
**BERICHT
ÜBER DIE PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT
DER BARABFINDUNG**

FÜR DIE BEABSICHTIGTE ÜBERTRAGUNG DER AKTIEN DER
MINDERHEITSAKTIONÄRE DER

CHORUS CLEAN ENERGY AG, MÜNCHEN

AUF DIE

CAPITAL STAGE AG, HAMBURG



A&M GMBH WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT

11. Mai 2017

Streng vertraulich

INHALTSVERZEICHNIS

<u>KAPITEL</u>	<u>SEITE</u>
Inhaltsverzeichnis.....	1
Abkürzungsverzeichnis.....	2
1 Auftrag und Auftragsdurchführung.....	3
2 Gegenstand und Umfang der Prüfung gemäss § 327c AktG.....	6
3 Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung.....	7
3.1 Angaben zur Ermittlung der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i. V. m. § 293e AktG.....	7
3.1.1 Methode zur Ermittlung der Barabfindung.....	7
3.1.2 Angemessenheit der angewandten Bewertungsmethode.....	7
3.1.2.1 Ertragswert und Discounted Cash Flow.....	7
3.1.2.2 Liquidationswert und Substanzwert.....	8
3.1.2.3 Vergleichsorientierte Bewertung.....	9
3.1.2.4 Börsenkurs.....	9
3.1.3 Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung.....	10
3.2 Prüfungsfeststellungen im Einzelnen.....	10
3.2.1 Durchschnittlicher Börsenkurs.....	11
3.2.1.1 Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses.....	11
3.2.1.2 Mögliche Fortschreibung.....	12
3.2.2 Überprüfung der Unternehmensbewertung der CHORUS Clean Energy anhand des Ertragswertverfahrens.....	13
3.2.2.1 Bewertungsobjekt.....	13
3.2.2.2 Bewertungsstichtag.....	16
3.2.2.3 Bewertungsverfahren.....	16
3.2.2.4 Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse.....	17
3.2.2.5 Kapitalisierungszinssatz.....	29
3.2.2.6 Kapitalisierung auf den Bewertungsstichtag.....	35
3.2.2.7 Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen.....	35
3.2.2.8 Unternehmenswert und Wert je Aktie.....	36
3.2.3 Plausibilisierung des Unternehmenswertes.....	36
3.2.3.1 Vergleichende Multiplikatorenbewertung.....	36
3.2.3.2 Marktreaktion auf das Übernahmeangebot von implizit 11,50 EUR.....	39
3.2.4 Von der Capital Stage festgelegte Barabfindung.....	40
4 Abschliessende Erklärung zur Angemessenheit der Barabfindung.....	42
5 Anlagenverzeichnis.....	43
ANLAGEN	

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abkürzungen	
A&M	A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München
AktG	Aktiengesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	Bundesgerichtshof
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
CAPEX	Capital Expenditure
Capital Stage	Capital Stage AG, Hamburg
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHORUS oder CHORUS Clean Energy	CHORUS Clean Energy AG, Neubiberg, München
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EEG	Erneuerbare-Energien-Gesetz
EStG	Einkommenssteuergesetz
EUR	Euro
EV	Enterprise Value
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.
KPMG	KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landesgericht
LTM	Last Twelve Months
Mio. EUR	Millionen Euro
MSCI ACWI	MSCI All Country World Index
NM	Not Meaningful
TEUR	Tausend Euro
TV	Terminal Value („Ewige Rente“)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

1 AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

- (1) Die Capital Stage AG, Hamburg, (im Folgenden auch „Capital Stage“) als Hauptaktionärin der CHORUS Clean Energy AG, München, (im Folgenden auch „CHORUS“, „CHORUS Clean Energy“ oder „Gesellschaft“) beabsichtigt, die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der CHORUS Clean Energy gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß § 327a AktG herbeizuführen. Über das Übertragungsverlangen der Capital Stage hat die CHORUS Clean Energy am 8. März 2017 per ad-hoc Mitteilung informiert.
- (2) Die Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der CHORUS Clean Energy soll auf der ordentlichen Hauptversammlung der CHORUS Clean Energy am 22. Juni 2017 erfolgen. In dem Entwurf des Übertragungsbeschlusses hat die Hauptaktionärin eine Barabfindung in Höhe von 11,92 EUR je Aktie der CHORUS Clean Energy festgelegt.
- (3) Auf Antrag der Hauptaktionärin hat uns das Landgericht München I mit Beschluss vom 22. März 2017 zum sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4, 293c Abs. 1 AktG bestellt (Anlage 1).
- (4) Gegenstand unserer Prüfung ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der Barabfindung, die in dem Übertragungsbericht der Capital Stage als Hauptaktionärin begründet und erläutert wird. Die Festlegung der Höhe der Barabfindung erfolgte durch die Capital Stage auf der Grundlage eines Bewertungsgutachtens der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München, (im Folgenden „KPMG“ oder „Bewertungsgutachterin“).
- (5) Für unsere Prüfung standen uns insbesondere nachfolgende Unterlagen zur Verfügung:
 - Entwurf des Übertragungsbeschlusses (Anlage 2);
 - Bericht des Hauptaktionärs Capital Stage über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der CHORUS Clean Energy auf die Capital Stage sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG (im Folgenden „Übertragungsbericht“);
 - Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert zum 22. Juni 2017 und zur angemessenen Barabfindung im Rahmen des geplanten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der CHORUS Clean Energy von KPMG mit Datum vom 11. Mai 2017;
 - Ermittlung des gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenpreises der CHORUS Clean Energy gemäß Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (im Folgenden „BaFin“) zum Stichtag 7. März 2017 (einschließlich);
 - Handelsregisterauszug der CHORUS Clean Energy (Stand 9. März 2017);
 - Satzung der CHORUS Clean Energy (Stand 23. März 2016);
 - Durch den Vorstand verabschiedete und vom Aufsichtsrat am 27. März 2017 genehmigte operative Unternehmensplanung der CHORUS Clean Energy für die Jahre 2017 bis 2021;

- Eine, die operative Planung ergänzende Planungsrechnung, welche ausgehend von Investitionen in typisierte Modellparks sowie Erwartungen an die weitere Entwicklung des Asset Management Segments zusätzliche Wertbeiträge berücksichtigt;
 - Ergebnisplanung der sich im Bestand befindenden Wind- und Solarparks ausgehend von prognostizierter Stromproduktion über die gesamte Laufzeit eines jeweiligen Parks;
 - Berichte über die Prüfung des Jahresabschlusses und des Lageberichts der CHORUS Clean Energy für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 der KPMG;
 - Angebotsunterlage zum freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der Capital Stage an die Aktionäre der CHORUS Clean Energy vom 28. Juli 2016.
- (6) Darüber hinaus haben wir auf öffentlich zugängliche Informationen sowie Kapitalmarktdaten zurückgegriffen.
- (7) Die gutachtliche Stellungnahme von KPMG und der Übertragungsbericht der Capital Stage haben uns vor ihrer Fertigstellung bereits als Entwürfe vorgelegen.
- (8) Alle erbetenen Auskünfte und Nachweise sind uns erteilt worden. Der Vorstand der CHORUS Clean Energy und der Capital Stage haben uns gegenüber jeweils eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass die uns jeweils übergebenen Unterlagen und erteilten Informationen vollständig und richtig sind.
- (9) Bei unserer Prüfung haben wir die Stellungnahme des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf, IDW-Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen vom 02. April 2008 (im Folgenden „IDW S 1 i. d. F. 2008“) beachtet.
- (10) Wir haben unsere Prüfung nach unserer gerichtlichen Bestellung vom 22. März 2017 am 4. April 2017 aufgenommen und bis zum 11. Mai 2017 in den Geschäftsräumen der CHORUS Clean Energy in München, den Büroräumen der Bewertungsgutachterin in München und in unseren Büroräumen in Frankfurt a.M. und München durchgeführt.
- (11) Unsere Prüfung erfolgte zeitlich parallel zu den Arbeiten der Bewertungsgutachterin. Dabei haben wir die Prüfungshandlungen jeweils unmittelbar nach Fertigstellung und Vorlage von Teilergebnissen durch die Bewertungsgutachterin vorgenommen. Unser Prüfungsurteil haben wir unabhängig und eigenverantwortlich gefällt. Einzelne Punkte wurden im Verlauf der Prüfung eingehend diskutiert.
- (12) Die als Bewertungsbasis dienende Unternehmensplanung sowie Arbeitspapiere zur Bewertung haben wir erhalten, in Gesprächen mit dem Vorstand und Mitarbeitern der CHORUS Clean Energy sowie mit der Bewertungsgutachterin erörtert und auf ihre Plausibilität überprüft. Mit diesem Bericht fassen wir das Ergebnis unserer Prüfung zusammen und legen dar, auf Grundlage welcher einzelnen Prüfungshandlungen, Analysen und Überlegungen wir zu unserem Prüfungsergebnis gekommen sind.
- (13) Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 11. Mai 2017 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der ordentlichen Hauptversammlung der CHORUS Clean Energy am 22. Juni 2017 wesentliche Veränderungen ergeben, die sich auf die Bemessung der Barabfindung auswirken, wären diese nachträglich zu berücksichtigen.
- (14) Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Konzern- bzw. Jahresabschlüsse oder der Geschäftsführung der beteiligten

Gesellschaften vorgenommen haben. Solche Prüfungen sind nicht Gegenstand unserer Prüfung zur Angemessenheit der Barabfindung. Die Übereinstimmung der Abschlüsse der CHORUS Clean Energy mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften ist für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 vom Abschlussprüfer der Gesellschaft uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Jahresabschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir insofern von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

- (15) Für die Durchführung unseres Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, unsere als Anlage 3 beigefügten Allgemeinen Geschäftsbedingungen maßgebend.

2 GEGENSTAND UND UMFANG DER PRÜFUNG GEMÄSS § 327C AKTG

- (16) Gegenstand unserer Prüfung ist nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung. Dementsprechend ist der Prüfungsbericht gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i. V. m. § 293e AktG mit einer Erklärung abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist. Dabei ist im Prüfungsbericht anzugeben,
- nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist,
 - aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist,
 - welche Barabfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der festgelegten Barabfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung des Unternehmens aufgetreten sind.
- (17) Die Angemessenheit der Barabfindung lässt sich grundsätzlich aufgrund einer Überprüfung der Unternehmensbewertung der CHORUS Clean Energy beurteilen, die die Grundlage für die Ableitung der Barabfindung darstellt. Der Prüfer hat daher die der Barabfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und der inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Basiert die Bewertung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insbesondere zu untersuchen, ob die wertrelevanten Parameter fachgerecht abgeleitet sind und die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen. Sofern für die Bewertung Börsenkurse herangezogen werden, ist der maßgebliche Börsenkurs aus einem Durchschnittskurs für einen adäquaten Referenzzeitraum zu ermitteln.
- (18) Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG hat die Hauptaktionärin der beschlussfassenden Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung des Aktienbesitzes der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden. Dieser Bericht ist nicht Gegenstand unserer Prüfung. Es gehört auch nicht zu den Aufgaben des gesetzlichen Prüfers, die Zweckmäßigkeit oder das Vorliegen der Voraussetzungen der Übertragung zu beurteilen. Soweit der Bericht der Hauptaktionärin jedoch die Höhe der Barabfindung erläutert und begründet, haben wir ihn als eine wichtige Unterlage zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung verwendet.

3 PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

3.1 Angaben zur Ermittlung der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i. V. m. § 293e AktG

3.1.1 Methode zur Ermittlung der Barabfindung

(20) Die Hauptaktionärin hat die Barabfindung im Entwurf des Beschlusses über die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien wie folgt festgelegt:

„Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der CHORUS Clean Energy AG, Neubiberg, werden gemäß den §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer von der Hauptaktionärin, der Capital Stage AG mit Geschäftssitz Große Elbstraße 59, 22767 Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 63197, zu zahlenden Barabfindung in Höhe von EUR 11,92 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der CHORUS Clean Energy AG auf die Hauptaktionärin übertragen.“

(21) Wie im Bericht der Hauptaktionärin ausgeführt, wird die Barabfindung auf 11,92 EUR pro nennwertlose Stückaktie der CHORUS Clean Energy festgelegt. Dies entspricht dem gewichteten inländischen Börsendurchschnittskurs vor dem Tag der Mitteilung über das Übertragungsverlangen der Capital Stage am 8. März 2017. Bei der Festlegung der Barabfindung hat die Hauptaktionärin auch die von KPMG als neutrale Gutachterin durchgeführte Unternehmensbewertung der CHORUS Clean Energy berücksichtigt. Diese ergibt einen Wert je Aktie, der niedriger als der Börsendurchschnittskurs über den am 7. März 2017 endenden Dreimonatszeitraum ist. Erläutert wird dies im Übertragungsbericht der Hauptaktionärin vom 11. Mai 2017. In diesem Übertragungsbericht macht sich die Hauptaktionärin die gutachtliche Stellungnahme von KPMG inhaltlich zu Eigen. Sie ist als Anlage 1 dem Übertragungsbericht vollständig beigelegt und bildet einen integralen Bestandteil dieses Berichts. Die gutachtliche Stellungnahme enthält Erläuterungen und Begründungen der für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung angewandten Grundsätze und Methoden.

3.1.2 Angemessenheit der angewandten Bewertungsmethode

(22) Für die Ermittlung des Unternehmenswerts als Grundlage der Festlegung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG stehen grundsätzlich die nachfolgend dargestellten Bewertungsmethoden zur Verfügung. Nach unseren Feststellungen führt im vorliegenden Fall die Ermittlung der Abfindung auf Grundlage des Börsendurchschnittskurses der CHORUS-Aktie über den am 7. März 2017 endenden Dreimonatszeitraum zu einem angemessenen Ergebnis. Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf den Abschnitt 3.2.

3.1.2.1 Ertragswert und Discounted Cash Flow

(23) Der Wert des Eigenkapitals eines Unternehmens leitet sich aus den künftigen unsicheren Zahlungsströmen ab, die der Eigenkapitalgeber zu erwarten hat. Ein solcher Unternehmenswert kann daher als Barwert aller künftigen Einnahmen-Ausgaben-Überschüsse des Unternehmens berechnet werden. Die Grundzüge, wie solche zukunftsbezogenen Unternehmensbewertungen durchzuführen sind, sind in dem Bewertungsstandard IDW S 1 i. d. F. 2008 dargestellt.

- (24) Zur Ermittlung der angemessenen Abfindung wurde eine Ertragswertberechnung nach IDW S 1 i. d. F. 2008 durchgeführt. Die in diesem Standard verankerten Grundsätze, insbesondere die Erläuterung der Ertragswertmethode, entsprechen der herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur und Praxis der Unternehmensbewertung. Das Ertragswertverfahren ist auch von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt. Insoweit beurteilen wir das hier angewandte Ertragswertverfahren als grundsätzlich angemessen. Demnach ergibt sich der Unternehmenswert aus der risikoadäquaten Diskontierung künftiger erwarteter Nettozuflüsse der Anteilseigner aus dem Unternehmen.
- (25) Alternativ zu der Anwendung der Ertragswertmethode können im Rahmen dieser Bewertungsstandards Bewertungen grundsätzlich auch nach der Discounted Cash Flow (DCF)-Methode erfolgen. Nach der DCF-Methode in ihrer in der Praxis üblichen Form (sog. Brutto-, Entity-, Enterprise- oder WACC-Ansatz) wird zunächst ein Gesamtkapitalwert für das operative Geschäft ermittelt. Der Wert des Eigenkapitals wird aus dem Gesamtkapitalwert abgeleitet, indem die Nettofinanzschulden in Abzug gebracht werden.
- (26) Ertragswert- und DCF-Methode beruhen auf dem Kapitalwertkalkül und damit auf den gleichen konzeptionellen Grundlagen. Bei gleichen Prämissen kommen beide Methoden zu demselben Ergebnis. Die Darstellung einer alternativen Bewertung nach der DCF-Methode konnte daher entfallen.
- (27) In dem unter Verwendung der Ertragswertmethode berechneten Barwert der prognostizierten Zahlungsströme sind nur solche wertbildenden Faktoren vollständig erfasst, die durch laufende Zahlungsströme wertmäßig zutreffend abbildbar sind. Wertbildende Faktoren, die auf diese Weise gar nicht oder nur sehr unvollständig abgebildet werden können, sind gesondert zu bewerten.
- (28) Wir erachten die Anwendung der Ertragswertmethode unter etwaiger Hinzufügung gesondert zu bewertender Vermögensgegenstände für angemessen, sofern nicht eine Bewertung anhand der im Folgenden dargestellten Methoden zu einer höheren Abfindung führt. Zu dieser Überprüfung nehmen wir in Abschnitt 3.2.4 Stellung.

3.1.2.2 Liquidationswert und Substanzwert

- (29) Bei der Ertragswert- wie auch der DCF-Methode wird der Wert eines Unternehmens aus den diskontierten erwarteten Zahlungsüberschüssen des fortgeführten Unternehmens abgeleitet. Demgegenüber stellt der Liquidationswert den Zahlungsüberschuss aus der Liquidation dar. Der Substanzwert umfasst die Summe der Auszahlungen, die nötig wären, wenn das Unternehmen reproduziert werden sollte.
- (30) Die Bewertungsgutachterin hat aufgrund der Fortführungsabsicht der Gesellschaft und einer überschlägigen Abschätzung des Liquidationswerts keine detaillierte Berechnung eines Liquidationswerts für die CHORUS Clean Energy vorgenommen. Im Rahmen der überschlägigen Abschätzung des Liquidationswerts ist die Bewertungsgutachterin zu dem Ergebnis gekommen, dass der nach der Ertragswertmethode abgeleitete Unternehmenswert der CHORUS Clean Energy über dem Liquidationswert liegt. Wir haben diese überschlägige Abschätzung nachvollzogen und uns davon überzeugt, dass ein Liquidationswert im Sinne einer ordnungsgemäßen Abwicklung des operativen Geschäfts zu niedrigeren Werten führt als eine Unternehmensfortführung, wie sie in dem nach der Ertragswertmethode abgeleiteten Unternehmenswert abgebildet wird.

- (31) Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem so genannten Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Werte nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat keinen selbständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung. Es ist somit angemessen, dass ein Substanzwert von der Bewertungsgutachterin nicht ermittelt wurde.

3.1.2.3 Vergleichsorientierte Bewertung

- (32) In der M&A-Praxis ist es üblich, indikative Unternehmenswerte oder Wertbandbreiten mittels Multiplikatoren zu bestimmen, die als branchenüblich angesehen werden.
- (33) Bei sorgfältiger Durchführung solcher Bewertungen ist zum einen eine Analyse der zurückliegenden und der erwarteten Ergebnissituation des Bewertungsobjekts erforderlich. Zum anderen müssen die Multiplikatoren aus einer Analyse der Bewertungen vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden. Derartige Multiplikatoren-Bewertungen stellen nur vereinfachte, pauschale Ertragsbewertungen dar. Daher ist ihnen eine umfassende analytische Bewertung nach der Ertragswertmethode – wie sie hier vorgenommen wurde – grundsätzlich vorzuziehen.

3.1.2.4 Börsenkurs

- (34) Die Aktien der CHORUS Clean Energy (ISIN DE000A12UL56 und ISIN DE000A2BPKL6) sind seit dem 3. Mai 2017 im General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Sie waren bis dato zum Handel am regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen. Die Erstnotierung erfolgte am 7. Oktober 2015.
- (35) Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94) ist grundsätzlich der Börsenkurs die Untergrenze der Abfindung von Minderheitsaktionären bei Unternehmensverträgen und Eingliederungen.
- (36) Der Bundesgerichtshof hat für den Fall der Abfindung von Minderheitsaktionären (BGH, Beschluss vom 19.07.2010 – II ZB 18/09 – „Stollwerck“) entschieden, dass der einer angemessenen Barabfindung zugrunde zu legende Börsenwert grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten inländischen Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntmachung der Maßnahme zu ermitteln ist. Durch die Durchschnittsbildung sollen Zufallseinflüsse und kurzfristige Verzerrungen eliminiert werden.
- (37) Das Gebot, bei der Festsetzung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs als Wertuntergrenze zu berücksichtigen, gilt jedoch nicht uneingeschränkt. So ist der Börsenkurs zumindest dann nicht als Wertuntergrenze maßgeblich, wenn die Aktien der betreffenden Gesellschaft nur in geringem Umfang an der Börse gehandelt werden oder aufgrund von Sondereinflüssen nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegeln (BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94; BGH, Beschluss vom 12.03.2001 – II ZB 15/00, „DAT/Altana“; OLG Düsseldorf 26. Zivilsenat, I-26 W 7/06 AktE vom 4.10.2006).
- (38) 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, ist der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen (BGH, Beschluss

vom 19.07.2010 – II ZB 18/09 – „Stollwerck“). Nicht geboten ist diese Hochrechnung in Fällen, in denen die Maßnahme innerhalb eines normalen oder üblichen Zeitraums durchgeführt wurde. Als normal oder üblich kann dabei jedenfalls noch ein Zeitraum von sechs bis sieben Monaten angesehen werden (OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, 20 W 2/07, mit Verweis auf Bungert, BB 2010, 2227, 2229; Bückler, NZG 2010, 967, 970; OLG Frankfurt, Beschluss vom 29.04.2011, 21 W 13/11 mit Verweis auf Bungert/Wettich, BB 2010, 2227, 2229; Decher, ZIP 2010, 1673, 1676; Bückler, NZG 2010, 967, 970).

- (39) Zu der Überprüfung, ob die Rechtsprechung zur Relevanz des Börsenkurses bei der Festlegung der Barabfindung angemessen berücksichtigt wurde und in welchem Verhältnis Ertragswert und durchschnittlicher Börsenkurs zueinander stehen, nehmen wir in Abschnitt 3.2.1. Stellung.

3.1.3 Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

- (40) Aufgrund unserer Überprüfungen der vorgenommenen Bewertungen, insbesondere der Ableitung eines durchschnittlichen Börsenkurses, der der Ertragswertermittlung zu Grunde liegenden Annahmen und Vorgehensweisen und nach Durchsicht des Übertragungsberichts stellen wir fest, dass folgende besondere Schwierigkeiten im Sinne der §§ 293e Abs. 1 Nr. 3 i.V.m. 327c Abs. 2 Satz 4 AktG bei der Bewertung der CHORUS Clean Energy aufgetreten sind:

- Die verabschiedete Unternehmensplanung der CHORUS Clean Energy umfasst das Bestandsgeschäft über einen Zeitraum von fünf Jahren für den Planungshorizont von 2017 bis 2021. Dieses Bestandsgeschäft wird jedoch über einen deutlich längeren Zeitraum betrieben. Um diese wertbeeinflussenden Faktoren sowie weitere Elemente einer nachhaltigen Unternehmensplanung berücksichtigen zu können, wurde die Unternehmensplanung auf Basis der Bestandsplanung erweitert und bis zum Jahr 2044 verlängert.
- Die Ausschüttungspolitik von CHORUS sieht vor, dass wesentliche Teile des erwirtschafteten Jahresüberschusses an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Dennoch setzt das Geschäftsmodell im Zeitablauf liquide Mittel frei. Diese wurden für Bewertungszwecke in Abstimmung mit dem Management in typisierte Wind- und Solarparks reinvestiert, um das nachhaltige Ertragspotential der Gesellschaft abzubilden.
- Ein wesentlicher Werttreiber der CHORUS Clean Energy ist der beabsichtigte Ausbau des Asset Managements. Dieses Geschäftsfeld unterliegt im Business Plan sehr hohen Wachstumsraten. Die Beurteilung der damit verbundenen Risiken, der Plausibilität der angenommenen Wachstumsraten sowie Profitabilitäten war mit Schätzunsicherheiten verbunden.

- (41) Diese zuvor beschriebenen besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung hatten für unsere Prüfung zur Konsequenz, dass wir neben der Prüfung der Börsenkursermittlung und der Ertragswertberechnung weitere vertiefende Wertanalysen durchgeführt haben (vgl. Abschnitt 3.2.3).

3.2 Prüfungsfeststellungen im Einzelnen

- (42) Von der Angemessenheit der konkreten Berechnungen und Ableitungen zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung haben wir uns wie folgt überzeugt:

3.2.1 Durchschnittlicher Börsenkurs

3.2.1.1 Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses

- (43) Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts ergibt sich aus Art. 14 Abs. 1 GG, dass der Aktionär im Falle der Eingliederung einer Aktiengesellschaft wertmäßig voll für den Verlust seiner Aktionärsstellung zu entschädigen ist (BVerfG, 1 BvR 1613/94 vom 27.04.1999 Abs. 46 ff.). Die Entschädigung habe dabei in Höhe des „wahren Wertes“ seiner Beteiligung zu erfolgen. Dabei dürfe die von Art. 14 Abs. 1 GG geforderte „volle“ Entschädigung jedenfalls nicht unter dem Verkehrswert liegen, der bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden könne (vgl. BVerfG, 1 BvR 1613/94 vom 27.04.1999, Abs. 54). Die Abfindung müsse so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre den Gegenwert ihrer Gesellschaftsbeteiligung erhielten. Darüber hinaus müsse die Abfindung so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhielten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Eingliederung erlangt hätten. Eine geringere Abfindung würde der Dispositionsfreiheit über den Eigentumsgegenstand nicht hinreichend Rechnung tragen (vgl. BVerfG, 1 BvR 1613/94 vom 27.04.1999, Abs. 57).
- (44) Art. 14 Abs 1 GG verlange nicht, dass gerade der Börsenkurs am Bewertungsstichtag zur Untergrenze der Abfindung gemacht werde. Da die Eingliederungskonditionen den Marktteilnehmern vor diesem Stichtag jedenfalls während der mindestens einmonatigen Einberufungsfrist zur Hauptversammlung, auf der über die Eingliederung abgestimmt wird, bekannt seien, hätten Interessenten sonst die Möglichkeit, den Börsenkurs während dieser Zeit auf Kosten des Mehrheitsaktionärs in die Höhe zu treiben. Wie der Stichtag festzusetzen sei, werde von der Verfassung nicht vorgegeben. Entscheidend sei, dass die Zivilgerichte durch die Wahl eines entsprechenden Referenzkurses einem Missbrauch beider Seiten begegneten. Die Zivilgerichte könnten insoweit etwa auf einen Durchschnittskurs im Vorfeld der Bekanntgabe des Unternehmensvertrags zurückgreifen. Zwar müsse die angemessene Abfindung die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen, zu den zum Berücksichtigungszeitpunkt maßgeblichen Verhältnissen gehöre aber nicht nur der Tageskurs, sondern ein auf diesen Tag bezogener Durchschnittswert (vgl. BVerfG, 1 BvR 1613/94 vom 27.04.1999, Abs. 69 ff.).
- (45) In seinem Beschluss vom 19. Juli 2010 hat der BGH – wie oben dargestellt – auf den gewichteten Durchschnittskurs der drei Monate vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme abgestellt.
- (46) Nach der Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999 (BVerfG, 1 BvR 1613/94) ist der Börsenkurs zumindest dann nicht als Wertuntergrenze heranzuziehen, wenn die Aktien der betreffenden Gesellschaft nur in geringem Umfang an der Börse gehandelt werden oder aufgrund von Sondereinflüssen nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegeln. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktenge der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder der Börsenpreis manipuliert worden ist (OLG Düsseldorf 26 Zivilsenat, I-26 W 7/06 AktE vom 4.10.2006). Als Grundlage für eine Einschätzung, ob eine Marktenge vorliegt, können die Vorgaben des § 5 WpÜG-Angebotsverordnung herangezogen werden. Demzufolge liegt eine Marktenge vor, wenn für die Aktien der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor

Veröffentlichung an weniger als an einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden sind und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5,0 % voneinander abweichen.

- (47) Soll die Kursbildung praktisch unbeeinflusst von Spekulationen auf ein etwaiges Abfindungsangebot sein, ist möglichst auf die erste denkbare Verlautbarung zur Strukturmaßnahme abzustellen, weil diese bereits Einfluss auf die Kursbildung haben kann (vgl. OLG Frankfurt a. M., Beschluss vom 21.12.2010, Az. 5 W 15/10, juris Tz. 30 ff.).
- (48) Dabei kommt es auf den potenziellen Einfluss der Verlautbarung an, nicht hingegen auf das Vorliegen der konkreten Voraussetzungen zur Umsetzung der jeweiligen Strukturmaßnahme (vgl. OLG Frankfurt a. M., Beschluss vom 21.12.2010, Az. 5 W 15/10, juris Tz. 30 ff.; auch das LG München I stellt insoweit auf das Kursbeeinflussungspotential einer Mitteilung/Bekanntgabe ab, vgl. dazu LG München I, NZG 2014, 498, 500; ähnlich auch Wasmann, ZGR 2011, 83, 91.)
- (49) Die Bewertungsgutachterin verwendet zutreffend als Referenzperiode für die Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses den dreimonatigen Zeitraum vor der Mitteilung des beabsichtigten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der CHORUS am 8. März 2017.
- (50) Für diese Referenzperiode hat die Bewertungsgutachterin den gewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs der CHORUS-Aktie von 11,88 EUR ermittelt. Sie bezieht sich dabei auf den von der BaFin nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung berechneten gültigen Mindestpreis der Aktie der CHORUS Clean Energy für den Dreimonatszeitraum vor der Veröffentlichung vom 8. März 2017, also zum Stichtag 7. März 2017 (einschließlich). Zur Prüfung des von der Bewertungsgutachterin ermittelten Börsendurchschnittskurses haben wir eine eigene Berechnung durchgeführt. Dazu haben wir den durchschnittlichen Börsenkurs auf Grundlage der verfügbaren Daten des Finanzdienstleisters Capital IQ auf Basis der einzelnen Transaktionen für den Zeitraum vom 5. Dezember 2016 bis 7. März 2017 berechnet. Der von uns auf dieser Basis ermittelte gewichtete durchschnittliche Börsenkurs liegt geringfügig unterhalb von 11,88 EUR.
- (51) Während unserer Analyse zur Heranziehbarkeit der Börsendurchschnittskurses als Wertuntergrenze haben wir im betrachteten Dreimonatszeitraum zwar einen verminderten Handel der CHORUS-Aktie konstatiert, konnten aber dadurch nicht auf das Vorliegen einer Marktengpass schließen, die einen einzelnen Aktionär an der Veräußerung seiner Aktien zum Börsenpreis gehindert hätte.
- (52) Vor diesem Hintergrund können wir die von der Bewertungsgutachterin herangezogene Durchschnittsbildung, die auf den volumengewichteten Börsendurchschnittskurs der drei Monate vor dem Zeitpunkt der Bekanntgabe der Squeeze Out-Absicht abstellt, nachvollziehen und – dem Schutzzweck unserer Prüfung folgend – in ihrer Höhe nicht beanstanden.

3.2.1.2 Mögliche Fortschreibung

- (53) Wir haben geprüft, ob eine Fortschreibung des Börsenkurses aufgrund seiner Entwicklung seit Bekanntgabe in Frage kommen könnte.
- (54) Die dazu ergangene Rechtsprechung des BGH (Beschluss vom 19.07.2010 – II ZB 18/09 – „Stollwerck“) stellt jedoch weniger auf die allgemeine Kursentwicklung als solche ab, als vielmehr auf den Zeitraum, der zwischen Ankündigung und beschließender Hauptversammlung liegt.

- (55) Im Fall Stollwerck hat der BGH festgestellt, dass zwischen der Ankündigung des Squeeze Out und dem Tag der Hauptversammlung mit siebeneinhalb Monaten bereits ein längerer Zeitraum liege und die Frage zur Entwicklung der allgemeinen oder branchentypischen Aktienkurse an das zuständige OLG zurückverwiesen. Zwei Oberlandesgerichte haben für Zeiträume unter sechs bzw. sechseinhalb Monaten eine Fortschreibung abgelehnt (OLG Stuttgart vom 19.01.2011; OLG Saarbrücken vom 11.06.2014).
- (56) Da für CHORUS Clean Energy zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 8. März 2017 und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 22. Juni 2017 ein kürzerer Zeitraum liegt, wurde keine Anpassung des Börsenkurses vorgenommen.
- (57) Diese Vorgehensweise ist durch die einschlägige Rechtsprechung gedeckt.

3.2.2 Überprüfung der Unternehmensbewertung der CHORUS Clean Energy anhand des Ertragswertverfahrens

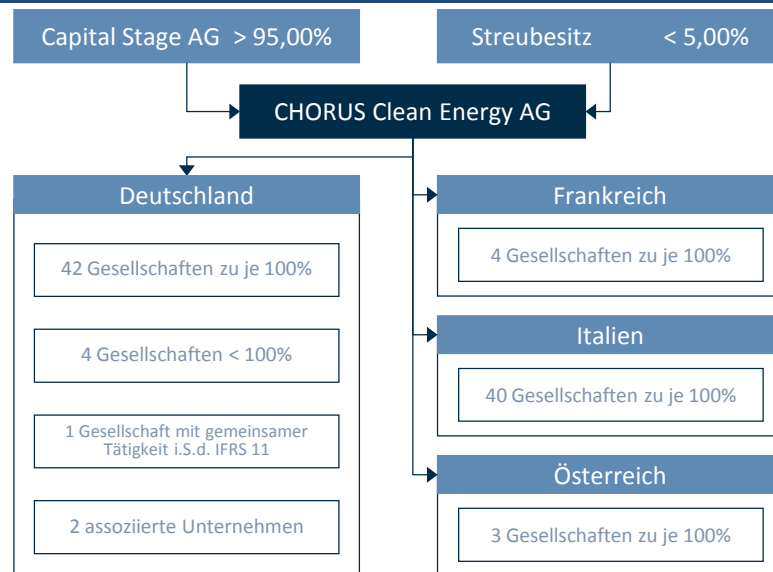
- (58) Wir haben die Durchführung der Bewertung durch die Bewertungsgutachterin in allen wesentlichen Schritten, insbesondere hinsichtlich der Ableitung der geplanten ausschüttbaren Ergebnisse, der Berücksichtigung unechter Synergien, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes, der Kapitalisierung auf den Bewertungsstichtag sowie der Wertansätze für das gesondert bewertete Vermögen nachvollzogen und rechnerisch – sowohl durch Review des Bewertungsmodells der Bewertungsgutachterin als auch durch Abbildung in einem eigenen Bewertungsmodell – überprüft. Unsere Prüfungshandlungen und -feststellungen stellen wir nachfolgend dar:

3.2.2.1 Bewertungsobjekt

Rechtliche Verhältnisse

Gesellschaft und Sitz der Gesellschaft

- (59) Bewertungsobjekt ist die CHORUS Clean Energy AG mit Sitz in Neubiberg im Landkreis München einschließlich ihrer Beteiligungen im europäischen Ausland. Die CHORUS Clean Energy ist eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter der Registernummer HRB 213342. Das Geschäftsjahr der Gesellschaft entspricht dem Kalenderjahr.
- (60) Die CHORUS Clean Energy übt Leitungsfunktionen für den CHORUS Konzern aus. Diese liegen in den Bereichen Integrationsprozesse, Risikomanagement, Konzernrechnungslegung und Controlling, Finanzen, Rechtsfunktionen, Besteuerung, Investor Relations, Marketing, IT, Personal sowie Öffentlichkeitsarbeit. Darüber hinaus zählt der Konsolidierungskreis 96 Unternehmen in Deutschland, Frankreich, Italien und Österreich, die un- bzw. mittelbar in den Konzernabschluss zum 31. Dezember 2016 einbezogen worden sind:



Quelle: Geschäftsbericht 2016.

Grundkapital, Anzahl Aktien, Einbringung, Börsennotierung und Übernahme

- (61) Das Grundkapital der CHORUS Clean Energy beläuft sich ausweislich des aktuellen Handelsregisterauszugs vom 9. März 2017 auf 27.704.950 EUR und ist eingeteilt in 27.704.950 nennwertlose Inhaber-Stammaktien. Mit Beschlüssen vom 10. März 2015, bzw. 20. Mai 2015, ist der Vorstand bis zum 19. März 2020 ermächtigt das Grundkapital der Gesellschaft mit Zustimmung des Aufsichtsrats einmalig oder in mehreren Schritten durch Ausgabe neuer auf den Inhaber lautenden Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen um bis zu 11.000.000 EUR zu erhöhen.
- (62) Zum Ende 2014 wurde die Einbringung der Wind- und Solarparks, die zuvor von Kommanditgesellschaften gehalten wurden, in die CHORUS Clean Energy AG vollzogen. Die Aktien der Gesellschaft wurden seit dem 7. Oktober 2015 im regulierten Markt (Prime Standard) an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt, dabei notierten sie bis zum 13. Oktober 2016 als Mitglied des SDAX. Dem Antrag der Gesellschaft auf Widerruf der Zulassung zum Prime Standard vom 18. Januar 2017 wurde am 2. Februar 2017 durch die Geschäftsführung der Frankfurter Wertpapierbörse entsprochen. Demnach werden die Aktien der Gesellschaft mit Wirkung ab dem 3. Mai 2017 im General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt.
- (63) Im Rahmen des am 30. Mai 2016 von der Capital Stage via ad-hoc Mitteilung bekanntgegebenen, freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots für sämtliche Aktien der CHORUS Clean Energy in Form eines Aktientausches wurden bis zum Ende der Annahmefrist, einschließlich der Nachfrist bis zum 5. Oktober 2016, 94,42 % der Aktien durch die Bieterin erworben. Außerhalb des Angebotsverfahrens, d. h. nach Fristende, vereinbarte Capital Stage laut Bekanntmachung gemäß § 23 WpÜG vom 28. Februar 2017, außerbörslich weitere CHORUS-Aktien zum zuvor genannten Umtauschverhältnis zu erwerben. Der Vollzug des Hinzerwerbs fand am

21. März 2017 statt, wodurch die Capital Stage sodann über 95 % der Anteile am Grundkapital der CHORUS Clean Energy hält.¹

Wirtschaftliche Verhältnisse

Gegenstand der Geschäftstätigkeit

(64) Ausweislich der aktuellen Satzung der Gesellschaft besteht der Gegenstand der Geschäftstätigkeit der Gesellschaft und ihr verbundener Unternehmen

- im Betreiben von Infrastrukturprojekten, insbesondere von Anlagen zur Erzeugung, Speicherung oder Verteilung von Erneuerbaren Energien², sowie aller damit zusammenhängender Tätigkeiten im In- und Ausland;
- in der Erbringung von nicht genehmigungs- oder zustimmungspflichtigen Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Erwerb und der Errichtung von Infrastrukturprojekten, insbesondere bei Anlagen im Bereich der Erzeugung, Speicherung oder Verteilung von Erneuerbaren Energien im In- und Ausland;
- in der Erbringung von Dienstleistungen im Bereich der kaufmännischen und technischen Betriebsführung während der Betriebsphase von Infrastrukturprojekten, insbesondere bei Anlagen im Bereich der Erzeugung, Speicherung oder Verteilung von Erneuerbaren Energien im In- und Ausland;
- in der Erbringung von Beratungsleistungen für Investoren, sowie der Konzeption, der konzeptionellen Begleitung und der dauerhaften Beratung und Koordination von Beteiligungsprodukten im Bereich Infrastruktur, wozu insbesondere auch Beteiligungsprodukte mit Investitionen in den Bereichen Erneuerbare Energien, Telefon- und Kabelnetze, Energieeffizienz und -speicherung, Emissionsreduktion, Recycling und Wasser gehören; sowie
- im Erwerb, der Veräußerung sowie dem Halten und Verwalten von Beteiligungen an anderen Unternehmen im In- und Ausland, die im Bereich Infrastruktur, insbesondere im Bereich der Erzeugung, Speicherung oder Verteilung von Erneuerbaren Energien sowie aller damit zusammenhängender Tätigkeiten, inkl. der Planung, Konstruktion und Herstellung von Komponenten und Anlagen, tätig sind.

(65) Das operative Geschäft der Gesellschaft wird dabei von den jeweiligen direkten und indirekten operativen Tochtergesellschaften geführt, hierzu zählen auch die Gesellschaften, in denen Erzeugungskapazitäten in Deutschland und dem europäischen Ausland gehalten werden. Die CHORUS Clean Energy bündelt ihre Tätigkeiten dabei innerhalb der drei nachfolgend beschriebenen Segmente:

- Stromerzeugung aus Solarenergie: Insgesamt 62 Anlagen, derer 7 im Rahmen des Asset Managements für Dritte betreut werden und 55 sich im Eigentum der Gesellschaft befinden (eigene Kraftwerkskapazitäten in Deutschland und Italien).
- Stromerzeugung aus Windenergie: Insgesamt 34 Anlagen, derer 21 im Rahmen des Asset Managements für Dritte betreut werden und 13 sich im Eigentum der

¹ Quelle: Rubrik „Investor Relations“ des Internetauftritts der Capital Stage, zuletzt abgerufen am 25. April 2017; Geschäftsbericht 2016 der CHORUS Clean Energy, „Ereignisse nach dem Abschlussstichtag“, S. 115.

² Der Begriff „Erneuerbare Energien“ wird als Terminus technicus verwendet.

Gesellschaft befinden (eigene Kraftwerkskapazitäten in Deutschland, Frankreich und Österreich).

- Asset Management: Umfasst Dienstleistungen im gesamten Projektzyklus, dazu zählen unter anderem die Initiierung von Fonds und die Strukturierung sonstiger Investitionen für professionelle Anleger, sowie der Betrieb der von diesen gehaltenen Anlagen. Darüber hinaus umfasst dieses Segment auch die Erbringung von Dienstleistungen für Konzerngesellschaften, welche sich im Besitz von Gestehtungskapazitäten befinden.
- (66) Im Dezember 2016 verwaltet die Gesellschaft somit ein 96 Anlagen umfassendes Portfolio (mehr als 540 MW Nennleistung), das sich über sieben europäische Länder erstreckt: Rd. 54 % der Kapazität befinden sich in Deutschland, 46 % entfallen auf ausländische Anlagen. Neben den vorbezeichneten Kraftwerkskapazitäten im Eigentum der CHORUS Clean Energy (68 Anlagen mit einer Nennleistung von rd. 266 MW) in Deutschland, Frankreich, Italien und Österreich, werden 28 Anlagen, die darüber hinaus in Finnland, Großbritannien sowie Schweden ansässig sind, im Rahmen des Asset Managements betreut.

Steuerliche Verhältnisse

- (67) Die CHORUS Clean Energy wird beim Finanzamt München geführt. Es bestehen keine steuerlichen Organschaftsverhältnisse mit Tochterunternehmen.
- (68) Zum 31. Dezember 2016 bestehen auskunftsgemäß körperschafts- bzw. gewerbsteuerliche Verlustvorträge in Höhe von rd. TEUR 480 bzw. TEUR 4.741. Diese entfallen in Teilen auf die Tochtergesellschaften im europäischen Ausland.

Ein Teil zuvor entstandener steuerlicher Verlustvorträge ist – kraft § 8c KStG – im Zuge der Übernahme durch die Capital Stage im Geschäftsjahr 2016 untergegangen. Die annahmegemäß verbleibenden Verlustvorträge werden in der gutachtlichen Stellungnahme zum Unternehmenswert berücksichtigt, soweit sie mit entsprechenden geplanten Gewinnen verrechnet werden können.

- (69) Die CHORUS verfügt zum 31. Dezember 2016 auskunftsgemäß über ein bislang nicht veranlagtes steuerliches Einlagekonto von rd. TEUR 237.384.

3.2.2.2 Bewertungsstichtag

- (70) Der maßgebliche Bewertungsstichtag für die Ermittlung des Unternehmenswerts als Grundlage für die Ableitung der Barabfindung ist der Tag der Hauptversammlung der CHORUS Clean Energy, auf der der Beschluss zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gefasst werden soll. Diese Beschlussfassung ist auf der für den 22. Juni 2017 geplanten ordentlichen Hauptversammlung vorgesehen.

3.2.2.3 Bewertungsverfahren

- (71) Die Grundsätze für Unternehmensbewertungen, wie sie im IDW S 1 i. d. F. 2008 festgehalten sind, stellen einen Rahmen dar, der im Einzelfall zu konkretisieren ist. Die Bewertungsgutachterin hat den Unternehmenswert der CHORUS Clean Energy basierend auf der vorhandenen Ertragskraft unter Berücksichtigung von „unechten Synergieeffekten“, d. h. solcher Synergien, die unabhängig von der Durchführung des Squeeze Outs erwartet werden, abgeleitet.
- (72) Neben dem Ertragswert wurde der Wertbeitrag aus steuerlichen Verlustvorträgen sowie des steuerlichen Einlagekontos gesondert berücksichtigt.

- (73) Weitere Sonderwerte bzw. nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände liegen nach Auskunft der CHORUS Clean Energy nicht vor. Aus unseren Prüfungshandlungen ergaben sich keine widersprechenden Erkenntnisse.
- (74) Die von der Bewertungsgutachterin gewählte Vorgehensweise ist nach unseren Feststellungen sachgerecht und bildet den Unternehmenswert der CHORUS Clean Energy angemessen ab.

3.2.2.4 Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse

Planungsanalyse

Planungsprozess, Aufbau und Aktualität der Planung

- (75) Verantwortlich für den Planungsprozess ist der Vorstand der CHORUS. Dieser erstellt und verabschiedet im ersten Schritt eine sogenannte operative Planung, die einerseits jegliche Wind- und Solarparks umfasst, die sich im Bestand befinden, sowie andererseits Anlagen berücksichtigt, die im Rahmen des Asset Managements für Dritte betreut werden. Die Planung der im Eigenbestand befindlichen Parks als Teil der operativen Planung basiert auf Ergebnisbeiträgen, die das Management auf einzelner Wind- und Solarpark-Ebene langfristig über die jeweilige Parklaufzeit erwartet.

Die operative Planung umfasst entgegen der Planung der einzelnen Parks lediglich einen Horizont von fünf Jahren und schließt vorliegend den Zeitraum 2017 bis 2021 ein. Sie umfasst die prognostizierte Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Konzerns. Die Planung basiert zunächst auf lokalen Rechnungslegungsstandards der jeweiligen Betriebsgesellschaften. Die Bewertungsgutachterin hat sie abschließend um etwaige Effekte zur Überführung in eine IFRS-Konzernplanung angepasst, um auf diese Weise eine Vergleichbarkeit zur IFRS-Ist-Berichtserstattung herzustellen.

- (76) Die operative Planung wird schließlich ergänzt um Investitionen in typisierte Modellparks sowie die Erwartungen an die weitere Entwicklung des Asset Management Segments. Zur Verfügung stehende Investitionsmittel werden dabei in die zuvor genannten typisierten Modellparks angelegt.
- (77) Die der Unternehmensbewertung zugrundeliegende Planung setzt sich somit zusammen aus
- der verabschiedeten operativen Konzernplanungsrechnung, die den aktuellen Wind- und Solarpark-Bestand und das bestehende Asset Management-Geschäft umfasst, sowie
 - Investitionen, die Wachstumsbeiträge sowohl aus geplanten, sich aktuell noch nicht im Bestand befindenden, Wind- und Solarparks als auch aus Prognosen bezüglich des Bereichs Asset Managements berücksichtigen.
- (78) Die durch den Vorstand verabschiedete operative Unternehmensplanung der CHORUS Clean Energy für die Jahre 2017 bis 2021 wurde vom Aufsichtsrat am 27. März 2017 genehmigt. Sie ist folglich aktuell und bildet mithin eine geeignete Grundlage für eine Unternehmensbewertung.

Vollständigkeit der Planung

- (79) In der Konzernplanung der CHORUS Clean Energy sind grundsätzlich alle operativ tätigen Gesellschaften vollständig abgebildet.

- (80) Darüber hinaus sind in der Planung erwartete unechte Synergien aus der Mehrheitsübernahme der Capital Stage berücksichtigt. Echte Synergien, mithin Effekte, die erst durch den Ausschluss der Minderheitsaktionäre erzielt werden können, wurden außer Acht gelassen.
- (81) Eine Plan-Bilanz, die sowohl die Ertragsprognosen der operativen Planung als auch Ertragsprognosen, die sich aus typisierten Investitionen ergeben, umfasst, sowie eine daraus abgeleitete Plan-Kapitalflussrechnung wurden von der Bewertungsgutachterin ergänzt. Der Unternehmensbewertung der CHORUS Clean Energy liegt entsprechend eine integrierte Planung bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung-, Bilanz- und Cashflow-Planung zugrunde.

Analyse der Vergangenheit

- (82) Als Orientierung für die Plausibilisierung der Planung war die Betrachtung der Vergangenheitsergebnisse Ausgangspunkt unserer Planungsanalyse.
- (83) Die Ertragslage der CHORUS Clean Energy stellte sich in den Geschäftsjahren 2014 bis 2016 wie folgt dar:

TEUR	IST		
	GJ14	GJ15	GJ16
Umsatzerlöse	3.349	58.582	62.751
<i>Wachstum (%)</i>		NM	7,1%
Sonstige Erträge	930	2.621	3.979
Personalaufwand	(2.149)	(2.686)	(4.044)
Sonstige Aufwendungen	(3.419)	(15.661)	(17.042)
EBITDA	(1.289)	42.856	45.644
<i>Marge (%)</i>	NM	73,2%	72,7%
Abschreibungen	(74)	(21.976)	(26.669)
EBIT	(1.363)	20.880	18.975
<i>Marge (%)</i>	NM	35,6%	30,2%
Finanzergebnis	132	(8.038)	(10.245)
Ergebnis vor Ertragsteuern	(1.231)	12.842	8.730
<i>Marge (%)</i>	NM	21,9%	13,9%
Ertragsteuern	(359)	(3.882)	(4.448)
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	(1.590)	8.961	4.282
<i>Marge (%)</i>	NM	15,3%	6,8%

Quelle: Geschäftsberichte

- (84) Für Zwecke einer Unternehmensbewertung nach IDW S 1 i. d. F. 2008 sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse außerordentliche und periodenfremde Effekte zu bereinigen, um so die Vergleichbarkeit von Vergangenheits- und Planungswerten zu gewährleisten. Diese Bereinigungen haben keinen unmittelbaren Effekt auf den Unternehmenswert, da das Ertragswertverfahren ausschließlich auf der Diskontierung *erwarteter* Erträge beruht. Insofern dient die Bereinigung lediglich als Basis zur Plausibilisierung der Planung.

Für die vergangenen Geschäftsjahre wurden seitens der Bewertungsgutachterin folgende Bereinigungen von Erträgen und Aufwendungen vorgenommen:

- 2015: Bereinigung um Aufwendungen für den Börsengang; Bereinigung um Erträge aus Unternehmenszusammenschlüssen (Badwill); und

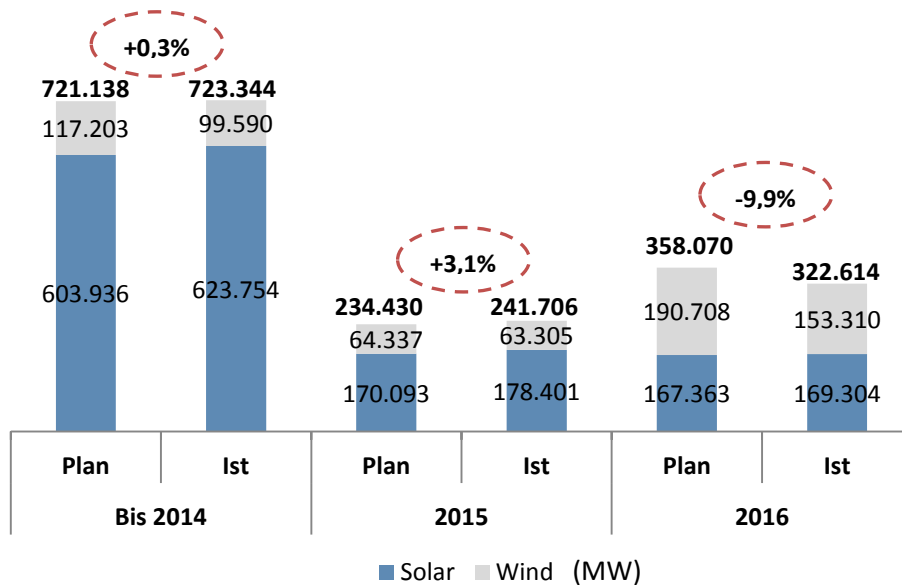
- 2016: Bereinigung um Aufwendungen im Zusammenhang mit der Übernahme durch Capital Stage; Bereinigung um Erträge aus Unternehmenszusammenschlüssen (Badwill) und -verkäufen.
- (85) Die durch die Bewertungsgutachterin vorgenommenen Bereinigungen haben wir basierend auf den Angaben in den Geschäftsberichten der CHORUS Clean Energy sowie der uns seitens der Gesellschaft erteilten Auskünfte inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen.
- (86) Die bereinigten Vergangenheitsergebnisse stellen sich sodann wie folgt dar:

TEUR	IST - Bereinigt		
	GJ14	GJ15	GJ16
Umsatzerlöse	3.349	58.582	62.751
EBITDA	(1.289)	42.856	45.644
Aufwendungen durch Börsengang	-	2.837	-
Aufwendungen aus Übernahme	-	-	2.242
Erträge aus Akquisitionen/ Verkäufen	-	(418)	(2.035)
Bereinigtes EBITDA	(1.289)	45.275	45.851
Bereinigtes EBIT	(1.363)	23.299	19.182

Quelle: Geschäftsberichte; KPMG

Planungstreue

- (87) Die Bewertungsgutachterin hat zum Zweck der Analyse der Planungstreue der CHORUS Clean Energy die in der Vergangenheit geplante und tatsächlich erzielte Stromproduktionsmenge für die Segmente Wind und Solar analysiert und gegenübergestellt.
- (88) Da etwaige Ergebnisposten sowohl ertragsseitig (Einspeisevergütungssätze) als auch aufwandsseitig (Teil der operativen Kosten) auskunftsgemäß vertraglich fixiert sind, erscheint es unseres Erachtens sachgerecht die produzierte Strommenge als variablen Treiber des operativen Ergebnisses zur Soll-Ist-Analyse heranzuziehen.
- (89) Die Bewertungsgutachterin erklärt, dass witterungsbedingte Planabweichungen hinsichtlich der produzierten Strommenge und folglich der generierten Erlöse bei Betrachtung kurzer Planungshorizonte regelmäßig aufkommen können, welche sich jedoch über einen längeren Betrachtungszeitraum, womöglich gar über die gesamte Nutzungsdauer, relativieren.
- (90) Unseres Erachtens wird dieser Umstand durch den durch die Bewertungsgutachterin angestellten Vergleich vergangener Plan-Ist-Stromproduktionen bestätigt. Auf aggregierter Ebene belaufen sich die Plan-Ist-Abweichungen der Jahre 2015 und 2016 im einstelligen Prozentbereich. Hingegen beträgt die Abweichung für die produzierte Strommenge bis 2014 – d. h. seit Netzanbindung einzelner Parks, die mitunter bis in das Jahr 2009 zurückgeht – nahezu 0 %:



Quelle: CHORUS Clean Energy AG; A&M Analysen

- (91) Vor dem Hintergrund der für das Bestandsportfolio der CHORUS auf Einzelpark-Ebene langfristigen über den gesamten Anlagezeitraum prognostizierten Ergebnisse fassen wir zusammen, dass es anhand der Analyse der Planungstreue in der Vergangenheit kein Indiz dafür gibt, dass die auf Gutachten basierten prognostizierten Stromproduktionsmengen nicht für die Planungsrechnung herangezogen werden könnten.

Plausibilisierung der Planung ausgehend von der Vergangenheitsanalyse

- (92) Unter Beachtung des kürzlich herausgegebenen Praxishinweises des IDW zur Beurteilung einer Unternehmensplanung ist die einer Unternehmensplanung innewohnende Unsicherheit danach zu beurteilen, ob die der Planung zugrunde gelegten Annahmen plausibel, d. h. nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind.³ Die Bewertungsgutachterin hat den zuvor genannten Leitfaden im Rahmen ihrer Planungsanalyse berücksichtigt.
- (93) Die Planung der CHORUS Clean Energy für die Jahre 2017 bis 2021 stellt sich im Vergleich zu den Vergangenheitsergebnissen der Jahre 2014 bis 2016 wie folgt dar:⁴

³ Vgl. IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW Praxishinweis 2/2017), Stand: 02. Januar 2017, Tz. 5.

⁴ Auf Grund der bis Ende März erzielten Ist-Ergebnisse, berücksichtigt die verabschiedete Unternehmensplanung für das Jahr 2017 leicht reduzierte Umsatzerlöse und Ergebnisse. Insofern weichen die in der Tabelle dargestellten Zahlen für das Jahr 2017 von der verabschiedeten Planung ab. Ferner wurde die verabschiedete Planung auf Mio. EUR und eine Nachkommastelle gerundet. Vor dem Hintergrund einer konsistenten Gesamt-Zahlenbasis der Planungsrechnungen sowie der Möglichkeit, dass sich die Ergebnissituation bis zum Bewertungsstichtag noch ändern kann, wurde für Bewertungszwecke die ursprüngliche und höhere Planung für das Jahr 2017 berücksichtigt.

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

TEUR	IST			Planung					CAGR
	GJ14	GJ15	GJ16	GJ17	GJ18	GJ19	GJ20	GJ21	16-21
Umsatzerlöse	3.349	58.582	62.751	76.891	83.876	87.086	91.478	97.026	9,1%
Wachstum (%)		NM	7,1%	22,5%	9,1%	3,8%	5,0%	6,1%	
Erlöse operative Planung	3.349	60.027	65.625	71.332	73.502	73.615	73.721	73.834	
Stromerzeugung Solarenergie	-	49.263	46.071	45.218	45.173	45.132	45.094	45.061	
Stromerzeugung Windenergie	-	5.931	12.926	22.438	25.029	25.180	25.321	25.465	
Asset Management	3.349	4.833	6.628	3.676	3.300	3.303	3.306	3.308	
Erlöse aus Investitionen und Wachstum Asset Mgmt.	-	-	-	7.318	11.708	14.810	19.098	24.537	
Verwaltung / Konsolidierung	-	(1.445)	(2.873)	(1.759)	(1.335)	(1.338)	(1.341)	(1.345)	
Sonstige Erträge	930	2.621	3.979	314	314	314	314	278	
Personalaufwand	(2.149)	(2.686)	(4.044)	(3.870)	(4.179)	(4.422)	(4.725)	(5.087)	
Sonstige Aufwendungen	(3.419)	(15.661)	(17.042)	(17.643)	(18.801)	(19.824)	(21.114)	(22.707)	
EBITDA	(1.289)	42.856	45.644	55.692	61.211	63.155	65.953	69.510	8,8%
Marge (%)	NM	73,2%	72,7%	72,4%	73,0%	72,5%	72,1%	71,6%	
Abschreibungen	(74)	(21.976)	(26.669)	(31.698)	(33.999)	(34.727)	(35.887)	(37.436)	
EBIT	(1.363)	20.880	18.975	23.994	27.212	28.428	30.066	32.074	11,1%
Marge (%)	NM	35,6%	30,2%	31,2%	32,4%	32,6%	32,9%	33,1%	
Finanzergebnis	132	(8.038)	(10.245)	(8.394)	(8.159)	(7.558)	(7.777)	(8.645)	
Ergebnis vor Ertragsteuern	(1.231)	12.842	8.730	15.600	19.053	20.870	22.288	23.429	21,8%
Marge (%)	NM	21,9%	13,9%	20,3%	22,7%	24,0%	24,4%	24,1%	
Ertragsteuern	(359)	(3.882)	(4.448)	(3.550)	(4.451)	(5.098)	(5.518)	(6.145)	
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	(1.590)	8.961	4.282	12.050	14.602	15.771	16.770	17.284	32,2%
Marge (%)	NM	15,3%	6,8%	15,7%	17,4%	18,1%	18,3%	17,8%	

Quelle: Geschäftsberichte; CHORUS Clean Energy AG; KPMG

- (94) Im Folgenden gehen wir auf die einzelnen geplanten Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung ein.

Umsatzerlöse

- (95) Die Umsatzentwicklung hängt von der erzeugten Menge Strom als witterungsbedingte Variable (vgl. Ausführungen zur Planungstreue) in Kombination mit geltenden nationalen Förderprogrammen im Sinne von Einspeisevergütungssätzen ab. Letztere sind regulatorisch geprägt.
- (96) In Deutschland, in dem der Umsatzanteil der CHORUS in 2016 mehr als 60 % ausmachte, bildet seit dem Jahre 2000 das Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) den gesetzlichen Rahmen zur Förderung Erneuerbarer Energien und zur Erreichung der Klimaschutzziele der Bundesregierung. Die darin verankerten technologiespezifischen Vergütungs- und Abnahmeregeln gelten seither als Katalysator des signifikanten Ausbaus regenerativer Erzeugungskapazitäten und wurden in abgewandelter Form in zahlreichen Ländern adoptiert. In den vergangenen Jahren wurde die Vergütungsstruktur des EEG schrittweise an die Direktvermarktung („Marktmodell“) herangeführt. Mit der nunmehr sechsten, im Juli 2016 verabschiedeten, Gesetzesnovelle *EEG 2017*, wird die Umstellung der Förderung der Erneuerbaren Energien auf ein wettbewerbliches Ausschreibungssystem vollzogen bzw. erste Ansätze aus vorherigen Novellierungen fortgesetzt.

Auf Italien entfiel im Geschäftsjahr 2016 ein Umsatzanteil von 31 %. Im Jahr 2005 initiierte die italienische Regierung mit dem *Conto Energia* ein Einspeisegesetz auf Basis fester Einspeisevergütungen über den Betriebszeitraum von 20 Jahren, um den Ausbau der Solarenergie zu fördern. Als Folge des rasanten Zubaus, insbesondere in den Jahren 2010 und 2011, im internationalen Vergleich hoher Fördersätze, sowie sinkender Gestehungskosten, wurden die Förderbedingungen in insgesamt fünf Novellierungen tiefgreifend verändert. Im August 2014 erließ die italienische Regierung ein Dekret, das mit Wirkung zum 1. Januar 2015 zu reduzierten Einspeisevergütungen für Solar-Anlagen führte, welche zuvor im Rahmen des *Conto*

Energia Förderung erhielten. Das Solarportfolio der CHORUS Clean Energy in Italien besteht aus Anlagen, die im Zeitraum von 2010 bis 2011 in Betrieb genommen wurden.

Im traditionell von Atomenergie dominierten Frankreich generierte CHORUS in 2016 rd. 5 % ihrer Umsatzerlöse. Mit dem in 2015 verabschiedeten Energiewendegesetz beabsichtigt die Regierung nun eine Reduktion nuklearer Erzeugung. Dies soll bis 2030 durch den weiteren Ausbau von Erzeugungskapazität auf Basis erneuerbarer Energieträger auf einen Anteil von bis zu 40 % kompensiert werden. Die wesentliche Änderung für die Windenergie in Frankreich besteht in der grundsätzlichen Abkehr vom Einspeisetarif hin zur zwingenden Direktvermarktung und Ausschreibung ab 2017 – ähnlich dem deutschen Modell.

Die im Portfolio der CHORUS inbegriffenen Windenergiekapazitäten in Österreich, welche im vergangenen Jahr für etwa 4 % der Gesamterlöse verantwortlich zeichneten, wurden bzw. werden in den Jahren 2013, 2016 und 2017 in Betrieb genommen, sodass sie in den Geltungsbereich des Ökostromgesetzes 2012 fallen. Dieses sieht die Förderung der Stromerzeugung aus Erneuerbaren Energien in Form von festen, jährlich angepassten Einspeisetarifen vor. Im Falle der Windenergie ist der Zeitraum der zugesicherten –und für den Betreiber verbindlichen – Abnahme durch die Ökostromabwicklungsstelle auf 13 Jahre nach Inbetriebnahme begrenzt.

- (97) Die Umsatzerlöse der CHORUS Clean Energy umfassen in erster Linie Erträge aus der Stromerzeugung ihrer Wind- und Solarparks. Im Segment Asset Management werden Erlöse aus laufender Anlagenbetreuung bestehender Parks sowie aus der Projektstrukturierung generiert. Nachdem die Umsatzerlöse des Geschäftsjahres 2014 lediglich aus Dienstleistungen im Rahmen des Asset Managements resultierten, ist der Erlösanstieg im Folgejahr 2015 im Wesentlichen aus mit Wirkung zum 31. Dezember 2014 eingebrachten bestehenden Wind- und Solarparkportfolios zu verzeichnen. Ursächlich für den Anstieg im Geschäftsjahr 2016 sind insbesondere Zukäufe von Windparks; mithin verdoppelte sich der Anteil des Umsatzes aus Windenergieanlagen am Gesamtumsatz im Vergleich zu 2015. Ebenso trug die Steigerung der Umsatzerlöse im Segment Asset Management zum Anstieg in der Vergangenheit bei.
- (98) Auf Ebene der operativen Konzernplanung geht die Gesellschaft im aktuellen Jahr 2017 von einem Umsatzwachstum in Höhe von rd. 9 % aus. Begründet wird dies – mit Blick auf das Bestandsportfolio und damit mit Bezug auf die Segmente der Stromerzeugung – einerseits durch eine gesteigerte generierte Stromproduktionsmenge aufgrund von erstmals ganzjährigem Umsatzbeitrag einzelner Parks sowie andererseits erhöhter Soll-Mengen auf Basis von Ertragsprognosen durch Messungen und Drittanbieter-Gutachten für einzelne Parks (vgl. Abschnitt „Planungstreue“). Der erstmalig ganzjährige Umsatzbeitrag des Windparks Herrenstein ist wesentlicher Grund für ein erwartetes Umsatzwachstum im Jahr 2018 generiert aus dem Bestand, bevor im Rahmen der operativen Konzernplanung für das bestehende Portfolio eine konstante Umsatzentwicklung mit fixierter Einspeisevergütung und relativ konstant prognostizierten Einspeisemengen bis ins Jahr 2021 erwartet wird. Bezüglich der Entwicklung des Asset Management Segments liegt der Rückgang in 2017 darin begründet, dass die originär verabschiedete operative Planung nur die *laufenden* Vergütungen im Zusammenhang mit dem zum 31. Dezember 2016 bestehenden Investitionsmitteln umfasst. *Einmal*vergütungen, die im IST der Jahre 2014 bis 2016 erzielt worden sind, werden in der operativen Planung nicht dargestellt, sondern sind Teil der Ertragsprognosen, die

sich aus geplanten Investitionen in typisierte Modellparks und dem Wachstum des Asset Managements ergeben.

- (99) Die Erlöse aus Investitionen verzeichnen mit über 9 % p.a. im Vergleich zur operativen verabschiedeten Planung ein deutliches Wachstum, wesentlich geprägt durch Erträge aus geplanten Investitionen in neue Wind- und Solarparkanlagen. Die Gesellschaft geht in ihrer Strategiewahl davon aus, über den Planungshorizont bis 2021 in weitere Energieerzeugungsanlagen zu investieren, die – wie zuvor erläutert – für Planungszwecke auf typisierten Parks basieren. Das sich aus frei werdenden liquiden Mitteln speisende Investitionsvolumen beläuft sich auf 160 Mio. EUR.

Das erwartete Erlöswachstum durch die Vereinnahmung von Fees auf das durch Investoren bereitgestellte und durch die CHORUS investierte Kapital im Segment Asset Management basiert auf einem verwalteten Fondsvolumen von 100 Mio. EUR in 2017 sowie anschließend jährlichem Wachstum in etwa gleicher Höhe. Verglichen zum aktuellen Asset Management Bestandsgeschäft mag diese Planung und Erwartungshaltung des Managements den Kern der künftigen Strategiewahl der Gesellschaft aufzeigen. Aktuelle im laufenden Geschäftsjahr 2017 erfolgte Geschäftsentwicklungen bestätigen die Plausibilität gesteckter Wachstumsziele: So erklären jüngste Pressemitteilungen der CHORUS aus April und Mai dieses Jahres zum einen Kapitalzusagen von Investoren als auch den Erwerb weiterer Windparks für institutionelle Investoren aus dem Segment Asset Management.

Sonstige Erträge

- (100) Die sonstigen Erträge im Geschäftsjahr 2016 bestehen im Wesentlichen aus den zuvor beschriebenen Sondereffekten aus Unternehmenszusammenschlüssen⁵ sowie aus Erträgen resultierend aus den Veräußerungen zweier italienischer Solarparks und des französischen Windparks Glénay (vgl. Abschnitt „Analyse der Vergangenheit“).
- (101) Die Planung der sonstigen Erträge in Höhe von 0,3 Mio. EUR entspricht dem historisch bereinigten Niveau, da die operative Konzernplanung keine weiteren Zu- oder Abgänge von Betriebsgesellschaften vorsieht, und im Rahmen der Planung der typisierten Investitionen keine sonstigen Erträge berücksichtigt werden.

Personalaufwand

- (102) Die CHORUS Clean Energy verzeichnete zum Geschäftsjahresende 2016 35 Mitarbeiter, nach 33 Mitarbeitern am Ende des Geschäftsjahres 2015 und einer durchschnittlichen Angestelltanzahl von 27 im Jahr 2014. Ausgehend von der Mitarbeiterzahl umfasst der Personalaufwand Löhne und Gehälter, variable Vergütungen und Sozialabgaben. Der um etwa die Hälfte angestiegene Aufwand für Personal in 2016 liegt neben der gestiegenen Mitarbeiterzahl begründet in Gehaltssteigerungen.
- (103) Für das erste Planjahr 2017 geht die Gesellschaft von einem leichten Rückgang der Personalaufwendungen aufgrund der Verminderung der Mitgliederzahl des Vorstands aus. Die weitere im Detailplanungszeitraum bis 2021 prognostizierte Personalkostenentwicklung fußt auf der Kombination aus Erwartungen von der

⁵ Die bereinigten Erträge aus Unternehmenszusammenschlüssen beruhen auf sogenannten „Lucky Buys“, bei denen die negative Differenz aus beizulegendem Zeitwert der übertragenden Gegenleistung und beizulegendem Zeitwert der erworbenen Vermögenswerte nach IFRS erfolgswirksam verbucht wird.

Performance des Unternehmens, die die variable Vergütung treibt, sowie von künftigen Inflationsraten.

Sonstige Aufwendungen

- (104) Um einmalige Kosten im Zusammenhang mit dem Börsengang in 2015 und der Übernahme durch Capital Stage im Jahre 2016 bereinigte sonstige Aufwendungen (vgl. Abschnitt „Analyse der Vergangenheit“) bestehen laut Auskünften des Managements und entsprechend des Geschäftsberichts der Gesellschaft im Wesentlichen aus Betriebskosten der Solar- und Windparkanlagen sowie Verwaltungskosten auf Holding-Ebene.
- (105) Die Betriebskosten der Anlagen betragen TEUR 10.470 in 2016, wovon wesentlich wiederum mehr als 40 % auf Kosten der technischen und kaufmännischen Betriebsführung und rd. 15% auf Pacht aufwendungen zurückzuführen waren. Weitere Aufwendungen wurden dargestellt durch Kosten für Bezugsstrom, Reparaturen und Instandhaltung und Versicherungen.

Der Anstieg der sonstigen Aufwendungen in 2016 gegenüber dem Geschäftsjahr 2015 beruhte wie im Vorjahr folgerichtig auf der Erweiterung des Energieanlage-Portfolios der Gesellschaft.

- (106) Die neben den Vergütungssätzen im Wesentlichen durch die produzierte Strommenge – sei sie im Eigentum der CHORUS oder zur Verwaltung für Dritte im Rahmen des Asset Managements relevant – getriebenen Umsatzerlöse fußen auf dem Betrieb der Energieerzeugungsanlagen. Entsprechend sollten sich die Betriebskosten und mit ihnen die sonstigen Aufwendungen im Einklang mit den Erlösen entwickeln: die Aufwandsquote der sonstigen Aufwendungen liegt im Planungszeitraum relativ konstant bei rd. 22 % bis 24 %. Die geringe Volatilität beruht auf die in der Analyse der Planungstreue bereits eingegangenen vertraglich fixierten Kostenbestandteilen.
- (107) Im Rahmen der aus typisierten Investitionen erstellten Planungsrechnung geht das Management von einer jährlichen Aufwandsquote für das Asset Management Segment von rd. 50% aus, was entsprechend zu einer EBITDA-Marge in gleiche Höhe führt. Möchte man die gesteckten Umsatzerlösziele ausgehend vom geplanten verwalteten Fondsvolumen im Asset Management für ambitioniert erachten, so ist eine 50 %ige Kostenquote für ein nicht anlagevermögen-getriebenes Geschäftsmodell unseres Erachtens als konservativ anzusehen – nicht zuletzt mit Blick auf die EBITDA-Margen des Asset Managements der Vergangenheit sowie der operativen verabschiedeten Konzernplanung.

Abschreibungen

- (108) Der Abschreibungsaufwand betrifft im Wesentlichen planmäßige Abschreibungen auf Wind- und Solarparks. Auf Ebene der Segmente Stromerzeugung aus Solar- und Windenergie bilden Abschreibungen mit einem Verhältnis zu Umsatzerlösen von über 40 % die wesentliche Aufwandsposition, wohingegen das stark margengetriebene Asset Management Segment nahezu frei von Aufwendungen für Abschreibungen ist.
- (109) Rd. 56 % des Abschreibungsaufwands von TEUR 26.669 in 2016 betrafen Abschreibungen auf Sachanlagevermögen hinsichtlich der Wind- und Solarparkanlagen aus dem Bestand der CHORUS. Abschreibungen auf immaterielle Anlagegüter erfolgten etwa im Zusammenhang mit vorteilhaften Projektrechten oder Stromeinspeiseverträgen. Der Anstieg des Abschreibungsaufwands von 2015 auf 2016 geht auf die Erweiterung des Anlagenportfolios zurück.

- (110) Die Gesellschaft rechnet für Zwecke der operativen Planung, d. h. ausgehend vom Bestandsportfolio, mit einer konstanten Fortschreibung der linearen Abschreibungen des Anlagevermögens. Durch prognostizierte Investitionen in typisierte Wind- und Solarparks kalkuliert das Management konsequenterweise einen Anstieg der Abschreibungen bei konstanten EBIT-Margen. Außerplanmäßige Wertkorrekturen wurden nicht berücksichtigt.

Finanzergebnis

- (111) Wesentlicher Bestandteil des Finanzergebnisses sind die Zinsaufwendungen aus der Fremdfinanzierung der Energieparks. Einem Zinsänderungsrisiko für Darlehen mit variablen Zinssätzen wird via Hedging mittels Zinsswaps entgegengewirkt.
- (112) Zum 31. Dezember 2016 bestanden Finanzverbindlichkeiten aus Darlehen- und Leasingverträgen sowie Verpflichtungen aus Derivatgeschäften in Höhe von insgesamt TEUR 363.081. Die Finanzverbindlichkeiten sind verglichen zum Geschäftsjahr 2015 um rd. 50 Mio. EUR gestiegen, resultierend aus Zukäufen sowie aus der Aufnahme zusätzlicher Mittel zur Fertigstellung von Bestandparks.

Die Entwicklung des Finanzergebnisses mit einem Aufwand von TEUR 8.038 in 2015 hin zu einer Aufwandshöhe von TEUR 10.245 in 2016 ist entsprechend der von CHORUS zum Zwecke der Zinsabsicherung abgeschlossenen Zinsswaps nahezu vollumfänglich auf die Bewertung selbiger zurückzuführen, die in 2015 noch einen Ertrag in Höhe von TEUR 1.872 darstellten, in 2016 jedoch einen Aufwand von TEUR 339. Überdies ist die Reduzierung des Finanzergebnisses mit Zinsaufwendungen durch die Fremdfinanzierung von zugekauften Solar- und Windparks in 2016 verbunden.

- (113) Die Planung des Finanzergebnisses erfolgt auf Basis bestehender Darlehens- und Leasingverträge und der mit diesen einhergehenden Konditionen hinsichtlich Zinssatz und Laufzeit. Das im Rahmen der rekursiv aus zur Verfügung stehenden Investitionsmitteln ermittelte Wachstum führt zu einem integriert ermittelten Finanzierungserfordernis, welches wiederum die Basis des in der ergänzenden Wachstumsplanung prognostizierten Finanzierungsergebnisses darstellt.

Ertragsteuern

- (114) Da die CHORUS Clean Energy in keinerlei wesentlichen steuerlichen Organschaftsverhältnissen mit Tochterunternehmen steht, ergeben sich steuerliche Wertansätze auf Einzelgesellschaftsebene, mit entsprechenden steuerrechtlichen Unterschieden je nach Rechtsform und Landessitz der jeweiligen Gesellschaft. Auch latente Steuerschulden und –ansprüche werden mit dem individuellen Steuersatz jedes Landes berechnet.
- (115) Der Anstieg des Ertragsteueraufwands bei gleichzeitig niedrigerer Bemessungsgrundlage des EBT des Geschäftsjahres 2016 gegenüber 2015 ist in erster Linie auf den Untergang steuerlicher Verlustvorträge in Zusammenhang mit dem mehrheitlichen Gesellschafterwechsel zurückzuführen.
- (116) In der Prognose der Steueraufwendungen wurde neben der Anwendung des jeweils lokalen Steuerrechts im Rahmen der operativen Planung für das Bestandsportfolio der Umstand berücksichtigt, dass steuerliche Abschreibungen üblicherweise kürzer als die Nutzungsdauern der Bestandparks sind. Dies hat niedrigere Steuerzahlungen in den ersten bzw. höhere in den späteren Planjahren zur Folge. Für die geplanten Erträge aus typisierten Investitionen und dem Wachstum des Asset Managements geht die Gesellschaft von typisierten Steuersätzen sowohl für in Deutschland sitzende Asset

Management-Gesellschaften (unter Berücksichtigung eines Gewerbesteuer-Hebesatzes von 400 wird ein Unternehmenssteuersatz von 29,83 % ermittelt) als auch für Wind- und Solarparkgesellschaften (basierend auf einer Durchschnittsbetrachtung länderspezifischer Steuersätze ergibt sich für die Länder in denen CHORUS derzeit Anlagen hält ein Satz von rd. 30 %) aus.

Beurteilung der Planung

- (117) Zur Beurteilung der Planung haben wir den Geschäftsverlauf der CHORUS Clean Energy in der Vergangenheit betrachtet, die Planungstreue in der Vergangenheit sowie die Unternehmensplanung analysiert.
- (118) Aufgrund der geführten Gespräche mit dem Vorstand der Gesellschaft und anderen Mitarbeitern der CHORUS sowie der Capital Stage, aufgrund der zur Unterlegung der Annahmen erhaltenen Unterlagen und aufgrund unserer Plausibilisierungsarbeiten erscheint uns die der Bewertung zugrunde liegende Planung der CHORUS Clean Energy – bestehend aus der verabschiedeten operativen Planung ergänzt um die Investitionen in typisierte Modellparks und dem Wachstum des Asset Managements – als eine mögliche und vertretbare Grundlage für eine Unternehmensbewertung.
- (119) Auch unter Einbeziehung von Markt- und Wettbewerbsanalysen vor dem Hintergrund der vorliegenden besonderen Schwierigkeiten (vgl. Abschnitt 3.1.3) – in diesem Zusammenhang im Wesentlichen vor dem Hintergrund der Schwierigkeit der bewertungstheoretischen Darstellung der Investitionen freier liquider Mittel in typisierte Wind- und Solarparks zur Abbildung eines nachhaltigen Ertragspotentials – ergibt sich kein derartiges Bild, das als unplausibel erachtet werden müsse. Die Ergebnismargen der der Bewertung zugrunde gelegten Unternehmensplanung liegen im Planungszeitraum innerhalb der Bandbreite von Wettbewerbern; die Bewertungsgutachterin identifiziert zudem, dass sich die prognostizierte EBITDA-Marge der CHORUS zum Ende des Planungshorizonts, mithin nachhaltig, auf dem mittleren Niveau der Analystenschätzungen für Vergleichsunternehmen bewegt.
- (120) Wir haben die Unternehmensplanung nachvollzogen, erachten sie sowohl rechnerisch als auch formell – d. h. mit Blick auf die zugrunde gelegten Annahmen – für konsistent und finden überdies keine Hinweise auf Widersprüche. Entsprechend schlussfolgern wir, dass die Unternehmensplanung nicht unplausibel ist.

Modifikationen der Bewertungsgutachterin und nachhaltiges Ergebnis

- (121) Die Plan-Erfolgsrechnung der CHORUS Clean Energy stellt sich für die Jahre 2017 bis 2021 inklusive einem Übergangsjahr in 2022 sowie der ewigen Rente 2023 ff. wie folgt dar:

TEUR	Planung						
	GJ17	GJ18	GJ19	GJ20	GJ21	GJ22	TV
Umsatzerlöse	76.891	83.876	87.086	91.478	97.026	105.465	106.519
Wachstum (%)	22,5%	9,1%	3,8%	5,0%	6,1%	8,7%	1,0%
Sonstige Erträge	314	314	314	314	278	233	235
Personalaufwand	(3.870)	(4.179)	(4.422)	(4.725)	(5.087)	(5.145)	(5.196)
Sonstige Aufwendungen	(17.643)	(18.801)	(19.824)	(21.114)	(22.707)	(20.130)	(20.331)
EBITDA	55.692	61.211	63.155	65.953	69.510	80.423	81.227
Marge (%)	72,4%	73,0%	72,5%	72,1%	71,6%	76,3%	76,3%
Abschreibungen	(31.698)	(33.999)	(34.727)	(35.887)	(37.436)	(48.652)	(49.139)
EBIT	23.994	27.212	28.428	30.066	32.074	31.771	32.089
Marge (%)	31,2%	32,4%	32,6%	32,9%	33,1%	30,1%	30,1%
Finanzergebnis	(8.394)	(8.159)	(7.558)	(7.777)	(8.645)	(7.839)	(7.918)
Ergebnis vor Ertragsteuern	15.600	19.053	20.870	22.288	23.429	23.932	24.171
Marge (%)	20,3%	22,7%	24,0%	24,4%	24,1%	22,7%	22,7%
Ertragsteuern	(3.550)	(4.451)	(5.098)	(5.518)	(6.145)	(7.777)	(7.855)
Jahresüberschuss	12.050	14.602	15.771	16.770	17.284	16.155	16.316
Marge (%)	15,7%	17,4%	18,1%	18,3%	17,8%	15,3%	15,3%

Quelle: CHORUS Clean Energy AG; KPMG

Folgende Modifikationen wurden durch die Bewertungsgutachterin vorgenommen:

Finanzergebnis und Ertragsteuern im Detailplanungszeitraum

- (122) Die Bewertungsgutachterin hat auf Grundlage der Konzernbilanz-Planung der CHORUS Clean Energy sowie der Ergebnis- und Investitionsplanung und unter Berücksichtigung der Ausschüttungs- und Thesaurierungsannahmen den Finanzbedarf im Planungszeitraum integriert ermittelt. Auf Basis dieser hat sie das Finanzergebnis neu abgeleitet, welches die Zinserträge und –aufwendungen der CHORUS umfasst.
- (123) Implikationen des Finanzergebnisses auf das EBT, d. h. die Bemessungsgrundlage der Unternehmensertragssteuerableitung, hat die Bewertungsgutachterin berücksichtigt.
- (124) Wir haben die Ableitung des Finanzergebnisses sowie die zugrundeliegende Ableitung der Nettofinanzposition, einschließlich der als betriebsnotwendigen Kassenbestand qualifizierten Höhe, durch die Bewertungsgutachterin inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen.

Übergangsjahr und nachhaltiges Ergebnis

- (125) Die Planungsrechnung der CHORUS Clean Energy, die den Zeitraum 2017 bis 2021 umfasst, wurde von der Bewertungsgutachterin um ein Übergangsjahr und ein nachhaltiges Ergebnis („ewige Rente“) ergänzt. Das Übergangsjahr dient insbesondere der Überführung der Erträge aus typisierten Investitionen hin zu einem eingeschwungenen Zustand; es wurde für Darstellungszwecke auf Basis der hinter der operativen Planung liegenden Langfristplanung, welche bis 2043 reicht, annuitätisch ermittelt. Zur Ermittlung der ewigen Rente wurden die Posten der Gewinn- und Verlustrechnung des Übergangsjahres mit der von der Bewertungsgutachterin nachhaltig angesetzten Wachstumsrate von 1,00 % fortgeschrieben (vgl. Abschnitt „Wachstumsabschlag“ in 3.2.2.5).
- (126) Zur Ableitung eines eingeschwungenen Zustandes mit dem Ziel der Abbildung eines nachhaltig wachsenden Ertrages wurden durch die Bewertungsgutachterin – auf Basis einer langfristigen Projektion der Ergebnisbeiträge aus den Bestandsparks mittels der

vom Management zur Verfügung gestellten langfristigen Planungsrechnungen auf Parkebene – folgende Effekte berücksichtigt:

- Nach Auslaufen der fixierten Einspeisevergütungen wurden die Absatzpreise auf ein prognostiziertes Marktpreisniveau zum jeweiligen parkindividuellen Zeitpunkt angepasst. Die Marktpreisprognosen basieren hierbei auf einer langfristigen Einschätzung des Managements, welche durch externe Studien zu länderspezifischen Strompreisen plausibilisiert wurden.
 - Die Planungsrechnungen des Managements berücksichtigen für Solarparks eine Laufzeitannahme von 25 Jahren. Da für Solarparks eine Laufzeit von 30 Jahren als branchenüblich angesehen werden kann, hat KPMG die Parkplanungen entsprechend verlängert.
 - Auch über das Jahr 2021 hinaus wird die Gesellschaft zur Erhaltung einer stabilen Anlagenbasis Investitionen in Wind- und Solarparks tätigen. Auf Basis von typisierten Modellparks hat die Bewertungsgutachterin hierbei entsprechende Ergebnisbeiträge unter der Annahme nachhaltig zu erzielender Renditen berücksichtigt. In diesem Zusammenhang wurde dem Umstand Rechnung getragen, dass über Marktprozesse nachhaltig eine Angleichung der Renditeerwartungen an die Kapitalkosten der Investoren zu erwarten ist.
 - Die in den Planungsrechnungen bis zum Jahr 2021 enthaltenen IFRS-Effekte wurden fortentwickelt.
 - Die Entwicklung der Finanzierungs- und Steuerrechnung wurde integriert unter Berücksichtigung der oben genannten Sachverhalte abgebildet. Die Ertragsteuern hat KPMG auf Basis des letzten Jahres der Detailplanung in 2021 fortentwickelt. Wesentliche Effekte auf die steuerliche Bemessungsgrundlage, insbesondere aus der Entwicklung der steuerlichen Abschreibungen, wurden gesondert berücksichtigt. Die nachhaltige Steuerquote liegt hierdurch über dem Niveau des Planungshorizonts, welche noch durch vergleichsweise hohe steuerliche Abschreibungen gekennzeichnet sind.
 - Die nachhaltige Ausschüttungsquote soll einhergehen mit der durch CHORUS kommunizierten aktuellen Ausschüttungspolitik, nach jener die Gesellschaft bestrebt ist, einen wesentlichen Teil der erzielten Gewinne auszuschütten. Nachhaltig hat die Bewertungsgutachterin eine Ausschüttungsquote von 100 % angenommen, um im Einklang mit dem Umstand einer ausgeglichenen Anlagenbasis und Finanzierungsstruktur zu sein. In Summe ergibt sich so für den eingeschwungenen Zustand eine Ausschüttungsquote in Höhe von rd. 70 % bezogen auf den Jahresüberschuss nach IFRS.
- (127) Wir haben uns die Annahmen zur Ableitung des Übergangsjahres und des nachhaltigen Ergebnisses von der Bewertungsgutachterin erläutern lassen. Die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin haben wir nachvollziehen können. Hinsichtlich der unterstellten nachhaltigen Wachstumsrate nehmen wir in Abschnitt 3.2.2.5 Stellung.

Thesaurierung, Ausschüttungsquote und persönliche Ertragsteuern

- (128) Die Bewertungsgutachterin unterscheidet in der Verwendung des prognostizierten Jahresergebnisses zwischen einem ausgeschütteten und einem im Unternehmen für Zwecke der Innenfinanzierung verbleibenden Teil.

- (129) Die entsprechend einer angenommenen Ausschüttungsquote nach Thesaurierung verbleibende Bruttoausschüttung wird aufgeteilt in einen Wertbeitrag aus Ausschüttung und einen Wertbeitrag aus fiktiver Thesaurierung („Wertsteigerungen“). Für die Ableitung der Ausschüttungsquote in den Planjahren 2017 bis 2021 geht die Bewertungsgutachterin von einer Quote von durchschnittlich rd. 50 % aus. Für die Zeit des Übergangsjahres und der ewigen Rente (2022 und 2023 ff.) unterstellt sie eine Ausschüttungsquote von rd. 70 %. Damit orientiert sich die Bewertungsgutachterin an der durch die Gesellschaft kommunizierte Ausschüttungspolitik sowie an marktüblichen Quoten.
- (130) Zur Berechnung der persönlichen Einkommensteuer auf die (Dividenden-) Ausschüttungen wurde von der Bewertungsgutachterin ein persönlicher Einkommensteuersatz (Abgeltungssteuer) inkl. Solidaritätszuschlag in Höhe von 26,38 % verwendet. Die im Übergangsjahr und in der ewigen Rente fiktiv unmittelbar zugerechnete Thesaurierung – bereinigt um den Wertbeitrag, der für das zukünftige Wachstum des Unternehmens gebunden wird – wird mit dem hälftigen Abgeltungssteuersatz (Kursgewinnsteuer) verrechnet.
- (131) Die von der Bewertungsgutachterin getroffenen Annahmen und die gewählte Vorgehensweise stehen im Einklang mit akzeptierten methodischen Ansätzen und sind nachvollziehbar.

Zu Kapitalisierende Ergebnisse

- (132) Die zu kapitalisierenden Ergebnisse wurden für den Planungszeitraum, das Übergangsjahr und das nachhaltige Ergebnis wie folgt von der Bewertungsgutachterin abgeleitet:

TEUR	Planung						
	GJ17	GJ18	GJ19	GJ20	GJ21	GJ22	TV
Jahresüberschuss	12.050	14.602	15.771	16.770	17.284	16.155	16.316
Thesaurierung	(7.904)	(8.161)	(7.955)	(7.460)	(6.952)	(2.828)	(2.856)
Ausschüttung	4.146	6.442	7.816	9.310	10.332	11.302	11.415
Ausschüttungsquote	34,4%	44,1%	49,6%	55,5%	59,8%	70,0%	70,0%
Wertbeitrag aus Wertsteigerung	-	-	-	-	-	2.024	2.045
Ertragssteuer auf Wertsteigerung	-	-	-	-	-	(513)	(518)
Ertragssteuer auf Ausschüttung	(1.093)	(1.699)	(2.062)	(2.456)	(2.725)	(2.981)	(3.011)
Nettoausschüttungen	3.052	4.743	5.755	6.855	7.607	9.833	9.931

Quelle: KPMG

- (133) Die zuvor beschriebene Vorgehensweise zur Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoausschüttungen haben wir nachvollzogen. Wir halten diese für angemessen.

3.2.2.5 Kapitalisierungszinssatz

- (134) Der Ertragswert wird durch Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Dabei wird der Kapitalisierungszinssatz aus einer typisierenden Annahme über eine äquivalente Alternativinvestition abgeleitet, die bei der objektivierten Unternehmensbewertung eine langfristige Anlage am Kapitalmarkt unterstellt.
- (135) Der Kapitalisierungszinssatz reflektiert dabei die Rendite einer Alternativinvestition, deren Zahlungsstrom im Hinblick auf die zeitliche Struktur, das Risiko und die Besteuerung als vergleichbar mit dem Zahlungsstrom einzuschätzen ist, den die Anteile des zu bewertenden Unternehmens vermitteln.

- (136) Ausgangsgröße für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ist die Rendite einer langfristigen, risikofreien Kapitalmarktanlage (Basiszinssatz). Dieser Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, der die mit einer Investition in Anteile des zu bewertenden Unternehmens gegenüber einer Investition in ein risikofreies Zinspapier größere Unsicherheit über die Höhe der finanziellen Überschüsse abdecken soll. Bei der Ermittlung von Basiszinssatz und Risikozuschlag sind steuerliche Effekte zu berücksichtigen. Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach Ende der Detailplanungsphase wird der Kapitalisierungszinssatz um einen Wachstumsfaktor gemindert (Wachstumsabschlag).
- (137) Den von der Bewertungsgutachterin für die Kapitalisierung der geplanten Ergebnisse verwendeten Kapitalisierungszinssatz haben wir für die einzelnen Bestandteile Basiszinssatz, Risikozuschlag und Wachstumsabschlag wie folgt geprüft:

Basiszinssatz

- (138) Der Basiszinssatz repräsentiert eine risikofreie und fristadäquate Alternativanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Mit Blick auf ihren quasi-sicheren Charakter erfüllen in Deutschland Bundesanleihen weitestgehend die Forderung nach Risikofreiheit.
- (139) Bei der Bewertung eines Unternehmens mit einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer, wäre als Basiszinssatz grundsätzlich die am Bewertungsstichtag zu erzielende Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe der öffentlichen Hand heranzuziehen (Laufzeitäquivalenz). Da solche ewigen Anleihen jedoch nicht vorliegen bzw. nicht gehandelt werden, kann hilfsweise aus der beobachteten Zinsstrukturkurve die theoretische Rendite für Anleihen mit unendlicher Laufzeit approximiert werden. Die Deutsche Bundesbank veröffentlicht regelmäßig Schätzungen von Zinsstrukturkurven nach der Svensson-Methode. Diese Zinsstrukturkurven bilden laufzeitspezifische Basiszinssätze (sog. Spot-Rates) ab. Aus diesen laufzeitspezifischen Zinssätzen für einen langen Zeitraum kann finanzmathematisch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet werden.
- (140) Die Bewertungsgutachterin legt der Ermittlung des Basiszinssatzes tägliche Zinsstrukturkurven für die Monate Februar 2017 bis April 2017, die unter Verwendung der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank ermittelt wurden, zugrunde und nimmt eine Fortschreibung für über 30 Jahren liegende Restlaufzeiten vor. Daraus wurde entsprechend der Empfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW (im Folgenden "FAUB") barwertäquivalent ein für alle Planjahre einheitlicher Basiszinssatz vor Einkommensteuer von gerundet 1,25 % abgeleitet. Dieser Basiszinssatz wurde mit einer typisierten persönlichen Einkommensteuerbelastung von 26,38 % (Abgeltungssteuer von 25 %, zuzüglich des Solidaritätszuschlags in Höhe von 5,5 %) von der Bewertungsgutachterin korrekt in eine Nachsteuergröße von 0,92 % umgerechnet.⁶
- (141) Wir haben die Ableitung des Basiszinssatzes für die Monate Februar 2017 bis April 2017 nachvollzogen.

⁶ Basiszins nach persönlichen Steuern = $1,25\% * (1 - 0,2638) = 0,92\%$

Risikozuschlag

- (142) Der Risikozuschlag dient der Abgeltung des bei einer Investition in Anteile des zu bewertenden Unternehmens in Kauf zu nehmenden Risikos. Es ist davon auszugehen, dass Marktteilnehmer risikoscheu sind. Das heißt, sichere Erträge werden gegenüber Erwartungswerten von unsicheren Erträgen in derselben Höhe stets vorgezogen. Diese Risikoaversion kann durch einen Abschlag von den erwarteten Überschüssen (sogenannte Sicherheitsäquivalenzmethode) oder durch einen Risikozuschlag auf den Kapitalisierungszinssatz (sog. Risikozuschlagsmethode) berücksichtigt werden. Beide Methoden sind ineinander überführbar, in der Praxis wird Risikoaversion jedoch nahezu ausschließlich durch einen Zuschlag auf den Zinssatz berücksichtigt.
- (143) Im Rahmen objektivierter Bewertungen eignen sich Kapitalmarktmodelle wie das Capital Asset Pricing Model (im Folgenden „CAPM“) und das darauf aufbauende Tax-CAPM zur Ableitung des Risikozuschlags, weil diese Kapitalmarktmodelle Risikoprämien indirekt aus beobachtbaren Kapitalmarktpreisen ableiten: Die sich auf dem Kapitalmarkt bildenden Preise sind Resultate der Handlungen der Anleger. Wertpapierpreise reflektieren insoweit auch die Risikopräferenzen der Anleger, als die Anleger sich bewusst und frei für den Kauf oder Verkauf bestimmter Wertpapiere entscheiden. Diese Marktbewertung der Risiken von Aktien durch rationale und risikoscheue Anleger wird durch das CAPM und das Tax-CAPM modelltheoretisch abgebildet. CAPM und Tax-CAPM liefern somit für die Quantifizierung eines angemessenen Risikozuschlags einen nachvollziehbaren, objektivierenden Erklärungskontext.
- (144) Die beiden Modellparameter, die nach dem CAPM zur Berechnung der Höhe des Risikozuschlags benötigt werden, sind die Marktrisikoprämie sowie der Betafaktor.

Marktrisikoprämie

- (145) Die Marktrisikoprämie ist die marktdurchschnittliche, von Investoren geforderte Überrendite von Aktienanlagen gegenüber der Rendite risikofreier Wertpapiere. Der Aktienmarkt kann dabei durch einen breiten Aktienindex wie beispielsweise den CDAX oder dem MSCI ACWI Index abgebildet werden.
- (146) Das CAPM stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Wirkungen von persönlichen Ertragsteuern erklärt werden. Da Aktienrenditen und Risikoprämien jedoch grundsätzlich durch Ertragsteuern beeinflusst werden, erfolgt eine realitätsnähere Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erweitert. Die unterschiedliche steuerliche Behandlung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen wird aber direkt in der Bewertungsgleichung des Tax-CAPM erfasst, indem Basiszinssatz und Marktrisikoprämie mit den jeweils relevanten Steuersätzen belastet werden.
- (147) Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte persönliche Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und der auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern, gewichtet mit dem Betafaktor, zusammen.
- (148) Die Bewertungsgutachterin hat die Marktrisikoprämie unter Anwendung des Tax-CAPM in Höhe von 5,5 % nach persönlichen Ertragsteuern angesetzt.
- (149) Unter Anwendung der impliziten Berechnung der Marktrisikoprämie auf den MSCI ACWI konnten wir den Wert von 5,5 % bestätigen. Diese Marktrisikoprämie liegt in

der Mitte einer Bandbreite von Marktrisikoprämien, die sich aus aktuellen Hinweisen des FAUB des IDW ergibt.⁷ Die Verlautbarung empfiehlt bei der Bemessung der Marktrisikoprämie aktuell eine Orientierung an einer Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 % nach persönlichen Ertragsteuern bzw. 5,5 % bis 7,0 % vor Steuern.

- (150) Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen ist die durch die Bewertungsgutachterin angesetzte Marktrisikoprämie als angemessen zu beurteilen.

Betafaktor

- (151) Die Höhe des Betafaktors reflektiert gemäß dem Bewertungskalkül des CAPM das Ausmaß des systematischen, nicht durch Kapitalmarkttransaktionen diversifizierbaren Risikos einer Aktie. Je höher der Betafaktor ist, desto höher ist die von den Kapitalmarktteilnehmern geforderte Risikoprämie der Anleger. Er berechnet sich aus dem Zusammenhang zwischen der Renditeschwankung der konkreten Aktie und der Marktrenditeschwankung.
- (152) Die Bewertungsgutachterin hat den unverschuldeten Betafaktor auf Basis von börsennotierten Vergleichsunternehmen (sog. Peer Group) bestimmt und in Höhe von 0,40 zu Grunde gelegt. Der Ermittlung der Betafaktoren wurden wöchentliche Renditen über einen Zeitraum von fünf unabhängigen Jahresscheiben zugrunde gelegt und als Referenzindex wurde jeweils auf einen Landesindex abgestellt. Dabei wurden statistische Gütekriterien beachtet und Betafaktoren mittels Jahresschreiben berechnet. Bei ihrer Analyse hat die Gutachterin Kapitalmarktdaten des Finanzinformationsdienstleisters Capital IQ verwendet. Der von der Bewertungsgutachterin zu Grunde gelegte Betafaktor bezieht sich auf das durchschnittliche unverschuldete Beta für einen Zeitraum von zwei Jahren relativ zu breiten lokalen Indizes.
- (153) Wir haben die Ableitung des Betafaktors durch die Bewertungsgutachterin nachvollzogen und wie folgt geprüft:
- (154) Hinsichtlich der Auswahl von Vergleichsunternehmen ist auf solche abzustellen, die betreffend ihres Geschäftsmodells und des operativen Risikos vergleichbar zum Bewertungsobjekt sind. Werden die Kriterien sehr eng gesetzt, so ergeben sich meistens nur sehr kleine Gruppen von sehr gut vergleichbaren Unternehmen, während bei breiter ausgelegten Kriterien der Umfang der Peer Group auf Kosten der Vergleichbarkeit erhöht wird. Vor diesem Hintergrund haben wir die Vergleichbarkeit und Vollständigkeit der vom Bewertungsgutachter verwendeten Vergleichsunternehmen hinterfragt.
- (155) Auf Basis unserer Analysen erachten wir die der Bewertungsgutachterin verwendete Gruppe von Vergleichsunternehmen für die Ableitung des Betafaktors für angemessen. Zur Prüfung der Angemessenheit des mit 0,40 von der Bewertungsgutachterin angesetzten unverschuldeten Betafaktors haben wir darüber hinaus eigene Berechnungen von Betafaktoren auf der Grundlage der Daten des Finanzdienstleisters Capital IQ durchgeführt.
- (156) Hierzu haben wir alternativ andere Zeiträume sowie verschiedene Indizes betrachtet. Die Ermittlung der Betafaktoren haben wir jeweils auf Basis des MSCI ACWI sowie gegen einen jeweils breiten Landesindex durchgeführt. Zudem haben wir

⁷ Vgl. „Hinweise des FAUB zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung“ vom 19. September 2012.

Betafaktoren über einen Zwei- als auch Fünfjahreszeitraum auf Basis von wöchentlichen bzw. sowohl wöchentlichen als auch monatlichen Renditen ermittelt.

- (157) Bei der Umrechnung der verschuldeten Betafaktoren in unverschuldete Betafaktoren hat die Bewertungsgutachterin unsichere Steuervorteile angenommen und Debt-Betas berücksichtigt.
- (158) Zur Beurteilung der statistischen Signifikanz und der Güte der durchgeführten Regressionen zur Ermittlung der Betafaktoren haben wir das Bestimmtheitsmaß (R^2) und den t-Test herangezogen. Die Anwendung von statistischen Filterkriterien auf Basis dieser statistischen Tests kann zum einen sicherstellen, dass überhaupt ein signifikanter Zusammenhang zwischen der Aktien- und der Marktrendite besteht (dargestellt durch den Betafaktor und geprüft anhand des t-Tests) und zum anderen, dass dieser Zusammenhang ein Mindestmaß an statistischer Zuverlässigkeit besitzt (geprüft anhand des Bestimmtheitsmaßes oder R^2).
- (159) Unsere hinsichtlich des zugrunde liegenden Zeitraums, der Referenzindizes und der verwendeten Gruppe von Vergleichsunternehmen alternativen Analysen ergeben Betafaktoren, die das unverschuldete Beta des Bewertungsgutachters von 0,40 plausibilisieren.

Beta Zusammenfassung		Global Betas vs. MSCI ACWI			Lokale Betas		
2 Jahre wöchentlich							
Nr. Unternehmen		Lev. Beta	Leverage	Unlev. Beta	Lev. Beta	Leverage	Unlev. Beta
1	Capital Stage AG	0,58	155%	0,35	0,53	155%	0,33
2	FUTUREN SA	1,30	53%	0,92	0,76	53%	0,56
3	Saeta Yield, S.A.	0,56	179%	0,33	0,35	179%	0,25
4	7C Solarparken AG	0,93	153%	0,49	0,71	153%	0,40
5	Fersa Energías Renovables, S.A.				0,28	158%	0,23
6	Falck Renewables S.p.A.	1,06	176%	0,51	0,87	176%	0,44
Durchschnitt		0,89	143%	0,52	0,58	146%	0,37
Median		0,93	155%	0,49	0,62	157%	0,37
5 Jahre wöchentlich							
Nr. Unternehmen		Lev. Beta	Leverage	Unlev. Beta	Lev. Beta	Leverage	Unlev. Beta
1	Capital Stage AG	0,43	155%	0,29	0,46	155%	0,30
2	FUTUREN SA	1,33	53%	0,94	0,78	53%	0,58
3	Saeta Yield, S.A.	0,47	179%	0,30	0,33	179%	0,25
4	7C Solarparken AG	0,79	153%	0,43	0,61	153%	0,36
5	Fersa Energías Renovables, S.A.	0,97	158%	0,50	0,76	158%	0,42
6	Falck Renewables S.p.A.	0,96	176%	0,47	0,76	176%	0,40
Durchschnitt		0,76	130%	0,47	0,58	130%	0,38
Median		0,79	155%	0,43	0,61	155%	0,36
5 Jahre monatlich							
Nr. Unternehmen		Lev. Beta	Leverage	Unlev. Beta	Lev. Beta	Leverage	Unlev. Beta
1	Capital Stage AG						
2	FUTUREN SA	1,48	53%	1,04	1,15	53%	0,82
3	Saeta Yield, S.A.	1,02	179%	0,49	0,57	179%	0,33
4	7C Solarparken AG						
5	Fersa Energías Renovables, S.A.	1,32	158%	0,63	0,91	158%	0,48
6	Falck Renewables S.p.A.	0,82	176%	0,42	0,89	176%	0,45
Durchschnitt		1,16	142%	0,65	0,88	142%	0,52
Median		1,17	167%	0,56	0,90	167%	0,46

Quelle: Capital IQ; eigene Analysen

- (160) Beim Vergleich der von der Bewertungsgutachterin über einen Zeitraum von fünf Jahresscheibenn ermittelten wöchentlichen unverschuldeten Betafaktoren und der von uns über einen Zeitraum von zwei bzw. fünf Jahren ermittelten wöchentlichen bzw. monatlichen unverschuldeten Betafaktoren ergeben sich für die einzelnen Peer Group Unternehmen aufgrund der Systematik der rechnerischen Ableitung leichte Abweichungen bei den Beta-Einzelwerten. In einer durchschnittlichen Betrachtung ist das Resultat allerdings vergleichbar: So führt das Mittel unserer in obiger Tabelle abgebildeten Median-Ergebnisse zu einem unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 0,40.
- (161) Auf der Grundlage unserer Analysen erachten wir daher den von der Bewertungsgutachterin gewählten Ansatz und die Höhe des unverschuldeten Betafaktors als nachvollziehbar. Das resultierende Beta halten wir für angemessen.

Wachstumsabschlag

- (162) In der Unternehmensbewertung ist des Weiteren das Wachstum der erwarteten zukünftigen Unternehmensergebnisse zu berücksichtigen. In der Detailplanungs- und möglicher Übergangsphase wird ein etwaiges Wachstum der Unternehmensergebnisse für die einzelnen Perioden in der Planungsrechnung erfasst. Der Wertbeitrag der unternehmerischen Zahlungsüberschüsse, die zeitlich nach der Detailplanungsphase anfallen, wird im Rahmen der Bewertung vereinfachend über den Barwert einer ewigen Rente erfasst. In der ewigen Rente ist in der Ertragswertformel zunächst das erwartungsgemäß nachhaltig erzielbare Ergebnis anzusetzen. Ist davon auszugehen, dass das zu bewertende Unternehmen in der Lage ist, seine Ergebnisse in der Zeit nach der Detailplanungsphase nachhaltig zu steigern, kann das entsprechende Ergebniswachstum finanzmathematisch über einen Abschlag auf den Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden.
- (163) Vor diesem Hintergrund geht die Bewertungsgutachterin von einem nachhaltigen Ergebniswachstum in Höhe von 1,00 % aus.
- (164) Vor dem Hintergrund des Geschäftsmodells von CHORUS ist die angesetzte Wachstumsrate als plausibel zu erachten. CHORUS legt finanzielle Mittel in Investitionsobjekte an, die relativ planbare Verzinsungskomponenten aufweisen. Die erwirtschafteten Mittel werden entweder ausgeschüttet oder wieder angelegt. Wenn lediglich die ursprünglich investierten Mittel wieder angelegt werden, wäre ein nachhaltiges Wachstum nur bei nachhaltig ansteigenden Verzinsungskomponenten denkbar. Da dies als unwahrscheinlich anzusehen ist, schätzen wir das nachhaltige Wachstum in diesem Zusammenhang eher niedrig.
- (165) Insofern ist das von der Bewertungsgutachterin angesetzte nachhaltige Ergebniswachstum im Sinne der zu schützenden Minderheitsaktionäre als angemessen einzustufen.

Kapitalisierungszinssatz

- (166) Auf der Grundlage der vorstehenden Überlegungen ergibt sich nach den Prämissen der Bewertungsgutachterin der folgende periodenspezifische Kapitalisierungszinssatz:

	Planung						
	GJ17	GJ18	GJ19	GJ20	GJ21	GJ22	TV
Basiszinssatz vor Steuern	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
Persönliche Ertrasteuer	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%
Basiszinssatz nach Ertragsteuer	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%
Marktrisikoprämie nach Steuer	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Betafaktor unverschuldet	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
Barwerte des Vorjahres	310.395	323.234	335.533	346.772	356.466	364.578	368.224
Nettofinanposition des Vorjahres	393.517	411.911	383.773	364.315	351.446	296.684	299.651
Verschuldungsgrad	127%	127%	114%	105%	99%	81%	81%
Betafaktor verschuldet	0,76	0,79	0,75	0,70	0,63	0,50	0,50
Risikozuschlag	4,20%	4,35%	4,14%	3,85%	3,49%	2,78%	2,78%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	-	1,00%
Kapitalkosten	5,12%	5,27%	5,06%	4,77%	4,41%	3,70%	2,70%

Quelle: KPMG

3.2.2.6 Kapitalisierung auf den Bewertungsstichtag

(167) Die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes und die Kapitalisierung der erwarteten Nettoausschüttungen haben wir rechnerisch nachvollzogen. Zu beachten ist, dass die zu diskontierenden Ergebnisse zunächst auf den technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2016 abgezinst und anschließend auf den maßgeblichen Bewertungsstichtag 22. Juni 2017 aufgezinzt werden.

TEUR	Planung						
	GJ17	GJ18	GJ19	GJ20	GJ21	GJ22	TV
Nettoausschüttungen	3.052	4.743	5.755	6.855	7.607	9.833	9.931
Eigenkapitalkosten	5,12%	5,27%	5,06%	4,77%	4,41%	3,70%	2,70%
Barwertfaktor	0,95	0,90	0,86	0,82	0,79	0,76	28,11
Barwerte des Nettoausschüttungen	2.904	4.286	4.950	5.627	5.981	7.455	279.193
Ertragswert zum 31. Dezember 2016	310.395						
Aufzinsungsfaktor	1,02						
Ertragswert zum 22. Juni 2017	317.828						

Quelle: KPMG

(168) Für die CHORUS Clean Energy ergibt sich zum 22. Juni 2017 ein Ertragswert in Höhe von 317,8 Mio. EUR.

3.2.2.7 Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

(169) Die Bewertungsgutachterin hat den Unternehmenswert der CHORUS Clean Energy aus dem Ertragswert des laufenden Geschäfts zuzüglich der Sonderwerte abgeleitet. Als Sonderwerte wurden Wertbeiträge aus zum technischen Bewertungsstichtag bestehenden steuerlichen Verlustvorträgen sowie steuerlichen Einlagekontos der CHORUS berücksichtigt. Für beide Fälle wurde jeweils der Barwert der künftig aus Verlustvortragsverrechnung bzw. Einlagenrückgewähr zu erwartenden Steuerersparnissen als Sonderwert zugrunde gelegt.

(170) Wir haben den Wertansatz für die von der Bewertungsgutachterin angesetzten Sonderwerte inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen. Es ergibt sich ein Sonderwert von insgesamt 7,4 Mio. EUR zum 31. Dezember 2016 bzw. aufgezinzt auf den maßgeblichen Bewertungsstichtag zum 22. Juni 2017 von 7,5 Mio. EUR.

Steuerliches Einlagekonto	TEUR
Sonderwert zum 31. Dezember 2016	6.233
Aufzinsunsfaktor	1,02
Sonderwert zum 22. Juni 2017	6.383

Steuerliche Verlustvorträge	TEUR
Aktive latente Steuern auf Verlustvorträge	1.318
Diskontierungseffekt	(188)
Sonderwert zum 31. Dezember 2016	1.130
Aufzinsunsfaktor	1,02
Sonderwert zum 22. Juni 2017	1.157

Quelle: KPMG

(171) Nach den uns erteilten Auskünften und unseren Feststellungen verfügt die CHORUS Clean Energy darüber hinaus über kein weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen oder weitere Sonderwerte, die einer eigenständigen Bewertung zu unterziehen gewesen wären.

3.2.2.8 Unternehmenswert und Wert je Aktie

(172) Unter den vorangegangenen Überlegungen hat die Bewertungsgutachterin für die CHORUS Clean Energy unter Berücksichtigung der Sonderwerte einen Unternehmenswert zum 22. Juni 2017 in Höhe von 325,4 Mio. EUR abgeleitet. Bezogen auf 27.704.950 Stück ausgegebene Aktien beläuft sich der Wert je Aktie auf 11,74 EUR:

Wert je Aktie zum 22. Juni 2017	TEUR
Ertragswert	317.828
Sonderwert	7.540
davon St. Einlagekonto	6.383
davon St. Verlustvorträge	1.157
Unternehmenswert	325.368
Anzahl Aktien in Stück	27.704.950
Wert je Aktie in EUR	11,74

Quelle: KPMG

3.2.3 Plausibilisierung des Unternehmenswertes

(173) Ergänzend zu dem mittels des Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswert haben wir anhand von vereinfachten Preisfindungen Plausibilitätsbeurteilungen bzw. vertiefende Wertanalysen vorgenommen.

3.2.3.1 Vergleichende Multiplikatorenbewertung

(174) Bewertungen auf der Grundlage von Multiplikatoren stellen lediglich vereinfachte, pauschale Ertragsbewertungen dar. Gleichwohl sind sie zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren relevant, da sie eine anhand einer Bandbreite von Werten zeigen, was üblicherweise für Unternehmen mit ähnlichen Kennzahlen am Markt gezahlt wird.

(175) Zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren haben wir eine solche vergleichende Marktbewertung durchgeführt. Aus der Gruppe von Vergleichsunternehmen haben wir EBITDA-Multiplikatoren für das laufende und für zukünftige Geschäftsjahre abgeleitet. Diese beruhen auf Konsensus-Schätzungen von Analysten. Die so gewonnenen Multiplikatoren haben wir auf die Plan-EBITDA-Größen der CHORUS angewendet. Hierbei haben wir das EBITDA um den Beitrag des Asset Managements bereinigt und den Wertbeitrag des Asset Managements als Sonderwert berücksichtigt. Wir haben eine solche Vorgehensweise gewählt, weil das Asset Management bei den Peer Unternehmen eine relativ zur Chorus untergeordnete Bedeutung hat.

(176) Die Übersicht der Konsensus-Schätzungen ist der folgenden Tabelle zu entnehmen:

Mio. EUR	EBITDA		
	LTM	2017E	2018E
Capital Stage AG	106	172	170
FUTUREN SA	29	36	37
Saeta Yield, S.A.	199	235	222
7C Solarparken AG	28	27	29
Fersa Energías Renovables, S.A.	4	–	–
Falck Renew ables S.p.A.	136	135	142
Durchschnitt	84	101	100
Median	67	86	89
CHORUS (Business Plan)	46	56	61
Bereinigung Asset Management	(3)	(3)	(4)
CHORUS (Business Plan ex. Asset Management)	42	53	58

Quelle: Capital IQ; A&M Analysen

(177) Die sich ergebenden Multiplikatoren sind in der folgenden Tabelle dargestellt:

Mio. EUR	EV	EV / EBITDA		
		LTM	2017E	2018E
Capital Stage AG	2.054	19,4x	12,0x	12,1x
FUTUREN SA	330	11,5x	9,2x	8,9x
Saeta Yield, S.A.	2.042	10,3x	8,7x	9,2x
7C Solarparken AG	255	9,0x	9,3x	8,7x
Fersa Energías Renovables, S.A	203	NM	NA	NA
Falck Renew ables S.p.A.	905	6,6x	6,7x	6,4x
Durchschnitt	965	11,4x	9,2x	9,0x
Median	618	10,3x	9,2x	8,9x

Quelle: Capital IQ; A&M Analysen

(178) Die Analyse der Vergleichsunternehmen zeigt, dass die prognostizierten EBITDA-Multiplikatoren relativ stabil in einer Bandbreite zwischen 8,5x bis 9,5x liegen.

Lediglich die Multiplikatoren der Capital Stage sind signifikant höher. Die Capital Stage ist hinsichtlich des Geschäftsmodells bis auf das Asset Management am ehesten vergleichbar mit der CHORUS. Inwieweit das Asset Management der CHORUS bereits im Multiplikator der Capital Stage reflektiert ist, kann nicht abschließend beurteilt werden. Aus diesem Grunde halten wir eine Bandbreite von Multiplikatoren für angemessen, die zwischen den Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen und denen von Capital Stage ist.

Mio. EUR	EV / EBITDA		
	LTM	2017E	2018E
Bandbreite Multiplikatoren			
Hoch	15,0x	11,5x	11,0x
<i>Δ% Durchschnitt</i>	132%	126%	122%
<i>Δ% Median</i>	146%	125%	123%
Niedrig	14,0x	10,5x	10,0x
<i>Δ% Durchschnitt</i>	123%	115%	111%
<i>Δ% Median</i>	136%	115%	112%
EBITDA (ex. Asset Management)	42	53	58
Standardisierter EV (hoch)	635,5	604,8	634,6
Standardisierter EV (niedrig)	593,1	552,2	576,9
Netto-Schulden	-393,7	-393,7	-393,7
Standardisierter EK-Wert (hoch)	241,8	211,1	240,9
Standardisierter EK-Wert (niedrig)	199,4	158,6	183,2
Sonderwerte	7,5	7,5	7,5
Wert Asset Management	70,0	70,0	70,0
Wert Eigenkapital (hoch)	319,3	288,6	318,4
Wert Eigenkapital (niedrig)	276,9	236,1	260,7
Impliziter Wert Aktie			
Hoch	11,53	10,42	11,49
Niedrig	10,00	8,52	9,41

Quelle: Capital IQ; A&M Analysen

- (179) Auf Basis der Multiplikatoren lässt sich eine Wertbandbreite in Höhe von 236,1 Mio. EUR bis 319,3 Mio. EUR ableiten. Dies entspricht einem Wert je Aktie der CHORUS zwischen 8,52 EUR und 11,53 EUR.
- (180) Bei der Bewertung sehr unsicherer Geschäftsmodelle werden in der Praxis auch sehr einfache, auf die Substanz der Unternehmen abstellende Multiplikatoren verwendet. Die Bewertungsgutachterin hat daher zur weiteren Plausibilisierung Transaktions-Kapazitäts-Multiplikatoren auf EUR/MW-Basis berechnet. Diesem Ansatz sind wir nicht gefolgt, da sich der Wert des vorliegenden Bewertungsobjekts – der CHORUS Clean Energy-Konzern – nicht alleine aus der Summe der einzelnen Anlage-Bewertungen ergibt. Wir sehen diesen Ansatz als weitere Möglichkeit der Plausibilisierung an, messen ihm im vorliegenden Szenario jedoch keine signifikante Bedeutung bei.

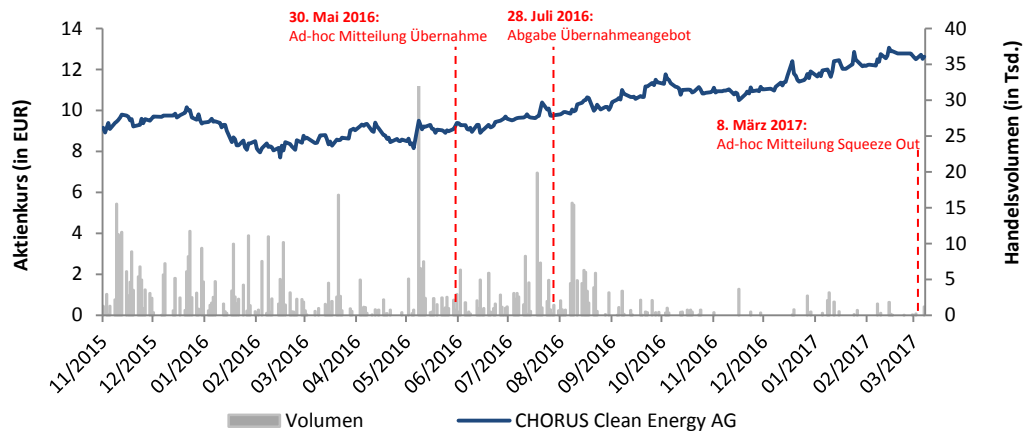
- (181) Insgesamt können wir den Ansatz der Bewertungsgutachterin nachvollziehen und können aus der Betrachtung vergleichsorientierter Multiplikatoren keine Hinweise darauf finden, dass die Abfindung von 11,92 EUR je Aktie nicht angemessen wäre.

3.2.3.2 Marktreaktion auf das Übernahmeangebot von implizit 11,50 EUR

- (182) Zur weiteren Untermauerung unserer Feststellung über die Angemessenheit der Barabfindungshöhe von 11,92 EUR je Aktie haben wir analysiert, wie der Kapitalmarkt auf das Übernahmeangebot zum Erwerb der Aktien der CHORUS Clean Energy reagiert hat.
- (183) Am 28. Juli 2016 wurde das am 30. Mai 2016 durch ad-hoc Mitteilung bekanntgegebene freiwillige öffentliche Übernahmeangebot der Capital Stage an die Aktionäre der CHORUS Clean Energy zum Erwerb ihrer auf den Inhaber lautenden Stückaktien durch Tausch von jeweils drei Aktien der CHORUS Clean Energy gegen fünf Aktien der Capital Stage abgegeben.
- (184) Das Umtauschangebot entspricht ausgehend von einem rechnerischen Tauschverhältnis von 1,67 Capital Stage-Aktien pro CHORUS-Aktie (5:3) sowie einem von der BaFin übermittelten dreimonatigen volumengewichteten Durchschnittskurs der Capital Stage-Aktie zum 29. Mai 2016 (der Tag vor der ad-hoc Mitteilung) von 6,90 EUR einem impliziten Angebotspreis von 11,50 EUR pro CHORUS-Aktie.
- (185) Im Rahmen des Übernahmeangebots wurden bis zum Ende der Nachfrist am 5. Oktober 2016 26.159.985 Stück bzw. 94,42 % der CHORUS-Aktien durch die Bieterin erworben. Außerhalb des Angebotsverfahrens, d. h. nach Fristende, vereinbarte Capital Stage laut Bekanntmachung gemäß § 23 WpÜG vom 28. Februar 2017, außerbörslich weitere CHORUS-Aktien zum zuvor genannten Umtauschverhältnis zu erwerben. Der Vollzug des Hinzuerwerbs fand am 21. März 2017 statt, wodurch die Capital Stage sodann über 95 % der Anteile am Grundkapital der CHORUS Clean Energy hält.⁸
- (186) Vorbehaltlich des Umstands, dass Capital Stage bloß einen *impliziten* Preis von 11,50 EUR in Form eines Aktientausches zahlte – d. h. weniger der Preis von 11,50 EUR als die Erwartungen der Aktionäre über die Entwicklung der Capital Stage-Aktie relevant waren –, lässt sich schlussfolgern, dass auch auf Basis der Marktreaktion auf das Übernahmeangebot ein Abfindungspreis von 11,92 EUR pro Aktie nicht unplausibel im Sinne seiner Angemessenheit aus Sicht der Minderheitsaktionäre erscheint.

⁸ Quelle: Rubrik „Investor Relations“ des Internetauftritts der Capital Stage, zuletzt abgerufen am 25. April 2017; Geschäftsbericht 2016 der CHORUS Clean Energy, „Ereignisse nach dem Abschlussstichtag“, S. 115.

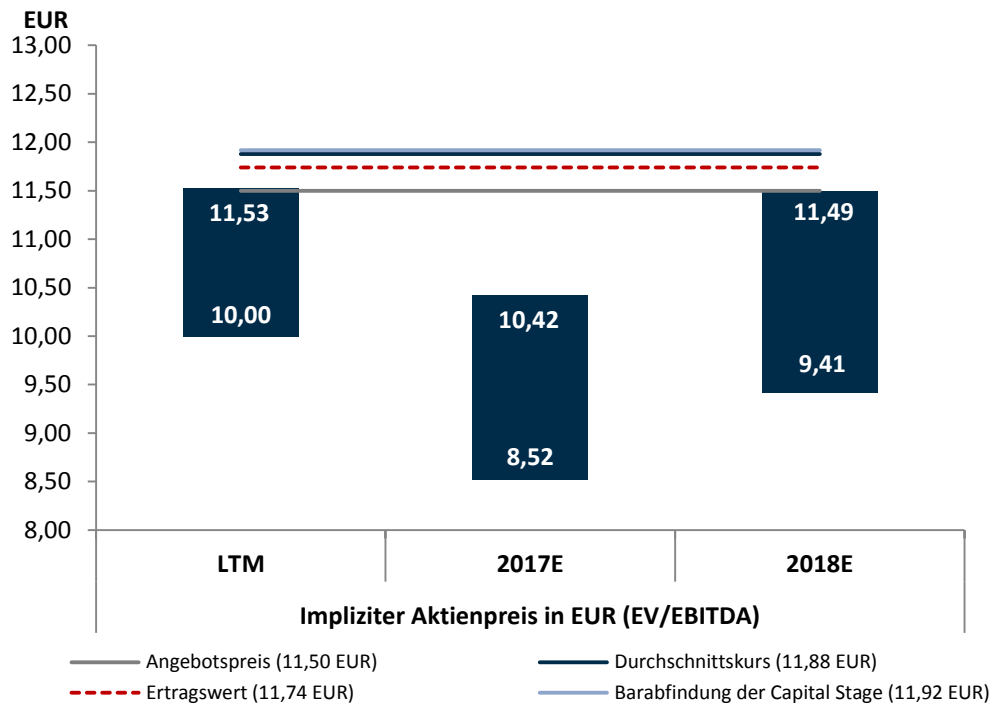
(187) CHORUS Clean Energy AG – Aktienpreisentwicklung:



Quelle: Capital IQ; A&M Analysen

3.2.4 Von der Capital Stage festgelegte Barabfindung

- (188) Die Capital Stage hat eine Barabfindung in Höhe von 11,92 EUR pro Aktie der CHORUS Clean Energy festgelegt. Der nach dem Umsatz gewichtete inländische Börsendurchschnittskurs über einen Dreimonatszeitraum, der am Tag vor der Mitteilung über das Übertragungsverlangen der Capital Stage am 8. März 2017 endet, weist eine Höhe von EUR 11,88 pro Aktie auf. Im Hinblick auf den Umstand, dass die Capital Stage nicht beabsichtigt, einer Dividendenzahlung der CHORUS für das Geschäftsjahr 2016 zuzustimmen, hat die Capital Stage diesen Betrag um EUR 0,04 auf EUR 11,92 erhöht, um die Minderheitsaktionäre wirtschaftlich so zu stellen, als werde für das Geschäftsjahr 2016 die gesetzliche Mindestdividende in Höhe von EUR 0,04 je CHORUS-Aktie gezahlt.
- (189) Die Höhe der Barabfindung von 11,92 EUR pro Aktie übersteigt sowohl den von der Bewertungsgutachterin für die CHORUS Clean Energy ermittelten inneren Wert der Aktie in Höhe von 11,74 EUR als auch die Höhe des durchschnittlichen Börsenkurses für den dreimonatigen Zeitraum vor der Mitteilung des beabsichtigten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der CHORUS von 11,88 EUR.



Quelle: A&M Analysen

- (190) Unsere Prüfung kommt zu dem Ergebnis, dass die Abfindung von 11,92 EUR angemessen ist. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund zu würdigen,
- dass die Bewertung mittels von Multiplikatoren eher leicht niedrigere Werte ergeben und
 - dass die Durchsicht der Vorstandsprotokolle der CHORUS ergab, dass das Übernahmeangebot von Capital Stage als am oberen Ende einer möglichen Bandbreite eingestuft wurde.
- (191) Gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG muss die festgelegte Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen. Sofern bis dahin Ereignisse eintreten, die einen Einfluss auf die Höhe der Barabfindung haben, wäre eine Anpassung der angemessenen Abfindung erforderlich.

4 ABSCHLIESENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir die Angemessenheit der von der Capital Stage AG, Hamburg, als Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der CHORUS Clean Energy AG, München, geprüft.

Wir erteilen die abschließende Erklärung gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. 293e AktG wie folgt:

Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der CHORUS Clean Energy AG, München, in Höhe von 11,92 EUR je Aktie angemessen.

Auf besondere Schwierigkeiten im Rahmen unserer Prüfung haben wir hingewiesen. Wir erstatten diesen Bericht auf der Grundlage der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilen Auskünfte unter Beachtung der Berufsgrundsätze, wie sie insbesondere in den §§ 2 und 43 der Wirtschaftsprüferordnung niedergelegt sind.

München, 11. Mai 2017

A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Dr. Tim Laas, CFA
Wirtschaftsprüfer



Jürgen Zapf
Wirtschaftsprüfer Steuerberater

5 ANLAGENVERZEICHNIS

Anlage	Dokument
Anlage 1	Beschluss des Landgerichts München I vom 22. März 2017 zur Bestellung der A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München, zum sachverständigen Prüfer auf Antrag der Capital Stage AG, Hamburg, gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4, 293c Abs. 1 AktG
Anlage 2	Entwurf des Übertragungsbeschlusses
Anlage 3	Unsere Geschäftsbedingungen



**BERICHT
ÜBER DIE PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT
DER BARABFINDUNG**

A&M GMBH WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT

Anlage 1: Beschluss des Landgerichts München I vom 22. März 2017

11. Mai 2017

Streng vertraulich



Landgericht München I
Abteilung für Zivilsachen



Landgericht München I 80316 München

Rechtsanwälte
CMS Hasche Sigle Partnerschaft mbB
Neue Mainzer Straße 2-4
60311 Frankfurt

für Rückfragen:
Telefon: (+49) 89 5597-2317
Telefax: (+49) 89 5597-3003

Zimmer: 602
Sie erreichen die zuständige Stelle am besten:
Mo - Do: 08.00 - 15.00 Uhr
und Fr: 08.00 - 14.00 Uhr

Ihr Zeichen

Bitte bei Antwort angeben
Akten- / Geschäftszeichen
5 HK O 4267/17

Datum
22.03.2017

In Sachen
Capital Stage AG
wg. Bestellung eines Prüfers

Sehr geehrte Damen und Herren Rechtsanwälte,
die anliegenden Unterlagen erhalten Sie zur Kenntnis.

Mit freundlichen Grüßen

Spensberger, JAng
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle
Dieses Schreiben wurde elektronisch erstellt und ist ohne Unterschrift gültig.

Hausanschrift
Lenbachplatz 7,
80316 München

Haltestelle
U-Bahn, S-Bahn: Haltestelle
Karlsplatz

Nachtbriefkasten
Prielmayerstraße 7,
Facellistraße 5,
Infanteriestraße 5,
Nymphenburger
Straße 16

Kommunikation
Telefon:
089/5597-03
Telefax:
089/5597-2991, -2087

5 HK O 4267/17

B e s c h l u s s

vom 22.03.2017:

1. Auf Antrag der

Capital Stage AG
vertreten durch Vorstand
Götze, Holger
Dr. Husmann, Christoph
Große Elbstraße 59
22767 Hamburg

bestellt die Vorsitzende der 13. Kammer für Handelssachen beim LG München I gem. §§ 327 c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4, 293 c Abs. 1 AktG die

A & M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft,
Thierschplatz 6
80538 München

zum Prüfer für die Überprüfung der Angemessenheit der von der Capital Stage AG mit dem Sitz in Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 63197, als Hauptaktionärin der CHORUS Clean Energy AG mit dem Sitz in Neubiberg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 213342, festzulegenden Barabfindung für die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der CHORUS Clean Energy AG auf die Capital Stage AG als Hauptaktionärin.

2. Der Geschäftswert wird auf € 5.000,- festgesetzt, § 36 Abs. 3 GNotKG.

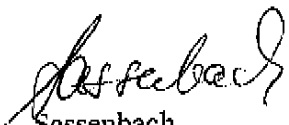
G r ü n d e :

Ein Hinderungsgrund für die Bestellung der als Abfindungsprüfer genannten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist nicht erkennbar, so dass diese vom Gericht entsprechend der Anregung des Antragstellers aus den drei vorgeschlagenen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften ausgewählt werden konnte.

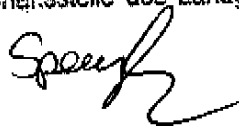
Der Gleichlaut der Ausfertigung mit der Ur-
schrift wird bestätigt. **22. März 2017**

München, den

Der Urkundsbeamte der
Geschäftsstelle des Landgerichts München I


Sassenbach
Vorsitzende Richterin
am Landgericht





Spensberger
Justizangestellte



**BERICHT
ÜBER DIE PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT
DER BARABFINDUNG**

A&M GMBH WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT

Anlage 2: Entwurf des Übertragungsbeschlusses

11. Mai 2017

Streng vertraulich



Entwurf des Übertragungsbeschlusses

"Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der CHORUS Clean Energy AG, Neubiberg, werden gemäß den §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer von der Hauptaktionärin, der Capital Stage AG mit Geschäftssitz Große Elbstraße 59, 22767 Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 63197, zu zahlenden Barabfindung in Höhe von EUR 11,92 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der CHORUS Clean Energy AG auf die Hauptaktionärin übertragen."



**BERICHT
ÜBER DIE PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT
DER BARABFINDUNG**

A&M GMBH WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT

Anlage 3: Allgemeine Geschäftsbedingungen

11. Mai 2017

Streng vertraulich

Alvarez & Marsal Transaction Advisory GmbH
ALLGEMEINE GESCHÄFTSBEDINGUNGEN FÜR BEWERTUNGSDIENSTLEISTUNGEN

Diese allgemeinen Geschäftsbedingungen (einschließlich etwaiger Anhänge) sind Bestandteil des Vertrages über die Dienstleistungen, die wir Ihnen gemäß der Auftragsbestätigung erbringen.

- | | |
|---|--|
| 1. Definitionen | (c) A&M vor dem Beginn der Erbringung der Dienstleistungen bereits bekannt sind. |
| 1.1.1 „ Alvarez & Marsal Unternehmen “ bezeichnet A&M und alle Unternehmen, die unter der Firma oder mit Bezugnahme auf Firmenbestandteile von Alvarez & Marsal im Geschäftsverkehr tätig sind oder die auf andere Art und Weise zu dem weltweiten Unternehmensnetzwerk von Alvarez & Marsal gehören (oder einer Gesellschaft bzw. Partnerschaft in diesem Netzwerk angehören oder diesem ihm in Verbindung stehen) (ausschließlich der Alvarez & Marsal Capital, LLC und deren Tochterunternehmen). | 1.8 „ Vertrag “ bezeichnet die Auftragsbestätigung und ihre Anlagen (einschließlich dieser allgemeinen Geschäftsbedingungen einschließlich deren Anhängen) in der jeweils geltenden Fassung. |
| 1.1.2 „ A&M “ oder „ wir “ (oder abgeleitete Begriffe) bezeichnen die Alvarez & Marsal Transaction Advisory GmbH sowie die Alvarez & Marsal Deutschland GmbH, beide jeweils eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in München / Deutschland und Geschäftsstelle an der Adresse Thierschplatz 6 in 80538 München. | 1.9 „ Auftragnehmer “ bezeichnet jedwede dritten Parteien oder Personen, die von A&M (oder einem anderen der Alvarez & Marsal Unternehmen) in Bezug auf die Dienstleistungen oder allgemein zur zu administrativen Hilfstätigkeiten und zur Unterstützung des Managements der Alvarez & Marsal Unternehmen und / oder deren Geschäftstätigkeit, beauftragt wurden, einschließlich von Unterauftragnehmern und Erfüllungsgehilfen. |
| 1.2 „ Empfänger “ oder „ Sie “ (oder abgeleitete Begriffe) bezeichnen den Klienten gemeinsam mit allen weiteren Begünstigten. | 1.10 „ Schaden “ bezeichnet den Gesamtbetrag aller Verluste, Kosten, Ausgaben, Verbindlichkeiten oder Schäden (gegebenenfalls einschließlich angefallener Verzugszinsen), die einem Empfänger aufgrund dieses Vertrags oder in Verbindung mit unserem Bericht direkt oder indirekt infolge Vertragsverletzung, eines Verstoßes gegen eine gesetzliche Verpflichtung (einschließlich deliktischer Handlungen), aufgrund einer strafbaren Handlung oder aufgrund einer anderweitigen Handlung oder Unterlassung entstehen, die A&M oder einem A&M Unternehmen zurechenbar ist. |
| 1.3 „ Verbundene Unternehmen “ bezeichnet juristische Personen, die mit der erstgenannten juristischen Person im Sinne der §§ 15 ff. AktG verbunden sind. | 1.11 „ Jeder von uns “, „ Einer von uns “ oder ähnliche Ausdrücke beziehen sich auf A&M, den Klienten und alle anderen Empfänger. |
| 1.4 „ Betriebswirtschaftliche Prüfungen “, „ Jahresabschlussprüfungen “, „ Erfassung “, „ Nachprüfung “, „ Gutachten “, „ prüferische Durchsicht “ haben jeweils die in den Berufsstandards des deutschen Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW), des International Auditing and Assurance Standards Board oder einer ähnlichen Organisation definierten Bedeutungen. | 1.12 „ Auftragsbestätigung “ bezeichnet das Schreiben, welches Ihnen (gemeinsam mit diesen allgemeinen Geschäftsbedingungen einschließlich deren Anhängen) übermittelt wurde und in dem die Details der von uns erbrachten Dienstleistungen und weiteren zwischen uns vereinbarten einzelvertraglichen Regelungen enthalten sind. |
| 1.5 „ Begünstigter “ oder „ Begünstigte “ bezeichnet die Personen, (a) denen die Dienstleistungen und / oder der Bericht gemäß den zwischen uns und dem Klienten getroffenen Vereinbarungen zugutekommen und / oder die aufgrund dieser Vereinbarungen auf den Bericht vertrauen dürfen, und (b) gegenüber denen wir ausdrücklich in Bezug auf die Dienstleistungen und / oder den Bericht eine weitergehende Schutzpflicht eingegangen sind soweit diese unsere allgemeinen Geschäftsbedingungen aufgrund einer schriftlichen Vereinbarungen mit A&M akzeptiert haben. | 1.13 „ Management “ bezeichnet, abhängig vom jeweiligen Zusammenhang, die Manager eines Unternehmens oder eines Geschäftsbetriebes, welches A&M Informationen zur Erbringung der Dienstleistungen übermittelt. |
| 1.6 „ Klient “ bezeichnet den ursprünglichen Empfänger der Auftragsbestätigung. | 1.14 „ Personenbezogene Daten “ hat die im Bundesdatenschutzgesetz definierte Bedeutung. |
| 1.7 „ Vertrauliche Informationen “ bezeichnet Informationen oder Dokumente, die wir für die Zwecke der Erbringung der Dienstleistungen erhalten oder erstellen und die als vertraulich gekennzeichnet sind oder offensichtlich als vertraulich zu behandeln sind; sie umfassen jedoch keine Informationen, die: | 1.15 „ Personal “ bezeichnet die Personen, die Mitglieder, Partner, Geschäftsführer, Aufsichtsräte (bzw. Beiräte oder vergleichbare Organmitglieder) oder Angestellter eines Alvarez & Marsal Unternehmens sind und etwaige Auftragnehmer, einschließlich deren die Mitglieder, Partner, Geschäftsführer, Aufsichtsräte (bzw. Beiräte oder vergleichbare Organmitglieder) oder Angestellte. Diese Definition umfasst das Personal eines jeden Alvarez & Marsal Unternehmens, unabhängig davon, ob diese direkt oder indirekt über ein selbständiges Beratungsunternehmen oder ein ähnliches Unternehmen beschäftigt werden. |
| (a) einer dritten Partei gegenüber offen gelegt wurden, die in Bezug auf die Informationen keiner Vertraulichkeitsverpflichtung unterliegt; oder | 1.16 „ Bericht “ bezeichnet alle mündlichen Kommentare, Entwürfe oder abschließenden Dokumente (einschließlich Präsentationen und Korrespondenz) sowohl in Papierform als auch in elektronischer Form, die Ihnen in Verbindung mit der Erbringung der Dienstleistungen übermittelt werden. |
| (b) ohne eine Verletzung einer Verpflichtung aus Artikel 6.1. öffentlich bekannt gemacht wurden oder werden, oder | |

	„Bericht“ bezieht sich hierbei auf die Gesamtheit und jeden Teil eines Berichts.		Angestellten Ihres Vertreters oder Erfüllungsgehilfen handelt. A&M ist berechtigt, auf alle Weisungen, Entscheidungen und Genehmigungen des Klienten zu vertrauen.
1.17	„ Dienstleistungen “ sind die gemäß den Bedingungen dieses Vertrags zu erbringenden und in der Auftragsbestätigung beschriebenen Dienstleistungen. Die „Dienstleistungen“ umfassen alle Änderungen des Arbeitsumfangs, die gemäß dem untenstehenden Artikel 8.2 vereinbart werden.	2.7	Sofern für die Erbringung der Dienstleistungen ein Zeitplan vereinbart wurde, so bemüht sich jeder von uns nach Kräften darum, unsere jeweiligen Verpflichtungen im Rahmen der vereinbarten zeitlichen Vorgaben zu erfüllen. Außer sofern ausdrücklich vereinbart, sind die in der Zeitplanung enthaltenen Zeitpunkte ausschließlich für Zwecke der Planung und des Projektmanagements bestimmt und gelten nicht als terminlich bestimmt.
2.	Dienstleistungen		
2.1	Wir werden die Dienstleistungen mit geschäftsüblicher Sorgfalt erbringen.		
2.2	Die Dienstleistungen decken die mit dem Klienten in dem Auftragsschreiben vereinbarten Bereiche ab. Die Dienstleistungen umfassen keine Abschlussprüfung, welche in Übereinstimmung mit allgemein anerkannten Grundsätzen zur Abschlussprüfung durchgeführt werden, und keine Untersuchung interner Kontrollen. Dementsprechend werden wir keine Gutachten oder andere Formen von Bestätigungen in Bezug auf die Abschlüsse des Klienten, anderen Finanzinformationen (einschließlich Prognosen) oder in Bezug auf das interne Kontrollsystem des Klienten abgeben. Außer sofern ausdrücklich etwas Gegenteiliges vereinbart wurde und wenn wir den Einsatz von IT Systemen oder Internet-basierte Technologien im Rahmen wesentlicher Geschäftsprozesse beurteilen, so tun wir dies alleine in der Eigenschaft als Unternehmensberater und nicht als technische Sachverständige.	2.8.1	Dieser Artikel 2.8 findet Anwendung, wenn unser Bericht Aussagen über zukunftsgerichtete Angaben über die Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage (Prognosen) enthalten.
		2.8.2	Unsere Arbeit stellt keine Abschlussprüfung oder prüferische Durchsicht dar und beinhaltet keine eigenständigen Prognosen. Soweit wir Annahmen, auf welchen Prognosen basieren, kommentieren, nehmen wir gegebenenfalls in unseren Bericht Tabellen auf, die rechnerische Schätzungen von Schwachstellen, positive Effekte und / oder Sensitivitäten kumulativ erfassen, um Auswirkungen möglicher alternativer Annahmen zu illustrieren. Derartige Tabellen sind nicht als Überarbeitungen der Prognosen des Managements oder als abgeänderte oder eigenständige Prognosen zu verstehen.
		2.8.3	Sofern die A&M zur Kommentierung vorgelegten Prognoserechnungen derart fehlerbehaftet sind, dass eine Diskussion von Anpassungen in unserem Bericht der Erstellung eigenständiger oder vollständiger Überarbeitung von Prognosen gleichkommen würde, werden wir mit Ihnen diskutieren, ob für Ihre Zwecke durch A&M eigenständige Alternativrechnungen zu erstellen sind.
2.3	Sie verpflichten sich hiermit, uns die Informationen, die wir für die Erbringung der Dienstleistungen nach billigem Ermessen benötigen, unverzüglich zu übermitteln (bzw. sorgen für ihre unverzügliche Übermittlung durch Dritte) und für die Leistungserbringung erforderliche Unterstützungshandlungen vorzunehmen. Sie bestätigen, dass die Übertragung dieser Informationen an uns nicht gegen etwaige Urheberrechte oder andere Rechte dritter Parteien verstößt.	2.8.4	Sie bestätigen, dass Sie bei Ihrer Erwägung der in unserem Bericht enthaltenen Aussagen, einschließlich (eventueller) Aussagen über die künftige Rentabilität und künftige Kapitalflüsse, alleine entscheiden, ob unsere Kommentare relevant und ausreichend sind, um Ihre unternehmerischen Entscheidungen zu treffen.
2.4	Außer soweit in unserem Bericht ausdrücklich anderweitig geregelt, wird unsere Arbeit auf Grundlage der Annahme ausgeführt, dass alle Informationen, die A&M (schriftlich oder mündlich, durch das Management oder auf andere Art und Weise) bereitgestellt werden, und welche in unsere Dienstleistung eingehen, richtig, vollständig, genau und nicht irreführend sind. Wir sind nicht dazu verpflichtet, diese Informationen zu prüfen oder Prüfungshandlungen vorzunehmen, die es A&M ermöglichen, ein Prüfungsurteil über die in unserem Bericht enthaltenen Informationen abzugeben oder die Informationen auf andere Art und Weise prüfen.	2.8.5	Da künftige Ereignisse und Umstände häufig anders als prognostiziert eintreten, sind Abweichungen zwischen den prognostizierten und den tatsächlichen Ergebnissen üblich. Diese Abweichungen können erheblich sein. Wir übernehmen keine Gewähr für die tatsächliche Erzielung von prognostizierten Ergebnissen. Sie erkennen ausdrücklich an, dass, soweit unsere Dienstleistungen konkrete Ratschläge und Handlungsempfehlungen umfassen, sämtliche Entscheidungen in Verbindung mit der Implementierung derartiger Ratschläge und Handlungsempfehlungen alleine in der Risikosphäre des Klienten liegen und alleine vom Klienten getroffen werden. Weiterhin übernimmt A&M keine Haftung für die Auswahl, Genehmigung oder Implementierung von Maßnahmen, welche gemeinsam mit Ihnen durch A&M erarbeitet wurden.
2.5	Wir übernehmen keine Gewähr dass alle Angelegenheiten, die für Sie relevant sind, im Rahmen unserer Arbeit abgedeckt werden. Es obliegt Ihrer Verantwortung, festzulegen, ob der vereinbarte Inhalt unserer Dienstleistungen, einschließlich des Umfangs unserer Prüfungshandlungen und anderweitigen Testverfahren, die Bestandteil unseres Berichts sind, für Ihre Zwecke angemessen sind. Wir geben in diesem Zusammenhang ausdrücklich keine Zusicherungen, Garantien, Gewährleistungen oder anderweitigen Erklärungen ab.	2.9	Unsere Dienstleistungen beinhalten keinerlei rechtliche Beratungsleistungen oder rechtliche Due Diligence und wir geben keine Zusicherungen, Gewährleistungen oder andere Aussagen zu Rechtsfragen ab.
2.6	Wir sind berechtigt darauf zu vertrauen, dass alle Anweisungen, Mitteilungen oder Aufforderungen (die wir schriftlich oder auf eine andere Art und Weise erhalten) in Ihrem Namen erteilt wurden, wenn sie von einer Person erteilt werden, von der A&M nach billigem Ermessen ausgehen kann, dass es sich bei ihr um einen Vertreter oder	2.10	Sie erkennen an, dass die von A&M zu erbringenden Dienstleistungen keine der folgenden Tätigkeiten umfassen: Investitionsentscheidungen, Anlageberatung (einschliesslich Empfehlungen über konkrete Investitionsentscheidungen und Beratung bezüglich der Preisfindung), Beurteilung von Fremdkapitalquoten, Vertretung oder Verhandlungsführung

in Ihrem Namen oder Auftreten als Ihr Management. Diese Angelegenheiten sind Teil Ihrer Risikosphäre.

3. Kosten und Gebühren

- 3.1 Der Klient verpflichtet sich, die vereinbarten Gebühren für die Dienstleistungen und jedwede angemessenen Aufwendungen zu zahlen. Unsere Gebühren sind zahlbar zuzüglich aller anfallenden Steuern und Abgaben.
- 3.2 Unsere Rechnungen sind unverzüglich nach Zugang oder innerhalb einer in der Auftragsbestätigung ausdrücklich vereinbarten Frist zahlbar. Wir sind berechtigt, angemessene Anzahlungen für Vergütungen und Aufwendungen fordern sowie die Erbringung unserer Dienstleistungen von der vollständigen Zahlung unserer Forderungen abhängig machen.
- 3.3 Von uns abgegebenen Gebührensätzungen sind nicht vertraglich bindend und unterliegen den angegebenen Vorbehalten und Annahmen. Faktoren, die außerhalb unserer Kontrolle liegen, können Auswirkungen auf unsere Gebührenforderungen haben.
- 3.4 Unsere Gebühren sind von Faktoren wie der Komplexität der Materie, dem erforderlichen Spezialwissen (einschließlich der Verwendung von durch uns und andere Alvarez & Marsal Unternehmen entwickelte proprietäre Technologien, Expertise und Know-how) und der aufgewendeten Zeit abhängig. Bei dem anfallenden Zeitaufwand berücksichtigen wir die mandatspezifische Dringlichkeit und einhergehenden Risiken.
- 3.5 Sofern wir aufgrund eines anwendbaren Gesetzes oder aufgrund von Maßnahmen oder Anordnungen von Behörden oder Regierungsstellen verpflichtet sind, Informationen oder Personal als Zeugen in Zusammenhang mit den Dienstleistungen oder dieser Auftragsbestätigung bereitzustellen, so sind wir berechtigt Ihnen hierfür anfallende Arbeitszeiten und Aufwendungen (einschließlich angemessener externer Rechtsberatungskosten), die uns im Rahmen der Erfüllung der Anordnung entstanden sind, in Rechnung zu stellen. Dies gilt nicht soweit wir selbst Partei des Verfahrens oder Gegenstand eines Ermittlungsverfahrens sind oder soweit uns diese Kosten durch öffentliche Behörden vollumfänglich erstattet werden.
- 3.6 Wir behalten uns das Recht vor, die Erbringung zusätzlicher Dienstleistungen auszusetzen oder zu verschieben oder die Arbeit in allen Aufträgen einzustellen, soweit wir unsere in Rechnung gestellten Gebühren und Aufwendungen nicht innerhalb der vereinbarten Zahlungsfristen erhalten haben. Wir behalten uns das Recht vor, alle Beträge, die nicht innerhalb von 30 Tagen nach Vorlage unserer Rechnung beglichen werden, Verzugszinsen in Höhe von fünf Prozent (5 %) p. a. über dem von der deutschen Bundesbank veröffentlichen Basiszinssatz auf Tagesbasis zu berechnen. Zinsansprüche werden monatlich berechnet und aufgezinst (auf der Grundlage von dreihundertsechzig (360) Tagen pro Jahr, zwölf (12) Monaten pro Jahr und dreißig (30) Tagen pro Monat), jedoch nicht höher, als der gesetzlich zulässige Höchstsatz. Sie verpflichten sich, diese Zinsen in diesem Falls zu zahlen. Unsere Gebühren sind zahlbar ohne Abzug von Quellensteuern oder anderen Abgaben und es wird hiermit vereinbart dass Sie und nicht A&M für deren Zahlung verantwortlich sind, soweit solche Steuern oder Abgaben anwendbar sind. Alle A&M zu leistenden Zahlungen erfolgen ohne Rückbehalt oder Abzug von Steuern, gleich welcher Art.

4. Unser Bericht

- 4.1 Sie verpflichten sich, unseren Bericht nicht für anderweitige als die diesem Vertrag zu Grunde liegenden Zwecke zu verwenden.
- 4.2 Bei der Erbringung der Dienstleistungen für Sie legen wir gegebenenfalls mündliche Kommentare, Entwürfe unseres Berichts, Präsentationen, Pläne oder Ausdrucke bzw. elektronische Kopien von computergestützten Modellrechnungen vor. Da es sich hierbei oftmals um Entwürfe von Arbeitsergebnissen handelt und / oder nicht um unsere endgültigen Ergebnisse, übernehmen wir in derartigen Fällen gegenüber Ihnen oder dritten Parteien keine Sorgfaltspflicht oder Verantwortlichkeit auf Grundlage einer Vertragsverletzung, unerlaubten Handlung oder auf einer sonstigen Anspruchsgrundlage. Unsere endgültigen Arbeitsergebnisse sind in einem Abschlussbericht enthalten. Nach dem Datum des Abschlussberichts können unvorhergesehene Ereignisse, Entwicklungen oder Änderungen der Umstände eintreten, die die Validität der in dem Bericht enthaltenen Aussagen beeinflussen können. Sie akzeptieren, dass wir nicht verpflichtet sind, Berichte zu aktualisieren oder Sie selbständig über relevante Angelegenheiten und neue Entwicklungen zu unterrichten, die einem Alvarez & Marsal Unternehmen bekannt geworden sind oder bekannt werden.
- 4.3 Außer soweit dies in Artikel 4.5. oder an anderer Stelle in diesem Vertrag ausdrücklich vereinbart ist, verpflichten Sie sich, unseren Bericht oder andere Arbeitsergebnisse im Rahmen der vereinbarten Dienstleistungen nicht ohne unser vorheriges schriftliches Einverständnis einer dritten Partei zugänglich zu machen. Wir können dieses Einverständnis nach unserem freien Ermessen verweigern oder von Bedingungen abhängig machen, z. B. von dem Erhalt einer von dem Dritten, der Zugang zu unseren Arbeitsergebnissen erhalten soll, unterzeichneten Erklärung über den Verzicht auf Ansprüche gegenüber A&M in einer für uns akzeptablen Form.
- 4.4 Wir übernehmen keine Haftung oder Verantwortung gegenüber dritten Parteien, unabhängig davon, ob sie mit oder ohne unser Einverständnis Zugang zu unserem Bericht erhalten hat.
- 4.5 Sie können Exemplare unseres Berichts offenlegen, sofern Sie aufgrund gesetzlicher Verpflichtungen, Gerichtsverfahren oder behördlicher Weisung hierzu verpflichtet sind, vorausgesetzt jedoch, dass Sie uns, sofern dies nach billigem Ermessen und rechtlich möglich ist, vor der Offenlegung über eine solche Verpflichtung informieren. Sie können zudem Ihren Direktoren, Führungskräften und Angestellten und Ihren Rechts- oder berufsständischen Beratern (vollständige) Kopien unseres Berichts zur Verfügung stellen, vorausgesetzt, dass Sie angemessene Maßnahmen ergreifen um sicherzustellen, dass diese zur Kenntnis nehmen, dass
- (a) wir Ihnen gegenüber keine Schutzpflicht oder anderweitige rechtliche Verpflichtung in Bezug auf eine jedwede Verwendung unseres Berichts durch sie übernehmen und sie in Verbindung mit unseren Bericht oder unseren Dienstleistungen keine Ansprüche herleiten oder Gerichtsverfahren gegen uns einleiten können.
- (b) unser Bericht vertraulich ist und ohne unser vorheriges schriftliches Einverständnis nicht gegenüber anderen Personen offengelegt werden darf;

	(c) sie sich in Bezug auf Personenbezogene Daten an das Bundesdatenschutzgesetz halten müssen.	6.1.3	Nach Maßgabe von Artikel 6.1.1 sind wir berechtigt, die Erbringung unserer Dienstleistungen an die Klienten als Referenz anzugeben.
4.6	Wir behalten uns das Eigentum an jeglichen Immaterialgüterrechten (insbesondere Urheberrechten) an unseren Arbeitsdokumenten, unserem Bericht und allen anderen Arbeitsergebnissen, die im Rahmen der vereinbarten Dienstleistungen erstellt werden, vor. Sie sind berechtigt, zu Ihrer Verwendung im Rahmen mit diesem Artikel 4 Kopien unserer Berichte erstellen. Wir behalten uns das Eigentum an allen Immaterialgüterrechten für jedwede Daten, Software, Datenbanken, Systeme, Techniken, Methoden, Ideen, Konzepten oder Informationen, die wir im Rahmen der Erbringung der Dienstleistungen einbringen, einschließlich jedweder Materialien, die im Laufe der Erbringung unserer Dienstleistungen entwickelt wurden.	6.2.1	Sie verpflichten sich, sich im Hinblick auf jedwede Personenbezogene Daten, die Ihnen von A&M in Verbindung mit den Dienstleistungen übermittelt werden, das Bundesdatenschutzgesetz zu befolgen und derartige Daten vertraulich und technisch sicher zu verwahren.
		6.2.2	Wir verpflichten uns, uns im Hinblick auf jedwede Personenbezogene Daten, welche A&M von Ihnen in Verbindung mit den Dienstleistungen übermittelt werden, die Bestimmungen des Bundesdatenschutzgesetzes zu beachten und derartige Daten vertraulich und sicher zu verwahren.
5.	IT		
5.1	Die Parteien sind jeweils für den Schutz ihrer eigenen informationstechnischen Systemen und zur Wahrung ihrer Interessen in Zusammenhang mit der elektronischen Datenfernübertragung verantwortlich, und weder Sie, noch A&M oder unser Personal übernehmen gemäß Artikel 7.1. gegenseitig eine entsprechende Schutzpflicht, weder aufgrund von Vertragsverletzung, noch auf Grund von unerlaubter Handlung (einschließlich deliktische Haftung) oder auf Grundlage anderer Anspruchsgrundlagen eine Haftung für Fehler, Schäden, Verluste, Kosten oder Datenverlust in Verbindung mit der elektronischen Datenfernübertragung von Informationen zwischen uns oder in Zusammenhang mit der Verwendung Ihres IT-Systems oder Ihrer Internetverbindung durch A&M.	6.2.3	In Bezug auf Personenbezogene Daten, die A&M in Verbindung mit den Dienstleistungen übermittelt werden, erkennen die Parteien an, dass weder A&M, noch andere Alvarez & Marsal Unternehmen durch die Verarbeitung derartiger Daten in Übereinstimmung mit den Bedingungen dieses Vertrages das Bundesdatenschutzgesetz verletzen.
		6.3	Sie erkennen hiermit ausdrücklich an, dass A&M in keiner Weise verpflichtet ist, (i) ein interne Kontrollsysteme des Rechnungswesens in Übereinstimmung mit dem US-amerikanischen Securities Exchange Act von 1934 und den anwendbaren Verwaltungsanweisungen der Securities and Exchange Commission (gemeinsam die „SEC Rules“), zu entwerfen, zu implementieren und aufrecht zu erhalten, einschließlich „disclosure controls and procedures“ und „internal controls and procedures for financial report“ gemäß den Definitionen aus dem Sarbanes-Oxley Act von 2002 und den Auslegungsanweisungen und Verwaltungsanweisungen bezüglich dieses Gesetzes und (ii) Offenlegungen unter Einhaltung dieser Verpflichtung gemäß der anwendbaren SEC Rules zu machen.
5.2	Wir übernehmen keine Garantie dahingehend, dass elektronische Nachrichten oder Datenfernübertragung von Informationen, die in Zusammenhang mit diesem Auftrag gesendet werden, viren- oder fehlerfrei sind.		
6.	Vertraulichkeit	7.	Haftung
6.1.1	Wir werden sämtlichen Vertraulichen Informationen geheim und mit branchenüblicher Sorgfalt behandeln.	7.1	Unsere Haftung für Schadenersatzansprüche jeder Art ist auf 4 Millionen Euro („ Haftungshöchstsumme “) je einzelner Schadensfall für fahrlässig verursachte Schäden beschränkt. Dies gilt auch, sofern die Haftung durch eine andere Person als Sie geltend gemacht wird. Sämtliche hier enthaltenen Haftungsausschlüsse oder -beschränkungen sind soweit anwendbar, soweit die jeweilige Haftung (a) nicht aufgrund einer Verletzung von Leben, Körper oder Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, geltend gemacht wird (b) aufgrund gesetzlicher Regelungen nicht ausgeschlossen oder eingeschränkt werden kann; und (c) nicht auf Vorsatz, arglistiger Täuschung oder eines Betruges der Person, die sich auf den Ausschluss oder die Beschränkung beruft, beruht.
6.1.2	Unbeschadet Artikel 6.1.1, sind wir berechtigt vertrauliche Informationen offenzulegen:		
	(a) soweit diese auf andere Art und Weise als durch eine Verletzung dieser Vertraulichkeitsbestimmungen öffentlich bekannt werden;		
	(b) soweit wir zu der Überzeugung kommen, dass eine Offenlegung gesetzlich, aufgrund einer berufsrechtlichen Offenlegungspflicht oder aufgrund anderer Rechtsvorschriften erforderlich ist;		
	(c) an andere Alvarez & Marsal Unternehmen und / oder Auftragnehmer, wobei wir uns verpflichten, angemessene Schritte zu unternehmen um sicherzustellen, dass die Empfänger ihrerseits zur Geheimhaltung verpflichtet sind; und	7.2	Ein einzelner Schadensfall im Sinne von Artikel 7.1 ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfasst sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann A&M nur bis zur Höhe von 5 Millionen Euro in Anspruch genommen werden.
	(d) an unsere Versicherer und / oder sonstigen berufsständischen Berater (einschließlich unserer Rechtsberater), unter der Voraussetzung dass Vertrauliche Informationen vertraulich behandelt werden.		

- 7.3 Sofern berechnete Forderungen gegen uns geltend gemacht werden, die unter diese Haftungsbeschränkung fallen, von Ihnen und / oder einer oder mehreren dritten Partei(en), die berechnete ist oder sind, diesen Vertrag gegen uns geltend zu machen, gegen uns vorgebracht werden, gilt die Haftungshöchstsumme – in Übereinstimmung mit § 428 BGB – für die betreffenden Ansprüche aller Anspruchsteller insgesamt – einschließlich aller zukünftigen Anspruchsberechtigten. Dementsprechend hat jedwede Leistung durch uns an Sie gegenüber allen Anspruchsberechtigten schuldbeitragende Wirkung. Sofern der Gesamtbetrag aller Forderungen (einschließlich zukünftiger Forderungen), auf die diese Haftungsbestimmungen Anwendung finden, die Haftungshöchstsumme überschreitet, ist die Verteilung dieser Haftungshöchstsumme zwischen allen Anspruchsberechtigten (einschließlich Ihnen) alleine die Sache der Anspruchsberechtigten.
- 7.4 Eine Schadensersatzforderung kann ausschließlich innerhalb einer Ausschlussfrist von einem Jahr nachdem dem Anspruchsberechtigten der Schaden und das Ereignis, welches Veranlassung zu der Forderung gegen Sie hat – bekannt geworden ist, spätestens jedoch innerhalb von 3 Jahren nach dem Eintritt des Ereignisses, welches zu der Forderung Veranlassung gegeben hat, geltend gemacht werden. Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der schriftlichen Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Klient auf diese Folge hingewiesen wurde. Dies gilt nicht für Schadensersatzansprüche, die auf vorsätzliches Verhalten zurückzuführen sind, sowie bei einer schuldhaften Verletzung von Leben, Körper oder Gesundheit sowie bei Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen. Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt.
- 7.5 Sollte ausnahmsweise in einem Einzelfall eine andere Person als Sie, unser Klient, berechnete sein, Rechte aus diesem Vertrag geltend zu machen, so finden für diese dritte Partei die Bestimmungen aus den Artikeln 7.1. bis 7.4. Anwendung. § 334 BGB findet Anwendung.
- 7.6 Sie nicht berechnete, aufgrund unserer Erbringung der Dienstleistungen oder auf Basis anderer Rechtsgrundlagen in Zusammenhang mit diesem Vertrag, gegen ein anderes Alvarez & Marsal Unternehmen als A&M oder gegenüber unserem Personal Ansprüche geltend zu machen oder Rechtsverfahren einzuleiten. Sie können vertragliche Forderungen ausschließlich gegen uns geltend machen. Die Regelungen in Artikel 7.1 bis 7.4 und in diesem Artikel 7.6 werden ausdrücklich als Vertrag zu Gunsten der anderen Alvarez & Marsal Unternehmen und unseres Personals vereinbart und diese sind berechnete, diese in eigenem Namen geltend zu machen.
- 7.7 Unsere Haftung für Schadenersatzansprüche ist weiterhin auf den Teil beschränkt, der, angesichts des Verursachungsanteils, in dem (a) A&M; (b) Sie, Ihre Vertreter, leitende Angestellte und Mitarbeiter; und (c) jedwede dritte Partei für die Verletzung und den Eintritt des Schadens verantwortlich ist oder sind, recht und billig ist.
- 7.7.1 Für die Feststellung unseres Verursachungsanteils für Verluste, Schäden, Kosten und Aufwendungen in Zusammenhang mit dem vorstehenden Artikel 7.7. wird vereinbart, dass hierbei in keinem Fall abgestellt wird auf
- a) jedwede Haftungsausschlüsse oder -beschränkungen, die zwischen Ihnen und einer dritten Partei in Verbindung mit deren Verantwortung oder Haftung gegenüber Ihnen für Schaden vereinbart, geltend gemacht oder festgelegt wurde, für die diese anderenfalls verantwortlich oder haftbar gewesen wäre;
- (b) unabhängig davon, ob eine solche dritte Partei Klagebefugnis in einem Rechtsverfahren oder anderweitig in das Verfahren eintreten könnte oder nicht, in welchem unsere Haftung in Zusammenhang mit diesem Artikel 7.7 streitgegenständlich ist (und es wird weitergehend klargestellt, dass wir in keiner Art und Weise verpflichtet sind, Schritte zu ergreifen, um zu gewährleisten, dass diese einem solchen Verfahren beitreten können); und
- (c) die Leistungsfähigkeit einer solchen dritten Partei zur vollständigen oder teilweisen Erfüllung von Ihren Ansprüchen für einen solchen Schaden.
- 7.8 Wir haften nicht für indirekte Schäden oder Mangelfolgeschäden oder -verluste (einschließlich Zinsaufwendungen) oder für den Verlust von Gewinnen, Daten oder Geschäftsaussichten, die dem Empfänger infolge einer Pflichtverletzung, einer unerlaubten Handlung oder einer anderweitigen Handlung oder Unterlassung seitens A&M aufgrund dieses Vertrags oder in Zusammenhang mit den Dienstleistungen oder unserem Bericht entstehen.
- 7.9 Die Dienstleistungen sind nicht dazu geeignet, etwaige Betrugsfälle oder Falschaussagen aufzudecken. Dementsprechend können wir keine Verantwortung für die Aufdeckung von Betrug (seitens des Managements oder externer Parteien) oder von Falschaussagen übernehmen.
- 7.10 Wir haften Ihnen gegenüber nicht, soweit ein Schaden auf der Übermittlung falscher, irreführender, unrichtiger oder unvollständiger Informationen oder Dokumenten durch Sie an uns oder auf Handlungen oder Unterlassungen von Personen zurückzuführen ist, bei denen es sich nicht um uns, andere Alvarez & Marsal Unternehmen oder unser Personal handelt, deren Handlungen uns gemäß den Bedingungen dieses Vertrages zuzurechnen sind.
- 8. Beendigung / Änderung / Weitergeltung**
- 8.1 Dieser Vertrag kann von beiden Parteien schriftlich (durch Erklärung in Textform) mit sofortiger Wirkung gekündigt werden. Sofern der Vertrag gekündigt wird, sind Sie verpflichtet, die angemessenen Gebühren und Aufwendungen von A&M unter Berücksichtigung der Umstände der Vertragsbeendigung und der für die Erbringung der Dienstleistungen bis zum Beendigungsdatum aufgewendeten Zeit zu zahlen. Sofern Sie den Vertrag vor dem Abschluss der Dienstleistungen beenden, außer soweit dies auf einer wesentlichen Vertragsverletzung beruht, sind Sie verpflichtet, die zusätzlichen Kosten zu tragen, die in Verbindung mit dieser vorzeitigen Beendigung nach billigem Ermessen entstehen.
- 8.2 Änderungen des Auftragsgegenstandes können von beiden Parteien vorgeschlagen werden und erfordern schriftliche (durch Erklärung in Textform) Vereinbarung. Dies erfordert im Einzelfall angemessene Anpassungen der Gebühren und der Zeitplanung.
- 8.3 Die Regelungen dieses Vertrages, die nach der Beendigung des Vertrages sinngemäß weitergelten sollen, bleiben weiterhin auch nach der Beendigung gültig und sind für beide Parteien bindend.
- 9. Dritte Parteien**

- 9.1 Soweit wie gesetzlich zulässig, stellt der Klient A&M, die anderen Alvarez & Marsal Unternehmen, unsere Auftragnehmer und unser Personal von jedweder Haftung, Schäden, Aufwendungen und Kosten (einschließlich Rechtsverteidigungskosten) auf erstes Anfordern frei, die gegenüber einer der vorbenannten Parteien durch dritte Parteien aufgrund einer Vertragsverletzung, einer unerlaubten Handlung oder auf andere Art und Weise geltend gemacht werden (einschließlich von Forderungen ihrer verbundenen Unternehmen, die nicht Partei dieses Vertrages sind), soweit diese direkt oder indirekt in Verbindung mit den von uns erbrachten Dienstleistungen oder dem Bericht entstehen und hält diese diesbezüglich schadlos.
- 9.2.1 Die Bestimmungen ins den Artikeln 7.6 und 9.1 gelten als echter Vertrag zu Gunsten Dritter für die anderen Alvarez & Marsal Unternehmen, unsere Auftragnehmer und unser Personal. Artikel 11.9 gilt als echter Vertrag zu Gunsten Dritter für die anderen Alvarez & Marsal Unternehmen. Sie erklären sich vorbehaltlich Artikel 9.2.2. damit einverstanden, dass sich diese Personen in gleicher Weise auf diese Bestimmungen verlassen können, als wenn sie direkt eine Partei dieses Vertrages. Die anderen Alvarez & Marsal Unternehmen, unsere Auftragnehmer und unser Personal, die sich bereiterklären, bei der Erbringung der Dienstleistungen mitzuwirken, verlassen sich in diesem Zusammenhang auf den Schutz, der ihnen aufgrund dieses Artikels 9 gewährt wird.
- 9.2.2 Die vorstehenden Regelungen lassen das Recht von Ihnen und A&M unberührt, die Bestimmungen dieses Vertrags ohne das Einverständnis einer hieraus berechtigten Dritten Partei, zu beenden oder zu ändern.
- 10. Vertragsverhandlung**
- 10.1 Unsere Dienstleistungen werden im Einzelfall begleitend mit Ihren Rechtsberatern erbracht, welche gesondert für Sie handeln. Sofern dies von Ihnen ausdrücklich gewünscht wird und wir uns hiermit einverstanden erklären, werden wir spezifische spezifische Vertragsklauseln buchhalterischer und / oder steuerrechtlicher Art in Vertragsentwürfen, die von Ihren Rechtsberatern erstellt oder geprüft werden, lesen und gegebenenfalls kommentieren und Änderungsvorschläge machen. Wir sind jedoch nicht qualifiziert, hierzu rechtliche Beratung zu leisten. Angesichts der rechtlichen Natur der Sache ist es wahrscheinlich, dass derartige Verträge Angelegenheiten betreffen, die von uns aufgrund unseres spezifischen Fachwissens nicht abschließend beurteilt werden können, und infolge dessen können Sie sich nicht darauf verlassen, dass derartige Kommentare und Änderungsvorschläge unsererseits ohne weitere rechtliche Würdigung durch Ihre Rechtsberater in einen Vertrag übernommen werden können.
- 10.2 Sofern Sie den Abschluss von Verträgen erwägen, durch die Sie verpflichtet werden, Berichte von A&M vorzulegen oder in Auftrag zu geben (z. B. in Verbindung mit closing accounts oder Darlehensvereinbarungen), verpflichten Sie sich, zunächst mit A&M Rücksprache zu halten, so dass wir Sie im Vorfeld hinsichtlich des Umfangs und des Inhalts derartiger Berichte und über die Bedingungen, unter denen wir diese Arbeiten übernehmen können, informieren können.
- 11. Verschiedenes**
- 11.1 Wir erbringen die Dienstleistungen als unabhängiger Auftragnehmer und nicht als Ihr Angestellter, Vertreter oder Gesellschafter. Keine Partei erteilt im Rahmen dieses Vertrages der anderen Vertretungsmacht.
- 11.2 Sie bestätigen, dass Sie über alle erforderlichen Zustimmungen und Vollmachten zum Abschluss dieses Vertrages verfügen.
- 11.3 Keine der Parteien ist berechtigt, die Rechte oder Verpflichtungen aus diesem Vertrags ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der anderen Partei, abzutreten oder auf andere Art und Weise zu übertragen, außer an Unternehmen oder andere Parteien, die den Geschäftsbetrieb der übertragenden Partei ganz oder teilweise übernehmen. Dieser Vertrag gilt fort für alle Rechtsnachfolger und Zedenten.
- 11.4 Keine der Parteien haftet gegenüber der anderen Partei für eine Nichterfüllung ihrer Verpflichtungen aufgrund von Umständen, die außerhalb ihrer Kontrolle liegen.
- 11.5 Im Falle von Widersprüchen zwischen der Auftragsbestätigung und diesen allgemeinen Geschäftsbedingungen oder anderen Vertragsbestandteilen, haben die allgemeinen Geschäftsbedingungen Vorrang, außer sofern diese in der Auftragsbestätigung unter einer spezifischen Bezugnahme auf den einschlägigen Artikel dieser allgemeinen Geschäftsbedingungen explizit geändert werden. Im Falle eines Widerspruchs zwischen der Auftragsbestätigung und anderen Vertragsbestandteilen außer den allgemeinen Geschäftsbedingungen, hat die Auftragsbestätigung Vorrang.
- 11.6 Sofern in dem Vertrag nicht ausdrücklich etwas Abweichendes bestimmt, hat keine Person, die nicht Partei des Vertrages ist, das Recht, Bestimmungen des Vertrages in eigenem Namen geltend zu machen.
- 11.7 Dieser Vertrag stellt die vollständige Vereinbarung zwischen Ihnen und A&M in Verbindung mit den Dienstleistungen dar und ersetzt alle früheren Verträge, Vereinbarungen und Abreden in Bezug auf die Dienstleistungen, einschließlich etwaiger Vertraulichkeitsvereinbarungen zwischen uns. Sie sichern zu, dass Sie sich bei dem Abschluss dieses Vertrags nicht auf Angaben oder Zusicherungen seitens A&M verlassen haben, die nicht in diesem Vertrag enthalten sind.
- 11.8 Weder wir noch ein anderes Alvarez & Marsal Unternehmen werden aufgrund der Mandatsbeziehung mit Ihnen aufgrund dieses Vertrags daran gehindert, für andere Klienten Dienstleistungen zu erbringen. Dies schließt Klienten ein, die mit Ihnen im Wettbewerb stehen oder deren Interessen Ihren Interessen möglicherweise widersprechen, wobei wir unseren berufsständigen Verpflichtungen unterliegen. Sie erklären sich ausdrücklich damit einverstanden, dass der Einsatz unserer Branchenexperten oder anderer Spezialisten nicht exklusiv für Sie erfolgt und dass wir diese Mitarbeiter infolge dessen zu jeder Zeit zugunsten anderer Klienten einsetzen können, was auch Klienten umfassen kann, die in Ihrer Branche tätig sind.
- 11.9.1 Der Klient verpflichtet sich, gleichzeitig handelnd für seine Verbundenen Unternehmen, es ab dem Datum dieses Vertrags und im Anschluss (in Bezug auf alle eingesetzten Mitarbeiter) über einen Zeitraum von zwei Jahren ab dem Datum, ab dem der betreffende eingesetzte Mitarbeiter nicht mehr bei oder in Verbindung mit der Erbringung von Dienstleistungen gemäß diesem Vertrag oder infolge dieses Vertrages (der „**Relevante Zeitraum**“), eingesetzt wird, zu unterlassen Eingesetzte Mitarbeiter anzuwerben, abzuwerben, zu veranlassen oder Anreize zu schaffen, ihre Position bei A&M oder einem anderen Alvarez & Marsal Unternehmen aufzugeben um bei dem Klienten (oder einem seiner Verbundenen Unternehmen) angestellt oder eingesetzt zu werden, oder dies zu versuchen. Dies gilt unabhängig davon, ob das eingesetzte Personal hierdurch gegen einen Anstellungsvertrag mit A&M oder einem

- anderen Alvarez & Marsal Unternehmen verstößt oder nicht. „Eingesetzte Mitarbeiter“ bezeichnet in diesem Zusammenhang Personal, welche Mitglieder des Teams in gehobenen Positionen sind, das die Dienstleistungen erbringt (einschließlich Managing Directors, Senior Directors, und Direktors) und alle anderen leitenden Mitarbeiter, die im Rahmen unserer Erbringung der Dienstleistungen gelegentlich unterstützend tätig sind.
- 11.9.2 Als eigenständige Verpflichtung verpflichtet sich der Klient, gleichzeitig handelnd für seine verbundenen Unternehmen, es ab dem Datum dieses Vertrages und während des Relevanten Zeitraums (berechnet für jeden Eingesetzten Mitarbeiter) zu unterlassen, direkt oder indirekt, einen Eingesetzten Mitarbeiter in welcher Funktion auch immer zu beschäftigen, einzustellen oder zu beauftragen (oder derartiges zu versuchen). Dies ist unabhängig davon, ob der Eingesetzte Mitarbeiter hierdurch gegen einen Anstellungsvertrag mit A&M oder einem anderen Alvarez & Marsal Unternehmen verstößt oder nicht. Insbesondere liegt ein Verstoß gegen diesen Artikel vor, sofern der Klient mit einer dritten Partei einen Vertrag über die Erbringung von Leistung abschließt, die tatsächlich ganz oder in wesentlichen Teilen durch die Eingesetzten Mitarbeiter erbracht werden. Es wird weitergehend klargestellt, dass Verletzungen dieses Artikel 11.9.2. unabhängig davon einen Verstoß gegen diesen Artikel darstellen, ob die Eingesetzten Mitarbeiter zu dem Zeitpunkt des Angebots der Anstellung oder Beauftragung noch bei A&M oder einem anderen Alvarez & Marsal Unternehmen angestellt sind oder nicht.
- 11.9.3 Sofern der Klient (oder eines seiner Verbundenen Unternehmen) einem Eingesetzten Mitarbeiter unbeschadet der vorstehenden Regelungen innerhalb des relevanten Zeitraums eine Anstellung anbietet und der Eingesetzte Mitarbeiter dieses Angebot annimmt, so ist der Klient verpflichtet, an A&M die im Folgenden vereinbarten Zahlungen zu leisten. Hierbei handelt es sich um die geschätzten Verluste, die A&M (auf der Grundlage der abrechenbaren Stunden) aufgrund des Verlustes und des erforderlichen Ersatzes des Eingesetzten Mitarbeiters entstehen: Diese Zahlung wird auf der Grundlage der Stundensätze des Eingesetzten Mitarbeiters berechnet und mit einem angenommenen Arbeitseinsatz über einen Zeitraum von einem Jahr multipliziert, welcher 4.000 Stunden für einen Managing Director, 3.000 Stunden für einen Senior Director und 2.000 für einen anderen Angestellten von A&M beträgt. Diese Gebühr ist unmittelbar
- zahlbar, nachdem ein Anstellungsverhältnis abgeschlossen wird.
- 11.9.4 Jeder Teil dieses Artikels 11.9 stellt eine gesondert durchsetzbare und eigenständige Verpflichtung dar und gilt nicht Ersatz oder Beschränkung anderer Verpflichtung Ihrerseits, unabhängig davon, ob es sich hierbei um eine ausdrückliche rechtliche Verpflichtung handelt, oder nicht. Sofern eine Regelung durch ein erkennendes Gericht als nicht anwendbar behandelt wird, vereinbaren die Parteien, dass dies keinen Einfluss auf die Gültigkeit der verbleibenden Regelungen hat.
- 11.10 Sollte sich herausstellen, dass eine Regelung oder Bestimmung dieses Vertrages unwirksam, nichtig oder anderweitig nicht anwendbar ist, so wird dieser Vertrag als teils nichtig behandelt und die übrigen Bestimmungen des Vertrages gelten unverändert fort. Die Vertragsparteien vereinbaren, dass die nicht anwendbare Regelung im Rahmen von Verhandlungen soweit wie erforderlich ersetzt wird, soweit dies im Einzelfall erforderlich ist und sofern die kaufmännische Grundlage des Vertrags durch die Nichtanwendung dieser Bestimmung oder Bedingung beeinträchtigt wird.
- 12. Anwendbares Recht und Gerichtsstand**
- 12.1 Auf diesen Vertrag und alle außervertraglichen Rechte und Pflichten im Zusammenhang mit diesem Vertrag oder der Dienstleistungen ist deutsches Recht anwendbar.
- 12.2 Alle Streitigkeiten, die sich im Zusammenhang mit diesem Vertrag oder über seine Gültigkeit ergeben, werden nach der Schiedsgerichtsordnung der Deutschen Institution für Schiedsgerichtsbarkeit e.V. (DIS) unter Ausschluss des ordentlichen Rechtsweges endgültig entschieden.
- 12.3 Der Ort des Schiedsverfahrens ist München. Die Anzahl der Schiedsrichter beträgt einen. Die Sprache des Schiedsverfahrens ist Deutsch.
- 12.4 Unbeschadet der vorstehenden Schiedsvereinbarung bleiben die Parteien berechtigt, bei einem zuständigen Gericht einstweiligen Rechtsschutz zu beantragen. Einstweilige Anordnungen können auf Ersuchen einer der Parteien durch den Schiedsrichter aufgehoben, aufrechterhalten oder abgeändert werden