phased in)	n/a	n/a	19.894	21.094	21.197	21.332
Kapitalquoten						
CET1-Quote (Basel IV phase-in)	22,3%	19,3%	19,4%	18,1%	18,7%	18,6%
CET1-Quote (Basel IV fully phased in)	n/a	n/a	13,4%	13,2%	13,6%	14,1%
T1-Quote	25,1%	21,7%	21,6%	20,0%	20,6%	20,5%
TC-Quote	28,9%	24,0%	23,5%	21,4%	24,9%	24,3%
Rentabilität						
Eigenkapitalrentabilität	2,0%	5,1%	1,5%	6,9%	6,9%	8,2%
Liquidity Coverage Ratio (LCR)						
LCR	255,4%	207,4%	194,0%	173,0%	174,0%	172,0%

Anm: Im Jahr 2024 wurden das Stammaktionären zurechenbare Konzernergebnis innerhalb der Rentabilitätsquoten um den Erlös aus dem Exit der Aareon bereinigt, eine Verzerrung der Quoten auszuschließen.

Quellen: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

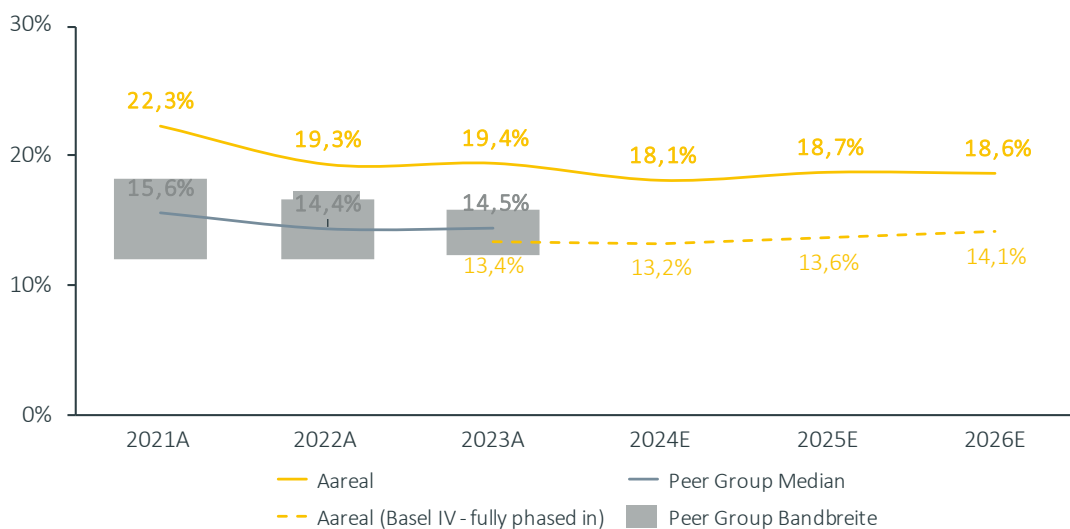
414. Das CET1-Kapital der Aareal wird sich laut Prognose im Planungszeitraum mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 4,2% entwickeln und im Jahr 2024 zunächst eine Höhe von EUR 2.791 Mio. erreichen. Anschließend wird ein weiteres Wachstum auf EUR 2.892 Mio. im Jahr 2025 erwartet sowie auf EUR 3.013 Mio. im Folgejahr 2026. Die zu Grunde liegenden RWA werden laut Aareal Prognose bei EUR 15.442 Mio. im Jahr 2024 erwartet. Anschließend wird für 2025 ein leichter Anstieg auf EUR 15.462 Mio. prognostiziert sowie ein erneuter Anstieg auf EUR 16.183 Mio. im Jahr 2026. Das AT1 Kapital wird mit einer Höhe von EUR 300 Mio. über den gesamten Planungszeitraum als konstant prognostiziert. Für T2 Kapital werden Werte i.H.v. EUR 210 Mio. und EUR 662 Mio. für die Jahre 2024 und 2025 erwartet sowie ein anschließender geringfügiger Rückgang auf EUR 627 Mio. im Planjahr 2026. In Summe würde das Gesamtkapital der Aareal somit zunächst eine Höhe von EUR 3.301 Mio. im Jahr 2024 sowie EUR 3.854 Mio. im Folgejahr erreichen. Anschließend würde sich ein weiterer Anstieg auf EUR 3.940 Mio. im Jahr 2026 ergeben.
415. Um die Entkonsolidierung der Aareon im Jahr 2025 in der Planungsrechnung für das Jahr 2024 zu berücksichtigen, wurden dem CET1-Kapital zunächst das auf Stammaktionäre entfallende Konzernergebnis i.H.v. EUR 1.371 Mio. hinzugerechnet. Anschließend wurde aufgrund der Annahme einer Ausschüttung von 50% die Differenz zwischen Konzernergebnis und ausschüttungsfähigem Veräußerungserlös der Aareon zu 50% wieder herausgerechnet. Inklusive dem

errechneten ausschüttungsfähigen Veräußerungserlös i.H.v. EUR 1.172 Mio. ergeben sich somit im Jahr 2024 in Summe EUR 1.271 Mio. an Dividenden, welche aus dem CET1-Kapital herausgerechnet werden. Nach Abzug von erwarteten Veränderungen des übrigen Eigenkapitals aufgrund von Bewertungseffekten aus Staatsanleihen sowie aufsichtsrechtlichen Rückstellungen ergibt sich somit im ersten Planjahr ein CET1-Kapital zum Jahresende i.H.v. EUR 2.791 Mio.

416. Auf Basis der beschriebenen Entwicklungen würde sich für die Aareal eine Tier 1 Kapitalquote von 20% für das erste Planjahr ergeben sowie von 20,6% und 20,5% für die beiden folgenden Jahre 2025 und 2026. Die Gesamtkapitalquoten würden auf Basis der Plandaten leicht über den Tier 1 Quoten liegen. Für 2024 würde sich eine Gesamtkapitalquote von 21,4% ergeben. Aufgrund der höheren Prognosewerte für Tier 1 und Tier 2 Kapital sowie der geringeren erwarteten RWA-Werte, würde sich die Quote anschließend auf 24,9% im Jahr 2025 erhöhen. Für das Jahr 2026 würde sich ein leichter Rückgang auf 24,3% ergeben. Für die Verschuldungsquote wird für den Planungszeitraum ein nahezu gleichbleibendes Niveau prognostiziert¹⁴⁵. 2024 wird eine Höhe von 6,6% erwartet sowie ein minimaler Anstieg auf 6,8% im Jahr 2025. Anschließend wird von einem geringfügigen Anstieg auf 7,0% im Jahr 2026 ausgegangen.

Benchmarking der CET1-Quote¹⁴⁶

in %



Quellen: Capital IQ, Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

417. Trotz der im Verhältnis zur Bilanzsumme im Peer Group Vergleich durchschnittlichen Eigenkapitalquote lag die CET1-Quote der Aareal in den Jahren 2021 bis 2023 oberhalb der Peer Group Bandbreite. Sie fiel von 22,3% im Jahr 2021 auf 19,4% im Jahr 2023. Dagegen lag der Peer Group Median lediglich in einer Bandbreite von 14,4% bis 15,6%. Mit Blick auf die bereits frühzeitig

¹⁴⁵ Die Verschuldungsquote berechnet sich aus dem Quotienten des Tier 1 Kapitals und der Gesamtvermögenswerte des entsprechenden Kalenderjahres.

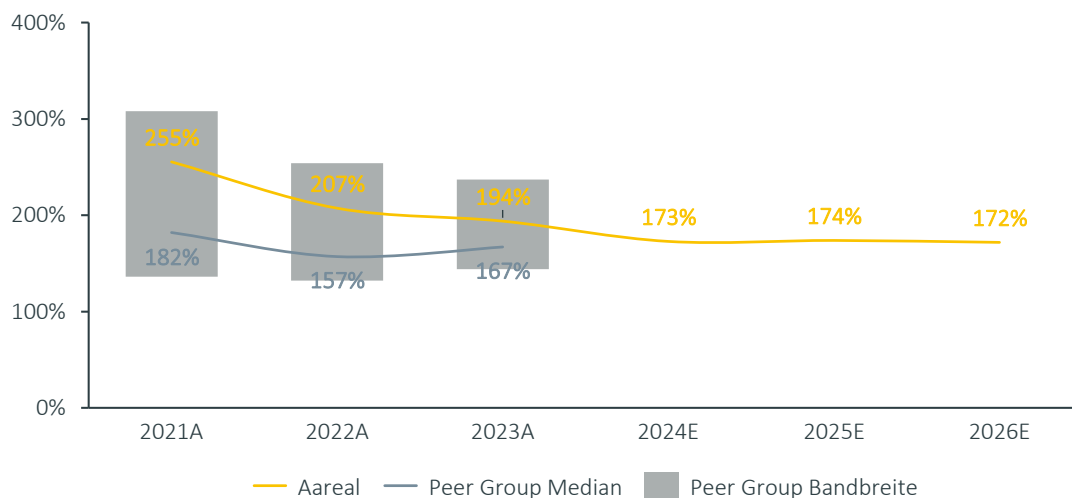
¹⁴⁶ CET1-Quoten für Peer Group-Unternehmen für die Jahre 2021 und 2022 stammen aus den jeweiligen Offenlegungsberichten gemäß Art. 447 CRR. Werte für 2023 stammen aus Jahresendergebnisveröffentlichungen für BNP Paribas, Unicredit, NatWest Group, Commerzbank, Bankinter, Credito Emiliano, Banca Sondrio und pbb und könnte daher auf nicht vergleichbarer Basis berechnet sein. Werte für Close Brothers und Paragon Banking stammen aus den Offenlegungsberichten ihres Fiskaljahresendes, da diese ein Geschäftsjahr haben, das nicht dem Kalenderjahr entspricht.

absehbare Basel IV Einführung hatte die Aareal bereits in der Vergangenheit eine relativ hohe Eigenkapitalausstattung innerhalb der Geschäftsstrategie priorisiert. Zudem wurde im Vergleich zu anderen Banken die Finanzkrise 2008 weitestgehend unbeschadet überstanden. Im Verlauf der nachfolgenden Jahre wurde so sukzessiv ein entsprechender Eigenkapitalpuffer aufgebaut. Beim Vergleich mit der CET1-Quote nach einer vollständigen Implementierung von Basel IV zeigt sich, die Notwendigkeit der erhöhten Eigenkapitalvorhaltung, um einen entsprechenden Anstieg der RWA nach Ende des Phase-In-Zeitraums abzufedern.

418. Im Vergleich zum Jahr 2023 wird insgesamt für den Planungszeitraum ein leichter Rückgang der CET1-Quote prognostiziert. Nach 18,1% im Jahr 2024 wird eine Erhöhung auf 18,7% im Jahr 2025 und danach wieder ein Rückgang auf 18,6% im Jahr 2026 erwartet. Obwohl die CET1-Quote gemäß Basel III deutlich über dem Peer Group Durchschnitt und den regulatorischen Mindestanforderungen zu diesem Zeitpunkt liegt, kann nicht davon ausgegangen werden, dass das bilanzielle Eigenkapital ausgeschüttet werden kann, um die CET1-Quote auf ein im Peer Group Vergleich durchschnittliches Niveau zu reduzieren. Darüber hinaus hat die Aareal Bank die Umstellung auf Basel IV und den Einfluss des Output-Floor auf die RWA bereits antizipiert. Im Planungszeitraum führt der Anstieg der Kreditvolumina sowie die sukzessive Einführung des Output-Floors zu einem signifikanten Anstieg der RWA. So läge bspw. die CET1-Quote unter der Annahme der vollständigen Berücksichtigung der langfristigen Effekte aus Basel IV („Fully Phased In“) im Jahr 2023 bei 13,4% und damit 6,0%-Prozentpunkte unter der CET1-Quote nach Basel III von 19,4%. Im Planungsverlauf steigt die CET1-Quote nach Basel IV Fully Phased In auf 14,1% im Planjahr 2026. Dabei berücksichtigt die Aareal Bank gegenüber den mittelfristigen regulatorischen Mindestanforderungen nach Basel IV, dass das regulatorische Mindesteigenkapital sowie die Dividendenfähigkeit auch im Falle von schlechteren Planungsszenarien weiterhin erfüllt werden muss.

Benchmarking der Liquiditätsdeckungsquote ¹⁴⁷

in %



Quellen: Capital IQ, Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

419. Die Liquiditätsdeckungsquote, die als Quotient aus liquiden Aktiva hoher Qualität und den Nettomittelabflüssen des jeweiligen Jahres berechnet wird, liegt für Areal historisch über dem Peer Group Median, jedoch noch innerhalb der Bandbreite. Die Liquiditätsdeckungsquote misst den Liquiditätspuffer der betreffenden Bank, wobei hier regulatorisch ein Mindestwert von 100% erreicht werden muss. Die Liquiditätsquote von über 200% von Areal zeigt daher an, dass der Liquiditätsbestand der Areal ausreichend ist und sogar über dem Median-Niveau der Peer Group liegt. Nach einem erneuten prognostizierten Rückgang im Jahr 2024 auf 173% steigt die Liquiditätsdeckungsquote in den Jahren 2025 und 2026 auf 174% bzw. 172%. Auch die prognostizierten Werte für die Jahre 2024 bis 2026 liegen in der historischen Bandbreite der Peer Group.

4.4.4. Ergebnis zur Analyse der Planungsrechnung

420. Zur Gewährleistung einer konsistenten Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten sind die wesentlichen Annahmen und Prämissen der Planungsrechnung analysiert und im Rahmen einer Benchmarking-Analyse plausibilisiert worden.
421. Der Planungsprozess von Areal erfolgt grundsätzlich in einem mehrstufigen Top-Down/Bottom-Up Ansatz im Gegenstromverfahren. Zudem erfolgt quartalsweise eine Aktualisierung der Planungsrechnung im regulären Planungsprozess. Die Planungsrechnung umfasst eine detaillierte Planung der Gewinn- und Verlustrechnung der Bilanz und von Kapital und Liquidität, wobei insbesondere die Planung des Zinsüberschusses, der Risikovorsorge, des regulatorischen

¹⁴⁷ Bereinigt um Close Brothers, bei denen die Nettomittelabflüsse größer als die Liquide Aktiva hoher Qualität sind. Werte stammen aus den Offenlegungsberichten für die Jahre 2021 und 2022 und für das Jahr 2023: BNP Paribas: Jahresende 2023: <https://invest.bnpparibas/en/document/risk-factors-dated-1-february-2024>; UniCredit: Q3 Offenlegungsbericht; NatWest: Geschäftsjahr 2023 Ergebnispräsentation; Commerzbank: vorläufige Ergebnispräsentation 2023; Bankinter: Integrated Annual Report 2023; Credito Emiliano: vorläufige Ergebnispräsentation 2023; Banca Sondrio: vorläufige Ergebnispräsentation 2023; Paragon: „Pillar III disclosure“ for the 30. September 2023. LCR-Wert für das Jahr 2023 für Areal basiert auf dem Base case „Baseline“ per 30. September 2023 und ab dem Jahr 2024 für Areal auf „Normative ILAAP – Base TD 24-26“.

Eigenkapitals und der risikogewichteten Aktiva sowie die Bilanzplanung auf konsistenten Annahmen zur Entwicklung der Kredit- bzw. Refinanzierungs- und Einlagenvolumina beruht. Dabei erfolgte jeweils eine Simulation der Plangrößen auf Basis des Portfoliobestands und der bestehenden Kundenkonditionen sowie der Fortentwicklung des Portfolios durch Neugeschäft, Rückzahlungen und Prolongationen. Dabei werden die Annahmen auf aktuelle Zinsstrukturdaten und makroökonomische Daten gestützt.

422. In Bezug auf die Analyse der Planungstreue konnten keine systematischen Plan-Ist Abweichungen festgestellt werden, wenngleich die Planung der Risikovorsorge in der Historie nicht erfüllt werden konnte und insofern die Planungsrechnung insgesamt ambitioniert erscheint.
423. Die geplante Entwicklung des Zinsüberschusses ist durch den Anstieg der Kredit- und Finanzierungsvolumina und die Entwicklung der Margen im Zusammenhang mit dem Rückgang des Zinsniveaus begründet. Insbesondere wird das strategische Ziel eines Volumens des Kreditportfolios von EUR 36 Mrd. bis 2026 erfüllt. Die geplanten Margen auf die Portfoliobestände erscheinen vor dem Hintergrund der historisch realisierten Margen und der im Neukundengeschäft geplanten Margen unter Berücksichtigung der aktuellen Zinsstrukturkurve ambitioniert.
424. Auch die Planung der Risikovorsorge basiert auf einer Portfoliosimulation unter Berücksichtigung historischer Ausfallwahrscheinlichkeiten und der erwarteten Verluste. Aufgrund der historischen Plan/Ist-Abweichungen, die auch im Rahmen des On-Site Inspection Reports der deutschen Bundesbank im Rahmen eines Planungsreviews angemerkt wurden, erscheint die Planung der Risikovorsorge durch die Aareal sachgerecht, aber vergleichsweise niedrig. Dies betrifft insbesondere auch die durch das Expected Loss Modell nur tlw. prognostizierten Effekte für die Risiken im US-Portfolio.
425. Die innerhalb der BU-Planung im Bottom-Up Verfahren ermittelten Verwaltungskosten verhalten sich im Planungszeitraum relativ stabil, so dass die geplante Entwicklung der CIR primär durch die Abnahme des Zinsüberschusses getrieben ist.
426. Die Planung des Eigenkapitals berücksichtigt die regulatorischen Vorgaben nach Basel III und auch die sukzessive Einführung von Basel IV. Hiernach steigen die risikogewichteten Aktiva der Aareal Bank signifikant an, so dass die im Planungszeitraum vergleichsweise hohe CET1-Quote nach Basel III bei vollständigem Übergang auf Basel IV im Zeitverlauf deutlich abnimmt.
427. Darüber hinaus wurden die wesentlichen Kennzahlen der Planungsrechnung mit den historischen und von Analysten geschätzten zukünftigen Kennzahlen der Peer Group-Unternehmen verglichen. Die von der Aareal geplanten Kennzahlen liegen dabei in der für die Peer Group beobachtbaren Bandbreite und erscheinen plausibel. Sofern Abweichungen bestehen, z.B. bei der niedrigeren Cost-Income-Ratio der Aareal Bank, sind diese auf das Geschäftsmodell der Aareal Bank zurückzuführen. Die geplante Eigenkapitalrentabilität der Aareal liegt noch über der historisch erreichten Eigenkapitalrentabilität der Aareal.

428. Aufgrund der von uns durchgeführten Analysen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, der Planung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanzplanung inklusive Preis-Mengen-Gerüst, den Benchmarking-Analysen mit der Peer Group, den mit dem Management von Aareal geführten Gesprächen und der Analyse des Planungsprozesses wird die Planungsrechnung als insgesamt plausibel erachtet. Die Planungsrechnung wurde unangepasst übernommen, jedoch wurde die Aktualisierung des Zinsüberschusses auf Basis der Zinsstrukturkurven zum 16. Februar 2024 sowie die Aktualisierung in Bezug auf operationelle Risiken berücksichtigt.

4.5. Konvergenz- und Fortführungsphase

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

430. Befindet sich das Unternehmen zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht in dem für den Ansatz der Fortführungsphase erforderlichen „eingeschwungenen Zustand“, z.B. aufgrund eines noch nicht nachhaltigen Wachstums, sind in der Fortführungsphase als zweite Phase entsprechende Annahmen zu treffen, die einen Ansatz der Fortführungsphase ermöglichen.¹⁴⁸ Der „eingeschwungene Zustand“ beschreibt eine nachhaltige Ertrags- und Vermögenslage, in der sämtliche Posten der Gewinn- und Verlustrechnung mit der nachhaltigen Wachstumsrate wachsen und sich insofern keine Veränderungen von wesentlichen Werttreibern mehr ergeben. Auf diese Weise können außerordentliche Effekte in der Planung angepasst und die Planung in nachhaltige Schätzgrößen überführt werden. Dieser Vorgehensweise wurde gefolgt. Dabei wurde zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses eine detaillierte Modellierung der finanziellen Überschüsse vorgenommen und in eine ewige Rente in der Fortführungsphase umgerechnet.

Nachhaltiges Ergebnis

431. Zum Ende der Detailplanungsphase im Jahr 2026 befindet sich Aareal noch nicht in dem für den Ansatz der ewigen Rente erforderlichen eingeschwungenen Zustand. Dies ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass die der Zinsüberschussplanung zugrundeliegenden Margen des Kreditgeschäfts und der Refinanzierungen, die Planung der Festzinsposition der Bank, der risikogewichteten Aktiva und der CET1-Quote unter Basel IV Fully phase-in noch nicht den nachhaltigen Zustand erreicht haben. Entsprechend sind bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse im Rahmen der Konvergenzphase Überleitungen auf die nachhaltigen finanziellen Überschüsse vorzunehmen.

432. Die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses bzw. der nachhaltigen finanziellen Überschüsse basiert auf einer detaillierten Modellierung der Gesamterträge, insbesondere des nachhaltigen Zinsüberschusses, welche auf Basis der Aktiv- und Passivvolumina und der jeweiligen Spreads

¹⁴⁸ Vgl. WP Handbuch II, 2014, Rz. A 238 für die Begründung zur Verwendung einer Konvergenz- oder Grobplanungsphase.

vorgenommen wird. Alle weiteren Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung wurden im Wesentlichen entsprechend der nachhaltigen Wachstumsrate oder quotal auf das nachhaltige Niveau überführt. Darüber hinaus erfolgte eine Top Level-Plausibilisierung der getroffenen Annahmen anhand der Eigenkapitalrentabilität in der ewigen Rente.

433. Der nachhaltige Zinsüberschuss beruht auf der Annahme, dass die im letzten Planjahr erreichten Volumina mit der nachhaltigen Wachstumsrate fortgeschrieben werden. Insbesondere geht die Aareal davon aus, dass das Zielfortfoliovolumen der gewerblichen Immobilienfinanzierungen von EUR 36,0 Mrd. im Planjahr 2026 erreicht wird und anschließend fortzuschreiben ist. Dabei gehen die im Planungszeitraum im historischen Vergleich stark angestiegenen Margen auf das nachhaltige Niveau zurück, die aber noch über den historischen Margen, insbesondere der vom Niedrigzinsumfeld besonders geprägten Jahre 2020 und 2021, liegen.
434. Auf der Passivseite ist die Entwicklung der Margen der Hypothekendarlehen vergleichsweise stabil. In der Bestandsentwicklung wachsen langfristig die Darlehensbestände mit niedrigen Spreads aus dem Niedrigzinsumfeld heraus, da u.a. die EZB nicht mehr die Darlehen zu „vergünstigten“ Konditionen nachfragt. Da jedoch die Besicherung der Hypothekendarlehen solide ist, werden die Spreads des Neukundengeschäfts in der Aareal Planung langfristig fortgeschrieben. Die Renditen und Spreads der Senior Preferred und Senior Non-preferred sowie der Nachrangdarlehen sind von den derzeitigen Unsicherheiten im gewerblichen Immobilienumfeld geprägt. Während die Spreads im Zusammenhang mit der US Office Krise derzeit auf absoluten Höchstständen notieren wird langfristig von einer Normalisierung der Spreads ausgegangen. Allerdings liegt die Normalisierung über dem historischen Niveau.
435. In Bezug auf die Einlagen der Wohnungswirtschaft wurde bereits im Planungszeitraum von einem Rückgang der Spreads, insbesondere der Sichteinlagen, ausgegangen, welche den Rückgang des ESTR-Referenzzinssatzes reflektiert.
436. Darüber hinaus wurden die übrigen Positionen des Zinsüberschusses entsprechend des Portfoliowachstums fortgeschrieben. Die Aufwendungen aus der Festzinsposition dagegen entfallen langfristig, da die in Vergangenheit eingegangenen Festzinspositionen der Bank auslaufen.
437. Insgesamt steigt der Zinsüberschuss von EUR 883 Mio. im letzten Planjahr auf EUR 893 Mio. in der ewigen Rente. Dabei beträgt der Aktiv-Passiv Spread (Zinsüberschuss im Verhältnis der Aktiva) rd. 1,6% und liegt damit noch über dem historischen Durchschnitt von rd. 1,3% seit dem Jahr 2003.
438. Die Risikovorsorge wird langfristig in Höhe von 0,5% des Immobilienfinanzierungsportfolio fortgeschrieben. Hierbei wurde berücksichtigt, dass in der Vergangenheit die geplante Risikovorsorge aufgrund von Prognoseungenauigkeiten des Expected Loss Modells häufig nicht erreicht werden konnte. Dabei entspricht die Fortschreibung der Erwartung der Bundesbank als Regulator und dem Durchschnitt der historischen Risikovorsorge der Aareal von rd. 0,6% und dem Peer Group Niveau von 0,4% über einen Zeitraum der letzten 10 Jahre.

439. Die Verwaltungskosten wurden mit der nachhaltigen Wachstumsrate fortgeschrieben. Bestehende Kostensenkungsprogramme wurden im Detailplanungszeitraum erfasst. Die nachhaltige Cost-Income-Ratio liegt am unteren Ende der Bandbreite der Peer Group für die Jahre 2021 bis 2023, ist jedoch vor allem durch die Entwicklung des Zinsüberschusses getrieben.
440. Steuern vom Einkommen und Ertrag wurden entsprechend der Steuerquote von 30% fortgeschrieben. Steuerliche Verlustvorträge wurden als Sonderwert separat berücksichtigt.
441. Die nachhaltige Eigenkapitalrentabilität der Aareal Bank beträgt 5,2% und liegt damit leicht über der durchschnittlichen Eigenkapitalrentabilität der Aareal-Bank im Zeitraum 2014 bis 2023 i.H.v. 5,1%. Diese Eigenkapitalrendite berücksichtigt aufgrund der von der Aareal angenommenen Entkonsolidierung nicht die Eigenkapitalrentabilität der Aareon. Die nachhaltige Eigenkapitalrendite der Aareal Bank inkl. der Aareon beträgt dagegen 10,3% und liegt deutlich über dem langfristigen Peer Group-Durchschnitt und auch über den im Planungsverlauf realisierten Eigenkapitalrenditen.
442. Die Planung des nachhaltigen Eigenkapitalbestands berücksichtigt die regulatorischen Eigenkapitalforderungen nach Basel IV Fully Phased In. Die RWA steigen auf Basis der sukzessiven Einführung des Output-Floors. Hierbei wurde entsprechend des Portfoliowachstums eine Inflationierung der RWA berücksichtigt. Zusätzlich wurde ein Anstieg der RWA auf Basis einer zu erwartenden Einführung von regulatorischen Vorschriften zur Bildung von risikogewichteten Aktiva für Zinsänderungsrisiken im Bankbuch erfasst. Die entsprechenden risikogewichteten Aktiva wurden als Säule I-Anforderung berücksichtigt. Alternativ könnte eine Umsetzung als regulatorische Eigenkapitalanforderungen in Säule II als Kapitalpuffer in Frage kommen, was eine Erhöhung der CET1-Quote und insofern eine vergleichbare Eigenkapitalbindung zur Folge hätte.
443. Langfristig wird von einer CET1-Quote von 14,5% nach Basel IV Fully Phased In ausgegangen und stellt die wesentliche Annahme der Planung des bilanziellen Eigenkapitals sowie des regulatorischen Eigenkapitals dar. Die CET1-Quote von 14,5% berücksichtigt, dass sowohl die Aareal als auch die Peer Group-Unternehmen in der Vergangenheit stets gegenüber den regulatorischen Mindestanforderungen einen Kapitalpuffer vorwiesen, um in Bad-Case Szenarien die notwendige Eigenkapitalausstattung aufrechtzuerhalten. Zudem ist die Aareal Bank als Spezialbank für Immobilienfinanzierung aufgrund der dortigen Risiken im Zusammenhang mit der US Office Krise und abnehmenden Immobilienpreise in Europa und sich verschlechternden LTV-Ratios im Fokus des Regulators und insofern von höheren Eigenkapitalanforderungen betroffen. Die Abhängigkeit wird durch den Exit der Aareon zudem erhöht. Vor diesem Hintergrund erscheint die langfristige CET1-Quote von 14,5% angemessen.
444. Zudem wird nachhaltig eine Ausschüttungsquote von 50% bei der Ermittlung des Ertragswerts nach persönlichen Steuern im Rahmen der unmittelbaren Typisierung angenommen.

Nachhaltige Wachstumsrate

445. Bei der Planungsrechnung von Aareal handelt es sich um eine nominale Planung. Bei der Diskussion von nachhaltigem Wachstum der finanziellen Überschüsse für den Ansatz der Fortführungsphase muss auf nominales Wachstum abgestellt werden. Dieses setzt sich ökonomisch aus Preissteigerungen bzw. inflationsbedingtem Wachstum und realem Wachstum zusammen. Reales Wachstum wiederum kann Mengenwachstum und Struktureffekte (Produktmixverschiebungen) beinhalten. In der Bewertungspraxis wird bei der Prognose der Fortführungsphase regelmäßig ausschließlich von inflationsbedingtem Wachstum ausgegangen. Die Berücksichtigung von realem Wachstum über die Detailplanungsphase hinaus erfolgt häufig nicht. Da für die Schätzung der nachhaltigen Wachstumsrate jedoch die nominale Branchenwachstumsrate und die Marktposition des Unternehmens relevant ist, ist es notwendig, zur Schätzung der nachhaltigen, nominalen Wachstumsrate neben preisbedingtem Wachstum auch andere Komponenten einzubeziehen. Die angesetzte nachhaltige Wachstumsrate beträgt 2,0% p.a.
446. Der Haupttreiber für das Wachstum der finanziellen Überschüsse der Aareal ist die Entwicklung der Aktiv- und Passivvolumina und der daraus resultierende Zinsüberschuss. Da die Volumina der Bank maßgeblich von der Entwicklung der Geldmenge und damit der Inflation abhängen, wird zur Ableitung der nachhaltigen Wachstumsrate zunächst auf allgemeine Verbraucherpreisindizes abgestellt.
447. Zur Beurteilung der langfristigen Wachstumsrate ziehen wir die Studie des Internationalen Währungsfonds (IWF) „World Economic Outlook“ heran. Schätzgrundlage für langfristige Inflationsraten bieten die Inflationsziele der Zentralbanken, welche unter Zuhilfenahme von geldpolitischen Maßnahmen verfolgt werden. Zum Bewertungsstichtag ist die Aareal vorwiegend auf den europäischen Markt und speziell Westeuropa fokussiert. Zudem verfügt die Aareal Bank u.a. über wesentliche Kreditportfolien in den USA und Großbritannien. Auch ihre Passiva bestehen hauptsächlich aus Kundeneinlagen der Wohnungswirtschaft sowie diverse Kapitalmarktinstrumente in Euro. Da auch die Planung der Gesellschaft vollständig in Euro erfolgt, muss zur Berücksichtigung von Inflation hauptsächlich auf diese Währung abgestellt werden. Deshalb sind für die Aareal im Wesentlichen Inflations-schätzungen für Deutschland und für den Euroraum relevant. Die Europäische Zentralbank verfolgt ein Inflationsziel von 2,0% für Europa.¹⁴⁹ Bereits in der Vergangenheit war zu beobachten, dass das inflationäre Wachstum regelmäßig um den von den Zentralbanken angegebenen Zielwert schwankt, wenngleich im Zeitraum 2015 bis 2020 die Inflationsrate tlw. auch unter dem Inflationsziel von 2,0% lag. Trotz der hohen Inflationsraten in den Jahren 2021, 2022 und 2023 wird prognostiziert, dass sich langfristig die Inflationsrate wieder dem Zielniveau von 2,0% angleicht. Dies gilt im Übrigen auch für die Inflationsraten in Großbritannien und den USA.
448. In Anbetracht dieser Tatsache halten wir die zum Bewertungsstichtag geltende Zielrate von 2,0% für einen sinnvollen Richtwert. Inflationsraten und Schätzungen anderer Währungsräume (z.B. für Fremdwährungsgeschäfte) sind für die Diskussion von nachhaltigem nominalen Wachstum wegen der Planung in der einheitlichen Währung und der Berücksichtigung der Hedging-

¹⁴⁹ Vgl. EZB, 2011, S. 7 und 64.

Kosten für Fremdwährungen von untergeordneter Bedeutung, da nachhaltig Arbitragefreiheit zwischen Inflation und Wechselkursen angenommen wird.

449. Im Allgemeinen versuchen die Zentralbanken¹⁵⁰, die Geldmenge¹⁵¹ der jeweiligen Währungs-räume mit Instrumenten der Geldpolitik zu steuern. Zentrales Ziel der EZB ist hierbei die Gewährleistung der Preisstabilität, d.h. einer Zielinflationsrate von 2,0% im Euroraum,¹⁵² da sie von einem engen Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation ausgeht.¹⁵³ Deshalb muss die EZB die umlaufende Geldmenge kontrollieren und setzt einen Referenzwert für das von ihr gewünschte Geldmengenwachstum fest. Die wesentlichen geldpolitischen Instrumente zur Steuerung der Geldmenge sind die sog. Offenmarktpolitik und sog. Refinanzierungspolitik, in deren Rahmen die EZB Geldschöpfung betreibt. Unter Geldschöpfung versteht man die Vermehrung der Geldmenge einer Volkswirtschaft. An deren Prozess sind jedoch nicht nur die Zentralbank, sondern auch die Geschäftsbanken beteiligt. Im Eurosystem kann zwar zunächst nur die EZB sog. Zentralbankgeld schaffen, z.B. indem sie einer Geschäftsbank einen Kredit gewährt oder ihr Vermögenswerte abkauft und ihr im Gegenzug den entsprechenden Betrag als Sichteinlage auf einem Konto bei sich gutschreibt. Die Geschäftsbanken können sich ihre Sichteinlagen in Zentralbankgeld in Banknoten und Münzen (also den gesetzlichen Zahlungsmitteln) auszahlen lassen und das Bargeld dann an ihre Kunden auszahlen. Auf diese Weise erfolgt die Schöpfung von neuem Geld, dem sog. Giralgeld,¹⁵⁴ auch Buchgeld genannt. Geschäftsbanken können über die eingezahlten Sichteinlagen ihrer Kunden überwiegend bargeldlos verfügen und damit einen Großteil davon an andere Bankkunden als Kredit weitergeben. Die Hauptquelle der Geldschöpfung ist somit die Kreditgewährung der Geschäftsbanken.¹⁵⁵ Mit der Geldschöpfung der Banken erhöht sich zugleich deren Bedarf an Zentralbankgeld. Zum einen wird in der Regel ein bestimmter Teil des neu geschaffenen Bankengeldes in Bargeld umgetauscht und zum anderen wachsen mit den Bankeinlagen die Mindestreserveverpflichtungen der Kreditinstitute. Durch Gestaltung der Zinskonditionen und sonstigen Bedingungen, zu denen die EZB Zentralbankgeld bereitstellt,¹⁵⁶ kann sie mittelbar den gesamtwirtschaftlichen Geldschöpfungsprozess beeinflussen.¹⁵⁷
450. Da der Geldschöpfungsprozess der EZB, d.h. das Geldmengenwachstum, über die Geschäftsbanken gesteuert wird, würde eine Geschäftsbank, die nicht vollständig an diesem Geldschöpfungsprozess z.B. in Form von Kreditgewährung, partizipiert, Marktanteile gegenüber anderen

¹⁵⁰ In diesem Fall die EZB.

¹⁵¹ Im Euroraum: sog. Geldmengenaggregat M3, dieses umfasst Bargeld, Sichteinlagen, Termineinlagen, kurzfristige Schuldverschreibungen und Spareinlagen mit dreimonatiger Kündigungsfrist.

¹⁵² Vgl. Tz. 447.

¹⁵³ Denn Preissteigerungen sind auf Dauer nicht ohne eine Ausweitung der Geldmenge möglich. Wenn das Wachstum des BIP mit der Entwicklung der sich im Umlauf befindlichen Geldmenge nicht Schritt halten kann, steigt die Gefahr einer wachsenden Inflationsrate.

¹⁵⁴ Da der bargeldlose Zahlungsverkehr stetig an Bedeutung gewinnt, kommt insbesondere dem Giralgeld bei der Geldschöpfung eine immer größere Rolle zu.

¹⁵⁵ Eine weitere Möglichkeit der Geldschöpfung der Geschäftsbanken ist die Kreditvergabe an andere Geschäftsbanken. Diese können mit dem erhaltenen Geld wiederum selbst Kredite vergeben.

¹⁵⁶ Vgl. oben genannte geldpolitische Instrumente: Offenmarktpolitik und Refinanzierungspolitik.

¹⁵⁷ Vgl. Deutsche Bundesbank, Abruf am 14. Juli 2015:

https://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Glossar/_functions/glossar.html?lv2=32032&lv3=62224

https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Dossier/Service/schule_und_bildung_kapitel_3.html?nn=136160¬First=true&docId=147672#chap

Geschäftsbanken verlieren und somit keine nachhaltige Marktposition einnehmen. Zudem wären die geldpolitischen Maßnahmen der EZB bzgl. der Steuerung der Inflation bzw. der Inflationserwartung in ihrer Wirksamkeit erheblich eingeschränkt. Insofern erscheint eine Orientierung an dem Geldmengenwachstum zur Ableitung der Wachstumsrate der Kredit- und Refinanzierungsvolumina sachgerecht. Zugleich hängt die langfristige Planung des Zinsüberschusses von den geplanten Kredit- bzw. Refinanzierungsvolumen ab, ebenso wie die langfristig zu erwartende Risikovorsorge. Bei der Diskussion von erwartetem Preiswachstum ist auch zu berücksichtigen, dass einzelne Branchen oder einzelne Unternehmen individuellen Preissteigerungsraten unterliegen können, welche von den Verbraucherpreisindizes abweichen. In Bezug auf die Zinsüberschüsse könnte dies auf eine Veränderung der Margen oder eine Verschiebung des Produktmixes zurückzuführen sein. Da die Kundenkonditionen auf Referenzzinsen beruhen, die an effizienten Geld- und Kapitalmärkten, festgestellt werden, liegt seitens der Kunden eine hohe Preistransparenz vor, so dass nicht davon auszugehen ist, dass langfristig Margeneffekte zu einer Abweichung der unternehmensspezifischen Inflation von Verbraucherpreisentwicklung führen. Andererseits findet an den Kapitalmärkten eine fortlaufende Risikobewertung statt, so dass risikoadjustiert keine Ausweitung der Margen erwartet werden kann. Darüber hinaus sind Produktmixverschiebungen seitens der Aareal Bank nicht vorgesehen. Diese sind ohnehin regulatorisch nur eingeschränkt realisierbar.

451. Grundsätzlich verfügt die Aareal bei gewerblichen Immobilienfinanzierungen und bei den Einlagen der Wohnungswirtschaft über eine starke Marktposition. Allerdings herrscht im Kreditgeschäft ein starker Wettbewerb, sodass allenfalls von zunehmendem Preis- und Margendruck ausgegangen werden muss. Andererseits ist aber auch davon auszugehen, dass die Aareal insbesondere bei den Einlagen aufgrund einer hohen Kundenträgheit Preissteigerungen gut an die Kunden weitergeben kann. In Bezug auf die Pfandbriefemissionen und sowie Senior Preferred und Senior Non-preferred Anleihen ist langfristig davon auszugehen, dass sich die Spreads normalisieren.
452. Darüber hinaus hängt die Entwicklung des finanziellen Überschusses von den Verwaltungskosten ab. Hier ist aber davon auszugehen, dass sich diese langfristig an der Inflation orientieren und keine Kostensenkungen zu berücksichtigen sind, die ein höheres Wachstum der finanziellen Überschüsse begründen könnten.
453. Auch die Prognosen bzgl. des BIP-Wachstums als übergeordneten Markttreiber für das Geschäftsmodell der Aareal geben einerseits keine Veranlassung, von einer geringeren nachhaltigen Wachstumsrate als 2,0% auszugehen. Der IWF schätzt das jährliche reale BIP-Wachstum für Deutschland im Zeitraum 2023 bis 2028 auf durchschnittlich 1,2% und für den Euroraum auf 1,25%.
454. In einer Gesamtbeurteilung aller Wachstumskomponenten halten wir vor dem Hintergrund der strategischen Ausrichtung der Aareal und der geplanten Wachstumsentwicklung im Detailplanungszeitraum bis 2026 eine nachhaltige nominale Wachstumsrate von insgesamt 2,0% für sachgerecht, da wir aufgrund der zuvor angeführten Argumente zumindest von der Erreichung eines Wachstums in Höhe der Zielrate der Inflation in Europa bzw. der Eurozone ausgehen.

4.6. Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber Gewinn- und Verlustrechnung, Kennzahlen und Werttreiber Aareal in EUR Mio. / in %

	Bereinigte Historie			Planung			Konvergenz					TV	
	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030	FY2031		FY2032
Zinsüberschuss	597	702	978	878	873	883	902	877	851	842	858	876	893
Provisionsüberschuss	245	277	307	356	35	38	39	39	40	41	42	43	43
Sonstiges Ergebnis	-23	23	-51	30	19	27	28	28	29	30	30	31	31
Gesamterträge	819	1.002	1.234	1.265	927	948	969	945	920	912	930	949	968
davon Segmente SPF & BDS	613	773	1.002	1.003	927	948	969	945	920	912	930	949	968
Wachstum in %	n/a	22,3%	23,2%	2,5%	-26,7%	2,3%	2,1%	-2,4%	-2,7%	-0,8%	2,0%	2,0%	2,0%
Risikoversorge	-133	-192	-441	-350	-221	-167	-182	-185	-189	-193	-197	-201	-205
Gesamterträge (nach Risikoversorge)	686	810	794	914	707	781	787	759	731	719	734	748	763
in % der Gesamterträge	83,8%	80,8%	64,3%	72,3%	76,2%	82,3%	81,2%	80,4%	79,4%	78,8%	78,8%	78,8%	78,8%
Verwaltungsaufwand	-507	-545	-548	-581	-372	-378	-386	-393	-401	-409	-417	-426	-434
davon Segmente SPF & BDS	-320	-328	-341	-365	-372	-378	-386	-393	-401	-409	-417	-426	-434
Cost-Income-Ratio Segmente SPF & BDS ¹⁾	48,3%	38,9%	31,7%	35,7%	39,3%	39,1%	39,8%	41,6%	43,6%	44,9%	44,9%	44,9%	44,9%
Sonstige betriebliche Erträge	-	-	-	1.172	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Außerordentliches Ergebnis (Rückanpassungen Bereinigungen)	-24	-26	-96	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Betriebsergebnis	155	239	149	1.506	335	403	401	366	329	310	316	323	329
davon Segmente SPF & BDS	150	242	221	289	335	403	401	366	329	310	316	323	329
in % der Gesamterträge	18,9%	23,9%	12,1%	119,1%	36,1%	42,5%	41,4%	38,8%	35,8%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
Ertragsteuern	-87	-86	-101	-97	-100	-121	-120	-110	-99	-93	-95	-97	-99
Effektive Steuerquote (in %)	56,1%	36,0%	68,0%	6,4%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Konzernergebnis	68	153	48	1.409	234	282	281	256	231	217	221	226	230
in % der Gesamterträge	8,3%	15,3%	3,9%	111,4%	25,3%	29,7%	29,0%	27,1%	25,1%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%
davon nicht beherrschenden Anteilen zugeordnet	1	0	-23	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
davon AT1-Investoren zugeordnet	14	15	29	32	30	30	30	31	31	32	33	33	34
davon Stammaktionären zugeordnet	53	138	42	1.371	204	252	251	226	199	185	189	192	196
Cost-Income-Ratio	61,9%	54,4%	44,4%	45,9%	40,1%	39,9%	39,8%	41,6%	43,6%	44,9%	44,9%	44,9%	44,9%
Eigenkapital (Buchwert)	2.761	2.958	2.866	2.965	3.067	3.193	3.297	3.401	3.505	3.609	3.713	3.788	3.863
CET1	2.327	2.468	2.661	2.791	2.892	3.013	3.117	3.221	3.325	3.429	3.533	3.607	3.683
CET1-Quote (Basel IV phase-in)	22,3%	19,3%	19,4%	18,1%	18,7%	18,6%	17,5%	16,5%	15,7%	15,0%	14,5%	14,5%	14,5%
Risikogewichtete Aktiva (Basel IV phase-in)	10.446	12.782	13.720	15.442	15.462	16.183	17.836	19.488	21.141	22.794	24.447	24.936	25.434
Eigenkapitalrentabilität	2,0%	5,1%	1,5%	6,9%	6,9%	8,2%	7,8%	6,8%	5,9%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%
Verschuldete Eigenkapitalkosten	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Eigenkapitalrentabilität - Verschuldete Eigenkapitalkosten	-9,6%	-6,5%	-10,1%	36,2%	-4,7%	-3,4%	-3,8%	-4,8%	-5,7%	-6,3%	-6,4%	-6,4%	-6,4%
Eigenkapitalrentabilität (Aareal Bank & Aareon)				6,7%	8,4%	10,5%	11,9%	11,0%	10,3%	10,1%	10,4%	10,3%	10,3%

Quellen: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

Bilanz Aareal - Aktivseite

in EUR Mio.

	Bereinigte Historie			Planung			Konvergenz						TV
	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030	FY2031	FY2032	
Cash und Geldmarktforderungen	8.205	7.339	3.954	1.943	2.674	2.166	2.250	2.333	2.415	2.497	2.579	2.631	2.683
Immobilienfinanzierungsportfolio	30.048	30.901	32.876	34.000	35.000	36.006	36.726	37.460	38.209	38.974	39.753	40.548	41.359
Wertpapierportfolio	8.378	6.660	7.300	8.302	8.257	8.214	8.378	8.546	8.717	8.891	9.069	9.250	9.435
Unverzinsliche Aktiva	2.097	2.431	2.703	2.597	1.339	1.207	1.231	1.256	1.281	1.306	1.332	1.359	1.386
Summe Aktiva	48.728	47.331	46.833	46.842	47.269	47.592	48.584	49.594	50.622	51.668	52.733	53.788	54.864

Quellen: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

Bilanz Aareal - Passivseite

in EUR Mio.

	Bereinigte Historie			Planung			Konvergenz						TV
	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030	FY2031	FY2032	
Geldmarktverbindlichkeiten	9.501	5.761	6.134	6.084	5.026	4.974	5.073	5.175	5.278	5.384	5.492	5.602	5.714
Wohnungswirtschaftliche Einlagen	11.717	13.115	12.669	12.318	13.252	13.138	13.400	13.668	13.942	14.221	14.505	14.795	15.091
Öffentliche Pfandbriefe	1.734	1.296	1.119	984	687	548	559	570	582	593	605	617	630
Hypothekendarlehen	10.620	10.823	11.759	12.485	13.163	13.649	13.922	14.200	14.484	14.774	15.069	15.371	15.678
Senior Unsecured / Nachträge / CP	9.651	9.231	8.320	8.165	9.075	9.092	9.274	9.460	9.649	9.842	10.039	10.239	10.444
Eigenkapital	2.761	2.958	2.866	2.965	3.067	3.193	3.297	3.401	3.505	3.609	3.713	3.788	3.863
Sonstige Passiva	2.744	4.147	3.966	3.841	2.998	2.998	3.058	3.119	3.182	3.245	3.310	3.376	3.444
Summe Passiva	48.728	47.331	46.833	46.842	47.269	47.592	48.584	49.594	50.622	51.668	52.733	53.788	54.864

Quellen: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

5. KAPITALKOSTEN

455. Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftig zu erwartenden finanziellen Überschüsse mit geeigneten Kapitalkosten auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Diese werden aus dem (erwarteten) Ertrag und dem Preis der im Vergleich zum Bewertungsobjekt besten alternativen Kapitalverwendung gebildet. Ökonomisch gesehen bilden die Kapitalkosten die Entscheidungsalternative eines Investors ab, der die Rendite seiner Investition in ein bestimmtes Unternehmen mit der Rendite einer entsprechenden Alternativanlage in Unternehmensanteilen vergleicht. Die Kapitalkosten repräsentieren dann die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage, wenn diese dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.¹⁵⁸
456. Für die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern gemäß IDW S 1 wird der Cashflow to Equity-Ansatz der DCF-Methode verwendet. Dabei werden die finanziellen Überschüsse bzw. der Cashflow to Equity vor persönlichen Steuern unter Anwendung der mittelbaren Typisierung gemäß IDW S 1 angewendet.
457. Im Rahmen der Ertragswert-Methode wird der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern auf Grundlage der unmittelbaren Typisierung nach IDW S 1 ermittelt.
458. Grundlage für diese Wertermittlung sind jeweils die den Eigenkapitalgebern zufließenden finanziellen Überschüsse. Demnach werden die den Eigenkapitalgebern zufließenden finanziellen Überschüsse mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten diskontiert, die den durchschnittlichen Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber entsprechen.

¹⁵⁸ Vgl. IDW S 1, Tz. 113ff.

5.1. Eigenkapitalkosten

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

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

mit

$r_{EK}^{V;nSt}$: Verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern

$r_{f(n.pers.Steuern)}$: Risikoloser Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)

β_V : Verschuldeter Betafaktor („levered Betafaktor“)

$MRP_{(n.pers.Steuern)}$: Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)

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

5.1.1. Basiszinssatz

461. Der Basiszinssatz repräsentiert die Rendite einer (quasi) risikofreien und fristadäquaten Anlage. Für die Schätzung des Basiszinssatzes kann eine Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen zugrunde gelegt werden, da die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten, fristadäquaten Zerobondfaktoren die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz gewährleisten. Die Zinsstruktur zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko.

462. Zur Schätzung der Zinsstrukturkurve¹⁵⁹ kann auf die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank oder der EZB zurückgegriffen werden. Bei Verwendung einer Zinsstrukturkurve ist grundsätzlich für jedes Jahr mit dem entsprechenden laufzeitadäquaten Zinssatz zu diskontieren. Alternativ kann aus der Zinsstrukturkurve auch ein einheitlicher Basiszinssatz über den gesamten Zeitraum, d.h. beginnend mit dem ersten Jahr, berechnet und verwendet werden (sog. barwertäquivalenter Zins).

463. Auf dieser Grundlage gehen wir unter Verwendung der veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank zum Bewertungsstichtag von einem einheitlichen Basiszinssatz von gerundet 2,5% vor persönlichen Steuern aus.

¹⁵⁹ Schätzung anhand der Svensson-Methode.

464. Nach Berücksichtigung der Abgeltungsteuer i.H.v. 25% und dem Solidaritätszuschlag i.H.v. 5,5% ergibt sich ein einheitlicher Basiszinssatz nach persönlichen Steuern von 1,84%.

5.1.2. Risikozuschlag

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

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

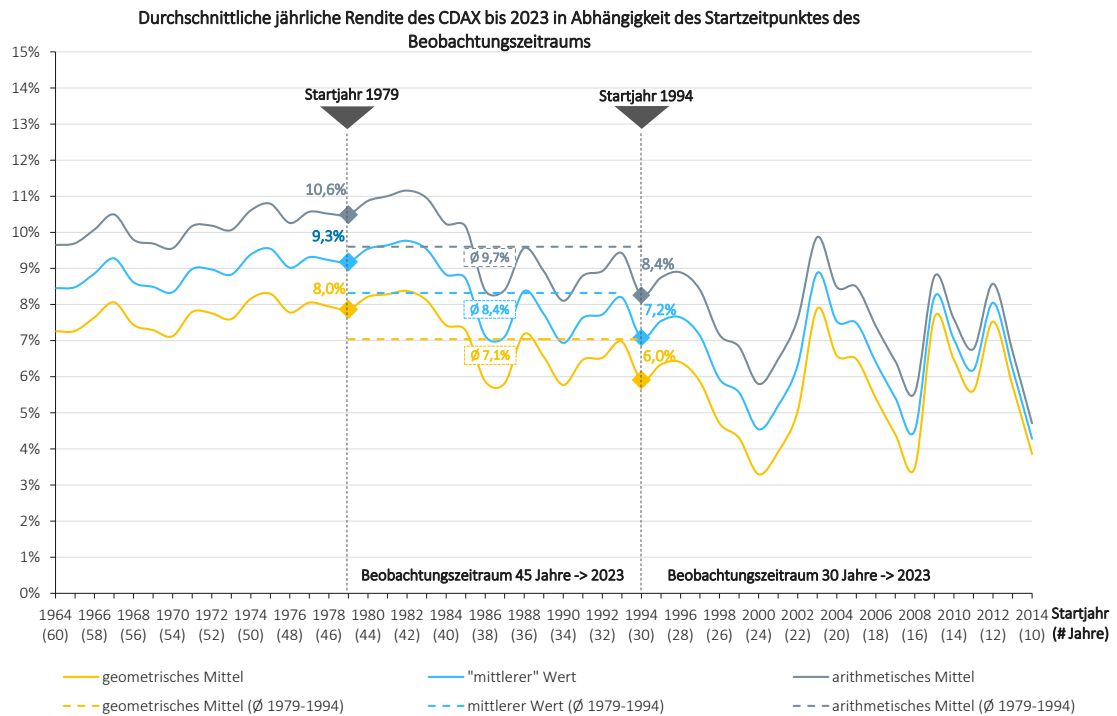
Marktrisikoprämie

467. Die Marktrisikoprämie wird als Differenz zwischen dem Erwartungswert der langfristigen Renditen eines Marktportfolios, bestehend aus riskanten Wertpapieren, und dem zum Bewertungsstichtag aktuellen risikolosen Basiszinssatz, der durch die risikofreie Verzinsung von Staatsanleihen repräsentiert wird, definiert.

468. Kapitalmarktuntersuchungen haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Anleihen. Historisch beobachtbare Gesamtrenditen für ein Marktportfolio bewegen sich – in Abhängigkeit vom Betrachtungszeitraum und der Art der Mittelwertbildung – langfristig in einer Bandbreite von 7,1% bis 9,7% vor persönlichen Steuern.¹⁶⁰

¹⁶⁰ Eigene Analyse unter Berücksichtigung des CDAX als Marktportfolio und verschiedener Laufzeiten.

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



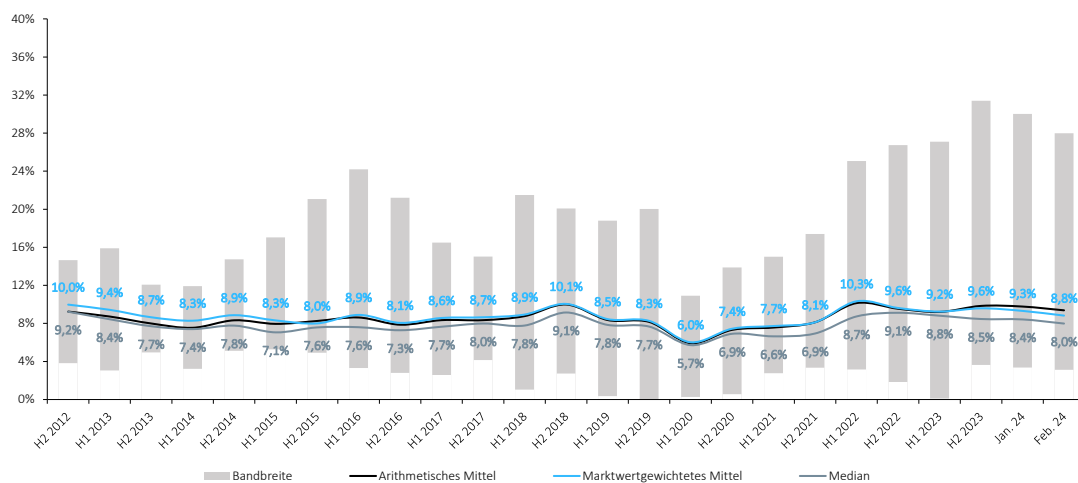
Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ und von der Deutsche Bundesbank - Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode)

- 469. Da historische berechnete Gesamtrenditen abhängig vom Betrachtungszeitraum sind und historische Zeitreihen durch unter anderem die Finanzmarktkrise seit 2007 sowie die anschließende Niedrigzinsphase beeinflusst sind, können hier Sensitivitäten in den Ergebnissen entstehen. Daher können zudem anhand der Schätzungen von Analysten historische implizite Marktrenditen abgeleitet werden. Diese basieren auf der Marktkapitalisierung der Unternehmen und den Ergebnisprognosen der Analysten, wobei hier unterschiedliche Prognosen für die Perioden verwendet werden können. Dabei bezieht sich die Prognose t+1 auf das jeweils aktuelle Geschäftsjahr (Einperiodenmodell) und die Prognose t+2 auf das darauffolgende Geschäftsjahr.
- 470. Auf Basis der Prognose t+1 liegt die implizite Marktrendite im Zeitraum H2 2012 bis zum Bewertungsstichtag für den DAX¹⁶¹ im marktwertgewichteten Durchschnitt in einer Bandbreite von 6,0% bis 10,3% vor persönlichen Steuern, während sich der marktwertgewichtete Durchschnitt für den Monat Februar 2024 auf 8,8% beläuft. Im Zeitraum Januar 2023 bis Februar 2024 beträgt die implizite Marktrendite im Durchschnitt 9,2%.

¹⁶¹ Eigene Analyse von ValueTrust. Hinweis: Da für die Unternehmen des CDAX keine ausreichenden Analystenprognosen vorlagen, wurde hier auf den DAX abgestellt.

Implizite Marktrendite – DAX (t+1)

in %

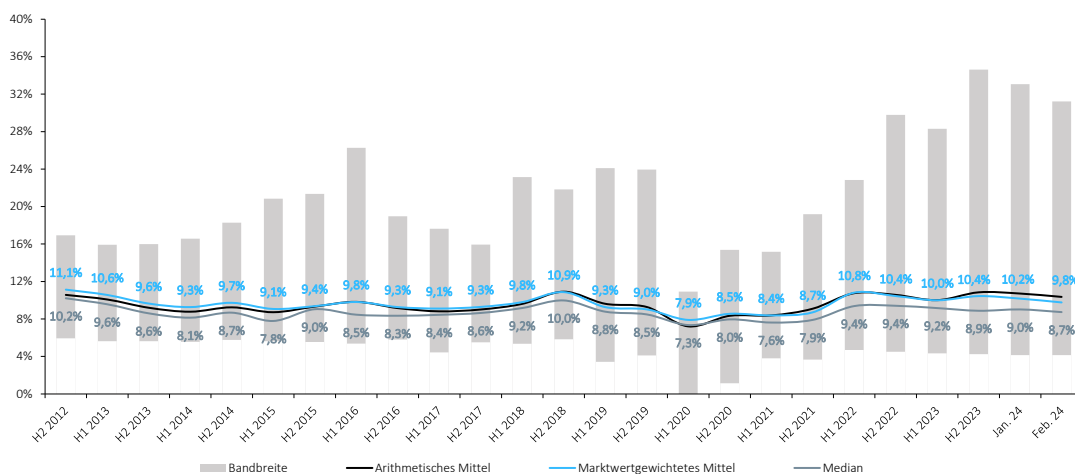


Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ und von der Deutsche Bundesbank - Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode)

471. Dabei traten die niedrigen impliziten Renditen von 6,0% bis 8,1% in den Jahren 2020 und 2021 aufgrund der Covid-19 Einflüsse auf. Die vergleichsweise hohen impliziten Renditen in H1 2022 sind auf den Beginn des Russland-Ukraine-Konfliktes zurückzuführen. Seit dem 2. Halbjahr 2022 verhielten sich die impliziten Marktrenditen relativ stabil. Außerdem ist die Bandbreite der impliziten Renditen gegenüber den Zeiträumen vor Covid-19 ausgeweitet, was für eine Zunahme der wirtschaftlichen Risiken spricht.
472. Da die Analystenschätzung t+1 von sehr kurzfristigen konjunkturellen Entwicklungen geprägt sein können, werden nachfolgend die impliziten Marktrenditen über den Zeitraum t+2 dargestellt:

Implizite Markttrendite – DAX (t+2)

in %



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

- 473. Die implizite Markttrendite für den Prognosezeitraum t+2 liegt im Februar 2024 bei 9,8%, wobei sich der Verlauf der impliziten Renditen im letzten Jahr mit denen des Zeitraums t+1 deckt. Im Zeitraum Januar 2023 bis Februar 2024 beträgt die implizite Markttrendite t+2 im Durchschnitt 10,1%.
- 474. Die Einbeziehung der Unternehmen des MDAX in das Modell der impliziten Markttrendite bestätigen die für den DAX vorgenommenen Analysen. Die impliziten Renditen auf Basis der Analysenschätzungen für den DAX und MDAX für t+1 liegen seit Juli 2023 im marktwertgewichteten Durchschnitt in einer Bandbreite von 8,7% bis 9,9% vor persönlichen Steuern. Im Februar 2024 beträgt die implizite Rendite 8,7% und im Zeitraum Januar 2023 bis Februar 2024 im Durchschnitt bei 9,2%. Für den Prognosezeitraum t+2 ergeben sich Werte von 9,6% bis 10,6% als Bandbreite und einem Wert von 9,7% für Februar 2024 und im Zeitraum Januar 2023 bis Februar 2024 im Durchschnitt bei 10,1%. Aus diesen Analysen ergeben sich keine Anhaltspunkte dafür, dass Investoren in Zukunft eine andere Gesamttrendite fordern.
- 475. Gemäß der Empfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW („FAUB“) vom 22. Oktober 2019 ist eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. 6,0% bis 8,0% zu unterstellen.¹⁶² Auch in der Situation des Ukraine-Krieges orientiert sich der Kapitalisierungszinssatz laut FAUB in der Empfehlung vom 20. März 2022 an langfristigen Analysen von durchschnittlichen Markttrenditen auf deren Basis der FAUB die Marktrisikoprämie weiterhin in einer Größenordnung von 6,0% bis 8,0% sieht.¹⁶³ Für die Nachsteuerbetrachtung hat der FAUB eine Bandbreite von 5,0% bis 6,5% empfohlen.

¹⁶² Vgl. Sitzung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW vom 22. Oktober 2019: <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158>.

¹⁶³ Vgl. Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen vom 20. März 2022: <https://www.idw.de/blob/135162/ae068030dbc7af2e7e74d9ae1875bfab/down-ukraine-idw-fachlin-unternehmensbewertung-data.pdf>

476. Nach Abzug des risikolosen Basiszinssatzes vor persönlichen Steuern von 2,5% deuten die impliziten Renditen auf Basis des DAX und des DAX und MDAX jeweils im Zeitraum Januar 2023 bis Februar 2024 von im Durchschnitt 9,2% bis 10,1% derzeit auf eine Marktrisikoprämie im Bereich von 7,0% und 7,5% innerhalb der vom FAUB empfohlenen Bandbreite hin. Bei der Betrachtung nach persönlichen Steuern korrespondiert dies mit einer Marktrisikoprämie i.H.v. 5,75% bis 6,00% nach persönlichen Steuern. Zudem ist es in der Praxis der Unternehmensbewertung für aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen verbreitet, den Mittelwert der empfohlenen IDW-Bandbreite zu verwenden.
477. In den nachfolgenden Wertableitungen wird daher eine Marktrisikoprämie 5,75% nach persönlichen Steuern angewendet. In der Sensitivitätsberechnung nach persönlichen Steuern wird zudem die Marktrisikoprämie von 6,00% verwendet.

Betafaktor

478. Die im vorherigen Abschnitt diskutierte Marktrisikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Das unternehmensspezifische Risiko wird nach dem CAPM im sogenannten Betafaktor ausgedrückt. Da die Aareal Bank AG ein börsennotiertes Unternehmen war, kann zur Schätzung eines angemessenen Betafaktors zunächst der eigene Betafaktor der Aareal Bank AG herangezogen werden, sofern dieser einen adäquaten Schätzer für das in der Planungsrechnung abgebildete Risiko des Geschäftsmodells darstellt. Dies ist insbesondere zutreffend, wenn die Unternehmensstrategie und –ausrichtung der Vergangenheit im Wesentlichen unverändert in der Zukunft fortgeführt wird, der Aktienkurs als Grundlage für die Ermittlung des Betafaktors im relevanten Beobachtungszeitraum nicht durch Sondereinflüsse verzerrt ist, keine Liquiditätsengpässe bestanden und die Regressionsanalyse einen belastbaren statistischen Zusammenhang zwischen der Aktienrendite und Indexrendite darlegt.
479. Da der Börsenkurs durch den Verlauf des ersten und des zweiten Übernahmeangebots und des Erwerbsangebots im Zuge des Delisting über einen längeren Zeitraum beeinflusst war und sich von der Entwicklung der Referenzindizes abgekoppelt hat, kann das Eigenbeta der Aareal Bank AG zu einem aktuellen Stichtag nicht zur Schätzung des Betafaktors herangezogen werden. Insofern ist zur Bestimmung des Eigenbeta auf einen Zeitraum vor Beeinflussung des Börsenkurses durch das erste Übernahmeangebot abzustellen: ¹⁶⁴

Aareals Eigenbeta vor der Bestätigung von Gesprächen bezüglich einer möglichen Übernahme (6. Oktober 2021)

Unternehmen	Index	t-Wert		R ²		Beta verschuldet	
		5 Jahre 2021 - 2017 monatlich	2 Jahre 2021 - 2020 wöchentlich	5 Jahre 2021 - 2017 monatlich	2 Jahre 2021 - 2020 wöchentlich	5 Jahre 2021 - 2017 monatlich	2 Jahre 2021 - 2020 wöchentlich
Aareal Bank AG	CDAX Index (Total Return)	7,56	9,94	49,6%	49,2%	1,51	1,32

Quellen: CapitalIQ, ValueTrust Analyse

480. Der verschuldete Betafaktor der Aareal Bank AG vor der ersten öffentlichen Bestätigung von Gesprächen bezüglich einer möglichen Übernahme beträgt bei der Verwendung von fünf Jahren und monatlichen Renditen 1,51 und bei der Verwendung von zwei Jahren und wöchentlichen Renditen 1,32. Zusätzlich zur Analyse des Eigenbeta wird eine Analyse der Betafaktoren vergleichbarer Unternehmen und Branchen durchgeführt. Dieser Peer Group-Betafaktor weist – gewährleistet durch das Scoring – ein zum Bewertungsobjekt vergleichbares operatives Risiko auf und kann demnach zur Bestimmung der Kapitalkosten für das Bewertungsobjekt herangezogen werden.
481. Eine Analyse der identifizierten Vergleichsunternehmen im Hinblick auf die beobachtbaren Betafaktoren zeigt folgendes Bild:

¹⁶⁴ Vgl. hierzu auch Kapitel 6.3

Peer Group-Betafaktor – lokale Indizes

Unternehmen	Index	Beta verschuldet	
		5 Jahre	2 Jahre
		2024 - 2020 monatlich	2024 - 2023 wöchentlich
BNP Paribas SA	CAC All-Tradable Index	1,68	1,27
UniCredit S.p.A.	STOXX Italy Total Market (Composite)	1,64	1,33
NatWest Group plc	FTSE All-Share Index (GBP)	1,84	1,50
Commerzbank AG	CDAX Index (Total Return)	1,11	1,08
Bankinter, S.A.	MSCI Spain All Cap Index	1,13	0,90
Credito Emiliano S.p.A.	STOXX Italy Total Market (Composite)	1,07	0,95
Banca Popolare di Sondrio S.p.A	STOXX Italy Total Market (Composite)	1,43	1,08
Close Brothers Group plc	FTSE All-Share Index (GBP)	1,17	1,16
Paragon Banking Group PLC	FTSE All-Share Index (GBP)	1,93	1,21
Deutsche Pfandbriefbank AG	CDAX Index (Total Return)	1,40	0,96
Min		1,07	0,90
Median		1,42	1,12
Durchschnitt		1,44	1,14
Max		1,93	1,50

Quellen: CapitalIQ, ValueTrust Analyse

482. Der Betafaktor wird auf Basis wöchentlicher diskreter Renditen über einen Zeitraum von zwei Jahren sowie auf Basis monatlicher diskreter Rendite über einen Zeitraum von fünf Jahren berechnet. Dadurch werden sowohl die jüngsten Entwicklungen an den Kapitalmärkten berücksichtigt wie auch eventuelle kurzfristige Marktzyklen geglättet.
483. Im Zusammenhang mit der Relevanz der aus Börsenkursen der Peer Group-Unternehmen ermittelten Renditen ist ferner zu prüfen, ob die zur Ermittlung des Betafaktors herangezogenen Renditen nicht durch Verzerrungen der Börsenkurse der jeweiligen Vergleichsunternehmen beeinträchtigt sind. Im Rahmen dieser Analyse werden die Entwicklung der im freien Handelsverkehr befindlichen Aktien (sog. Free Float), sowie der Transaktionskosten (in Form des sog. Bid-Ask-Spreads) untersucht. Falls der Free Float gering ist sowie der Kurs von sonstigen nicht wertbezogenen Ereignissen beeinflusst ist, werden einzelne Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen aufgrund eingeschränkter „Marktgängigkeit“ der jeweiligen Aktien nicht im Rahmen der Ermittlung des Betafaktors berücksichtigt.
484. Da aufgrund des Geschäftsmodells von Banken eine Unterscheidung der operativen Risiken und des Kapitalstrukturrisikos nicht möglich ist, wurde eine Anpassung der spezifischen Verschuldung der Unternehmen (unlevern) nicht vorgenommen. Da die ausgewählten Banken den gleichen regulatorischen Vorschriften zur Vorhaltung von Eigenkapital und Liquidität unterliegen, ist der Verschuldungsgrad weitestgehend vergleichbar. ¹⁶⁵
485. Die ermittelten verschuldeten Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen liegen auf Basis der verwendeten lokalen Indizes durchschnittlich in einer Bandbreite von 1,14 bis 1,44.

¹⁶⁵ Vgl. Sterz (2007), Besonderheiten bei der Bewertung von Banken in der Praxis, S. 214 oder Schumacher/Rauss (2011), Bewertung von Banken – Eine Fallstudie, S. 47 f.

486. Zusätzlich zu den lokalen Indizes haben wir auch noch einen europäischen Marktindex für die Berechnung von Peer Group-Betafaktoren verwendet:

Peer Group-Betafaktor – MSCI Europe (Total Return)

Unternehmen	Index	Beta verschuldet	
		5 Jahre 2024 - 2020 monatlich	2 Jahre 2024 - 2023 wöchentlich
BNP Paribas SA	MSCI Europe Index	1,85	1,27
UniCredit S.p.A.	MSCI Europe Index	1,82	1,07
NatWest Group plc	MSCI Europe Index	1,62	1,34
Commerzbank AG	MSCI Europe Index	1,27	1,00
Bankinter, S.A.	MSCI Europe Index	1,02	n/a
Credito Emiliano S.p.A.	MSCI Europe Index	1,22	0,95
Banca Popolare di Sondrio S.p.A	MSCI Europe Index	1,69	1,04
Close Brothers Group plc	MSCI Europe Index	0,94	1,10
Paragon Banking Group PLC	MSCI Europe Index	1,86	1,09
Deutsche Pfandbriefbank AG	MSCI Europe Index	2,01	1,18
Min		0,94	0,95
Median		1,65	1,09
Durchschnitt		1,53	1,12
Max		2,01	1,34

Quellen: CapitalIQ, ValueTrust Analyse

487. In einer Gesamtbetrachtung der Peer Group-Betafaktoren und unter Berücksichtigung des Eigenbetafaktors von Aareal vor den Übernahmeangeboten erscheint ein Betafaktor von gerundet 1,3 bis 1,4 sachgerecht. Für die Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts wird von einem Betafaktor von 1,3 ausgegangen.

488. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern betragen somit bei einer Marktisikoprämie von 5,75% und eines Betafaktors von 1,3

$$1,84\% + 1,3 \times 5,75\% = 9,32\%.$$

489. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach Steuern betragen somit bei einer Marktisikoprämie von 6,0% und unter Verwendung eines Betafaktors von 1,3 in der Sensitivitätsberechnung

$$1,84\% + 1,3 \times 6,0\% = 9,64\%.$$

5.2. Wachstumsabschlag

490. Die Kapitalkosten müssen in der Fortführungsphase technisch um einen Wachstumsabschlag korrigiert werden, um die geplanten langfristigen Wachstumserwartungen zu berücksichtigen. Dieses nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag in den Kapitalkosten abbilden. Analog zur Herleitung und zum Ansatz der unter Kapitel 4.5 beschriebenen Wachstumsrate der nachhaltigen finanziellen Überschüsse wird in den Kapitalkosten ein Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente i.H.v. 2,0% (bei einer Marktrisikoprämie von 5,75% nach persönlichen Steuern) festgesetzt. Dies entspricht einem Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente nach persönlichen Steuern von 1,74%.

6. UNTERNEHMENSBEWERTUNG

491. Auf Basis der Gewinn- und Verlustrechnungen sowie der Plan-Bilanzen werden im Folgenden die finanziellen Überschüsse abgeleitet und der Wert des Eigenkapitals der Aareal Bank AG unter Berücksichtigung von nicht-beherrschenden Anteilen und Sonderwerten anhand der Ertragswertmethode nach persönlichen Steuern nach IDW S 1 ermittelt.
492. Zudem werden die so ermittelten Bandbreiten des Werts des Eigenkapitals den Ergebnissen der weiteren Bewertungsmethoden (Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren und Börsenkurs) im Sinne der Methodenpluralität gegenübergestellt.

6.1. Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1

6.1.1. Ertragswert

493. Vor dem Hintergrund des zugrundeliegenden Bewertungsanlasses, der Ermittlung einer angemessenen Abfindung nach § 327a AktG, besteht ein wesentlicher konzeptioneller Unterschied zwischen dem Cashflow-to-Equity-Ansatz (vor persönlichen Steuern) und der Ertragswertmethode nach IDW S 1 (nach persönlichen Steuern) in der Berücksichtigung von persönlichen Steuern auf Ebene der Anteilseigner. Bei der Ermittlung eines objektivierten Werts gemäß IDW S 1 im Rahmen der Ausgleichs- und Abfindungsbemessung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen ist gemäß den Grundsätzen des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 eine Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorzunehmen. Bei dieser Typisierung ist die Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person einzunehmen und die entsprechenden persönlichen Ertragssteuern sowohl bei der Ermittlung der zu diskontierenden Cashflow-Größe als auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes zu berücksichtigen (sog. Tax-CAPM).
494. Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswert-Methode nach IDW S 1 sind zusätzliche Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote relevant. Zur konsistenten Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen ist es notwendig, die nach den notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm, zu den erforderlichen Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens und zur Kapitalstruktur verbleibenden Ausschüttungen bewertungstechnisch in einen Dividendenanteil und einen Anteil fiktiver Thesaurierungen zu unterscheiden, da Dividenden und Kursgewinne, abgebildet durch fiktive Thesaurierungen, auf Ebene der Anteilseigner effektiv einer unterschiedlichen Steuerlast unterliegen. Nachhaltig wird von einer Ausschüttungsquote i.H.v. 50% ausgegangen.

495. Das steuerliche Einlagekonto der Aareal Bank AG beträgt zum 31. Dezember 2023 EUR 493,6 Mio. Da der ausschüttbare Gewinn mehr als EUR 2,1 Mrd. zum 31. Dezember 2023 beträgt, wird in der Planungsrechnung unter Berücksichtigung der jeweiligen Konzernergebnisse der Planperioden keine steuerliche Einlagenrückgewähr geplant. Insofern werden die geplanten Dividendenausschüttungen vollständig mit der Abgeltungssteuer belastet.¹⁶⁶
496. Die Ableitung der finanziellen Überschüsse nach persönlichen Steuern ergibt sich wie folgt:

Ableitung der finanziellen Überschüsse

in EUR Mio.

	Planung			Konvergenz						TV
	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030	FY2031	FY2032	
Konzernergebnis	1.370,6	204,1	252,5	250,7	225,6	199,2	185,0	188,7	192,5	196,3
Dividende (vor pers. Steuern)	1.271,3	102,1	126,2	146,7	121,6	95,2	81,1	84,8	118,2	98,2
Pers. Steuern auf Dividende	335,3	26,9	33,3	38,7	32,1	25,1	21,4	22,4	31,2	25,9
Dividende nach pers. Steuern	936,0	75,2	92,9	108,0	89,5	70,1	59,7	62,4	87,0	72,3
Fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	22,4
Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung (13%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	19,5
Finanzieller Überschuss (nach pers. Steuern)	936,0	75,2	92,9	108,0	89,5	70,1	59,7	62,4	87,0	91,7

Quellen: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

497. In Bezug auf die Kapitalkosten nach Tax-CAPM sind der risikolose Basiszinssatz und die Markt- risikoprämie jeweils nach persönlichen Steuern zu ermitteln. Der risikolose Basiszins beträgt nach persönlichen Steuern 1,84%.
498. Für Bewertungszwecke wird von einer Markt- risikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. von 5,75% ausgegangen, bei der Sensitivitätsberechnung beträgt die Markt- risikoprämie nach Steuern 6,00%. Bei Berücksichtigung der unmittelbaren Typisierung erfolgt ein Abzug der effektiven persönlichen Steuern auf die wachstumsbedingte Thesaurierung, sodass der Wachstumsab- schlag vor persönlichen Steuern i.H.v. 2,0% in der Nachsteuerbetrachtung 1,74% beträgt.
499. Hieraus ergibt sich folgender Kapitalisierungs- zinssatz bei Verwendung einer Markt- risikoprämie von 5,75% und eines Wachstumsab- schlags von 1,74%:

Ableitung der Kapitalkosten nach persönlichen Steuern

in %

	Planung			Konvergenz						TV
	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030	FY2031	FY2032	
Risikoloser Basiszinssatz (vor pers. Steuern)	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Persönliche Steuern (26,38%)	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
Risikoloser Basiszinssatz (nach pers. Steuern)	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Markt- risikoprämie (nach pers. Steuern)	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Verschuldeter Betafaktor	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Risikozuschlag	7,48%	7,48%	7,48%	7,48%	7,48%	7,48%	7,48%	7,48%	7,48%	7,48%
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%
Wachstumsab- schlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,74%
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsab- schlag	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%	7,58%

Quellen: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

¹⁶⁶ Der ausschüttbare Gewinn ist definiert als: steuerliches Eigenkapital abzgl. Gezeichnetes Kapital und steuerliches Einlagenkonto (minimal 0).

500. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern liegen bei einer Marktrisikoprämie von 5,75% nach persönlichen Steuern bei 9,32% vor Abzug des Wachstumsabschlags von 1,74%.
501. In der Sensitivitätsberechnung unter der Verwendung von einer Marktrisikoprämie von 6,00% nach persönlichen Steuern ergeben sich verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern von 9,64%:

Ableitung der Kapitalkosten nach persönlichen Steuern (Sensitivitätsberechnung)

in %

	Planung			Konvergenz						TV
	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030	FY2031	FY2032	
Risikoloser Basiszinssatz (vor pers. Steuern)	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Persönliche Steuern (26,38%)	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
Risikoloser Basiszinssatz (nach pers. Steuern)	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Marktrisikoprämie (nach pers. Steuern)	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Verschuldeter Betafaktor	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Risikozuschlag	7,80%	7,80%	7,80%	7,80%	7,80%	7,80%	7,80%	7,80%	7,80%	7,80%
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	9,64%	9,64%	9,64%	9,64%	9,64%	9,64%	9,64%	9,64%	9,64%	9,64%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,74%
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	9,64%	9,64%	9,64%	9,64%	9,64%	9,64%	9,64%	9,64%	9,64%	7,90%

Quellen: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

502. Unter der Verwendung einer Marktrisikoprämie von 5,75% nach persönlichen Steuern und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,74% nach persönlichen Steuern ergibt sich zum 31. Dezember 2023 ein Ertragswert von EUR 1.809,0 Mio.:

Ertragswert nach persönlichen Steuern

in EUR Mio. / in %

	Planung			Konvergenz						TV
	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030	FY2031	FY2032	
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	936,0	75,2	92,9	108,0	89,5	70,1	59,7	62,4	87,0	91,7
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,7%
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	7,6%
Barwertfaktor	0,91	0,84	0,77	0,70	0,64	0,59	0,54	0,49	0,45	5,92
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	856,2	62,9	71,2	75,6	57,4	41,1	32,0	30,6	39,0	543,0
Ertragswert zum 31. Dezember 2023	1.809,0									

Quellen: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

503. In der Sensitivitätsberechnung und unter der Verwendung einer Marktrisikoprämie von 6,00% nach persönlichen Steuern und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,74% nach persönlichen Steuern ergibt sich zum 31. Dezember 2023 ein Ertragswert von EUR 1.763,9 Mio.:

Ertragswert nach persönlichen Steuern (Sensitivitätsberechnung)

in EUR Mio. / in %

	Planung			Konvergenz						TV
	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030	FY2031	FY2032	
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	936,0	75,2	92,9	108,0	89,5	70,1	59,6	62,3	87,0	91,6
Verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,7%
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	7,9%
Barwertfaktor	0,91	0,83	0,76	0,69	0,63	0,58	0,53	0,48	0,44	5,53
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	853,7	62,5	70,5	74,8	56,5	40,4	31,3	29,8	38,0	506,4
Ertragswert zum 31. Dezember 2023	1.763,9									

Quellen: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

6.1.2. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

504. Im Rahmen der Analysen und der Gespräche mit den Planungsverantwortlichen wurden weitere Sachverhalte identifiziert, die als Sonderwerte in der Bewertung von Aareal zu berücksichtigen sind. Bei den nicht-beherrschenden Anteilen handelt es sich um die First Financial, die seit dem Jahr 2023 zu 74,9% der Aareon gehört und zu 25,1% bei der Aareal verblieben ist. First Financial wird im Aareon Teilkonzern vollkonsolidiert. Insofern erfolgte bei der Bewertung der Aareon ein Abzug des Minderheitenanteils für die Beteiligung der Aareal an der First Financial. Auf Seite der Aareal werden dagegen nach der Entkonsolidierung der Aareon die Beteiligungserträge geplant und fließen insofern in die Ermittlung des Ertragswerts ein. Um eine konsistente Bewertung des Minderheitenanteils zu gewährleisten, wird die Differenz EUR 13,5 Mio. als Sonderwert berücksichtigt. Diese basiert auf einer konsistenten Abbildung der Planung nicht-beherrschender Anteile zwischen Aareal und Aareon und resultiert aus den abweichenden Kapitalkosten der Aareal und der Aareon AG. Außerdem besitzt Aareal eine Kunstsammlung, für die Bewertungsgutachten vorliegen, die den Wert auf EUR 1,2 Mio. beziffern. Zudem werden „at equity“-Beteiligungen, die zum Fair Value bilanziert werden, mit dem Buchwert von EUR 10,1 Mio. berücksichtigt. Als Sonderwert wird zusätzlich die noch vorgenommene Ausschüttung des Kupons an AT1 Investoren i.H.v. EUR -29,2 Mio. für das Jahr 2023 berücksichtigt. Außerdem wird der Wertbeitrag der steuerlichen Verlustvorträge i.H.v. EUR 95,6 Mio. als Sonderwert hinzuaddiert, welcher im Wesentlichen auf die Aareal Capital Corporation und die Aareal Rom zurückzuführen ist.

505. In Summe betragen die Sonderwerte, die auf die oben genannten Umstände zurückzuführen sind, EUR 91,2 Mio.

6.1.3. Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1

506. Bei Verwendung einer Marktrisikoprämie von 5,75%, einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,74%, eines Betafaktors von 1,3 und unter Berücksichtigung des entsprechenden Ertragswerts i.H.v. EUR 1.809,0 Mio. zum 31. Dezember 2023, der Sonderwerte, bestehend aus nicht-beherrschenden Anteilen, der Kunstsammlung, Investments, der Ausschüttung an AT1 Investoren für das Jahr 2023 und den steuerlichen Verlustvorträgen, i.H.v. insgesamt EUR 91,2 Mio. beträgt der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern zum 3. Mai 2024 insgesamt EUR 1.958,5 Mio. Dies entspricht, bei 59,9 Mio. ausstehenden Aareal-Aktien, einem Wert von EUR 32,72 je Aktie:

Wert je Aareal-Aktie nach persönlichen Steuern

in EUR Mio.

Ertragswert zum 31. Dezember 2023	1.809,0
Sonderwerte	91,2
Sonderwert: Nicht-beherrschende Anteile	13,5
Sonderwert: Kunstsammlung	1,2
Sonderwert: Investments	10,1
Sonderwert: Ausschüttung an AT1 Investoren für das Jahr 2023	-29,2
Sonderwert: Steuerlicher Verlustvortrag	95,6
Wert des Eigenkapitals inkl. Sonderwerte zum 31. Dezember 2023	1.900,2
Aufzinsungsfaktor	1,03
Wert des Eigenkapitals inkl. Sonderwerte zum 3. Mai 2024	1.958,5
Aktienanzahl (in Mio.)	59,9
Wert je Aktie (in EUR)	32,72

Quellen: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

507. In der Sensitivitätsberechnung und unter der Verwendung einer Marktrisikoprämie von 6,00%, einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,74%, eines Betafaktors von 1,3 und unter Berücksichtigung des entsprechenden Ertragswerts i.H.v. EUR 1.763,9 Mio. zum 31. Dezember 2023, der Sonderwerte, bestehend aus nicht-beherrschenden Anteilen, der Kunstsammlung, Investments, der Ausschüttung an AT1 Investoren für das Jahr 2023 und den steuerlichen Verlustvorträgen, i.H.v. insgesamt EUR 91,2 Mio. beträgt der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern zum 3. Mai 2024 insgesamt EUR 1.914,0 Mio. Dies entspricht, bei 59,9 Mio. ausstehenden Aareal-Aktien, einem Wert von EUR 31,98 je Aktie:

Wert je Aareal-Aktie nach persönlichen Steuern (Sensitivitätsberechnung)

in EUR Mio.

Ertragswert zum 31. Dezember 2023	1.763,9
Sonderwerte	91,2
Sonderwert: Nicht-beherrschende Anteile	13,5
Sonderwert: Kunstsammlung	1,2
Sonderwert: Investments	10,1
Sonderwert: Ausschüttung an AT1 Investoren für das Jahr 2023	-29,2
Sonderwert: Steuerlicher Verlustvortrag	95,6
Wert des Eigenkapitals inkl. Sonderwerte zum 31. Dezember 2023	1.855,0
Aufzinsungsfaktor	1,03
Wert des Eigenkapitals inkl. Sonderwerte zum 3. Mai 2024	1.914,0
Aktienanzahl (in Mio.)	59,9
Wert je Aktie (in EUR)	31,98

Quellen: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

6.2. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

508. Neben der Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf Basis der Ertragswert-Methode werden Wertbandbreiten auf Basis der Multiplikator-Methode ermittelt. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße des Unternehmens und dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von börsennotierten Vergleichsunternehmen (Börsenmultiplikatoren) sowie aus vergleichbaren Transaktionen (Transaktionsmultiplikatoren) abgeleitet wird.

509. Im Konzept des IDW S 1 dient die vergleichende Bewertung anhand von Multiplikatoren der Plausibilisierung des Werts des Eigenkapitals. Insofern sind die abgeleiteten Multiplikatoren nicht als eigenständige Bewertung zu betrachten.

6.2.1 Bewertung anhand vergleichbarer notierter Unternehmen

510. Zur Bewertung von Aareal kommen zunächst die bei vergleichbaren Unternehmen am Kapitalmarkt beobachtbaren Börsenkurse und daraus abgeleitete Multiplikatoren in Betracht. Im Gegensatz zur Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group ist bei einer vergleichenden Marktbewertung anhand von Börsenmultiplikatoren nicht die Länge der historischen Börsennotierung, sondern vielmehr die Güte der zukunftsgerichteten Analystenschätzungen der Bezugsgrößen der Vergleichsunternehmen entscheidend. Daher können zunächst alle in der Peer Group-Auswahl¹⁶⁷ identifizierten Vergleichsunternehmen in die Bewertung einbezogen werden. Die nachfolgenden Analysen basieren auf Multiplikatoren des Jahres 2023 sowie auf Multiplikatoren der Planjahre 2024 bis 2026.

511. Als standardmäßiges Vorgehen wird bei der Durchführung von Multiplikator-Bewertungen regelmäßig auf Umsatz-, EBITDA- oder EBIT-Multiplikatoren abgestellt. Bei der Verwendung dieser wird durch die Verwendung einer Ergebnisgröße vor Steuern der gesamte Unternehmenswert inklusive Fremdkapital bewertet. Wie oben bereits beschrieben ist das Fremdkapital von Banken Teil des operativen Geschäftes und kann daher bei einer Multiplikator-Bewertung, die in einem Gesamtunternehmenswert resultiert, nicht in Abzug gebracht werden. Aus diesem Grund wird in dieser Gutachtlichen Stellungnahme lediglich auf Multiplikatoren zurückgegriffen, die den Marktwert des Eigenkapitals direkt ableiten. Entsprechend wurden die Kurs/Gewinn- und die Kurs/Buchwert-Multiplikatoren verwendet.

512. Die Kapitalmarktdaten, die der Bewertung anhand der Multiplikator-Methode zugrunde liegen, wurden zum Stichtag 8. März 2024 berücksichtigt.

513. Für die Ableitung von Multiplikatoren für Aareal wird zunächst die Planungsrechnung des Bewertungsobjekts mit den Schätzungen für die Peer Group-Unternehmen verglichen (vgl. Kapitel 4.4.1 und 4.4.2). Um angemessene Kurs/Buchwert- und Kurs/Gewinn-Multiplikatoren aus der Peer Group abzuleiten, wird auf die maßgeblich wertbeeinflussende Profitabilität abgestellt. Als Referenzgrößen werden der Buchwert des Eigenkapitals der Aareal zum 31. Dezember 2023 und zum 31. Dezember 2024 (inkl. Aareon) sowie das Konzernergebnis als Summe der Konzernergebnisse der Aareal und der Aareon verwendet.

514. Für die Bewertung mit Börsenmultiplikatoren haben wir im Folgenden jeweils auf eine Bandbreite zwischen dem Durchschnitt der gesamten Peer Group und dem Durchschnitt der Peer Group-Unternehmen Commerzbank und Unicredit abgestellt. Beide Unternehmen weisen wie auch die Aareal einen hohen Anteil des Pfandbriefgeschäfts in Deutschland und eine mit Aareal vergleichbare langfristige Eigenkapitalrentabilität auf.

¹⁶⁷ Vgl. Kapitel 2.4.

Kurs/Buchwert-Multiplikatoren

515. Für den Kurs/Buchwert-Multiplikator hat auf Basis unserer Analysen die Eigenkapitalrentabilität einen hohen Erklärungsgehalt:

Übersicht Finanzkennzahlen und Kurs/Buchwert-Multiplikatoren

	Eigenkapitalrentabilität				Kurs/Buchwert-Multiplikator	
	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2023	FY2024
BNP Paribas SA	6,7%	9,4%	9,8%	9,4%	0,70x	0,63x
UniCredit S.p.A.	16,6%	14,4%	12,0%	10,8%	0,73x	0,80x
NatWest Group plc	13,8%	9,6%	9,8%	9,5%	0,58x	0,61x
Commerzbank AG	8,3%	8,0%	8,3%	8,1%	0,50x	0,47x
Bankinter, S.A.	17,0%	16,5%	14,3%	13,2%	1,00x	0,99x
Credito Emiliano S.p.A.	17,5%	12,4%	11,3%	11,1%	0,71x	0,78x
Banca Popolare di Sondrio S.p.A	13,6%	11,3%	9,6%	9,4%	0,69x	0,79x
Close Brothers Group plc	4,9%	6,2%	3,9%	5,9%	0,83x	0,34x
Paragon Banking Group PLC	10,9%	12,8%	12,2%	11,8%	0,75x	0,99x
Deutsche Pfandbriefbank AG	3,5%	3,3%	4,4%	6,0%	0,27x	0,19x
Aareal Bank AG	1,5%	6,9%	6,9%	8,2%		
Min	3,5%	3,3%	3,9%	5,9%	0,27x	0,19x
25% Perzentil	7,1%	8,4%	8,7%	8,4%	0,61x	0,51x
Durchschnitt	11,3%	10,4%	9,6%	9,5%	0,68x	0,66x
Median	12,2%	10,5%	9,8%	9,5%	0,70x	0,70x
75% Perzentil	15,9%	12,7%	11,8%	11,0%	0,74x	0,79x
Max	17,5%	16,5%	14,3%	13,2%	1,00x	0,99x
Best Comps Durchschnitt	12,4%	11,2%	10,2%	9,4%	0,61x	0,64x
Best Comps Median	12,4%	11,2%	10,2%	9,4%	0,61x	0,64x

Quellen: Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

516. Für den Kurs/Buchwert-Multiplikator wird auf das Jahr 2023 und das Planungsjahr 2024 abgestellt, da anschließend von der Entkonsolidierung der Aareon ausgegangen wird. Analog zu den später gezeigten Kurs/Gewinn-Multiplikatoren wird bei den Kurs/Buchwert-Multiplikatoren die Bandbreite als Durchschnitt der gesamten Peer Group und Durchschnitt der am besten vergleichbaren Unternehmen UniCredit und Commerzbank („Best Comps“) bestimmt. Somit ergeben sich die für die Bewertung verwendeten Peer Group Multiplikatoren für die Jahre 2023 und 2024 von 0,68x bzw. 0,66x als Durchschnitt der gesamten Peer Group und Multiplikatoren von 0,61x bzw. 0,64x als Durchschnitt von UniCredit und Commerzbank.

Kurs/Gewinn-Multiplikatoren

517. Für den Kurs/Gewinn-Multiplikator hat ebenfalls die nachhaltige Eigenkapitalrentabilität einen hohen Erklärungsgehalt:

Übersicht Finanzkennzahlen und Kurs/Gewinn-Multiplikatoren

	Eigenkapitalrentabilität				Kurs/Gewinn-Multiplikator			
	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026
BNP Paribas SA	6,7%	9,4%	9,8%	9,4%	10,47x	7,02x	6,41x	6,31x
UniCredit S.p.A.	16,6%	14,4%	12,0%	10,8%	4,44x	6,22x	6,64x	6,73x
NatWest Group plc	13,8%	9,6%	9,8%	9,5%	4,29x	6,86x	6,18x	5,83x
Commerzbank AG	8,3%	8,0%	8,3%	8,1%	6,44x	6,17x	5,69x	5,46x
Bankinter, S.A.	17,0%	16,5%	14,3%	13,2%	6,38x	6,48x	6,93x	7,06x
Credito Emiliano S.p.A.	17,5%	12,4%	11,3%	11,1%	4,86x	6,36x	6,89x	6,88x
Banca Popolare di Sondrio S.p.A.	13,6%	11,3%	9,6%	9,4%	5,71x	7,23x	8,23x	8,20x
Close Brothers Group plc	4,9%	6,2%	3,9%	5,9%	16,88x	5,57x	8,74x	5,69x
Paragon Banking Group PLC	10,9%	12,8%	12,2%	11,8%	6,86x	8,00x	8,06x	7,72x
Deutsche Pfandbriefbank AG	3,5%	3,3%	4,4%	6,0%	7,64x	5,84x	4,34x	3,10x
Aareal Bank AG	1,5%	6,9%	6,9%	8,2%				
Min	3,5%	3,3%	3,9%	5,9%	4,29x	5,57x	4,34x	3,10x
25% Perzentil	7,1%	8,4%	8,7%	8,4%	5,08x	6,18x	6,23x	5,72x
Durchschnitt	11,3%	10,4%	9,6%	9,5%	7,40x	6,57x	6,81x	6,30x
Median	12,2%	10,5%	9,8%	9,5%	6,41x	6,42x	6,76x	6,52x
75% Perzentil	15,9%	12,7%	11,8%	11,0%	7,45x	6,98x	7,78x	7,02x
Max	17,5%	16,5%	14,3%	13,2%	16,88x	8,00x	8,74x	8,20x
Best Comps Durchschnitt	12,4%	11,2%	10,2%	9,4%	5,44x	6,19x	6,16x	6,09x
Best Comps Median	12,4%	11,2%	10,2%	9,4%	5,44x	6,19x	6,16x	6,09x

Quellen: Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

518. Für die Kurs/Gewinn-Multiplikatoren wird sowohl auf das letzte historische Jahr 2023 sowie die zukünftigen Planjahre 2024, 2025 und 2026 abgestellt, da die Analystenschätzungen für den Jahresüberschuss für zukünftige Jahre einen verlässlichen Schätzer darstellen.
519. Als Wertbandbreite wird auf den Durchschnitt der gesamten Peer Group und den Durchschnitt der Best Comps UniCredit und Commerzbank abgestellt. Auch hier stellt die langfristige Eigenkapitalrentabilität der Aareal inklusive Aareon einen hohen Erklärungsgehalt her, wobei zu berücksichtigen ist, dass Aareal inklusive Aareon eine geplante Eigenkapitalrentabilität von rund 10% erst langfristig erreichen wird.
520. Die für die Multiplikator-Bewertung verwendeten Kurs/Gewinn-Multiplikatoren liegen somit in einer Bandbreite von 5,44x bis 7,40x für das Jahr 2023, 6,19x bis 6,57x für das Jahr 2024, 6,16x bis 6,81x für das Jahr 2025 und 6,09x bis 6,30x für das Jahr 2026.

Wert des Eigenkapitals auf Basis der Börsenmultiplikatoren

521. Für die abschließende Bestimmung der aus den Börsenmultiplikatoren resultierenden Wertbandbreite haben wir im Folgenden wie bereits oben erwähnt jeweils auf eine Bandbreite zwischen dem Durchschnitt der gesamten Peer Group und dem Durchschnitt der Best Comps abgestellt.
522. Die Bandbreite des Eigenkapitals wird als Durchschnitt der ermittelten Wertbandbreiten durch die Kurs/Buchwert-Multiplikatoren und den Durchschnitt der Wertbandbreiten über alle

Kurs/Gewinn-Multiplikatoren ermittelt. Analog zum Ertragswertverfahren wird der so ermittelte Eigenkapitalwert um Sonderwerte angepasst.

523. Bei der Bewertung anhand der Multiplikator-Methode werden nach gängiger Bewertungspraxis Prämien (zum Beispiel Übernahmeprämien) und Abschläge (zum Beispiel Liquiditätsabschlag) auf die mit Börsenmultiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals berücksichtigt.
524. Konzeptionell liegt der Übernahmeprämie die Annahme zugrunde, dass Börsenmultiplikatoren lediglich die Preise von nicht-beherrschenden Anteilen widerspiegeln und Kontrolle an einem Unternehmen einen Wert hat, da dadurch eine suboptimale Geschäftspolitik verändert und Synergien mit dem Erwerber gehoben werden können. Konzeptionell muss die Übernahmeprämie in den sog. finanziellen Kontrollwert und den sog. strategischen Kontrollwert untergliedert werden,¹⁶⁸ wobei letzterer Rationalisierungs- und Synergieeffekte abbildet. Dementsprechend müssen bei der Betrachtung von Börsenmultiplikatoren die abgeleiteten Unternehmenswerte um einen finanziellen Kontrollaufschlag adjustiert werden.
525. Eichner (2017) hingegen untersucht in seiner Studie, inwiefern sich die in Europa beobachtbaren Übernahmeprämien in verschiedene Komponenten zerlegen lassen. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass in etwa ein Viertel bis ein Drittel der gesamten Übernahmeprämie auf die finanzielle Kontrollprämie zurückzuführen ist.
526. Auch wenn sich die oben genannten Studien nicht explizit mit der Bewertung von Banken und den hier verwendeten Multiplikatoren auseinandersetzen, so ist trotzdem der Ansatz einer finanziellen Kontrollprämie von 10,0% angemessen.
527. Nach dem Delisting werden die Aktien der Aareal Bank AG nicht mehr im regulierten Markt gehandelt, so dass die Anwendung eines Liquiditätsabschlages in Frage kommt. Studienergebnisse für deutsche Unternehmen ermitteln Liquiditätsabschläge auf Basis unterschiedlicher Untersuchungsansätze. Langemann (2014) ermittelt Liquiditätsabschläge für einen Analysezeitraum von 1959 bis 2013 im Median von 12%, stellt jedoch fest, dass Liquiditätsabschläge seit 2001 im Median bei rd. 5% liegen.¹⁶⁹ Dodel (2014) kommt zu dem Ergebnis, dass Liquiditätsabschläge für deutsche nicht börsennotierte Unternehmen insgesamt in einer Bandbreite von ca. 17%-30% liegen, jedoch weiterhin in Abhängigkeit der Parameter Branchenzugehörigkeit, angewendetem Multiplikator und weiteren Kriterien variieren.¹⁷⁰ Schiereck et al. (2016) ermitteln für den europäischen Kapitalmarkt Liquiditätsabschläge in Abhängigkeit des Vorhandenseins eines Kreditratings vor dem Börsengang eines Unternehmens in einer Bandbreite von rd. 4% bis 15%.¹⁷¹

¹⁶⁸ Vgl. Grbenic/Zunk, *The Value of Control: Transaktionsorientierte Kontrollprämien für Europa*, 2015, S. 16 ff; Eichner, *Übernahmeprämien bei M&A*, 2017, S. 191.

¹⁶⁹ Vgl. Langemann, A.: *Fungibilitätsabschläge: Sinnhaftigkeit und Quantifizierung*; *BewertungsPraktiker* Nr. 4/2014

¹⁷⁰ Vgl. Dodel, K.: *Calculating Value and Estimating Discounts in the New Market Environment*; 2014; Wiley-Verlag, München

¹⁷¹ Vgl. Schiereck/Kiesel/Sagalin: *Kreditratings und die Kapitalmarktperformance von Börsengängen in Kontinentaleuropa*, 352–35

528. Grundsätzlich legen diese Studienergebnisse einen Liquiditätsabschlag von 10% nahe, der in der Bewertungspraxis regelmäßig verwendet wird.
529. Die Bezugsgrößen von Aareal wurden folgendermaßen gewählt. Der Buchwert von Aareal ist der bilanzielle Eigenkapitalwert der Aareal Bank AG zum 31. Dezember 2023 bzw. zum 31. Dezember 2024. Für die Kurs/Gewinn-Multiplikatoren wurde als Bezugsgröße der Jahresüberschuss jeweils auf Basis zukünftiger Eigenkapitalbuchwerte und der nachhaltigen Eigenkapitalrentabilität von Aareal und Aareon zusammen, die erst ab 2031 erreicht wird, errechnet, um die langfristige Eigenkapitalrentabilität abzubilden.
530. Die Bandbreite des Wertes des Eigenkapitals vor Anpassungen beträgt EUR 1.808,6 Mio. bis EUR 1.990,5 Mio.:

Wertableitung anhand von Börsenmultiplikatoren in EUR Mio.

Börsenmultiplikatoren	Multiplikatoren Bandbreite		Aareal Bezugsgröße	Wertbandbreite	
	BestComps (Durchschnitt)	Durchschnitt		Min	Max
Kurs/Buchwert-Multiplikator 2023	0,61x	0,68x	2.865,8	1.748,2	1.948,8
Kurs/Buchwert-Multiplikator 2024	0,64x	0,66x	2.965,1	1.897,7	1.957,0
Ø Kurs/Buchwert-Multiplikator				1.822,9	1.952,9
Kurs/Gewinn-Multiplikator 2023	5,44x	7,40x	287,2	1.562,9	2.124,8
Kurs/Gewinn-Multiplikator 2024	6,19x	6,57x	297,2	1.840,5	1.953,4
Kurs/Gewinn-Multiplikator 2025	6,16x	6,81x	302,3	1.863,1	2.058,9
Kurs/Gewinn-Multiplikator 2026	6,09x	6,30x	313,7	1.910,9	1.975,3
Ø Kurs/Gewinn-Multiplikator				1.794,3	2.028,1
Wert des Eigenkapitals (Ø)				1.808,6	1.990,5
+ Kontrollprämie (10%)				180,9	199,0
- Liquiditätsabschlag (-10%)				-180,9	-199,0
+ Sonderwert: Kunstsammlung				1,2	1,2
+ Sonderwert: Investments				10,1	10,1
- Sonderwert: Ausschüttung an AT1 investoren für 2023				-29,2	-29,2
+ Sonderwert: steuerlicher Verlustvortrag				95,6	95,6
Wert des Eigenkapitals nach Anpassungen (Ø)				1.886,3	2.068,2
Anzahl ausstehender Aktien				59,9	59,9
Wert des Eigenkapitals nach Anpassungen je Aktie				31,51	34,55

Quellen: Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

531. Unter Berücksichtigung einer finanziellen Kontrollprämie i.H.v. 10%, einem Liquiditätsabschlag von 10% und einem Sonderwert i.H.v. insgesamt EUR 77,7 Mio. beträgt die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals auf Basis der Multiplikator-Methode nach Anpassungen EUR 1.886,3 Mio. bis EUR 2.068,2 Mio.
532. Dies entspricht bei einer Anzahl ausstehender Aareal-Aktien von rd. 59,9 Mio. einem Wert von EUR 31,51 bis EUR 34,55 je Aareal-Aktie.

6.2.2 Bewertung anhand vergleichbarer Transaktionen

533. Neben der Bewertung anhand von Börsenmultiplikatoren können alternativ Transaktionsmultiplikatoren verwendet werden. Der Unternehmenswert wird hierbei mithilfe beobachtbarer Transaktionen von Vergleichsunternehmen bestimmt, welche nicht zwingend börsennotiert sein müssen. Zur Ableitung dieser Multiplikatoren wird der gezahlte Kaufpreis der Vergleichsunternehmen ins Verhältnis zu einer Bezugsgröße gesetzt. Transaktionsmultiplikatoren weisen

gegenüber Börsenmultiplikatoren den Unterschied auf, dass sie regelmäßig für Anteilspakete und Mehrheitserwerbe beobachtbar sind.

534. Bei auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise durch die subjektiven Interessenslagen der Transaktionspartner beeinflusst werden. Die Transaktionspreise berücksichtigen beispielsweise Synergieeffekte und andere subjektive Erwartungshaltungen, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion realisierbar werden. Ferner sind Interdependenzen zwischen gezahlten Preisen und der Kaufvertragsgestaltung (zum Beispiel Garantien etc.) vorhanden. So können gezahlte Kaufpreise für Mehrheitsanteile Zu- oder Abschläge enthalten. Insgesamt wird in diesem Zusammenhang regelmäßig von sog. Übernahmeprämien gesprochen, die diese Effekte berücksichtigen, im Gegensatz zu Börsenmultiplikatoren, welche vor Übernahmegerüchten keine derartige Prämien enthalten. Die angesprochenen Effekte sind in der Praxis häufig beobachtbar, lassen sich jedoch i.d.R. nicht einzeln quantifizieren oder separieren. Teilweise können auch negative Prämien bzw. Abschläge beobachtet werden. Die Messung gezahlter Prämien (ohne deren überschneidungsfreie Aufspaltung in Einzeleffekte) ist bei Transaktionen börsennotierter Mehrheitsanteile aus der Differenz von (anteiliger) Marktkapitalisierung vor Übernahmegerüchten und gebotenen bzw. gezahltem Übernahmepreis möglich.
535. Es ist darauf hinzuweisen, dass im Wertkonzept gemäß IDW S 1 keine individuellen Synergien, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion entstehen (sog. Echte Synergien) berücksichtigt werden dürfen. Somit kommt den Transaktionsmultiplikatoren nur eine geringe Bedeutung zu.
536. Darüber hinaus ist bei Transaktionsmultiplikatoren auf den Zeitbezug der Transaktion zum Bewertungsstichtag zu achten. Transaktionspreise mit zeitlich großem Abstand zum Bewertungsstichtag sind nur eingeschränkt übertragbar, da sie zum Teil großen (Markt-)Schwankungen unterliegen können.¹⁷² Insofern wird die Aussagekraft dieses Ansatzes – v.a. gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren – für die Unternehmensbewertung eingeschränkt. Zudem besteht, wie auch bei den Börsenmultiplikatoren, die Möglichkeit von Marktverzerrungen, die zu nicht aussagekräftigen Transaktionspreisen führen können, sodass ggf. das Kriterium des Zeitbezugs zum Bewertungsstichtag zugunsten der Vermeidung der Fortschreibung temporärer Verzerrungen abgeschwächt werden muss.
537. Neben diesen Beschränkungen ist zudem regelmäßig die Datenbasis vergleichbarer Transaktionen eingeschränkt, da sie auf öffentlich verfügbaren Informationen beruht, für welche im Unterschied zu Börseninformationen keine vergleichbaren Veröffentlichungspflichten bestehen.
538. Aus einer Vielzahl von M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen wurden diejenigen ausgewählt, für die entsprechende Informationen und Kennzahlen öffentlich zugänglich sind.¹⁷³

¹⁷² Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 218, neben ihrer Kritik auch an Börsenmultiplikatoren.

¹⁷³ Über die Datenbanken S&P Capital IQ und Mergermarket.

Der Analysezeitraum umfasst die letzten zehn Jahre bis zum Bewertungsstichtag. Bei der Auswahl an vergleichbaren Unternehmen wurde analog zur Peer Group-Auswahl¹⁷⁴ vorgegangen und Transaktionen aus der Bankenbranche identifiziert. In einem weiteren Schritt haben wir ausschließlich Mehrheitstransaktionen ausgewählt, die ein Transaktionsvolumen von über EUR 10,0 Mio. aufwiesen, bei denen das Zielunternehmen den Sitz in Europa hat und welche in den letzten zehn Jahren durchgeführt wurden.

539. Wie bereits beschrieben, ist auf Basis ausschließlich öffentlich verfügbarer Informationen eine abschließende, fundierte Beurteilung der jeweiligen Transaktionen regelmäßig nicht umfassend möglich. Somit könnten die ausgewählten Transaktionen nicht bzw. nur sehr eingeschränkt vergleichbar sein. Insbesondere können gezahlte Prämien oder Abschläge in direktem Zusammenhang mit gewährten Garantien oder sonstigen Verpflichtungen im Rahmen des Kaufvertrags stehen. Trotz dieser Einschränkungen identifizieren wir folgende 31 Transaktionen und leiten daraus in Abhängigkeit der Datenverfügbarkeit Multiplikatoren ab:

Übersicht über die ausgewählten vergleichbaren Transaktionen in EUR Mio.

Transaktionsdetails						Transaktionsmultiplikatoren
Käuferunternehmen	Zielunternehmen	Land	Closing	Buchwert des Eigenkapital	Impliziter Eigenkapitalwert	Impliziter Kurs/Buchwert-Multiplikator
Advent International; Centerbridge Partners et al.	Aareal Bank AG	Deutschland	07.06.2023	3.607,8	1.975,3	0,55x
Crelan S.A.	AXA Bank Belgium NV	Belgien	31.12.2021	1.131,9	691,0	0,61x
Unicaja Banco, S.A.	Liberbank SA	Spanien	03.08.2021	n/a	763,5	n/a
Credito Emiliano S.p.A.	Cassa di Risparmio di Cento S.p.A.	Italien	24.07.2021	168,5	32,1	0,19x
Crédit Agricole Italia S.p.A.	Credito Valtellinese S.p.A.	Italien	19.05.2021	2.001,0	876,9	0,44x
CaixaBank, S.A.	Bankia, S.A.	Spanien	26.03.2021	14.441,1	4.292,5	0,30x
Alkemia Capital Partners; Argenthal & Company	Cassa di Risparmio di Orvieto S.p.A.	Italien	02.01.2021	67,5	75,4	1,12x
The Blackstone Group International Partners LLP	NIBC Holding N.V.	Niederlande	21.12.2020	2.034,5	1.095,4	0,54x
Intesa Sanpaolo SpA	Unione di Banche Italiane SpA	Italien	30.07.2020	11.130,0	5.486,3	0,49x
Ábanca Corporacion Bancaria SA	Banco Caixa Geral SA	Spanien	09.09.2019	532,7	365,0	0,69x
BPER Banca SpA	Unipol Banca SpA	Italien	31.07.2019	536,8	220,0	0,41x
Bank Millennium SA	Euro Bank SA (Poland)	Polen	31.05.2019	n/a	426,8	n/a
Aareal Bank AG	Düsseldorfer Hypothekbank AG	Deutschland	31.12.2018	269,3	162,0	0,60x
BAWAG Group AG & Consortium	HSH Nordbank AG	Deutschland	28.11.2018	4.378,0	1.053,7	0,24x
Cynergy Capital Ltd	Cynergy Bank Ltd	Vereinigtes Königreich	23.11.2018	n/a	n/a	0,96x
Bank BGZ BNP Paribas SA	Raiffeisen Bank Polska S.A (core bank business)	Polen	31.10.2018	815,0	775,0	0,95x
Legend Holdings Corporation	Banque Internationale à Luxembourg S.A.	Luxemburg	02.07.2018	1.390,3	1.706,1	1,23x
Bkb Beteiligungsholding AG	Oldenburgische Landesbank AG	Deutschland	07.02.2018	731,5	332,6	0,45x
BAWAG Group AG	Südwestbank AG	Deutschland	07.12.2017	719,5	641,0	0,89x
BC Partners; Pollen Street Capital Limited	Shawbrook Group plc	Vereinigtes Königreich	10.07.2017	585,2	989,1	1,69x
Valiant Holding AG	Triba Partner Bank AG	Schweiz	23.06.2017	92,5	72,9	0,79x
Raiffeisen International Bank-Holding AG	Raiffeisen Zentralbank Österreich AG	Österreich	18.03.2017	5.749,2	499,5	0,09x
CaixaBank SA	Banco BPI SA	Portugal	07.02.2017	1.844,0	1.622,2	0,88x
Banco Popolare Societa Cooperativa Scarl	Banca Popolare di Milano S.c. a r.l.	Italien	02.01.2017	5.141,5	5.004,9	0,97x
Sanjeev Gupta (Private investor)	Wylands Bank plc	Vereinigtes Königreich	21.12.2016	n/a	n/a	1,17x
Alior Bank S.A.	Bank BPH SA	Polen	04.11.2016	909,2	359,6	0,40x
Orange S.A.	Groupama Banque	Frankreich	04.10.2016	357,3	261,5	0,73x
Banca popolare dell'Emilia Romagna	Banca di Sassari S.p.A.	Italien	20.05.2016	264,8	359,8	1,36x
Banco de Sabadell, S.A.	TSB Banking Group plc	Vereinigtes Königreich	08.07.2015	2.549,9	2.387,0	0,94x
Aareal Bank AG	Westdeutsche Immobilien Servicing AG	Deutschland	31.05.2015	451,7	350,0	0,77x
CaixaBank, S.A.	Barclays Bank, S.A.	Spanien	02.01.2015	1.728,0	820,0	0,47x
Min				67,5	32,1	0,09x
Durchschnitt				2356,6	1162,0	0,72x
Median				909,2	691,0	0,69x
Max				14.441,1	5.486,3	1,69x
Deutsche Transaktionen (Durchschnitt)				1693,0	752,4	0,59x
Deutsche Transaktionen (Median)				725,5	495,5	0,57x

Quellen: Capital IQ, Mergermarket, ValueTrust Analyse

¹⁷⁴ Vgl. Kapitel 2.4.1.

- 540. Ausgehend von den zuvor durchgeführten Analysen der Börsenmultiplikatoren wird für die Bewertung mit Transaktionsmultiplikatoren auf die impliziten Kurs/Buchwert-Multiplikatoren abgestellt.
- 541. Da die Aareal Bank AG seit November 2023 nicht mehr börsennotiert ist, wurden die Multiplikatoren bei Transaktionen von öffentlichen Zielunternehmen um einen Liquiditätsabschlag von 10% bereinigt.
- 542. Wie aus obiger Abbildung zu entnehmen ist, befinden sich die am Markt beobachtbaren Kurs/Buchwert-Multiplikatoren in einer Bandbreite von 0,09x bis 1,69x. Demgegenüber befindet sich das arithmetische Mittel bzw. der Median bei 0,72x bzw. 0,69x und damit in etwa im Bereich der oben verwendeten Börsenmultiplikatoren.
- 543. Als am besten vergleichbare Transaktionen wurden die Transaktionen gewählt, bei denen das Zielunternehmen seinen Sitz in Deutschland hatte. Hierbei zeigten sich Kurs/Buchwert-Multiplikatoren von im Durchschnitt 0,59x, bzw. im Median 0,57x.
- 544. Analog zum Vorgehen bei den Börsenmultiplikatoren wurde erneut auf den Durchschnitt über die Grundgesamtheit und den Durchschnitt über die Auswahl der am besten vergleichbaren (hier deutschen) Transaktionen als Bandbreite abgestellt.

Wert des Eigenkapitals auf Basis von Transaktionsmultiplikatoren

- 545. Basierend auf den beobachteten Kurs/Buchwert-Multiplikatoren ergibt sich für die Aareal Bank AG die im Folgenden dargestellte Wertbandbreite für den Wert des Eigenkapitals analog zur Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf Basis von Börsenmultiplikatoren:

Wertbandbreite anhand der Multiplikator-Methode (Transaktionsmultiplikatoren)

in EUR Mio.

Transaktionsmultiplikatoren	Multiplikatoren Bandbreite		Aareal Bezugsgröße	Wertbandbreite	
	Deutsche Transaktionen (Durchschnitt)	Durchschnitt		Min	Max
Impliziter Kurs/Buchwert-Multiplikator	0,59x	0,72x	2.865,8	1.676,5	2.066,4
Wert des Eigenkapitals (Ø)				1.676,5	2.066,4
+ Sonderwert: Kunstsammlung				1,2	1,2
+ Sonderwert: Investments				10,1	10,1
- Sonderwert: Ausschüttung an AT1 investoren für 2023				-29,2	-29,2
+ Sonderwert: steuerlicher Verlustvortrag				95,6	95,6
Wert des Eigenkapitals nach Anpassungen (Ø)				1.754,2	2.144,1
Anzahl ausstehender Aktien				59,9	59,9
Wert des Eigenkapitals nach Anpassungen je Aktie				29,31	35,82

Quellen: Unternehmensinformationen, Capital IQ, Mergermarket, ValueTrust Analyse

- 546. Zum Bewertungsstichtag liegt die Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals der Aareal Bank AG auf Basis der von vergleichbaren Transaktionen abgeleiteten Kurs/Buchwert-Multiplikatoren mit der ausgewählten Multiplikatorbandbreite zwischen EUR 1.754,2 Mio. und EUR 2.144,1 Mio.
- 547. Zudem sind die im Rahmen der Börsenmultiplikatoren als Sonderwerte berücksichtigten Positionen i.H.v. insgesamt EUR 77,7 Mio. auch hier angewendet worden.

VALUETRUST

548. Dies entspricht bei einer Aktienanzahl von rd. 59,9 Mio. ausstehenden Aktien einem Wert von EUR 29,31 bis EUR 35,82 je Aareal-Aktie.

6.3. Börsenkurs

549. Gemäß IDW S 1 kann der Börsenkurs nur zu Plausibilisierungszwecken Berücksichtigung finden. Dennoch kann eine Verwendung des Börsenkurses als Grundlage des Unternehmenswerts eine Fundamentalbewertung nicht ersetzen, sofern diese Bewertung auf einer besseren und breiteren Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt, wie z.B. der verabschiedeten Unternehmensplanung, basiert.
550. Die Aktien der Aareal Bank AG waren bis zum Delisting am 21. November 2023 unter der International Securities Identification Number („ISIN“) DE0005408116 bzw. ab Mitte Oktober 2023 unter der ISIN DE000A37FT90 unter anderem im regulierten Markt mit gleichzeitiger Zulassung zum Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) an der Frankfurter Wertpapierbörse und der elektronischen Handelsplattform XETRA zugelassen. Desweiteren wird auch nach dem Delisting der Handel unter der ISIN DE000A37FT90 im Freiverkehr an den Börse Hamburg fortgesetzt.

Maßgeblicher Börsenkurs

551. Gemäß der Rechtsprechung des BVerfG in der DAT/ALTANA-Entscheidung¹⁷⁵ stellt der Börsenpreis grundsätzlich die Untergrenze der Bestimmung des den außenstehenden Aktionären anzubietenden Abfindungsbetrags dar. Der BGH hat diese Rechtsprechung in zwei Entscheidungen bestätigt und präzisiert.¹⁷⁶ Nach der Stollwerck-Entscheidung wird dieser Referenzkurs berechnet aus dem volumengewichteten Durchschnittskurs („VWAP“) über einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme (hier: des Squeeze Outs) ermittelt (sog. „Dreimonatsdurchschnittskurs“). Im Gegensatz zu einem Stichtagskurs unterliegt dieser in geringerem Maße Zufallseinflüssen und kurzfristigen Verzerrungen. Hierfür spricht auch die WpÜGAngebV,¹⁷⁷ nach der die nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz bei Übernahme- und Pflichtangeboten anzubietende angemessene Gegenleistung sich ebenfalls als volumengewichteter Dreimonatsdurchschnittskurs der inländischen Börsenkurse im regulierten Markt ermittelt.
552. Gemäß der jüngeren Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs im Falle der TLG/WCM kann auf den Börsenkurs als eine eigenständige Bewertungsmethode zur Bestimmung der angemessenen Abfindung abgestellt werden. Danach ist die Heranziehung der marktorientierten Bewertungsmethode in Form von Börsenkursen grundsätzlich zulässig und begegnet nur dort Bedenken, wo diese Methode aufgrund der Umstände des Einzelfalls ungeeignet ist.¹⁷⁸ Die alleinige Berücksichtigung des Börsenkurses beruht auf der Annahme, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktie niederschlägt.¹⁷⁹ Ein Rückgriff auf den Börsenkurs

¹⁷⁵ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94.

¹⁷⁶ vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 - „DAT/Altana“ sowie Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – „STOLLWERCK“

¹⁷⁷ § 5 Abs. 1, 3 WpÜGAngebV.

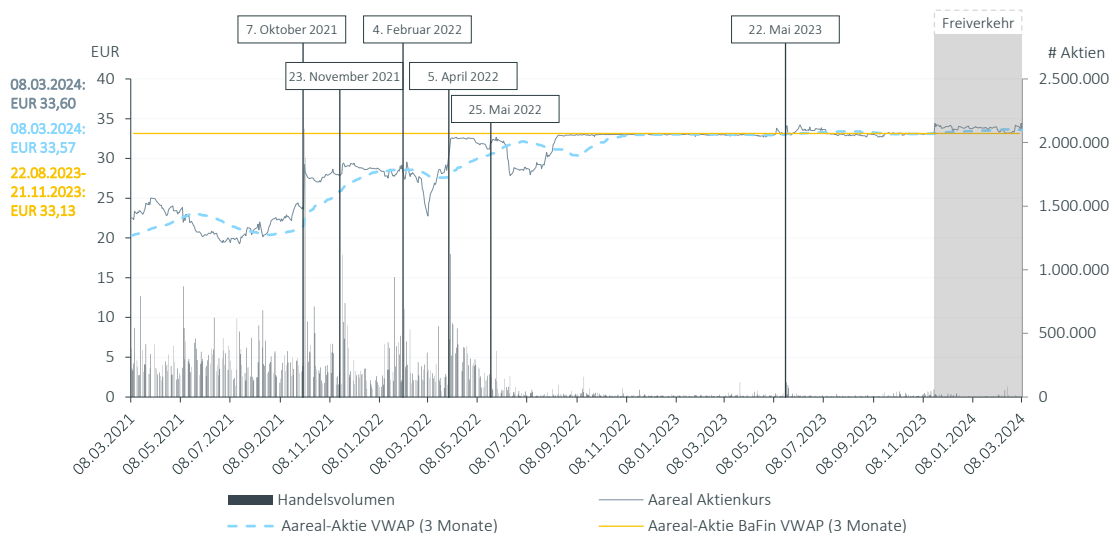
¹⁷⁸ BGH, Beschluss v. 21.2.2023 – II ZB 12/21, Rz. 31.

¹⁷⁹ BGH, Beschluss v. 21.2.2023 – II ZB 12/21, Tz. 20.

scheidet allerdings aus, wenn über einen längeren Zeitraum kein Handel stattgefunden hat bzw. eine Marktmenge vorliegt, oder unerklärliche Kurssprünge oder Kursmanipulationen vorliegen, oder kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden.¹⁸⁰

553. Am 22. November 2023 gab die Atlantic BidCo bekannt, dass sie beabsichtige, einen aktienrechtlichen Squeeze Out durchzuführen. Der maßgebliche Referenzzeitraum für die Berechnung des Dreimonatsdurchschnittskurses der Aareal-Aktie umfasst somit den Zeitraum vom 22. August 2023 bis zum 21. November 2023.
554. Der von der BaFin berechnete Dreimonatsdurchschnittskurs für diesen Referenzzeitraum beträgt EUR 33,13 je Aktie. Dies entspricht einer Marktkapitalisierung der Aareal Bank AG von EUR 1.983,1 Mio.

Aktienkursverlauf und Handelsvolumen – Aareal-Aktien



Quellen: CapitalIQ, ValueTrust Analyse

555. Der Kursverlauf der Aareal-Aktie ist durch mehrere Kurssprünge im Zusammenhang mit den öffentlichen Übernahmeangeboten der Atlantic BidCo gekennzeichnet.
556. Am 7. Oktober 2021 wurde seitens der Aareal öffentlich bestätigt, dass zu diesem Zeitpunkt noch ergebnisoffene Gespräche mit einer Gruppe von Finanzinvestoren über die Möglichkeit einer Mehrheitsbeteiligung geführt wurden. In diesem Zusammenhang wurde ein indikativer Übernahmepreis von EUR 29,00 pro Aareal-Aktie bekannt. An diesem Tag verzeichnete die Aareal-Aktie einen Anstieg um 23,7% gegenüber dem Schlusskurs des Vortages auf EUR 29,20.
557. Am 23. November 2021 hat die Atlantic BidCo ihre Absicht zur Durchführung eines Übernahmeangebots zu einem Angebotspreis von EUR 29,00 je Aareal-Aktie veröffentlicht. Am gleichen Tag hat die Aareal bekanntgegeben, dass sie mit der Atlantic BidCo eine Investorenvereinbarung abgeschlossen hat und, dass Vorstand und Aufsichtsrat das Übernahmeangebot zu

¹⁸⁰ BGH, Beschluss v. 21.2.2023 – II ZB 12/21, Tz. 51.

EUR 29,00 je Aareal Aktie und die langfristige Partnerschaft mit der Atlantic BidCo unterstützen. In der Folge verhielt sich der Preis der Aareal-Aktie stabil.

558. Am 4. Februar 2022 gab die Atlantic BidCo bekannt, dass das Übernahmeangebot nicht erfolgreich war, da die im Angebot enthaltene Mindestannahmeschwelle nicht erreicht werden konnte. Dies führte zunächst zu einem leichten Rückgang des Aktienkurses. Im selben Monat trat dann ein deutlicher Kursrückgang ein, der jedoch auf marktweite Kursreaktionen in Bezug auf die Verschärfung des Ukraine-Konflikts zurückzuführen ist. So fiel der Kurs der Aareal-Aktien nach dem 10. Februar 2022 an 15 der 18 folgenden Handelstagen, insgesamt von EUR 29,56 am 10. Februar 2022 auf den Tiefpunkt von EUR 22,76 am 8. März 2022. In der Folge stieg der Kurs der Aareal-Aktie wieder auf EUR 28,48 zum 21. März 2022 und damit auf nahezu das Ausgangsniveau vom 10. Februar 2022. Dieser „Rebound-Effekt“ ist konsistent mit der allgemeinen Marktbewegung.
559. Am 5. April 2022 haben die Aareal Bank AG und die Atlantic BidCo veröffentlicht, dass diese ein erneutes Übernahmeangebot beabsichtigt, und sich hierfür bereits ca. 37% der Aareal-Aktien über unwiderrufliche Andienungsvereinbarungen gesichert hat. Dabei wurde auch der verbesserte Angebotspreis von EUR 33,00 je Aareal-Aktie bekanntgegeben. Als Reaktion hierauf stieg der Preis der Aareal-Aktie an diesem Tag um 3,4% auf EUR 32,48 und lag damit nahe am Angebotspreis. Gegenüber dem 21. März 2022 stieg der Preis der Aareal-Aktie damit um 14,0%, wobei die höchste tägliche Kursbewegung am 4. April 2022 mit einem Anstieg von 8,1% stattfand. Am 6. April 2022 wurde dann eine zweite Investorenvereinbarung zwischen der Aareal Bank AG und der Atlantic BidCo geschlossen.
560. Am 25. Mai 2022 gab die Atlantic BidCo bekannt, dass die Mindestannahmeschwelle des Angebots nun erreicht wurde. Am 30. Mai 2022 veröffentlichte die Atlantic BidCo das Ergebnis des Übernahmeangebots und gab bekannt, dass sie sich im Rahmen der ersten Annahmefrist bis zum 24. Mai 2022 74,6% der Aareal-Aktien gesichert hat. Am 16. Juni 2022 gab die Atlantic BidCo bekannt, dass sie sich bis zum Ablauf der weiteren Annahmefrist am 13. Juni 2022 83,8% der Aareal-Aktien sichern konnte. Nachdem sich der Preis der Aareal-Aktie zuvor am Angebotspreis von EUR 33,00 pro Aktie orientiert hatte, zeigte sich daraufhin ein Kursabfall der Aareal-Aktie, von EUR 31,54 am 13. Juni 2022 auf EUR 27,84 am 17. Juni 2022. In der Folge stieg der Preis der Aareal-Aktie wieder auf das Niveau des Angebotspreises von EUR 33,00. Seit dem 15. August 2022 bewegt sich der Preis der Aareal-Aktie im Bereich von EUR 33,70 bis EUR 34,40 und damit nahe dem Angebotspreis von EUR 33,00.
561. Nach Eintreten aller Angebotsbedingungen durch die Freigabe der Europäischen Zentralbank am 22. Mai 2023 wurde das Angebot am 7. Juni 2023 vollzogen. Die Bietergesellschaft hielt nach dem Übernahmeangebot rund 90% der Aareal-Aktien.
562. Am 20. September 2023 hat die Atlantic BidCo die Entscheidung veröffentlicht, ein öffentliches Delisting-Erwerbsangebot zum Preis von EUR 33,20 je Aareal-Aktie abzugeben. Am selben Tag wurde auch eine Delisting-Vereinbarung zwischen der Atlantic BidCo und der Aareal Bank AG abgeschlossen. Zu diesem Zeitpunkt hielt die Atlantic BidCo ca. 90% der Aareal-Aktien. Am

19. Oktober 2023 wurde die Angebotsunterlage für das Delisting-Erwerbsangebot veröffentlicht, die Annahmefrist startete ebenfalls am selben Tag und endete am 21. November 2023. Am 22. November 2023 gab die Atlantic BidCo die Absicht, einen Squeeze Out einzuleiten, bekannt. Im diesem Rahmen hat die Atlantic BidCo mitgeteilt, dass sie zum 22. November 2023 rund 90,71% der Aareal-Aktien besitzt und bis zu diesem Zeitpunkt für weitere 4,31% der Aareal-Aktien das Delisting-Erwerbsangebot angenommen worden ist, wodurch sie sich mehr als 95% der Aktien an der Aareal Bank AG gesichert hat. Das finale Ergebnis des Delisting-Erwerbsangebots wurde am 24. November 2023 bekannt gegeben. So wurde das Angebot für 4,56% aller Aareal-Aktien angenommen. Das Delisting vom regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse erfolgte mit Ablauf des 21. November 2023. Seitdem werden die Aareal-Aktien lediglich noch im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt.
563. Zum Zeitpunkt des Delistings hat sich der Börsenkurs der Aareal-Aktien bereits seit über fünfzehn Monaten deutlich am Angebotspreis des öffentlichen Übernahmeangebots orientiert und folgte nicht mehr den Entwicklungen der relevanten Referenzindizes. Der Preis der Aareal-Aktien lag seit dem 15. August 2022 bis zum 8. März 2024 nicht mehr unter einem Preis von EUR 32,70 je Aareal-Aktie.
564. Der aktuelle Kurs der Aareal-Aktie auf Basis des Handels im Freiverkehr der Börse Hamburg zum 8. März 2024 betrug EUR 33,60 je Aareal-Aktie. Über die letzten 30 Handelstage betrug der volumengewichteten Durchschnittskurs EUR 33,62 je Aareal-Aktie und über die letzten 60 Handelstage betrug der volumengewichteten Durchschnittskurs EUR 33,54 je Aareal-Aktie.
565. Im Gegensatz zum Kursverlauf der Aareal-Aktie, ist der Aktienkurs der pbb als Vergleichsunternehmen mit einem ähnlichen Fokus auf gewerbliche Immobilienfinanzierungen in den vergangenen Monaten aufgrund der US Office Krise und der damit verbundenen Risikoversorge, der Herabsetzung des Ratings, den teureren Refinanzierungskonditionen und Schwierigkeiten bei der Platzierung der Anleihenvolumina deutlich zurückgegangen. In der Zeit seit dem 22. November 2023 bis zum 8. März 2024 fiel der Aktienkurs der pbb um rund 26%. Aufgrund des vergleichbaren Geschäftsmodells ist davon auszugehen, dass sich der Aktienkurs der Aareal-Aktie ohne das Vorliegen des Übernahme- und des Delistingsangebots und der Ankündigung des Squeeze Out ähnlich entwickelt hätte.

Liquiditätsanalyse der Aareal-Aktie

566. Im Zusammenhang mit der Relevanz des Börsenkurses ist ferner zu prüfen, ob der Börsenkurs tatsächlich einen Indikator für den Wert des Eigenkapitals zum Bewertungsstichtag darstellen kann. Aufgrund von eingeschränkter „Marktgängigkeit“ kann ggf. nicht vom Börsenkurs auf einen Verkehrswert der Aktie geschlossen werden.¹⁸¹
567. Neben einer Analyse des Verlaufs des Aktienkurses bieten sich mehrere Kriterien zur Überprüfung der Liquidität der Aareal-Aktie an. So ist nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV zur Ermittlung der

¹⁸¹ Vgl. hierzu Beschluss des BVerfG. vom 27. April 1999, „DAT/Altana“.

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

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

568. Darüber hinaus wurden in der gängigen Rechtsprechung¹⁸² weitere Kriterien zur Überprüfung der Liquidität entwickelt. Werden diese weiteren Liquiditätskriterien erfüllt, wird ein Börsenkurs im Regelfall nicht verworfen und die Aktie gilt als ausreichend liquide, sofern:

- der Streubesitz größer ist als 5,0%,¹⁸³
- an mehr als einem Drittel der Handelstage aktiver Handel besteht und/oder
- mehr als 0,018% des gesamten Aktienbestands (ausstehende Aktien) pro Tag gehandelt werden.¹⁸⁴

569. Neben den rechtlichen Kriterien wurde die Liquidität der Aareal-Aktie auch aus ökonomischer Sicht untersucht. Im Vergleich zu Analysen aus rechtlicher Perspektive sind die Anforderungen an die Liquiditätskriterien einer Aktie aus ökonomischer Sicht, z.B. im Rahmen der Überprüfung von Beta-Faktoren, strenger. Im Rahmen der ökonomischen Liquiditätsanalyse werden u.a. die Entwicklung des täglichen Handelsvolumens (absolut und im Verhältnis zum gesamten Aktienbestand) und die Transaktionskosten (in Form des sog. Bid-Ask-Spread) untersucht, um die Liquidität der Aktie im Zeitablauf beurteilen zu können.

570. Zusammenfassend sind auf Basis der durchgeführten Analysen zur Liquidität der Aareal-Aktie im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse im Referenzzeitraum des Dreimonatsdurchschnittskurs aus rechtlicher sowie aus ökonomischer Perspektive folgende Feststellungen zu nennen:

- Der Aktienkursverlauf der Aareal-Aktie weist im Referenzzeitraum vom 22. August 2023 bis zum 21. November 2023 keine Häufung von nacheinander festgestellten Börsenkursen auf, die um mehr als 5% voneinander abweichen.
- Im Referenzzeitraum lag der Streubesitz der Aareal-Aktien bei rd. 6,54% und damit leicht über dem Wert von 5,0%.

¹⁸² Vgl. u.a.: BGH-Beschluss vom 12. März 2001, Az. II ZB 15/00; OLG München, Beschluss vom 11. Juli 2006, Az. 31 Wx 041/05 und 06/05; OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 2. November 2006, Az. 20 W 233/93; LG Frankfurt a.M., Beschluss vom 17. Januar 2006, Az. 3.5 O 75/03.

¹⁸³ In der Rechtsprechung gibt es auch Urteile, dass dieses Kriterium insbesondere bei Squeeze Outs nicht uneingeschränkt anwendbar sei. Vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 3. April 2018 - 31 O 138/15, OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011 - 20 W 11/08 Rn. 94; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 - 20 W 9/08, Rn. 235; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. September 2017 - 12 W 1/17, Rn. 38.

¹⁸⁴ OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Rn. 395.

- Zugleich fand im Referenzzeitraum an 66 von 66 möglichen Tagen und damit an mehr als einem Drittel der Handelstage aktiver Handel der Aareal-Aktie statt.
 - Im Referenzzeitraum wurden durchschnittlich 14 Tsd. Aareal-Aktien pro Tag umgesetzt, was einem Anteil von ca. 0,023% des gesamten Aktienbestands entspricht und damit über dem Wert von 0,018% liegt.
 - Der durchschnittlich erzielte, tägliche Handelsumsatz in Aareal-Aktien betrug im Referenzzeitraum EUR 454 Tsd.
571. Im Referenzzeitraum vom 22. August 2023 bis zum 21. November 2023 betrug der durchschnittliche Bid-Ask-Spread der Aareal-Aktien 0,35%, was oberhalb des Referenzwertes für den DAX (ca. 0,14%) und unterhalb des Referenzwertes für den SDAX (ca. 0,43%) liegt.¹⁸⁵ Die Schwankungen des Bid-Ask-Spread lagen im Bereich von 0,06% und 0,91%.
572. Die Analyse zeigt, dass die Liquiditätskriterien der WpÜG-AngebV für den Referenzzeitraum des Dreimonatsdurchschnittskurs erfüllt sind. Auch die ökonomischen Kriterien Handelsvolumen und Transaktionskosten sind erfüllt. Seit dem Delisting der Aareal-Aktien vom regulierten Markt sind die Liquiditätskriterien der WpÜG-AngebV weiterhin erfüllt.¹⁸⁶ Das durchdurchschnittliche, tägliche Handelsvolumen liegt mit 0,014% geringfügig unter dem in der gängigen Rechtsprechung verwendeten Wert von 0,018%. Auch der Bid-Ask-Spread der Aareal-Aktien hat sich seit dem Delisting leicht von 0,35% auf 0,55% erhöht, befindet sich jedoch trotz dessen im Bereich von anderen gelisteten Unternehmen. Zudem war der Freefloat im Nachgang zum Delisting bereits stark reduziert.
573. Nach Interpretation der zuvor zitierten Rechtsprechung sind daher i.S. „juristischer Liquiditätskriterien“ nur wenige Anzeichen einer mangelnden Liquidität der Aktie im Referenzzeitraum gegeben, da die Aktie an ausreichend vielen Handelstagen gehandelt wurde, d.h. der Börsenkurs festgestellt werden konnte, und die Börsenkurse auch keine erheblichen Kurssprünge an nacheinander gelagerten Handelstagen aufwiesen.¹⁸⁷ Aus rein ökonomischer Sicht ist der Aktienhandel daher sowohl im Referenzzeitraum des Dreimonatsdurchschnittskurses vom 22. August 2023 bis zum 21. November 2023 in seiner Liquidität nicht limitiert. Zwar bestand über einen längeren Zeitraum eine Orientierung des Börsenkurses an den Angebotspreisen. Allerdings steht dies der Verwendung des 3M-VWAP zur Ableitung der angemessenen Abfindung nicht entgegen, wenn dieser weiterhin dem Verkehrswert der Aareal-Aktien entspricht. Die Kurse im Freiverkehr der Börse Hamburg nach dem Delisting sind aufgrund der Ankündigung des Squeeze Out und der möglichen Beeinflussung durch Abfindungsspekulationen nicht heranzuziehen.

¹⁸⁵ Vgl. LG München, Beschluss vom 2. Dezember 2016, Az. 5HK 5781/15; OLG Frankfurt a. M., Beschluss vom 20.11.2019, Az. 21 W 77/14 -, Grenzwert bei Bid-Ask-Spreads ist 1%, bzw. 1,25%;

¹⁸⁶ Abgesehen von dem Erfordernis des Handels an einem organisierten Markt, das durch den Freiverkehr nicht erfüllt wird.

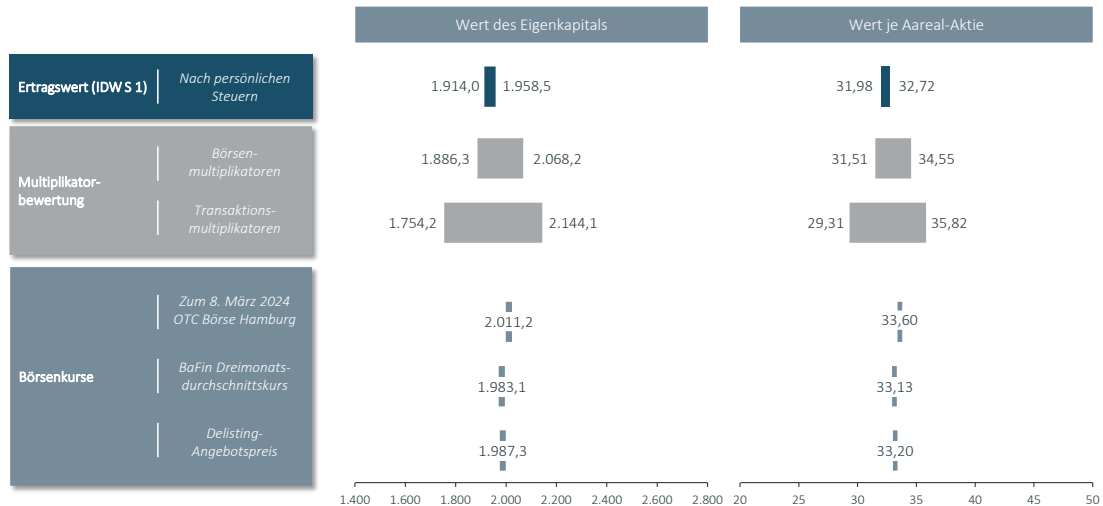
¹⁸⁷ Vgl. § 5 Abs. 4 WpÜGAngebV.

6.4. Fazit zum Wert des Eigenkapitals

574. Die aus den verschiedenen Bewertungsmethoden und -parametern ermittelten Werte des Eigenkapitals der Aareal stellen sich zum 3. Mai 2024 wie folgt dar:

Eigenkapitalwert der Aareal Bank AG zum 3. Mai 2024

in EUR Mio. / in EUR



Quellen: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

575. Der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern (objektivierter Unternehmenswert nach IDW S 1) wird in der Praxis zur Bestimmung der angemessenen Abfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen herangezogen, sofern nicht auf den 3M-VWAP abgestellt werden kann. Dieser ermittelte Wert des Eigenkapitals beträgt zum 3. Mai 2024 unter Verwendung einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,75% und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,74% nach persönlichen Steuern EUR 1.958,5 Mio. bzw. EUR 32,72 je Aktie. In der Sensitivitätsberechnung beträgt der Wert unter Verwendung einer Marktrisikoprämie von 6,00% nach persönlichen Steuern EUR 1.914,0 Mio. bzw. EUR 31,98 je Aktie. Der Ertragswert der Aareal beruht auf der von der Aareal getroffenen Annahme der Entkonsolidierung der Aareon aufgrund des strategischen Reviews.

576. Der von der BaFin ermittelte 3M-VWAP auf Basis der Börsenkurse im regulierten Markt beträgt zum Zeitpunkt der Ankündigung des Squeeze Out am 22. November 2023 EUR 33,13 je Aareal-Aktie, was einer Marktkapitalisierung von EUR 1.983,1 Mio. entspricht. Vor dem Hintergrund der Bandbreite des Ertragswerts nach persönlichen Steuern entspricht der 3M-VWAP dem Verkehrswert der Aktien und kann insofern allein zur Bestimmung der angemessenen Abfindung herangezogen werden. Die aktuellen Börsenkurse der Aareal Bank AG im Freiverkehr der Börse Hamburg sind durch Squeeze Out-Spekulationen beeinflusst und insofern für die Abfindung nicht maßgeblich.

577. Atlantic BidCo hat sich in Kenntnis der Wertbandbreiten dazu entschlossen, die Barabfindung auf den Betrag von EUR 33,20 je Aktie und damit entsprechend dem Angebotspreis im Delisting-Erwerbsangebot festzulegen.

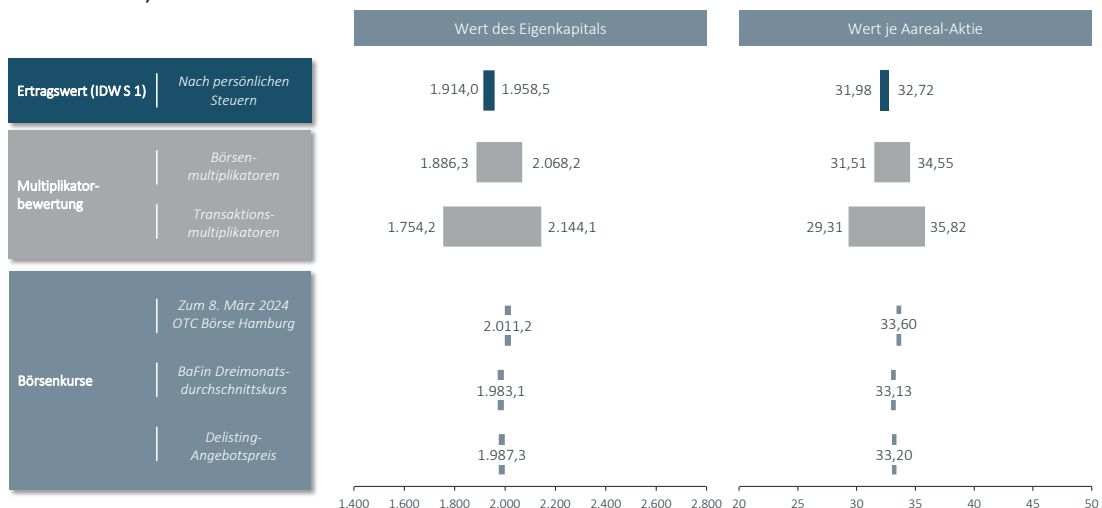
578. Die Werte des Eigenkapitals der Aareal wurden zudem anhand der Börsen- und Transaktionsmultiplikator-Methode ermittelt. Die anhand der Multiplikatorbewertung ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals beträgt EUR 1.754,2 Mio. bis EUR 2.144,1 Mio. bzw. EUR 29,31 bis EUR 35,82 je Aktie und umfasst die anhand der anderen Bewertungsmethoden und des Börsenkurses ermittelten Wertbandbreiten. Vor diesem Hintergrund erscheinen die ermittelten Bandbreiten des Werts des Eigenkapitals vor und nach persönlichen Steuern plausibel und die festgelegte Abfindung angemessen.
579. Für die Ermittlung des Ertragswerts nach persönlichen Steuern der Aareal wurde für die Aareon der Stand Alone - Wert des Eigenkapitals anhand eines unverschuldeten Betafaktors von 1,0 einer Marktrisikoprämie von 7,0% vor persönlichen Steuern und eines Wachstumsabschlags von 2,0% vor persönlichen Steuern ermittelt. Dieser entspricht dem Unternehmenswert gemäß IDW S 1 der Aareon und beträgt zum 31. Dezember 2024 EUR 1.832 Mio.¹⁸⁸ Insbesondere ist auf den Wert zu diesem Stichtag anstelle des Bewertungsstichtags abzustellen, da zu diesem Zeitpunkt die Entkonsolidierung durch Aareal angenommen wurde.
580. Der Wert des Eigenkapitals der Aareon wurde zusätzlich anhand von Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren ermittelt. Der objektivierte Unternehmenswert der Aareon liegt am oberen Ende der Bandbreite der Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren und ist daher zum Bewertungsstichtag angemessen berücksichtigt worden. Bei der Überleitung vom objektivierten Unternehmenswert der Aareon auf den Wert der Aareal sind der Anteil der Aareal i.H.v. 69,2% an der Aareon sowie Transaktionskosten und Veräußerungsgewinnbesteuerung zu berücksichtigen.

¹⁸⁸ Vgl. Anlage 3.3

7. WÜRDIGUNG DER BEWERTUNGSERGEBNISSE

581. Die Atlantic BidCo als Hauptaktionärin der Aareal Bank AG beabsichtigt, gemäß §§ 327a ff. AktG die Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf sie gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung übertragen zu lassen (Squeeze Out). Die Beschlussfassung soll im Rahmen einer ordentlichen Hauptversammlung der Aareal Bank AG am 3. Mai 2024 erfolgen. Die angemessene Abfindung wird von der Geschäftsführung der Atlantic BidCo festgelegt.
582. Zur Beurteilung des Unternehmenswerts der Aareal Bank AG haben wir auftragsgemäß Bandbreiten des Unternehmenswerts auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden ermittelt. Hiernach haben wir eine Bandbreite der objektivierten Unternehmenswerte nach dem IDW Standard 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1, Stand: 2. April 2008) in der Funktion eines neutralen Gutachters abgeleitet.
583. Im Rahmen der Bewertungstätigkeiten haben wir eine Plausibilisierung der Unternehmensplanung in Einklang mit der Rechtsprechung zur Ermittlung von angemessenen Abfindungen für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen und Grundsätzen des objektivierten Unternehmenswerts gemäß IDW S 1 vorgenommen. Zudem wurden vergleichende Bewertungsverfahren wie Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren angewandt sowie der Börsenkurs der Aareal Bank AG gemäß höchstrichterlicher Rechtsprechung berücksichtigt.
584. Zum Bewertungsstichtag 3. Mai 2024 stellen sich die Bandbreiten des Werts des Eigenkapitals der Aareal Bank AG in EUR Mio. bzw. des Werts je Aareal-Aktie in EUR wie folgt dar:

Eigenkapitalwert der Aareal Bank AG zum 3. Mai 2024 in EUR Mio. / in EUR



Quellen: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

585. In der Praxis wird zur Bestimmung der angemessenen Abfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen gewöhnlich der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern auf Basis

des Ertragswertverfahrens nach IDW S 1 herangezogen. Dabei gelangt regelmäßig eine Marktrisiko­prämie nach persönlichen Steuern zum Ansatz, die in der Mitte der vom FAUB vorgeschla­genen Bandbreite von derzeit 5,0% bis 6,5% liegt.

586. Bei Anwendung dieser mittleren Marktrisiko­prämie nach persönlichen Steuern von 5,75% ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals von Aareal in Höhe von EUR 1.958,5 Mio. unter Berück­ichtigung von 59,9 Mio. ausstehenden Aktien beträgt der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 demnach EUR 32,72 je Aareal-Aktie.

587. Da die impliziten Marktrenditen auf eine Marktrisiko­prämie am oberen Ende der Bandbreite des FAUB hindeuten, haben wir eine Sensitivitätsberechnung auf Basis einer Marktrisiko­prämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 6,00% durchgeführt, aus der sich ein Wert des Eigen­kapitals der Aareal Bank AG in Höhe von EUR 1.914,0 Mio. ergibt. Unter Berücksichtigung von 59,9 Mio. ausstehenden Aktien beträgt der durch die Sensitivitätsberechnung ermittelte Wert je Aareal-Aktie EUR 31,98.

588. Diese Wertbandbreite liegt unterhalb des Dreimonatsdurchschnittskurses (3M-VWAP) vor Ver­öffentlichung der Absicht der Durchführung des Squeeze Out am 22. November 2023 i.H.v. EUR 33,13 je Aareal-Aktie, was einer Marktkapitalisierung von EUR 1.983,1 Mio. entspricht. Die­ser Wert bildet in der Rechtsprechung die Untergrenze der Abfindung. Vor dem Hintergrund der Bandbreite des Ertragswerts nach persönlichen Steuern bestehen keine Anzeichen, dass der 3M-VWAP nicht dem Verkehrswert der Aareal-Aktien entspricht. Insofern kann dieser allein­ig zur Bestimmung der angemessenen Abfindung herangezogen werden.

589. Atlantic BidCo hat sich in Kenntnis der Wertbandbreiten dazu entschlossen, die Abfindung auf den Wert von EUR 33,20 je Aktie und damit oberhalb des 3M-VWAP und innerhalb der ermit­telten Wertbandbreiten festzulegen.

Wir erstatten diese Gutachtliche Stellungnahme nach bestem Wissen und Gewissen aufgrund un­serer sorgfältigen Analysen sowie unter Bezugnahme auf die uns zur Verfügung gestellten Unterla­gen und erteilten Auskünfte.

München, den 21. März 2024



Prof. Dr. Christian Aders

Senior Managing Director

ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH

ppa.



Dennis Muxfeld

Director

ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH

Anlagen

1. Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen

- Finaler Entwurf des Berichts: „Bericht der Atlantic BidCo GmbH, Frankfurt am Main, als Hauptaktionärin der Aareal Bank AG, Wiesbaden, über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Aareal Bank AG auf die Atlantic BidCo GmbH“, sowie über die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 Aktiengesetz („Übertragungsbericht“) vom 21. März 2024.

Für die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme wurden uns von der **Aareal Bank AG** u.a. die folgenden wesentlichen Unterlagen zur Verfügung gestellt:

- Bottom Up-Planungsrechnung der Geschäftsjahre 2024 bis 2026 der Aareal Bank AG, verabschiedet vom Vorstand am 23. Februar 2024
- Prüfungsberichte über die Konzernabschlüsse der Geschäftsjahre 2021 bis 2023 der Aareal Bank AG sowie dazugehörige Summen- und Saldenlisten des Konzernabschlusses nach IFRS
- Geschäftsberichte der Jahre 2021 bis 2023 der Aareal Bank AG
- Zugang zu den Protokollen der Vorstands- und Aufsichtsratssitzungen sowie des Advisory Councils der Aareal Bank AG vom 22. September 2021 bis zum 23. Januar 2024
- Financial Reporting für die Jahre 2021 bis 2023 sowie Internes Reporting zu den Plan-Ist Abweichungen im Zeitraum 2021 bis 2023
- Informationen zu den steuerlichen Verhältnissen
- Organigramm von Aareal zum 31. Dezember 2023
- Interne Dokumente zur Geschäftsstrategie von Aareal

Von der **Aareon AG** wurden uns die folgenden wesentlichen Unterlagen zur Verfügung gestellt:

- Planungsrechnung der Geschäftsjahre 2024 bis 2026 von Aareon, verabschiedet vom Vorstand der Aareon AG am 26. Februar 2024
- Prüfungsberichte über die Konzernabschlüsse der Geschäftsjahre 2021 bis 2023 der Aareon AG
- Zugang zu den Protokollen der Aufsichtsratssitzungen sowie des Advisory Boards der Aareon AG vom 16. März 2021 bis zum 11. Dezember 2023

2. Peer Group-Auswahl

Im Rahmen der Peer Group-Auswahl ergab sich nach einem ersten Screening eine Grundgesamtheit von 119 Unternehmen, die wir nach detaillierter Analyse der Unternehmen und unter Berücksichtigung der Selektionskriterien auf eine Shortlist von 27 möglichen Vergleichsunternehmen kürzten. Nach weiteren Analysen resultierte dies in der finalen Peer Group von zehn Vergleichsunternehmen:

Shortlist	Aufnahme in die Peer Group
BNP Paribas SA	Ja
UniCredit S.p.A.	Ja
NatWest Group plc	Ja
Commerzbank AG	Ja
Bankinter, S.A.	Ja
Credito Emiliano S.p.A.	Ja
Banca Popolare di Sondrio S.p.A	Ja
Close Brothers Group plc	Ja
Paragon Banking Group PLC	Ja
Deutsche Pfandbriefbank AG	Ja
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	Nein
BNP Paribas Fortis SA	Nein
ABN AMRO Bank N.V.	Nein
Oberbank AG	Nein
Graubündner Kantonalbank	Nein
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.	Nein
Basler Kantonalbank	Nein
Zuger Kantonalbank	Nein
BFF Bank S.p.A.	Nein
Bank of Georgia Group PLC	Nein
OSB Group Plc	Nein
Bank für Tirol und Vorarlberg AG	Nein
JTC PLC	Nein
The Law Debenture Corporation p.l.c.	Nein
BKS Bank AG	Nein
Glarner Kantonalbank	Nein
New Energy One Acquisition Corporation Plc	Nein

3. Unternehmensbewertung der Aareon AG

Bis zum Ende des Jahres 2024 enthält die Planungsrechnung von Aareal den Teilkonzern Aareon. Zu Beginn des Jahres 2025 wird vor dem Hintergrund eines strategischen Reviews, der auch einen Exit bedeuten könnte, die Entkonsolidierung der Aareon seitens Aareal geplant. Zur Abbildung des Wertbeitrags der rd. 69,2%-igen Beteiligung der Aareal an der Aareon wird insofern auf Basis des Unternehmenswerts ein Veräußerungserlös in der Planungsrechnung der Aareal als sonstiger betrieblicher Ertrag und eine entsprechende Sonderdividende berücksichtigt.

3.1. Gewinn- und Verlustrechnung der Aareon – Historie und Planung

Der Ermittlung des Unternehmenswerts der Aareon liegt folgende vom Vorstand der Aareon am 26. Februar 2024 verabschiedete Planungsrechnung zugrunde:

Aareon – historische Gewinn- und Verlustrechnung der Jahre 2021-2023 und Planungsrechnung der Jahre 2024-2026

in EUR Mio. / in %

	Bereinigte Historie			Planung			CAGR 2023-2026
	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	
Nicht-wiederkehrende Umsätze	78	81	67	67	63	60	-3,2%
Wiederkehrende Umsätze	192	228	278	380	431	491	21,0%
Umsatzerlöse	269	308	344	447	494	552	17,0%
Wachstum in %	n/a	14,5%	11,6%	29,8%	10,5%	11,7%	
Andere aktivierte Eigenleistungen	14	12	13	13	13	14	2,8%
Gesamtleistung	283	320	357	460	507	566	16,6%
Wachstum in %	n/a	13,0%	11,6%	28,8%	10,3%	11,5%	
Material- und Personalaufwand	-207	-226	-227	-260	-275	-297	9,4%
Sonstige Erträge	5	7	3	4	1	1	-16,6%
Sonstige Aufwendungen	-27	-33	-33	-38	-40	-43	9,3%
EBITDA	55	68	100	166	195	227	31,5%
in % der Umsatzerlöse	20,4%	22,0%	29,0%	37,1%	39,4%	41,1%	
Abschreibungen und Wertberichtigungen	-28	-38	-39	-57	-55	-54	11,4%
EBIT	27	30	60	109	140	172	41,8%
in % der Umsatzerlöse	10,1%	9,7%	17,6%	24,5%	28,3%	31,3%	
Finanzergebnis	-7	-18	-36	-52	-51	-53	13,7%
Außerordentliches Ergebnis (Rückanpassung)	-15	-15	-96	-10	0	0	
EBT	5	-3	-72	47	88	119	n/a
in % der Umsatzerlöse	1,9%	-0,9%	-20,9%	10,6%	17,9%	21,6%	
Ertragssteuern	-6	-2	-7	-25	-22	-30	63,9%
effektive Steuerquote in %	n/a	n/a	n/a	52,7%	25,0%	25,0%	
Konzernergebnis	-1	-5	-79	22	66	90	n/a
in % der Umsatzerlöse	-0,2%	-1,6%	-22,9%	5,0%	13,4%	16,2%	

Quellen: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

Anm.: Dargestelltes EBITDA der Planjahre ebenfalls inklusive Bereinigungen

Gesamtleistung

Die Gesamtleistung der Aareon stieg im Zeitraum 2021 bis 2023 von EUR 283 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 357 Mio. im Jahr 2023, was einer Wachstumsrate von jährlich ca. 12% entspricht. Durch die Umstellung eines Lizenzmodells auf ein SaaS-Modell sowie SaaS-Verträge konnten insbesondere im

Bereich der wiederkehrenden Umsätze organisch steigende Erlöse aufgrund von Preiseffekten erzielt werden, während die Umsatzerlöse aus nicht-wiederkehrenden Umsätzen zurückgingen. Darüber hinaus resultierte das Wachstum in der Vergangenheit zu einem wesentlichen Teil aus Akquisitionen, die insgesamt zur Internationalisierung der Aareon in Europa beitragen. Andere aktivierte Eigenleistungen beziehen sich auf die Aktivierung selbst erstellter Software.

Für die Planjahre 2024-2026 wird ebenfalls anhaltendes Wachstum der Gesamtleistung in Höhe von durchschnittlich rund 17% p.a. erwartet. Die Gesamtleistung für das letzte Planjahr 2026 beträgt EUR 566 Mio. Insbesondere im Planjahr 2024 beträgt das Wachstum der Gesamtleistung voraussichtlich ca. 29%. Dieses Wachstum ist vor allem auf die erstmalige ganzjährige Konsolidierung der First Financial zurückzuführen, die von der Aareal Bank am Ende des Jahres 2023 mit einem Anteil von rd. 74,9% an die Aareon übertragen wurde. Zudem wirken sich weitere Akquisitionen der Blue Mountain und der IESA auf das Gesamterlöswachstum aus. Über das Planjahr 2024 hinaus wurden in Bezug auf erwarteten Umsatz sowie EBITDA innerhalb der BU-Planung keine weiteren Akquisitionen berücksichtigt. Für die Planjahre 2025 und 2026 ist das Gesamterlöswachstum organisch durch Up-Selling sowie Cross-Selling Potenziale getrieben. Durch neue Softwareangebote in Ergänzung zu bestehender ERP-Software soll der Gesamterlös je Kunde gesteigert werden. Weiterhin wird die Wachstumsstrategie durch die Migration von Bestandskunden auf SaaS sowie Preissteigerungen ergänzt.

EBITDA

Der Material- und Personalaufwand von Aareon verzeichnete einen absoluten Anstieg von EUR 207 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 226 Mio. im Jahr 2022 und einen weiteren Anstieg auf EUR 227 Mio. im Jahr 2023. Hierin sind unter anderem Kosten für Datenbanken einschließlich der Lizenzgebühren, und Kosten für die Wartung und Pflege sowie Kosten für externes Personal, welches zur Verstärkung der Mitarbeiter eingesetzt werden und Kosten für Rechenzentren enthalten. Ein wesentlicher Teil der durchgeführten Bereinigungen der historischen Ertragslage wurde dem Material- und Personalaufwand zugeordnet. Unter anderem waren hohe Sonderaufwendungen aufgrund eines Personalabbaus ein primärer Bereinigungsgrund. Im Zuge eines Abfindungsprogramms sowie personeller Restrukturierungen sind einmalige Kosten entstanden, die bereinigt wurden. Weitere Bereinigungen wurden durchgeführt, um außergewöhnliche Kosten aufgrund von vergangenen M&A-Aktivitäten zu berücksichtigen.

Für den Material- und Personalaufwand werden Werte von EUR 260 Mio. für das Jahr 2024, EUR 275 Mio. für das Jahr 2025 und EUR 297 Mio. für das Jahr 2026 prognostiziert. Der Anstieg liegt unter anderem in der höheren Mitarbeiteranzahl durch Akquisitionen und die Inflationierung der Gehälter begründet. Dabei ist die Entwicklung von gegenläufigen Effekten geprägt. Einerseits plant Aareon Kosteneinsparungen durch die Konsolidierung der Overhead-Funktionen von akquirierten Gesellschaften, soweit diese noch nicht umgesetzt sind. Andererseits ist zu Entwicklung und Vertrieb zusätzlicher Softwarelösungen in Ergänzung zum ERP-System, der Aufbau von Entwicklungs- und Vertriebskapazitäten erforderlich.

Das bereinigte sonstige Ergebnis als Summe aus sonstigen Erträgen und sonstigen Aufwendungen fiel von EUR -22 Mio. im Jahr 2021 auf EUR -26 Mio. im Jahr 2022 und fiel anschließend weiter auf

EUR -30 Mio. im Jahr 2023. Die Sonstigen Erträge fluktuieren hierbei im einstelligen Millionenbereich. Die Sonstigen Aufwendungen hingegen zeigen einen steigenden Trend mit einem jährlichen Wachstum von rd. 9% im Planungszeitraum. In den sonstigen Erträgen waren unter anderem geldwerte Leistungen enthalten. Außerdem sind hier Gebühren von Kunden für von Aareon organisierte Veranstaltungen enthalten. In den sonstigen Aufwendungen waren primär Kosten für Marketingaufwendungen, Kosten für abgehaltene Messen in verschiedenen Ländern sowie spezielle administrative Kosten enthalten.

In Summe stieg das bereinigte EBITDA von EUR 55 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 100 Mio. im Jahr 2023. Auch für den Planungszeitraum wird aufgrund des Wachstums der Umsatzerlöse, insbesondere der wiederkehrenden Umsätze, bei vergleichsweise geringem Wachstum der Aufwendungen von einem weiteren Anstieg des EBITDA ausgegangen. Für 2024 wird hier ein bereinigtes EBITDA von EUR 166 Mio. prognostiziert, gefolgt von EUR 195 Mio. im Jahr 2025 sowie EUR 227 Mio. im letzten Planjahr 2026. Dies entspricht einem Anstieg der EBITDA-Marge (in % von Umsatzerlösen) von 29,0% im Jahr 2023 auf 41,1% im Jahr 2026. Hierbei geht die Aareon davon aus, dass die zusätzlichen Umsatzerlöse aus Cross-Selling zu Skaleneffekten führen und hierdurch die EBITDA-Marge gesteigert werden kann.

EBIT

Die Abschreibungen und Wertberichtigungen der Aareon entfallen hauptsächlich auf Vermögenswerte, die im Rahmen der von Akquisitionen erworben wurden, selbst erstellte Software und aktivierte Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen. Der Abschreibungszeitraum der Vermögenswerte variiert hierbei von fünf bis sieben Jahren für Software und zehn bis 25 Jahre für Kunden und Markenzeichen. In der Historie stiegen die Abschreibungen und Wertberichtigungen von EUR 28 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 39 Mio. im Jahr 2023. Im Planungszeitraum steigen die Abschreibungen voraussichtlich aufgrund der im Jahr 2023 durchgeführten Transaktionen. In Summe ergab sich so ein EBIT im historischen Zeitraum von EUR 27 Mio. im Jahr 2021 das auf EUR 30 Mio. im Jahr 2022 und dann weiter auf EUR 60 Mio. im Jahr 2023 stieg. Für den Planungszeitraum wird ein weiterhin steigendes EBIT mit einem CAGR von rd. 42% prognostiziert. Dies geht einher mit einem Anstieg der EBIT-Marge von 17,6% im Jahr 2023 auf 31,3% im Jahr 2026. Die Goodwill Impairments für akquirierte Beteiligungen wurden bei der Betrachtung bereinigt.

Die Summe der Bereinigungen betragen in den Jahren 2021 und 2022 EUR 15 Mio. und im Jahr 2023 EUR 96 Mio. Es wurde eine Rückanpassung der Bereinigungen als außerordentliches Ergebnis vor dem EBT durchgeführt.

EBT

Das Finanzergebnis der Aareon besteht aus Zinsaufwendungen für langfristige Finanzierungsverbindlichkeiten sowie Leasing und Pensionsverpflichtungen. Die langfristigen Finanzierungsverbindlichkeiten betragen zum 31. Dezember 2023 EUR 507 Mio. und wurden im Jahr 2023 extern aufgenommen, nachdem in den Vorjahren die Aareal Bank die Finanzierung zur Verfügung gestellt hat. Der Zinssatz auf die langfristigen Finanzverbindlichkeiten beträgt ca. 9%. Das Finanzergebnis fiel historisch von EUR -7 Mio. im Jahr 2021 auf EUR -36 im Jahr 2023. Zukünftig wird mit einem relativ konstanten Betrag im Finanzergebnis von EUR -52 Mio. im Jahr 2024, EUR -51 Mio. im Jahr 2025

und EUR -53 Mio. im Jahr 2026 geplant. Das resultierende EBT steigt somit über den Planungszeitraum deutlich von EUR 47 Mio. im Jahr 2024 auf EUR 119 Mio. im Jahr 2026 an.

Konzernergebnis

Während sich die Ertragsteuern im Planungszeitraum im niedrigen bis mittleren einstelligen Bereich bewegten, wird im Planungszeitraum mit höheren Steuerzahlungen geplant, die im Jahr 2026 voraussichtlich EUR 30 Mio. betragen werden und einer effektiven Steuerquote von 25% entsprechen. Steuerliche Verlustvorträge bestehen nicht, da diese aufgrund eines schädlichen Beteiligungserwerbs im Zuge der Übernahme durch die Atlantic BidCo untergegangen sind.

Das Konzernergebnis der Aareon betrug EUR -1 Mio. im Jahr 2021, EUR -5 Mio. im Jahr 2022 und EUR -79 Mio. im Jahr 2023. Für die Planjahre wird jedoch aufgrund der Steigerung der Umsatzerlöse und der Steigerung der EBITDA-Marge ein Anstieg des Konzernergebnisses auf bis zu EUR 90 Mio. im Planjahr 2026 erwartet.

Weitere Planungsannahmen:

Investitionen in das Anlagevermögen

Investitionen werden für immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen geplant.

In den Jahren 2021 bis 2023 verringerten sich die Investitionen in immaterielle Vermögenswerte, die nicht im Rahmen von Transaktionen anfielen, von EUR 24 Mio. im Jahr 2021 auf EUR 17 Mio. im Jahr 2023. In der Planungsrechnung sind v.a. Investitionen in selbsterstellte Software geplant. Diese sind leicht ansteigend von EUR 13 Mio. im Jahr 2023 auf EUR 14 Mio. im Jahr 2026 geplant und entsprechen den aktivierten Eigenleistungen, die in der Gewinn- und Verlustrechnung enthalten sind. Darüber hinaus werden regelmäßige Investitionen in Software von Drittanbietern wie Oracle i.H.v. EUR 2 Mio. geplant.

Bei den Investitionen in Sachanlagen handelt es sich um Investitionen in die Standorte und insb. in Datenzentren, die sich v.a. in der DACH-Region befinden. Diese lagen im Zeitraum von 2021 und 2023 zwischen EUR 4 Mio. und EUR 7 Mio. Im Jahr 2022 fielen höhere Investitionen an, da zur Optimierung der Standorte und Rationalisierungsmaßnahmen einmalig höhere Investitionen notwendig waren. In der Planungsrechnung sind keine größeren Investitionsprojekte geplant, sondern jährlichen wiederkehrende Erhaltungsinvestitionen. In den Jahren 2023 bis 2026 werden Investitionen in Sachanlagen i.H.v. EUR 5 Mio. geplant. Neben den Sachanlagen sind Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen bilanziert, die im Wesentlichen im Zusammenhang mit den gemieteten Flächen und Fahrzeugen stehen. Auf Nutzungsrechte aus Leasingverhältnissen fallen nach IFRS 16 Investitionen an, die i.H.v. rd. EUR 10 Mio. in der Planungsrechnung geplant werden.

In Summe ergeben sich geplante Investitionen von EUR 30 Mio. im Jahr 2025 und EUR 31 Mio. im Jahr 2026.

Net Working Capital

Das Net Working Capital im engeren Sinn setzt sich aus Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie aus Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen zusammen. Vorräte sind aufgrund des Geschäftsmodells nahezu nicht vorhanden.

Sowohl Forderungen aus auch Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen wurden mit den Working Capital Kennzahlen Forderungslaufzeit bzw. Kreditorenlaufzeit geplant. Trotz einer Verschiebung der Umsatzerlöse hin zu SaaS-Verträgen und weg von Lizenz- bzw. Wartungsverträgen in der Vergangenheit, ist mit keiner wesentlichen Veränderung der Forderungslaufzeiten zu rechnen, da sich die Vertragsgestaltung hinsichtlich der Zahlungsziele für die Kunden nicht wesentlich verändern.

3.2. Konvergenz- und Fortführungsphase

Nach der ersten Phase (Detailplanungsphase) wurde eine zweite Phase (Konvergenzphase) geplant, um zur Fortführungsphase (ewige Rente) überzuleiten, da sich Aareon zum Ende der Detailplanungsphase im Jahr 2026 noch nicht in dem für den Ansatz der ewigen Rente erforderlichen eingeschwungenen Zustand befindet. Dies ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass die Umsatzerlöse noch nicht das volle Cross-Selling Potential widerspiegeln und weiteres mengenbasiertes Umsatzwachstum zu berücksichtigen ist. Darüber hinaus laufen die Finanzierungskonditionen konzernexterner Refinanzierung erst nach dem Jahr 2030 aus. Entsprechend sind bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse in der Fortführungsphase Anpassungen vorzunehmen.

In der Fortführungsphase wird die im letzten Detailplanungsjahr 2026 erzielte Wachstumsrate der Umsatzerlöse i.H.v. 11,7% über einen Zeitraum von drei Jahren anhand der Fortentwicklung der Umsatzerlöse differenziert nach wiederkehrenden Umsätzen-, und nicht-wiederkehrenden Umsätzen (Lizenz- und Serviceerlöse) abgeleitet und auf das für die Fortführungsphase angenommene nachhaltige Niveau von 2,0% hingeführt.

Durch die Umstellung auf das SaaS-Modell ist der wesentliche Treiber der Umsatzerlöse die wiederkehrenden Umsätze. Die wiederkehrenden Umsätze sollen durch Cross-Selling der einzelnen Softwarelösungen gesteigert werden. Aareon beabsichtigt dadurch, den Umsatz je Einheit um rund 50% zu erhöhen. Darüber hinaus wird weiteres Volumenwachstum geplant, basierend auf einem geplanten Netto-Neukundenwachstum von 1,0% im letzten Planjahr. Anschließend wird angenommen, dass der Markt langfristig gesättigt ist und kein weiteres Volumenwachstum berücksichtigt. Das Preiswachstum konvergiert von 3,0% im letzten Planjahr auf 2,0% über einen Zeitraum von drei Jahren von 2027 bis 2029. Das maximale Umsatzpotenzial wird bis zum Jahr 2030 erreicht. Von 2026 bis 2030 konvergiert der Umsatz auf das volle Umsatzpotenzial. Anschließend wird ein Anstieg mit der nachhaltigen Wachstumsrate angenommen.

Für nicht-wiederkehrende Umsätze wird kein weiteres Volumenwachstum geplant, sondern ein langfristiges Preiswachstum von 2,0% auf einen kleinen Anteil verbleibender Lizenzerlöse. Das Preiswachstum konvergiert von 3,0% im letzten Planjahr, was der Annahme im Planungszeitraum aufgrund der Preisindexierung in den bestehenden Verträgen und der geplanten Entwicklung entspricht, auf 2,0%. Das 2,0%ige Preiswachstum basiert auf dem langfristigen Inflationsziel der EZB und entspricht der angesetzten nachhaltigen Wachstumsrate.

In Bezug auf andere aktivierte Eigenleistungen ist laut Auskunft des Managements von Aareon eine Mindestinvestition erforderlich, um die Software langfristig auf einem aktuellen Stand zu halten und operativ nutzen zu können. Diese Investitionen sind in der Planungsrechnung als andere aktivierte Eigenleistungen ausgewiesen. Nach dem Planungszeitraum wird geplant, dass die anderen

aktivierten Eigenleistungen ab dem letzten Planjahr mit einer Preissteigerung von 2,0%, entsprechend der nachhaltigen Wachstumsrate, ansteigen.

Materialkosten sind basierend auf dem Verhältnis zu den Umsatzerlösen wie im letzten Planjahr geplant und auf diesem Niveau konstant. Die Materialkosten sind mit den Verkäufen verbunden und umfassen Kosten für Datenbanken, Wartung und Lizenzen, sowie Kosten für Rechenzentren.

Personalaufwendungen sind basierend auf dem geplanten absoluten Wert im letzten Planjahr mit einer durchschnittlichen Lohnsteigerung von 2,0% geplant. Die Mitarbeiterzahl (Vollzeitäquivalente) wird relativ konstant geplant, während eine Verschiebung der Mitarbeiteranzahl von Forschung und Entwicklung hin zur Vertriebsfunktion geplant wird. Aareon plant somit, dass mit einer stabilen Mitarbeiteranzahl höhere Umsatzerlöse erzielt werden können.

Andere betriebliche Erträge und Aufwendungen basieren auf dem gleichen Verhältnis zu den Umsatzerlösen wie im letzten Planjahr geplant und werden auf diesem Niveau konstant fortgeschrieben. Andere betriebliche Erträge und Aufwendungen fallen in Abhängigkeit zu den Umsatzerlösen an und werden proportional zu den Umsatzerlösen fortgeschrieben.

Die EBITDA-Marge verbessert sich signifikant, auch im Vergleich zu den bereinigten historischen EBITDA-Margen. Die Verbesserung ergibt sich aus dem Umsatzwachstum bei nahezu stabilen Personalkosten. Die von Analysten geschätzten EBITDA-Margen von Vergleichsunternehmen liegen zwischen 24,9% und 27,2% in den Jahren 2024 bis 2026. Die EBITDA-Marge in der Fortführungsperiode liegt am oberen Ende der EBITDA-Margen von Vergleichsunternehmen. Daher erscheint auch die geplante EBITDA-Entwicklung für den Planungszeitraum, die Konvergenz- und Fortführungsphase sehr ambitioniert.

Die Abschreibungen und Amortisationen im Planungszeitraum resultieren im Wesentlichen aus früheren Akquisitionen und beinhalten Effekte aus den durchgeführten Kaufpreisallokationen. Für erworbene immaterielle Vermögenswerte wird im Konvergenzzeitraum geplant, dass die Amortisationen auf erworbene immaterielle Vermögenswerte bis zum Jahr 2030 entfallen. In Bezug auf die selbsterstellte Software wird ab dem Jahr 2031 ein Anstieg der Amortisationen mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 2,0% geplant. Abschreibungen auf Sachanlagen werden nach dem Planungszeitraum mit der nachhaltigen Wachstumsrate ansteigend fortgeführt.

Hinsichtlich der Investitionen in das Anlagevermögen ist am Ende des Planungszeitraums bereits ein eingeschwungener Zustand planungsgemäß erreicht. Insbesondere werden bei der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses keine Investitionen auf Goodwill oder andere immaterielle Vermögenswerte berücksichtigt, sofern diese nicht operativ benötigt werden.

Das Finanzergebnis wird auf Basis der bestehenden verzinslichen Verbindlichkeiten und den entsprechenden Zinssätzen berechnet. Die verzinslichen Verbindlichkeiten umfassen neben Finanzverbindlichkeiten i.H.v. EUR 507 Mio. zum 31. Dezember 2023 auch Leasing- und Pensionsverbindlichkeiten. Im Konvergenzzeitraum wird der Zinssatz der Finanzverbindlichkeiten auf Basis des 3-Monats EURIBOR und einer Kreditmarge gemäß dem bestehenden Vertrag und über die entsprechende Laufzeit bis zum Jahr 2030 geplant. Anschließend wird eine Refinanzierung angenommen.

Die effektive Steuerquote des Jahres 2026 i.H.v. 25,0% ist bereits auf dem nachhaltigen Niveau. Entsprechend wurde in den folgenden Jahren der Steuersatz des Aareon-Teilkonzerns von 25% auf das EBT angewendet.

Das nachhaltige Niveau der Working Capital Positionen Vorräte, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen wird anhand der jeweiligen Kennzahlen Kreditoren- und Debitorenlaufzeit geplant. In der Konvergenz- und Fortführungsphase werden die Working Capital Kennzahlen konstant geplant und das Net Working Capital auf dieser Basis geplant.

Die liquiden Mittel in der Fortführungsphase ergeben sich aus der integrierten Fortentwicklung der Gewinn- und Verlustrechnung und der Bilanz unter Berücksichtigung der Mindestkasse sowie der unterstellten Dividendenausschüttung.

Die Entwicklung des Eigenkapitals erfolgt integriert unter Berücksichtigung des Jahresergebnisses der jeweiligen Periode und der Dividendenausschüttungen. Dabei wird annahmegemäß die über den operativ notwendigen Liquiditätsbestand hinausgehende Liquidität vollständig ausgeschüttet.

Nachhaltige Wachstumsrate

Bei der Planungsrechnung von Aareon handelt es sich um eine nominale Planung. Da für die Schätzung der nachhaltigen Wachstumsrate die nominale Branchenwachstumsrate und die Marktposition des Unternehmens relevant ist, ist es notwendig, zur Schätzung der nachhaltigen, nominalen Wachstumsrate neben preisbedingtem Wachstum auch andere Komponenten einzubeziehen. Die angesetzte nachhaltige Wachstumsrate beträgt 2,0% p.a.

Zum Bewertungsstichtag ist Aareon hauptsächlich am europäischen Markt für Software für Kunden im Immobilienbereich tätig. Da auch die Planung des Bewertungsobjekts in Euro erfolgt, muss bei Inflation ebenfalls hauptsächlich auf diese Währung abgestellt werden. Die Europäische Zentralbank verfolgt ein Inflationsziel von 2,0% für Europa. In der Langzeitprognose kann davon ausgegangen werden, dass sich die Inflation dem Inflationsziel annähert.

In einer Gesamtbeurteilung aller Wachstumskomponenten wurde insbesondere vor dem Hintergrund der erwarteten Inflation und der Annahme der Weitergabe von Preiserhöhungen bei indexierten SaaS-Verträgen und ohne weiterem Mengenwachstum eine nachhaltige, branchenspezifische, nominale Wachstumsrate von 2,0% angesetzt.

3.3. Ableitung des Werts des Eigenkapitals der Aareon AG zum 31. Dezember 2024

Im Folgenden wird die Ableitung des Werts des Eigenkapitals der Aareon AG zum 31. Dezember 2024 zur Schätzung des Veräußerungsgewinns dargestellt. Die Entkonsolidierung der Aareon in der Planungsrechnung der Aareal erfolgte zum 1. Januar 2025, so dass dort zum 31. Dezember 2024 der sonstige betriebliche Ertrag aus dem Aareon Abgang berücksichtigt ist. Dabei wird der objektivierte Unternehmenswert gemäß IDW S 1 vor persönlichen Steuern auf Basis des Cashflow-to-Equity Ansatzes der DCF-Methode ermittelt, da eine Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuern im Rahmen der mittelbaren Typisierung keine Relevanz für den Wertbeitrag der Aareon für die Aareal hat. Insbesondere unterliegen die Dividendenausschüttungen der Aareon an die Aareal oder die Besteuerung des Veräußerungsgewinns auf Ebene der Aareal Bank AG nicht der Abgeltungssteuer, sondern dem Schachtelprivileg der Körperschaftssteuer bzw. Gewerbesteuer.

Im Folgenden werden die Cashflows-to-Equity der Aareon auf Basis der Planungsrechnung sowie der Konvergenz- und Fortführungsphase abgeleitet.

Ableitung der Cashflows-to-Equity

in EUR Mio.

	Planung		Konvergenz					TV
	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030	FY2031	
EBIT	140	172	239	247	265	285	291	297
-/+ Finanzergebnis (Zins- und Beteiligungsergebnis)	-51	-53	-41	-41	-41	-41	-23	-24
- Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-22	-30	-50	-51	-56	-61	-67	-68
Jahresergebnis	66	90	149	154	168	183	201	205
+ Abschreibungen	55	54	55	55	43	29	30	30
- Brutto-Investitionen (CAPEX) in das Anlagevermögen	-30	-31	-32	-32	-33	-34	-35	-35
-/(+) Veränderung des Netto-Umlaufvermögens	48	-12	-3	-0	-0	-0	-1	-0
+/(-) Anstieg / (Rückgang) der verzinslichen Verbindlichkeiten	1	2	2	2	2	1	11	12
Cashflow-to-Equity	140	102	171	179	180	179	206	211

Quellen: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

Bei der Ableitung der verschuldeten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern der Aareon AG wurde von einem risikolosen Basiszins von 2,5% und einer MRP von 7,0% als Mittelwert der vom FAUB empfohlenen Bandbreite ausgegangen. Darüber hinaus wird anhand einer Peer Group Analyse für die Aareon ein unverschuldeter Betafaktor von 1,0 ermittelt. Ausgehend von den am Kapitalmarkt beobachtbaren verschuldeten Betafaktoren der jeweiligen Vergleichsunternehmen werden unter Berücksichtigung der Kapitalstruktur (i.S. Verschuldungsgrad) sowie unsicherer Steuervorteile der Fremdfinanzierung unverschuldete Betafaktoren (sog. „Unlevern“) mithilfe der Harris-Pringle Formel ermittelt. Unter Berücksichtigung des Verschuldungsgrads der Aareon ergibt sich im Rahmen des sog. „Relevern“ ein verschuldeter Betafaktor der Aareon AG von 1,2. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten der Aareon betragen somit 10,7% bis 10,9%.

Ausgehend von den Cashflows-to-Equity wird der DCF-Wert unter Berücksichtigung eines Wachstumsabschlags von 2,0% ermittelt. Hierbei ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2024 i.H.v. EUR 1.933 Mio.:

Ableitung des Werts des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2024 vor Sonderwerten

in EUR Mio. / in %

	Planung		Konvergenz					TV
	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030	FY2031	
Cashflow-to-Equity	140	102	171	179	180	179	206	211
Basiszinssatz	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Marktrisikoprämie	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Verschuldeter Betafaktor	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Eigenkapitalkosten vor Wachstumsabschlag	10,9%	10,8%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,8%	10,8%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	-	-	2,0%
Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	10,9%	10,8%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,8%	8,8%
Barwertfaktor	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	5,6

Wert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2024 **1.933**

Quellen: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

Im Rahmen der Analysen und der Gespräche mit den Planungsverantwortlichen wurden weitere Sachverhalte identifiziert, die als Sonderwerte in der Bewertung von Aareon zu berücksichtigen sind. Das auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallende Ergebnis wurde bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse nicht berücksichtigt und wird als Sonderwert vom DCF-Wert abgezogen. Bei den nicht-beherrschenden Anteilen handelt es sich um BauSecure, Fire und First Financial, die insgesamt zu einem abzugsfähigen Sonderwert von EUR -108 Mio. führen. Die weiteren Sonderwerte bestehen aus Investments i.H.v. EUR 1 Mio. und den Wertbeiträgen der Projekten Alpine & Selene i.H.v. EUR 6 Mio. In Summe betragen die Sonderwerte EUR -101 Mio.

Unter Berücksichtigung des entsprechenden DCF-Werts i.H.v. EUR 1.933 Mio. und der Sonderwerte i.H.v. EUR -101 Mio. beträgt der Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern zum 31. Dezember 2024 insgesamt EUR 1.832 Mio.

Ableitung des Werts des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2024 inkl. Sonderwerten

in EUR Mio.

Wert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2024 vor Sonderwerten	1.933
Sonderwerte	-101
Sonderwert: Nicht-beherrschende Anteile	-108
Sonderwert: Investments	1
Sonderwert: Projekte Alpine & Selene	6
Wert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2024 nach Sonderwerten	1.832

Quellen: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

3.4. Ableitung der nicht-beherrschenden Anteile bei der Aareon

Nicht-beherrschende Anteile bei der Aareon

in EUR Mio. / in %

	Planung		Konvergenz					TV
	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030	FY2031	
Konzernergebnis an nicht-beherrschende Anteile	9	9	10	10	10	11	11	11
Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	10,9%	10,8%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,8%	8,8%
Barwertfaktor	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	5,6
Barwert des Konzernergebnisses an nicht-beherrschende Anteile zum 31. Dezember 2024	8	8	7	7	6	6	5	61
Barwert der nicht-beherrschenden Anteile zum 31. Dezember 2024	108							

4. Anpassungen Gewinn- und Verlustrechnung

in EUR Mio. / in %

	Planung			Anpassungen			Angepasste Planung		
	FY2024	FY2025	FY2026	FY2024	FY2025	FY2026	FY2024	FY2025	FY2026
Zinsüberschuss	860	841	858	18	32	25	878	873	883
Provisionsüberschuss	356	35	38	-	-	-	356	35	38
Sonstiges Ergebnis	30	19	27	-	-	-	30	19	27
Gesamterträge	1.247	895	923	18	32	25	1.265	927	948
<i>Wachstum in %</i>	-1,0%	-28,2%	3,1%	-	-	-	2,5%	-26,7%	2,3%
Risikovorsorge	-350	-221	-167	-	-	-	-350	-221	-167
Gesamterträge (nach Risikovorsorge)	896	675	756	18	32	25	914	707	781
<i>in % der Gesamterträge</i>	71,9%	75,3%	81,9%	-	-	-	72,3%	76,2%	82,3%
Verwaltungsaufwand	-581	-372	-378	-	-	-	-581	-372	-378
Sonstige betriebliche Erträge	-	-	-	1.172	-	-	1.172	-	-
Außerordentliches Ergebnis	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Betriebsergebnis	316	303	378	1.190	32	25	1.506	335	403
<i>in % der Gesamterträge</i>	25,3%	33,8%	40,9%	-	-	-	119,1%	36,1%	42,5%
Ertragsteuern	-91	-91	-113	-5	-10	-7	-97	-100	-121
<i>Effektive Steuerquote (in %)</i>	-29,0%	-30,0%	-30,0%	-	-	-	6,4%	30,0%	30,0%
Konzernergebnis	224	212	265	1.185	22	18	1.409	234	282
<i>in % der Gesamterträge</i>	18,0%	23,7%	28,7%	-	-	-	111,4%	25,3%	29,7%
<i>davon nicht beherrschenden Anteilen zugeordnet</i>	6	-	-	-	-	-	6	-	-
<i>davon AT1-Investoren zugeordnet</i>	32	30	30	-	-	-	32	30	30
<i>davon Stammaktionären zugeordnet</i>	186	182	235	1.185	22	18	1.371	204	252

5. Anpassungen Bilanz

in EUR Mio.

	Planung			Anpassungen			Angepasste Planung		
	FY2024	FY2025	FY2026	FY2024	FY2025	FY2026	FY2024	FY2025	FY2026
Cash und Geldmarktforderungen	1.936	2.656	2.140	6	18	26	1.943	2.674	2.166
Immobilienfinanzierungsportfolio	34.000	35.000	36.006	-	-	-	34.000	35.000	36.006
Wertpapierportfolio	8.302	8.257	8.214	-	-	-	8.302	8.257	8.214
Unverzinsliche Aktiva	2.597	1.339	1.207	-	-	-	2.597	1.339	1.207
Summe Aktiva	46.836	47.251	47.566	6	18	26	46.842	47.269	47.592
Eigenkapital	2.958	3.049	3.167	6	18	26	2.965	3.067	3.193
Geldmarktverbindlichkeiten	6.084	5.026	4.974	-	-	-	6.084	5.026	4.974
Wohnungswirtschaftliche Einlagen	12.318	13.252	13.138	-	-	-	12.318	13.252	13.138
Öffentliche Pfandbriefe	984	687	548	-	-	-	984	687	548
Hypothekenpfandbriefe	12.485	13.163	13.649	-	-	-	12.485	13.163	13.649
Senior Unsecured / Nachträge / CP	8.165	9.075	9.092	-	-	-	8.165	9.075	9.092
Sonstige Passiva	3.841	2.998	2.998	-	-	-	3.841	2.998	2.998
Summe Passiva	46.836	47.251	47.566	6	18	26	46.842	47.269	47.592
CET1-Kapital	2.785	2.874	2.986	6	18	26	2.791	2.892	3.013

6. Definition wesentlicher Kennzahlen

Wachstum des Zinsüberschusses _t =	$\frac{(\text{Zinsüberschuss}_t - \text{Zinsüberschuss}_{t-1})}{\text{Zinsüberschuss}_{t-1}}$
Risikovorsorgequote _t =	$\frac{\text{Risikovorsorge}_t}{\text{Kreditportfolio}_t}$
Cost-Income-Ratio _t =	$\frac{\text{Verwaltungsaufwand}_t^{189}}{\text{Einkommen}_t^{190}}$
Eigenkapitalrentabilität _t =	$\frac{\text{Konzernergebnis (abzüglich Nicht-beherrschender Anteile und AT1-Investoren zugeordnet)}_t}{\text{Bilanzielles Eigenkapital (abzüglich Nicht-beherrschender Anteile und AT1)}_{t-1}}$
Eigenkapitalquote _t =	$\frac{\text{Bilanzielles Eigenkapital (abzüglich Nicht-beherrschender Anteile und AT1)}_t}{\text{Bilanzsumme}_t}$
CET1-Quote _t =	$\frac{\text{CET1-Kapital}_t}{\text{Risikogewichtete Aktiva}_t}$
CAPEX-Quote _t =	$\frac{\text{CAPEX}_t}{\text{Umsatzerlöse}_t}$
Kreditorenlaufzeit _t =	$\frac{\emptyset \text{ Verbindlichkeiten aus LuL}_t^{191} \cdot x 365}{\text{Herstellungskosten}_t}$
Debitorenlaufzeit _t =	$\frac{\emptyset \text{ Forderungen aus LuL}_t^{192} \cdot x 365}{\text{Umsatzerlöse}_t}$

¹⁸⁹ Für Aareal ohne Bankenabgabe und Beiträge zur Einlagensicherung.

¹⁹⁰ Für Aareal die Gesamterträge.

¹⁹¹ \emptyset Verbindlichkeiten aus LuL_t beinhalten Verbindlichkeiten aus LuL_t sowie Verbindlichkeiten gegen verbundene Unternehmen - Sonstige.

¹⁹² \emptyset Forderungen aus LuL_t beinhalten Forderungen aus LuL_t, Forderungen aus noch nicht fakturierten Leistungen, und Forderungen gegen verbundene Unternehmen, abzgl. erhaltene Anzahlungen_t.

VALUETRUST

$$\text{FK-Quote (zu Marktwerten)}_t = \frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{Unternehmensgesamtwert}_t}$$

$$\text{Verschuldungsgrad (Bw.)}_t = \frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{Buchwert des Eigenkapitals}_t}$$

$$\text{Verschuldungsgrad (Mw.)}_t = \frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{Wert des Eigenkapitals}^{193}_t}$$

¹⁹³ Wert des Eigenkapitals zu Marktwerten innerhalb der DCF-Methode bzw. Ertragswert-Methode

Anlage 5

**Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main über die
Bestellung des sachverständigen Prüfers**

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 gegriffenen 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

Anlage 6
Entwurf des Übertragungsbeschlusses

Entwurf des Übertragungsbeschlusses

„Die auf den Namen lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der Aareal Bank AG mit Sitz in Wiesbaden (Minderheitsaktionäre) werden gemäß §§ 327a ff. Aktiengesetz gegen Gewährung einer von der Atlantic BidCo GmbH mit Sitz in Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 124165 (Hauptaktionärin), zu zahlenden Barabfindung in Höhe von EUR 33,20 je auf den Namen lautender Stückaktie der Aareal Bank AG auf die Hauptaktionärin übertragen.“

Anlage 7

Liste des Anteilsbesitzes der Aareal Bank AG

zum 31. Dezember 2023

Nr.	Gesellschaft	Sitz	Konzernanteil in Prozent
<u>I. Vollkonsolidierte Tochterunternehmen</u>			
1.	Aareal Bank Asia Ltd.	Singapur	100
2.	Aareal Beteiligungen AG	Frankfurt, Deutschland	100
3.	Aareal Capital Corporation	Wilmington, DE, USA	100
4.	Aareal Estate AG	Wiesbaden, Deutschland	100
5.	Aareal First Financial Solutions AG	Mainz, Deutschland	100
6.	Aareal Gesellschaft für Beteiligungen und Grundbesitz Erste mbH & Co. KG	Wiesbaden, Deutschland	94,9
7.	Aareal Holding Realty LP	Wilmington, DE, USA	100
8.	Aareal Immobilien Beteiligungen GmbH	Wiesbaden, Deutschland	100
9.	Aareon Accelerate Limited	London, Vereinigtes Königreich	100
10.	Aareon AG	Mainz, Deutschland	59,9
11.	Aareon Deutschland GmbH	Mainz, Deutschland	100
12.	Aareon Finland Oy	Helsinki, Finnland	100
13.	Aareon France S.A.S.	Meudon-la Forêt, Frankreich	100
14.	Aareon GAP Beteiligungsgesellschaft mbH	Mainz, Deutschland	100
15.	Aareon Holding GmbH	Frankfurt, Deutschland	
16.	Aareon Holding France SAS	Meudon-la Forêt, Frankreich	100
17.	Aareon Management Spain, S.L.	Madrid, Spanien	100
18.	Aareon Nederland B.V.	Emmen, Niederlande	100
19.	Aareon Norge AS	Oslo, Norwegen	100
20.	Aareon Österreich GmbH	Wien, Österreich	100
21.	Aareon Sverige AB	Göteborg, Schweden	100
22.	Aareon UK Ltd.	Coventry, Vereinigtes Königreich	100
23.	Arthur Online Ltd.	London, Vereinigtes Königreich	100
24.	AV Management GmbH	Mainz, Deutschland	100
25.	BauContact Immobilien GmbH	Wiesbaden, Deutschland	100
26.	BauGrund Immobilien-Management GmbH i.L.	Bonn, Deutschland	100
27.	BauSecura Versicherungsmakler GmbH	Hamburg, Deutschland	51
28.	BVG - Grundstücks- und Verwertungsgesellschaft mit beschränkter Haftung	Frankfurt, Deutschland	100
29.	CalCon Deutschland GmbH	München, Deutschland	100
30.	CalCrom S.R.L.	Iasi, Rumänien	83,3

31.	Cave Nuove S.p.A.	Rom, Italien	100
32.	Centre de Recursos, Administración i Manteniment S.L.	Madrid, Spanien	100
33.	collect Artificial Intelligence GmbH	Hamburg, Deutschland	100
34.	CubicEyes B.V.	Maarssen, Niederlande	100
35.	DBB Inka	Düsseldorf, Deutschland	100
36.	Deutsche Bau- und Grundstücks-Aktiengesellschaft i.L.	Berlin, Deutschland	95,0
37.	Deutsche Structured Finance GmbH	Wiesbaden, Deutschland	100
38.	DHB Verwaltungs AG	Wiesbaden, Deutschland	100
39.	Embrace Customers B.V.	Groningen, Niederlande	100
40.	Embrace Facilities B.V.	Groningen, Niederlande	100
41.	Embrace Housing B.V.	Groningen, Niederlande	100
42.	Embrace Social B.V.	Groningen, Niederlande	100
43.	Embrace the Human Cloud B.V.	Groningen, Niederlande	100
44.	FIRE B.V.	Utrecht, Niederlande	60,0
45.	Galleria City Holding Company LLC	Wilmington, DE, USA	95,0
46.	Galleria City Holding Company Member 2 LLC	Wilmington, DE, USA	95,0
47.	Galleria City Partners LP	Wilmington, DE, USA	95,0
48.	Galleria Manager Realty LLC	Wilmington, DE, USA	100
49.	GAP Gesellschaft für Anwenderprogramme und Organisationsberatung mbH	Bremen, Deutschland	100
50.	GEV Besitzgesellschaft mbH	Wiesbaden, Deutschland	100
51.	Houses2021 MEP Beteiligungs GmbH	Frankfurt, Deutschland	65,6
52.	Houses2021 MEP Verwaltungs GmbH	Frankfurt, Deutschland	70,0
53.	Informatización de Empresas SLU	Madrid, Spanien	100
54.	Izalco Spain S.L.	Madrid, Spanien	100
55.	La Sessola Holding GmbH	Wiesbaden, Deutschland	100
56.	La Sessola S.r.l.	Rom, Italien	100
57.	La Sessola Service S.r.l.	Rom, Italien	100
58.	Locoia GmbH	Hamburg, Deutschland	100
59.	Luce San Giovanni S.r.l.	Rom, Italien	100
60.	Manager Realty LLC	Wilmington, DE, USA	100
61.	Mary BidCo AB	Stockholm, Schweden	100
62.	Mercadea S.r.l.	Rom, Italien	100
63.	Met Manager Realty LLC	Wilmington, DE, USA	100
64.	Met Tower Venture LP	Wilmington, DE, USA	98,0
65.	Momentum Software AB	Stockholm, Schweden	100
66.	Momentum Software Group AB	Stockholm, Schweden	100
67.	Northpark Realty LP	Wilmington, DE, USA	100
68.	OSRE B.V.	Amsterdam, Niederlande	100
69.	Participation Achte Beteiligungs GmbH	Wiesbaden, Deutschland	100
70.	Participation Elfte Beteiligungs GmbH	Wiesbaden, Deutschland	100
71.	Participation Zehnte Beteiligungs GmbH	Wiesbaden, Deutschland	100
72.	Participation Zwölfte Beteiligungs GmbH	Wiesbaden, Deutschland	100

73.	plusForta GmbH	Düsseldorf, Deutschland	100
74.	Realmark Group B.V.	Amsterdam, Niederlande	100
75.	RentPro Ltd.	Warrenpoint, Nordirland	100
76.	Scale Layer GmbH	Wiesbaden, Deutschland	100
77.	Sole Sopra Cinquina S.r.l.	Rom, Italien	100
78.	Tactile Limited	London, Vereinigtes Königreich	100
79.	Terrain Beteiligungen GmbH	Wiesbaden, Deutschland	94,0
80.	Terrain Herzogpark GmbH & Co. KG	Wiesbaden, Deutschland	100
81.	Terrain Management GmbH	Wiesbaden, Deutschland	100
82.	Tintoretto Rome S.r.l.	Rom, Italien	100
83.	UTS innovative Softwaresysteme GmbH	Köln, Deutschland	100
84.	Vind je Plek B.V.	Amsterdam, Niederlande	100
85.	Westdeutsche Immobilien Servicing AG	Mainz, Deutschland	100
86.	wohnungshelden GmbH	München, Deutschland	100
87.	146 Geary CA LLC	Wilmington, DE, USA	100
88.	220 Post CA LLC	Wilmington, DE, USA	100

II. Gemeinsame Vereinbarungen

89.	Konsortium BauGrund/TREUREAL	Bonn, Deutschland	50,0
-----	------------------------------	-------------------	------

III. Assoziierte Unternehmen

90.	DSF PP Justizzentrum Thüringen GmbH & Co. KG	Bremen, Deutschland	48,4
91.	Houses2021 Management Beteiligungs GmbH & Co. KG	Wiesbaden, Deutschland	0,5
92.	Mount Street Group Limited	London, Großbritannien	20,0
93.	Westhafen Haus GmbH & Co. Projektentwicklungs KG	Frankfurt, Deutschland	25,0

IV. Sonstige Unternehmen

94.	Blackprint Booster Fonds International GmbH & Co. KG	Frankfurt, Deutschland	49,9
95.	Houses Nominee Ltd.	London, Großbritannien	70,0
96.	Houses Stanwich GmbH & Co. KG	Wiesbaden, Deutschland	35,7
97.	PropTech1 Fund I GmbH & Co. KG	Berlin, Deutschland	9,6

Anlage 8

Depotbestätigung der BNY Mellon vom 21. März 2024

**Custody Holdings
By Security - Details By Status**

214356 - ATLANTIC BIDCO GMBH

03/21/2024

ISIN	Description	Ccy	Ctry Inc	Status	Loc	Reg	Traded Shares/Par Amortized Face	Settled Shares/Par	Pending Receive Shares / Par	Pending Deliver Shares/Par
DE000A37FT90	AAREAL BANK AG NPV	EUR	DE	AVAILABLE	CBF	CBF8	57,029,332.0000	57,029,332.0000		
TOTAL BY UNITS - 214356 - ATLANTIC BIDCO GMBH							57,029,332.0000	57,029,332.0000		
TOTAL BY AMORTIZED FACE - 214356 - ATLANTIC BIDCO GMBH							0.0000			

Anlage 9

Depotbestätigung der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG vom 21. März 2024



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Atlantic BidCo GmbH
Wiesenhüttenstr. 11
60329 Frankfurt am Main

Stephan Grube
Corporate Banking

Telephone +49 40 350 60-8034
E-Mail stephan.grube@berenberg.com

21. März 2024

Beteiligungsnachweis

Sehr geehrte Damen und Herren,

Ihr Depot 40-02893-008 weist zum Stichtag 20. März 2024 einen Bestand von 133.241 Aktien der ISIN DE000A37FT90 Aareal Bank AG aus.

Mit freundlichen Grüßen

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
(Diese Erklärung trägt keine Unterschrift)