

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

ENCAVIS AG, Hamburg

auf die

Elbe BidCo AG, München

gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i. V. m. §§ 327c
Abs. 2 Satz 2, 293e Abs. 1 AktG

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Bezeichnung
A&M	Alvarez & Marsal Deutschland GmbH, München
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Aufl.	Auflage
Aurora	Aurora Energy Research
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BayObLG	Bayerisches Oberstes Landesgericht
BESS	Battery Energy Storage Systems
BewP	Bewertungspraktiker
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
Bloomberg L.P.	Bloomberg Finance L.P., New York/USA
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
CAGR	Compound Annual Growth Rate (Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
COD	Commercial Operation Date
DAX	Deutscher Aktienindex

Abkürzung	Bezeichnung
S&P BMI	S&P Global Broad Market Index
EBIT	Earnings before interest and tax
EBITDA	Earnings before interest, tax and depreciation & amortization
EEG	Erneuerbare-Energien-Gesetz
RSM Ebner Stolz / RSM ES	RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Köln
et al	und andere
EuGH	Europäischer Gerichtshof
e. V.	Eingetragener Verein
EZB	Europäische Zentralbank
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
FB	Finanz Betrieb (Zeitschrift)
FiT	Feed-in Tariffs
Fn.	Fußnote
FTE	Full-Time Equivalent (Vollzeitäquivalent)
GJ	Geschäftsjahr
GWh	Gigawattstunde
HWAG	Hanseatisches Wertpapierhandelshaus AG
HGB	Handelsgesetzbuch
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V., Düsseldorf
IDW-FN	IDW-Fachnachrichten

Abkürzung	Bezeichnung
IEA	Internationale Energieagentur
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPP	Independent Power Producer
i.V.m.	in Verbindung mit
IWF	Internationaler Währungsfonds
KKR	Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.
KPI	Key Performance Indikator
Konv.	Konvergenzphase
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
LLC	Limited Liability Company
L3M	Last three months
LTM	Last twelve months
MCP	Market-Clearing-Price
Mrd.	Milliarden
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
OLG	Oberlandesgericht
O&M	Technischer Betrieb und Wartung
p. a.	per annum (pro Jahr)
PPA	Power Purchase Agreements
RED III	Renewable Energy Directive III
ROC	Renewable Obligation Certificates

Abkürzung	Bezeichnung
RtB	Ready-to-Build
Rz.	Randziffer
SolZ	Solidaritätszuschlag
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
TEUR	Tausend Euro
TV	Terminal Value (ewige Rente)
Tz.	Teilziffer
U/C	Under Construction
UmwG	Umwandlungsgesetz
USD	US-Dollar
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WPH	WP Handbuch
WpÜG - Angebotsverordnung	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots
ZPO	Zivilprozessordnung
ÜG	Übergangsjahr

Inhaltsverzeichnis

	Seite
1. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i. V. m. §§ 327a ff. AktG	5
2.1. Übertragungsbeschluss	5
2.2. Bericht der Hauptaktionärin	5
2.3. Prüfungsbericht	6
3. Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode	7
3.1. Allgemeines	7
3.2. Zukunftserfolgswert (Ertragswert)	9
3.3. Objektivierter Unternehmenswert	9
a) Grundlagen	9
b) Synergieeffekte	10
c) Gewinnverwendungspolitik	11
d) Berücksichtigung der Steuerbelastung der Anteilseigner	12
e) Kapitalisierung der Nettozuflüsse	14
f) Sonderwerte/nicht betriebsnotwendiges Vermögen	14
3.4. Liquidations- und Substanzwert	15
3.5. Vergleichsorientierte Bewertung	16
3.6. Vorerwerbe durch die Elbe BidCo AG	16
3.7. Ergebnis	17
4. Börsenkurs	19
4.1. Funktionen des Börsenkurses	19
4.2. Beurteilung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung	20
4.3. Durchschnittsbildung und Börsenkurstichtag	21
4.4. Längerer Zeitraum und Hochrechnung des Börsenkurses	22
4.5. Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren“ Wert	23
a) Zielbild und Analysekriterien	23
b) Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses der Encavis AG	24
5. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit der Unternehmensbewertung	34
6. Prüfungsfeststellungen zur Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung des IDW S 1 im Einzelnen	36

6.1. Bewertungsobjekt	36
a) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	36
b) Historie der Gesellschaft	38
c) Geschäftsmodell	40
d) Prüfung der Vollständigkeit	43
6.2. Bewertungsstichtag	43
6.3. Ertragswert	44
a) Analyse der Vergangenheitsergebnisse	44
b) Markt- und Wettbewerbsverhältnisse	47
c) Operative Planungsrechnung	61
d) Weitere Planungskomponenten	73
e) Übergangsphase, nachhaltiges Ergebnis und nachhaltige Thesaurierung	74
f) Anteile Dritter	78
g) Kapitalisierungszinssatz	78
h) Nachhaltige Wachstumsrate	91
i) Ertragswertberechnung	96
6.4. Sonderwerte	99
6.5. Unternehmenswert	100
6.6. Vergleichsorientierte Bewertung	100
6.7. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	101
7. Ermittlung der angemessenen Abfindung gem. § 327a AktG	102
8. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung	103

Anlagenverzeichnis

Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 31. März 2025	Anlage 1
Planung der Gewinn- und Verlustrechnung der GJ25 bis GJ66 sowie Übergangsjahr 2067 und Terminal Value 2068 ff.	Anlage 2
Allgemeine Auftragsbedingungen	Anlage 3

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen in Höhe von \pm einer Einheit (EUR, % usw.) auftreten.

1. Auftrag und Auftragsdurchführung

Die

Elbe BidCo AG, München

(im Folgenden auch „Elbe BidCo AG“ oder „Hauptaktionärin“),

und die

ENCAVIS AG, Hamburg

(im Folgenden auch „Encavis AG“ oder „Gesellschaft“ und zusammen mit ihren Tochtergesellschaften „Encavis“),

beabsichtigen eine Konzernverschmelzung gem. § 62 UmwG und damit verbunden den Ausschluss (Squeeze-out) der Minderheitsaktionäre gegen Barabfindung gem. § 62 Abs. 5 UmwG i. V. m. §§ 327a Abs. 1, 327 b Abs. 1, 327c Abs. 1 AktG. Die Angemessenheit der Barabfindung ist gem. §§ 60, 9 Abs. 1, 10 Abs. 1 UmwG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.

Das Landgericht Hamburg hat uns auf Antrag der Elbe BidCo AG ausgewählt und mit Beschluss vom 31. März 2025 (Anlage 1) gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i. V. m. §§ 327c Abs. 2 Satz 2, 4, 293c AktG zum sachverständigen Prüfer bestellt. Wir bestätigen analog zu § 321 Abs. 4a HGB, dass wir bei unserer Angemessenheitsprüfung die Vorschriften zur Unabhängigkeit beachtet haben.

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

Bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung hat sich der Vorstand der Elbe BidCo AG der sachverständigen Unterstützung durch die Alvarez & Marsal Deutschland GmbH, München (im Folgenden „A&M“ oder „Bewertungsgutachterin“), bedient, die hierzu eine Gutachtliche Stellungnahme abgegeben hat. Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir in die Bewertungsunterlagen Einsicht genommen.

Alle von uns erbetenen Informationen und Nachweise wurden uns vom Vorstand der Encavis AG bzw. den von ihm benannten Auskunftspersonen bereitwillig erteilt. Die Vollständigkeit der erteilten Aufklärungen und Nachweise wurde uns vom Vorstand der Elbe BidCo AG und dem Vorstand der Encavis AG jeweils bestätigt.

Wir haben unsere Prüfung in der Zeit vom 2. April bis zum 2. Juni 2025 in unserem Büro in Köln durchgeführt. Dabei haben wir unsere Prüfungstätigkeit zwar zeitlich teilweise parallel zu den Arbeiten der Bewertungsgutachterin durchgeführt, jedoch haben wir nachfolgend die Zwischenergebnisse zur Bewertung und zur Vorbereitung des Übertragungsberichts geprüft und unser Prüfungsurteil unabhängig und eigenverantwortlich gefällt.

Insbesondere fanden folgende Besprechungen mit der Bewertungsgutachterin bzw. Vertretern der Encavis AG und der Elbe BidCo AG statt:

Datum	Teilnehmer	Inhalt	Ort
22. April 2025	Encavis AG, A&M, RSM ES	Kick-off - Alle Parteien	Web-Meeting
29. April 2025	Encavis AG, A&M, RSM ES	Q&A-Call	Web-Meeting
6. Mai 2025	Encavis AG, A&M, RSM ES	Q&A-Call	Web-Meeting
7. Mai 2025	Encavis AG, A&M, RSM ES	Rückfragen zu Q&A-Call	Web-Meeting
14. Mai 2025	Encavis AG, A&M, RSM ES	Jour Fixe - Alle Parteien, diverse Fragen	Web-Meeting
20. Mai 2025	Encavis AG, A&M, RSM ES	Jour Fixe - Alle Parteien, diverse Fragen	Web-Meeting

Darüber hinaus fanden während des gesamten Zeitraums unserer Prüfungsarbeiten weitere Besprechungen und Telefonate auf Arbeitsebene zu verschiedenen bewertungsrelevanten Themenkomplexen statt.

Die Angemessenheitsprüfung wurde im Wesentlichen durch die beiden unterzeichnenden Wirtschaftsprüfer geleitet und durchgeführt. Sie wurden dabei durch zwei in Planungs- und Bewertungsfragen erfahrenen Senior Consultants unterstützt.

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und der voraussichtlichen Beschlussfassung der Hauptversammlung der Encavis AG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre am 16. Juli 2025 wesentliche Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswertes der Encavis AG ergeben, sind diese bei der Bemessung der Barabfindung noch zu berücksichtigen.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass sich unsere Prüfungstätigkeit nicht auf die Buchführung, die Jahresabschlüsse, die Lageberichte, die Konzernabschlüsse, die Konzernlageberichte oder auf die Geschäftsführung der Encavis AG bezogen hat. Eine solche Überprüfung ist nicht Gegenstand der Prüfung nach § 62 Abs. 5 UmwG i. V. m. §§ 327c Abs. 2, 293b AktG. Die Übereinstimmung der Jahresabschlüsse (nach HGB) und der Konzernabschlüsse (nach IFRS) der Encavis AG mit den maßgebenden gesetzlichen Vorschriften ist von dem bestellten Abschlussprüfer PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, bestätigt worden.

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind die Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2024 maßgeblich, die diesem Bericht als Anlage 3 beigefügt sind. Diese Allgemeinen Auftragsbedingungen regeln, ergänzend zur gesetzlichen Haftungsbegrenzung durch §§ 327c Abs. 2, 293 d Abs. 2 AktG i.V.m. § 323 Abs. 2 HGB, unsere Verantwortlichkeit auch im Verhältnis zu Dritten.

Dieser Prüfungsbericht dient ausschließlich als Information und Entscheidungsgrundlage für die am Squeeze-out der Encavis AG beteiligten Parteien, deren Berater und Rechtsanwälte sowie für das uns bestellende Gericht und das mit etwaigen Rechtsstreitigkeiten im Zusammenhang mit der ermittelten Barabfindung befasste Gericht. Darüber hinaus darf der Bericht den außenstehenden Aktionären der Encavis AG in Kopie zur Verfügung gestellt und zu diesem Zweck auch auf der Website der Encavis AG veröffentlicht werden. Für andere Zwecke darf der Prüfungsbericht nicht verwendet werden.

Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:

- Übertragungsbericht der Elbe BidCo AG als Hauptaktionärin der Encavis AG über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Encavis AG auf die Elbe BidCo AG sowie über die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung vom 2. Juni 2025, einschließlich vorausgegangener Entwürfe,
- Gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung des Unternehmenswerts der Encavis, Hamburg, im Zusammenhang mit dem geplanten Squeeze-out von A&M vom 30. Mai 2025 (einschließlich vorangegangener Entwürfe in deutscher Sprache),
- Aktuelle Handelsregisterauszüge der Encavis AG (HRB 63197) des Handelsregisters des Amtsgerichts Hamburg,
- Satzung der Encavis AG vom 17. Juni 2024,
- Bericht zur Commercial and Operational Due Diligence über die Encavis AG durch A.T. Kearney von März 2024,
- Bericht zur Financial und Tax Due Diligence, sowie der Tax Strawman über die Encavis AG durch die PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft vom 7. März 2024, bzw. 15. März 2024,
- Bescheinigung über den Wert der Gegenleistung für den Roll-over verbunden mit dem freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der Elbe BidCoAG an die Aktionäre der Encavis AG durch die Alvarez & Marsal Transaction Advisory Group B.V. vom 27. November 2024,
- Aufsichtsratsprotokolle der Encavis AG vom 28. März 2023 bis zum 16. April 2025
- Informationen zu den steuerlichen Ergebnissen, steuerlichen Verlustvorträgen, Zinsabzugsbeschränkungen und sonstigen Aspekten zur steuerlichen Situation der Encavis AG,
- Prüfungsberichte zu den Konzernabschlüssen sowie Konzernlagebericht nach International Financial Reporting Standards (IFRS) der Encavis AG, von PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (Frankfurt am Main), zum 31. Dezember 2022, 31. Dezember 2023 und 31. Dezember 2024,
- Prüfungsberichte zum Jahresabschluss nach Handelsgesetzbuch (HGB) der Encavis AG, von PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (Frankfurt am Main), zum 31. Dezember 2022, 31. Dezember 2023 und 31. Dezember 2024,
- Abhängigkeitsbericht der Encavis AG zum 31. Dezember 2024,

- Managementpräsentationen der Encavis AG hinsichtlich Unternehmensprofil, Angebotsportfolio und strategischer Ausrichtung,
- konsolidierte Planungsrechnung der Geschäftsjahre 2025 bis 2080 der Encavis AG, verabschiedet in der Vorstandssitzung und genehmigt vom Aufsichtsrat am 16. April 2025,
- Bewertungsunterlagen von A&M,
- Aurora Energy Research Studie (Stand April 2025),
- Statista Market Data zu Strompreisentwicklungen und Stromkapazitäten,
- öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten.

2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i. V. m. §§ 327a ff. AktG

2.1. Übertragungsbeschluss

Nach § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i. V. m. § 327b Abs. 1 AktG legt die Hauptaktionärin bei einem verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Out die Barabfindung fest. Diese muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung berücksichtigen.

Die Elbe BidCo AG hat die Barabfindung für die Aktien der Minderheitsaktionäre der Encavis AG auf EUR 17,23 je Aktie der Encavis AG festgelegt.

Nach § 62 Abs. 1 Satz 1 UmwG ist ein Verschmelzungsbeschluss der übernehmenden Aktiengesellschaft zur Aufnahme der übertragenden Gesellschaft nicht erforderlich, wenn der übernehmenden Aktiengesellschaft 90 % oder mehr der Anteile an dem Grundkapital der übertragenden Gesellschaft gehören. Das Grundkapital der Encavis AG in Höhe von EUR 161.722.524,00 ist eingeteilt in 161.722.524 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie. Es gibt keine unterschiedlichen Aktiengattungen.

Zum Ende unserer Prüfungsarbeiten verfügte die Hauptaktionärin entsprechend den Ausführungen im Übertragungsbericht unmittelbar über insgesamt 152.259.755 Encavis AG-Aktien bzw. rund 94,15 % des gezeichneten Kapitals gemäß § 62 Abs. 1 Satz 1 UmwG. Auskunftsgemäß hält die Encavis AG zum Ende der Prüfungsarbeiten keine eigenen Aktien im Sinne des § 62 Abs. 1 Satz 2 UmwG.

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i. V. m. § 327e Abs. 3 AktG alle Aktien der Minderheitsaktionäre der Encavis AG kraft Gesetzes und ohne weiteren Übertragungsakt auf die Hauptaktionärin, die Elbe BidCo AG, über. Als Kompensation für den Ausschluss steht den ausgeschiedenen Minderheitsaktionären der Encavis AG nach § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i. V. m. § 327a Abs. 1 AktG ein Anspruch auf eine angemessene Abfindung zu, die ausschließlich in bar zu erfüllen ist. Die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung ist gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i. V. m. § 327c Abs. 2 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.

2.2. Bericht der Hauptaktionärin

Die Hauptaktionärin der Encavis AG – die Elbe BidCo AG – hat der Hauptversammlung der Encavis AG gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i. V. m. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.

Wir haben im Rahmen unserer Tätigkeit die im Übertragungsbericht und in der Gutachtlichen Stellungnahme, und – zeitlich vorgelagert – in den Berichts- und Gutachtenentwürfen enthaltenen Angaben und Erläuterungen zur Ermittlung, Art und Höhe der Barabfindung im Hinblick auf die Angemessenheit der Barabfindung geprüft. Im Übrigen war die Prüfung der weiteren Voraussetzungen, wie insbesondere die Prüfung auf Vollständigkeit und Richtigkeit des Berichts der Hauptaktionärin oder die Beurteilung der wirtschaftlichen Zweckmäßigkeit der Übertragung der Aktien, gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i. V. m. § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG nicht Gegenstand unseres Prüfungsauftrags.

2.3. Prüfungsbericht

Als Prüfer berichten wir gemäß § 293e AktG, § 327c Abs. 2 AktG i. V. m. § 62 Abs. 5 UmwG schriftlich über das Ergebnis unserer nach den Berufsgrundsätzen durchgeführten Prüfung.

Der Schwerpunkt der Prüfung liegt in der Beurteilung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung. Der Prüfer hat in diesem Zusammenhang zu prüfen, ob die von der Hauptaktionärin – hier der Encavis AG – angewandten Methoden zur Ermittlung der Barabfindung angemessen sind. Basiert die Bewertung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insbesondere zu untersuchen, ob die zur Ermittlung der Barabfindung durchgeführte Unternehmensbewertung den allgemein anerkannten Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen entspricht, die zu Grunde gelegten Daten fachgerecht abgeleitet sind und die Zukunftseinschätzungen plausibel erscheinen. Sofern für die Ableitung der Barabfindung ein Börsenkurs herangezogen wird, ist die Ableitung des Börsenkurses zu beurteilen.

Nach §§ 293e Abs. 1 Satz 2 AktG, 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i. V. m. § 62 Abs. 5 UmwG ist der Prüfungsbericht mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die vorgeschlagene Barabfindung angemessen ist. Dabei ist anzugeben

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

3. Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode

3.1. Allgemeines

Grundlage für die Festlegung der Barabfindung sind die Ergebnisse einer Unternehmensbewertung, soweit nicht unter Berücksichtigung der höchstrichterlichen Rechtsprechung der höhere Börsenkurs maßgeblich ist. Der Übertragungsbericht enthält in Abschnitt 8 die Ausführungen zur Festlegung und Begründung der angemessenen Barabfindung.

In der Gutachtlichen Stellungnahme, die als Anlage 9 dem Übertragungsbericht beigelegt ist, wird ausgeführt, dass die Bewertungsgrundsätze angewandt worden sind, die heute in der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert gelten und ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer e. V. („IDW“), insbesondere in dem IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008 (IDW S 1 i.d.F. 2008), gefunden haben. Eine explizite Methodenvorgabe zur Ermittlung der Barabfindung nach § 327c AktG existiert nicht. Die Verlautbarungen des IDW zur Unternehmensbewertung werden von den Gerichten als Expertenauffassung zwar allgemein anerkannt.¹ Der BGH bestätigt jedoch, dass der Rückgriff auf Börsenkurse den gesetzlichen Bewertungszielen grundsätzlich nicht widerspricht.²

Der Barwert der künftigen finanziellen Überschüsse bildet zwar den theoretisch richtigen Wert eines Unternehmens. In einer jüngeren Entscheidung³ hat der BGH jedoch festgestellt, dass der Börsenkurs einer Gesellschaft nicht nur als Untergrenze und zur bloßen Plausibilisierung des Werts heranzuziehen sei, sondern auch zur Bestimmung des wirklichen, wahren Werts in Betracht komme. Die marktorientierte Bewertungsmethode anhand des Drei-Monats-Durchschnittskurses vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme stehe grundsätzlich gleichberechtigt neben anderen Bewertungsmethoden und sei grundsätzlich geeignet. Die Beurteilung, ob im konkreten Fall der Börsenkurs oder der gemäß IDW S 1 ermittelte objektivierte Unternehmenswert je Aktie den „wahren“ Wert abbildet, ist zu trennen von der Frage, ob ein Börsenkurs als Wertuntergrenze - auch sogenannter „Desinvestitionswert“ - für eine Barabfindung Relevanz hat.

¹ OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18: „Die Verlautbarungen des FAUB [insb. IDW S 1] sind in der Fachwissenschaft wie dem Berufsstand der Wirtschaftsprüfer anerkannt und werden bei Unternehmensbewertungen in der Praxis ganz überwiegend beachtet. Sie stellen daher eine anerkannte Expertenauffassung und gebräuchliche Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der fundamental-analytischen Ermittlung des Unternehmenswerts dar.“

² BGH, 21. Februar 2023, II ZB 12/21.

³ BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22.

Diese Untergrenzenfunktion des Börsenkurses geht auf die DAT/ALTANA Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999 zurück, in der die Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze bei der Bemessung der Abfindung im Falle des Abschlusses eines Ergebnisabführungsvertrags und bei der Eingliederung hervorgehoben wurde. Für diese Untergrenzenfunktion des Börsenkurses kommt es nur darauf an, ob eine Veräußerung zu diesem Kurs unter Abstraktion von der relevanten Strukturmaßnahme möglich gewesen wäre. Anders als beim „wahren“ Wert ist dagegen das Ausmaß der Informationseffizienz oder eine „richtige“ Informationsbewertung durch den Markt nicht von Relevanz.

Nach herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis, der auch die von A&M erstellte Bewertung folgt, ist im Rahmen der Ermittlung einer angemessenen Abfindung grundsätzlich auf den objektivierten Unternehmenswert abzustellen.⁴ Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren.⁵

Da die Aktien der Encavis AG zum Zeitpunkt, in dem die Elbe BidCo AG der Encavis AG ihre Absicht zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out erstmals mitgeteilt hat (31. Januar 2025) und die Encavis AG dies taggleich mit einer Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht hat („Elbe BidCo AG sichert sich 91,12 % der Anteile der ENCAVIS AG und beabsichtigt die Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out der Minderheitsaktionäre der ENCAVIS AG“), börsennotiert waren, darf bei der Bemessung der Abfindung der Börsenkurs als Untergrenze nicht außer Betracht bleiben. Ob der Börsenkurs jedoch den Verkehrswert widerspiegelt, ist im konkreten Fall zu prüfen.⁶ Zumindest ist die Ermittlung des Zukunftserfolgswerts zur Plausibilisierung des Unternehmenswerts erforderlich.⁷

⁴ OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18; LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18; LG München I, 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22.

⁵ IDW S 1, Tz. 29.

⁶ BGH, 21 Februar 2023, II ZB 12/21; BGH 31. Januar 2024, II ZB 5/22.

⁷ Biller, DB 2024, S. 1539 f.; Bungert/Strothotte, DB 2023, S. 1335.

3.2. Zukunftserfolgswert (Ertragswert)

Der Barwert der künftigen finanziellen Überschüsse bildet den theoretisch richtigen Wert eines Unternehmens. Nach IDW S 1, Tz. 7, kann der Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert nach dem Ertragswertverfahren oder nach den Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden. Im vorliegenden Fall wurde der Zukunftserfolgswert der Encavis AG nach dem von der Rechtsprechung anerkannten Ertragswertverfahren ermittelt. Da bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung und des Risikogehalts der Tax Shields sowie bei Verwendung geeigneter Formeln zur Anpassung des Betafaktors an die Kapitalstruktur, die Discounted-Cashflow-Verfahren und das Ertragswertverfahren zu gleichen Unternehmenswerten führen⁸, wurde auf eine zusätzliche Darstellung des Zukunftserfolgswerts nach einem Discounted-Cashflow-Verfahren verzichtet.

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage, die dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.⁹ Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und einen von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderten Risikozuschlag zerlegen.

Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert als Sonderwert (einschließlich Schulden) hinzuzurechnen.

3.3. Objektivierter Unternehmenswert

a) Grundlagen

In Theorie, Praxis und Rechtsprechung besteht heute Einigkeit, dass es einen „objektiven, allgemeingültigen“ Unternehmenswert nicht gibt. Vielmehr wird die Abhängigkeit vom jeweiligen Bewertungszweck herausgestellt. Ob ein Entscheidungs-, Schieds- oder objektivierter Wert zu ermitteln ist, wird durch den Zweck determiniert, zu dem die Bewertung erfolgt, und ist somit abhängig von der Funktion, die der Bewerter einnimmt.

In Abhängigkeit vom jeweiligen Bewertungszweck ergeben sich in der Regel unterschiedliche Annahmen über die Prognose und Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse, Art und Umfang einzubeziehender Synergien sowie zu den persönlichen Verhältnissen der Anteilseigner bzw. deren anlassbezogenen Typisierung. Daher setzt eine sachgerechte

⁸ IDW S 1, Tz. 101.

⁹ IDW S 1, Tz. 114.

Unternehmenswertermittlung voraus, dass im Rahmen der Auftragserteilung festgelegt wird, in welcher Funktion der Wirtschaftsprüfer tätig wird, um daraus die dem jeweiligen Bewertungszweck entsprechenden Annahmen und Typisierungen herleiten zu können.

Der Zukunftserfolgswert in der Gestalt des objektivierten Unternehmenswerts stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Wert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren.¹⁰

b) Synergieeffekte

IDW S 1, Tz. 33 ff. unterscheidet zwischen echten und unechten Synergieeffekten.¹¹ **Echte Synergien** ergeben sich erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme. Dagegen sind sogenannte **unechte Synergieeffekte** dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne die Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen.¹²

Im Rahmen der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts sind die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten zu berücksichtigen.¹³ Dies gilt nach Auffassung der Rechtsprechung jedoch nur insoweit, als die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind.¹⁴

Der Einbezug **echter Synergien** ist dagegen im Rahmen der objektivierten Bewertung im Einklang mit der herrschenden Meinung der Rechtsprechung nicht angezeigt.¹⁵ Demzufolge sind bei der Bewertung keine Effekte zu berücksichtigen, die sich erst aus dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre und der Verschmelzung ergeben.

Im Rahmen unserer Angemessenheitsprüfung haben wir etwaige Synergieeffekte mit dem Vorstand der Encavis AG erörtert. Auf Basis der uns erteilten Auskünfte und der im Rahmen unserer Prüfung gewonnenen Erkenntnisse enthält die der Bewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung keine aus der Sicht des Bewertungsstichtags unter Abstraktion des beabsichtigten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre erwarteten Effekte. Auskunftsgemäß ergeben sich aus der Verschmelzung mit der Elbe BidCo AG keine Synergieeffekte die zu berücksichtigen gewesen wären.

¹⁰ IDW S 1, Tz. 29.

¹¹ Popp, Der Konzern 2023, S. 58, 65 f.; Bertl/Popp, RWZ 2022, S. 88 ff.; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.30 ff.

¹² WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 120.

¹³ IDW S 1, Tz. 34.

¹⁴ OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15; OLG Düsseldorf, 10. März 2016, 26 W 14/13.

¹⁵ OLG München, 19. Januar 2022, 31 Wx 366/17; OLG Hamburg, 23. September 2021, 13 W 87/18; OLG Düsseldorf, 8. Juli 2021, 26 W 10/20; OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19; OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16; OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15.

c) Gewinnverwendungspolitik

Gemäß IDW S 1, Tz. 35, ist bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des dokumentierten Unternehmenskonzepts und rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Die Gewinnverwendungspolitik wird von der Rechtsprechung als unternehmerische Entscheidung des Vorstands der Gesellschaft gesehen,¹⁶ die nicht dahingehend zu überprüfen sei, ob sie sich gewinnmaximierend auswirkt.¹⁷

Im Rahmen der **Gewinnverwendungspolitik** sind die Innenfinanzierung in der Detailplanungsphase sowie die Wachstumsthesaurierung in der Rentenphase festzulegen. Ergibt sich aus dem integrierten Planungsmodell in der Detailplanungsphase temporär nach Ausnutzung der geplanten Fremdfinanzierung ein Kapitalbedarf, kann dieser durch die Nichtausschüttung von Gewinnen finanziert werden. Diese Form der **Innenfinanzierung** in der Detailplanungsphase (auch sog. Ist-Thesaurierung) kann zur Tilgung von Verbindlichkeiten oder zur Verwendung für operativ notwendige Investitionen herangezogen werden.

In der Rentenphase wird regelmäßig von einem preis- bzw. inflationsbedingten Wachstum des Unternehmens ausgegangen. Auch bei einer nachhaltigen Vollausskehrung der finanziellen Überschüsse (teilweise auch als fiktive Vollausschüttung bezeichnet) unterliegt das im Unternehmen gebundene Kapital inflationsbedingten Wachstumseinflüssen, wodurch sich das in der Plan-Bilanz zum Ende des letzten Jahres der Detailplanungsphase ausgewiesene wirtschaftliche Eigenkapital in der Phase der ewigen Rente inflationsbedingt fortentwickelt.¹⁸ Zur Finanzierung des bilanziellen Wachstums in der ewigen Rente müssen regelmäßig Teile des nachhaltigen Ergebnisses einbehalten werden, da anderenfalls kein eingeschwungener Verschuldungsgrad (zu Marktwerten) realisiert werden kann – sog. **Wachstumsthesaurierung**.¹⁹ Der Betrag der sog. Wachstumsthesaurierung ergibt sich – bei bilanzieller Betrachtung – aus dem Produkt der Wachstumsrate und dem wirtschaftlichen Eigenkapital zum Ende der Planungsphase.²⁰

Das geplante Ausschüttungsvolumen wird im sog. **Wertbeitrag aus Ausschüttungen** abgebildet. Im Rahmen der Fortführungsphase (so genannte ewige Rente) wird regelmäßig die typisierende Annahme getroffen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist.²¹

Sofern vom Jahresergebnis (anteilig) Beträge einbehalten werden, für diese allerdings keine konkrete Verwendung geplant ist, wird im Rahmen des Ertragswertverfahrens für diese üblicherweise die ökonomisch sinnvolle Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage getroffen. Die (fiktive) Investition der Beträge auf Unternehmensebene führt in den Jahren nach der Thesaurierung

¹⁶ OLG München, 9. September 2014, 31 Wx 128/14; OLG Frankfurt, 9. Februar 2010, 5 W 33/09; LG Stuttgart, 13. August 2019, 31 O 50/15; LG München I, 28. Mai 2014, 5 HK O 22657/12.

¹⁷ OLG Schleswig-Holstein, 9. März 2020, 9 W 169/15; OLG Frankfurt, 5. März 2012, 21 W 11/11; OLG Frankfurt, 29. April 2011, 21 W 13/11; OLG Frankfurt, 9. Februar 2010, 5 W 33/09.

¹⁸ WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 455.

¹⁹ Popp, Der Konzern 2019, S. 105, 108 f.; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.78.

²⁰ Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.78.

²¹ IDW S 1, Tz. 37.

zu zusätzlichen Erträgen. Unter der Annahme der kapitalwertneutralen Reinvestition²² können diese formal nicht ausgeschütteten Mittel wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner – als sog. **Wertbeitrag aus Thesaurierungen** – abgebildet werden.

d) Berücksichtigung der Steuerbelastung der Anteilseigner

Die Ermittlung des Zukunftserfolgs werts erfolgt aus der Sicht der Unternehmenseigner. Dabei wird im Fall gesetzlicher und vertraglicher Bewertungsanlässe typisierend eine Bewertung aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner vorgenommen.²³ Die **Steuerbelastungen der Anteilseigner** auf die Dividenden sowie die Veräußerungsgewinne sind entsprechend zu berücksichtigen. Maßgeblich hierfür sind die einkommensteuerlichen Ausschüttungsannahmen sowie die relevanten Steuersätze. In der Praxis werden üblicherweise nachhaltige Ausschüttungsquoten in einer Bandbreite zwischen 40 % und 60 % angesetzt.²⁴

Besteuerung der Ausschüttungen

Die den **Wertbeitrag aus Ausschüttungen** bildende Dividendensumme ist grundsätzlich um die Abgeltungsteuer von 25,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag zu vermindern. Für Dividendenzahlungen gilt dies allerdings nur insoweit, als diese nicht als Rückzahlung aus dem steuerlichen Einlagekonto zu bewerten sind und daher steuerfrei vereinnahmt werden können.²⁵

Eine Nutzung des steuerlichen Einlagekontos ist jedoch nur möglich, sofern eine Ausschüttung den „ausschüttbaren Gewinn“ im Sinne von § 27 Abs. 1 Satz 5 KStG übersteigt und insoweit die Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto erfolgt.²⁶ Da im vorliegenden Fall die tatsächlichen Ausschüttungen den steuerlich ausschüttbaren Gewinn übersteigen, kommt es unter Geltung der Fortführungsannahme (keine Einlagenrückgewähr) nicht zu einem positiven Wertbeitrag aus der Nutzung des steuerlichen Einlagekontos. Diese Vorgehensweise erachten wir als sachgerecht.

²² IDW S 1, Tz. 37.

²³ IDW S 1, Tz. 31.

²⁴ Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 117; WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A., Tz. 280; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.79; OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21; OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18; OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15 [50 %]; OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16 [50 %].

²⁵ Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/18; OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19; OLG München, 13. November 2018, 31 Wx 372/15 i.V.m. LG München I, 21. August 2015. 5 HK O 1913/14.

²⁶ Bertram, WPg 2017, S. 150 ff.

Besteuerung der Veräußerungsgewinne

Die (fiktive) Investition der Wertbeiträge aus Thesaurierung auf Unternehmensebene führt in den Jahren nach der Thesaurierung zu zusätzlichen Erträgen, die den Wert des Unternehmens erhöhen. Aus Sicht der typisierten Anteilseigner wird durch die fiktive unmittelbare Zurechnung ein Wertzuwachs unterstellt, der in steuerlicher Hinsicht einen Veräußerungsgewinn auslöst. Dieser unterliegt unter der Annahme einer längeren Haltedauer unter Bewertungsaspekten einer niedrigeren effektiven Belastung mit persönlichen Ertragsteuern.

Entscheidend ist hierbei auch, dass es primär nicht um die Höhe der Veräußerungsgewinnbesteuerung der konkreten Abfindung nach Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre, sondern um die – vorgelagerte – Berechnung des Ertragswertes bei unendlicher Lebensdauer des Unternehmens als solchem geht. Ferner besteht kein Zusammenhang mit der (Standard-)Annahme einer ewigen Lebensdauer des Unternehmens und der typisierten Haltedauer.²⁷

Die Abbildung der künftigen Höhe der effektiven Abgeltungsteuer auf Veräußerungsgewinne hängt von der unterstellten Haltedauer sowie der thesaurierungsbedingten Kursentwicklung beim Bewertungsobjekt und der Alternativanlage ab.²⁸ In der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung ist die typisierende Annahme einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 12,5 % zuzüglich Solidaritätszuschlag (d. h. in Summe 13,1875 %) anerkannt.²⁹ Entsprechend hat die Bewertungsgutachterin die zu **Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen** sachgerecht mit einer effektiven Steuer in Höhe von 13,1875 % belastet.

Besteuerung inflationsbedingter Veräußerungsgewinne

Der Unternehmenswert steigt finanzmathematisch nominal in der ewigen Rente Jahr für Jahr in Höhe der unternehmensspezifischen Inflationsrate; dies gilt auch unter der Annahme einer Vollausschüttung (fiktiven Vollausschüttung) der geplanten Ergebnisse. Wird typisierend von einer nicht unendlichen Haltedauer der Anteilseigner ausgegangen, werden auch diese inflationsbedingten (Schein-) Kursgewinne nach der typisierten Haltedauer realisiert und unterliegen dann der effektiven Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag.³⁰

Aus Wesentlichkeitsgründen beschränkt sich die vorstehende Überlegung zwar i. d. R. auf die Phase der ewigen Rente; sie gilt allerdings analog bzw. allgemein auch für Steigerungen des Unternehmenswerts im Zeitablauf während der Übergangsphase sowie bereits des Detailplanungszeitraums.³¹

²⁷ KG Berlin, 1. November 2021, 2 W 6/17.

²⁸ Wiese, WPg 2007, S. 368, 375.

²⁹ Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.); Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1581, m.w.N.; OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16; OLG Düsseldorf, 24. September 2020, 26 W 5/19; OLG Frankfurt, 5. Februar 2016, 21 W 69/14.

³⁰ Mit weiterführenden Nachweisen WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 453 f.

³¹ Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 356 ff., die zeigen, dass ein Abzug der effektiven persönlichen Gesamtsteuerbelastung grundsätzlich in jeder Periode des Bewertungskalküls vorzunehmen ist; Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1585.

Die Berücksichtigung der Steuerfolgen **inflationsbedingter Veräußerungsgewinne** bei der Ableitung der Nettoeinnahmen ist in der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung anerkannt.³² Alternativ ist rechentechnisch ein Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im Nenner möglich.³³

e) Kapitalisierung der Nettozuflüsse

Der Zukunftserfolgswert wird durch die mit dem **Kapitalisierungszins** abgezinsten Überschüsse ermittelt. Auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes sind die steuerlichen Wirkungen auf Ebene der Anteilseigner zu berücksichtigen. Gemäß IDW S 1 ist als Alternativanlage auf die Rendite eines Aktienportfolios abzustellen und die durchschnittlich auf solche Renditen entfallende Steuerbelastung zu ermitteln.³⁴

Die erwarteten Nettoausschüttungen einerseits und die fiktiv unmittelbar zugerechneten Wertbeiträge aus Thesaurierung andererseits sind auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen. Für die Diskontierung der jährlichen Ausschüttungen wird davon ausgegangen, dass die Gewinnausschüttungen zum Geschäftsjahresende erfolgen. Die Ausschüttungsbeträge werden folglich vom Ende des jeweiligen Geschäftsjahres auf den technischen Bewertungsstichtag abgezinst. Die Diskontierung des Wertbeitrags aus Thesaurierungen der ewigen Rente erfolgt ebenfalls auf den technischen Bewertungsstichtag, so dass sich der Ertragswert als Wertkomponente auf den technischen Bewertungsstichtag, vorliegend den Beginn des ersten Planjahres 2025 darstellt. In einem zweiten Schritt erfolgt dann die Aufzinsung auf den unterjährigen Bewertungsstichtag.³⁵

f) Sonderwerte/nicht betriebsnotwendiges Vermögen

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

Nicht betriebsnotwendige Vermögensteile, die einzeln veräußert werden können, ohne die eigentliche Unternehmensaufgabe zu berühren (funktionales Abgrenzungskriterium), werden mit dem Liquidationswert unter Abzug der Kosten der Liquidation sowie den steuerlichen Folgen auf Unternehmensebene berücksichtigt.

³² Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1582 ff.; Ruthardt/Popp, AG 2019, S. 196, 200; OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18; OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21; KG Berlin, 1. November 2021, 2 W 6/17; OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19; OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16; OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15.

³³ Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349, 356; Jonas/Wieland-Blöse, § 17 Berücksichtigung von Steuern, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Fn. 5 zu Rz. 17.41; Raths, Restwertermittlung in der Unternehmensbewertung, 2018, S. 89 f.; Dierkes/Sümpelmann, BewP 2019, S. 66, 68 f; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., 2018, Fn. 708, S. 141.

³⁴ IDW S 1, Tz. 93.

³⁵ BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09.

Inwieweit **Steuern auf der Eigentümerebene** zu berücksichtigen sind, hängt von der beabsichtigten Verwendung der erzielten Erlöse ab.³⁶ Wird von einer Ausschüttung der erzielten Erlöse oder nicht betriebsnotwendiger Liquidität ausgegangen, erfordert dies grundsätzlich in der Regel die Berücksichtigung (typisierter) persönlicher Ertragsteuern der Anteilseigner.³⁷

3.4. Liquidations- und Substanzwert

Nach den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen ist der Liquidationswert alternativ zum Ertragswert zu ermitteln, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt.³⁸

Nach der Rechtsprechung soll es auf den Liquidationswert allenfalls dann ankommen, wenn die Absicht besteht, das Unternehmen tatsächlich zu liquidieren und die Ertragsaussichten des Unternehmens auf Dauer negativ sind³⁹ oder die finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen oder die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht vertretbar erscheint.⁴⁰ Besteht ein rechtlicher oder tatsächlicher Zwang zur Unternehmensfortführung, scheidet eine Unternehmensbewertung anhand des Liquidationswerts aus.⁴¹

Da im vorliegenden Fall die Gesellschaft unbefristet fortgeführt werden soll und ferner davon auszugehen ist, dass der Ertragswert aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten (zum Beispiel Sozialpläne, Entschädigungen, Transaktionskosten) über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würde, hat die Bewertungsgutachterin auf eine detaillierte Ableitung und Darstellung des Liquidationswertes im Rahmen der gutachtlichen Stellungnahme verzichtet. Die von der Bewertungsgutachterin erstellte überschlägige Ermittlung des Liquidationswertes der Encavis AG führt zu einem Wert, der deutlich unter dem Zukunftserfolgswert liegt.

Im Gegensatz zum Liquidationswert ist der Substanzwert im Sinne des IDW S 1 sowohl für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung als auch für den Fall einer beabsichtigten Liquidation ohne Aussagewert.⁴² Bei einer anzunehmenden Liquidation ist nicht der Substanz-, sondern der Liquidationswert anzusetzen.

³⁶ IDW S 1, Tz. 61.

³⁷ Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechts-handbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.181; Thüringer OLG, 5. Januar 2022, 2 W 135/19; OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19 i.V.m. LG München I, 29. August 2018, 5 HK O 16585/15; LG Dortmund, 23. März 2023, 18 O 74/16.

³⁸ IDW S 1, Tz. 5.

³⁹ BGH, 18. September 2006, II ZR 225/04; OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16; OLG München, 17. Juli 2014, 31 Wx 407/13; OLG Düsseldorf, 10. Juni 2009, 26 W 1/07.

⁴⁰ OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18; OLG München, 15. Dezember 2020, 31 Wx 299/16.

⁴¹ OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, 26 W 7/07.

⁴² IDW S 1, Tz. 6; OLG Stuttgart, 14. September 2011, 20 W 6/08; OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, 26 W 7/07; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechts-handbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.198; Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 29.

3.5. Vergleichsorientierte Bewertung

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

Analog zu den Discounted-Cashflow-Verfahren kann bei der Multiplikatorbewertung nach Enterprise Ansätzen und Equity Ansätzen differenziert werden. Bei den Equity Ansätzen wird direkt der Wert für die Eigenkapitalgeber ermittelt. Dagegen wird bei den Enterprise Ansätzen zunächst der gesamte Wert des Unternehmens für die Eigen- und Fremdkapitalgeber ermittelt. Der Wert des Eigenkapitals ergibt sich durch Subtraktion des Marktwerts des Fremdkapitals. Im Falle von EBIT- bzw. EBITDA-Multiplikatoren (also vor Abzug des Finanz- bzw. Zinsergebnisses) handelt es sich um einen Enterprise Ansatz, so dass auf den Gesamtunternehmenswert als Bezugsgröße abzustellen ist.

Multiplikator-Bewertungen stellen nur vereinfachte Wertfindungen dar, können jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle bieten.⁴³ Nach Auffassung des OLG Stuttgart kann eine Multiplikatoranalyse allenfalls das Ergebnis einer fundamentalen Bewertung bestätigen, nicht aber widerlegen.⁴⁴

Ergänzend zu der fundamental-analytischen Bewertung nach der Ertragswertmethode hat die Bewertungsgutachterin eine vergleichsorientierte Bewertung unter Verwendung von Analystenschätzungen durchgeführt.

3.6. Vorerwerbe durch die Elbe BidCo AG

Das Bundesverfassungsgericht hat mit seiner Entscheidung vom 27. April 1999 festgestellt, dass die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Anteilseigentums zur Bemessung der Barabfindung unberücksichtigt bleiben können, weil sie regelmäßig weder zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderheitsaktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien eine Beziehung haben.⁴⁵ Die Erwägungen eines Mehrheitsaktionärs, der im Vorfeld und zur Vorbereitung einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme – z. B. im Rahmen eines Übernahmeangebots – gegebenenfalls überhöhte Preise zu akzeptieren bereit ist, seien lediglich für den Mehrheitsaktionär bestimmend, während sie für Dritte keine Bedeutung hätten. Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn

⁴³ IDW S 1, Tz. 143; OLG Düsseldorf, 29. Oktober 2018, 26 W 13/17; kritisch zur Aussagekraft: OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12; OLG Frankfurt 2. Mai 2011, 21 W 3/11; OLG Frankfurt, 15. Februar 2010, 5 W 52/09; LG München I, 2. Dezember 2016, 5 HK 5781/15.

⁴⁴ OLG Stuttgart, 11. Januar 2021, 20 W 10/19.

⁴⁵ BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94.

es ihm gelänge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch. Diese Entscheidung entspricht der herrschenden Meinung in der Literatur und der höchstrichterlichen Rechtsprechung⁴⁶ und wurde vom BGH jüngst nochmals bestätigt.⁴⁷

Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH am 15. Oktober 2009⁴⁸ getroffen. Nach Auffassung des EuGH enthält das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz, durch den die Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt sind, dass der Hauptaktionär verpflichtet ist, deren Aktien zu den gleichen Bedingungen aufzukaufen wie die, die beim Erwerb einer Beteiligung vereinbart wurden, mit der der Hauptaktionär die Kontrolle erlangt oder seine Kontrolle verstärkt hat. Die Irrelevanz von Preisen, die der Hauptaktionär zahlt, wurde ausdrücklich vom BGH⁴⁹, dem OLG München⁵⁰, dem OLG Düsseldorf⁵¹, dem OLG Stuttgart⁵² und dem OLG Frankfurt⁵³ festgehalten.

Das OLG Frankfurt hat jüngst klargestellt, dass Vorerwerbspreisen in der Regel für die Abfindungsbemessung keine Bedeutung zukomme.⁵⁴ Allerdings stünde dieser Regelfall einer Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen als Marktpreis im Rahmen der Schätzung gem. § 287 ZPO im Einzelfall nicht entgegen. Dies gelte insbesondere dann, wenn ein „erhöhter“ Preis (gemeint ist ein enthaltener Paketzuschlag) nicht festgestellt werden könne.⁵⁵

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

3.7. Ergebnis

Wie nachfolgend im Einzelnen ausgeführt wird, halten wir die in dem Übertragungsbericht als Anlage 9 beigefügten Gutachtlichen Stellungnahme von A&M enthaltenen Darlegungen und Ausführungen zur angewandten Bewertungsmethode sowie zur Entscheidung über die Höhe der Barabfindung für angemessen im Sinne des § 327a AktG.

Andere Methoden waren nach unseren Prüfungsfeststellungen nicht anzuwenden und wurden auch nicht angewendet. Die Ermittlung des Zukunftserfolgswerts der Encavis AG zur Ermittlung der Barabfindung erfolgte ausschließlich auf Basis der Ertragswertmethode im Konzept des objektivierten Unternehmenswertes nach IDW S 1. Zur Festlegung der angemessenen Abfindung wurde die vom BGH in der DAT/Altana-Entscheidung entwickelte Untergrenzenfunktion des Börsenkurses berücksichtigt.

⁴⁶ Für alle: van Rossum, in: Münchener Kommentar zum AktG, 6. Aufl., 2023, § 305, Tz. 91; BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09.

⁴⁷ BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22.

⁴⁸ EuGH, 15. Oktober 2009, Rs. C 101/08.

⁴⁹ BGH, 19. Juli 2010, II ZR 18/09.

⁵⁰ OLG München, 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15.

⁵¹ OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21; OLG Düsseldorf, 22. März 2018, 26 W 20/14; OLG Düsseldorf, 12. November 2015, 26 W 9/14.

⁵² OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19; OLG Stuttgart 4. Mai 2020, 20 W 3/19.

⁵³ OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15.

⁵⁴ OLG Frankfurt, 26. Mai 2023, 21 W 119/22.

⁵⁵ OLG Frankfurt, 13. September 2021, 21 W 38/15.

Durch die ausschließliche Verwendung des Ertragswertes (unter Einbezug von Sonderwerten) zur Ermittlung der Barabfindung entfällt die Berichterstattung über die Gewichtung verschiedener Methoden nach § 327c Abs.2 i. V. m. § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG.

4. Börsenkurs

Die Aktien der Encavis AG waren bis zu ihrem Delisting an der Frankfurter Wertpapierbörse mit gleichzeitiger Zulassung zum Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse und im regulierten Markt der Börse Hamburg zugelassen. Darüber hinaus erfolgte Handel mit den Aktien der Encavis AG an den deutschen Wertpapierbörsen Berlin, Düsseldorf, München, Stuttgart und Tradegate Exchange im Freiverkehr, und die Aktien der Encavis AG waren ferner zum Handel in den Teilbereich Berlin Second Regulated Market der Börse Berlin einbezogen. Mit Ablauf des 31. Januar 2025 kam es zu einem Delisting der Aktien der Gesellschaft, und der Handel mit Encavis AG-Aktien an der Frankfurter Wertpapierbörse und der Börse Hamburg wurde auf Antrag der Encavis AG eingestellt. Seit dem Delisting wird die Aktie der Encavis AG in geringen Handelsumsätzen nur noch im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt. Dieser Handel wurde weder von der Gesellschaft veranlasst noch wird er von ihr unterstützt.

Die Bewertungsgutachterin hat die Anforderungen der Rechtsprechung an die Relevanz und Eignung des Börsenkurses der Encavis AG für die Bemessung der angemessenen Barabfindung dargestellt. Wir haben die Vorgehensweise und Feststellungen der Bewertungsgutachterin auf Basis eigener Analysen geprüft.

4.1. Funktionen des Börsenkurses

Der BGH hat in zwei jüngeren Beschlüssen vom 21. Februar 2023 („TLG/WCM“, II ZB 12/21) und vom 31. Januar 2024 („Kabel Deutschland“, II ZB 5/22) bestätigt, dass die Bezugnahme auf den Börsenkurs den gesetzlichen Bewertungszielen der Ermittlung einer angemessenen Abfindung bzw. eines angemessenen Ausgleichs grundsätzlich entspricht. Die Angemessenheit ist dabei mit Blick auf den von der Rechtsprechung für Abfindungsfälle geforderten „vollen (wirtschaftlichen) Wertausgleich“ zu beurteilen. Hierzu ist unter Berücksichtigung der wirtschaftswissenschaftlichen oder betriebswirtschaftlichen Theorie und der entsprechenden Praxis zu untersuchen, ob der Börsenkurs den „wahren“ Wert abbildet.⁵⁶ Im konkreten Fall ist zu untersuchen, ob davon ausgegangen werden kann, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens (tatsächlich) zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs ökonomisch zutreffend niedergeschlagen hat.⁵⁷ Damit ein Börsenkurs Chancen und Risiken reflektiert, müssen diese im Markt hinlänglich bekannt und im Börsenkurs eingepreist sein. Indizien für eine zutreffende Marktbewertung sind beispielsweise Kursreaktionen auf positive oder negative Kapitalmarktinformationen des Unternehmens.⁵⁸

⁵⁶ BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22; BGH, 21. Februar 2023, II ZB 12/21.

⁵⁷ BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22; BGH, 21. Februar 2023, II ZB 12/21.

⁵⁸ Schäfer/Schulze, WPg 2025, S. 433.

Die Aktie der Encavis AG wurde bis zu ihrem Delisting im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse und im regulierten Markt der Börse Hamburg sowie an den deutschen Wertpapierbörsen Berlin, Düsseldorf, München, Stuttgart und Tradegate Exchange im Freiverkehr gehandelt und waren ferner zum Handel in den Teilbereich Berlin Second Regulated Market der Börse Berlin einbezogen.

4.2. Beurteilung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung

Ein Unterschreiten des Börsenkurses bei der Festlegung der Barabfindung kommt nach der Rechtsprechung lediglich in Ausnahmefällen in Betracht, wenn

- über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel der Aktie stattgefunden hat,
- einzelne Aktionäre aufgrund einer Marktenge nicht in der Lage gewesen wären, ihre Aktien am Markt zu veräußern, oder
- Anzeichen für eine Manipulation des Börsenkurses vorliegen.⁵⁹

Als grundsätzlich nicht entscheidend wird gesehen, „ob es der Gesamtheit der außenstehenden Aktionäre möglich gewesen wäre, ihre Aktien zum Stichtag oder auch in einem überschaubaren Zeitraum zum festgestellten Börsenkurs zu verkaufen“.⁶⁰ Auch soll es nicht darauf ankommen, wie sich der Börsenkurs verändert hätte, wenn „alle Minderheitsaktionäre gezwungen gewesen wären, ihre Beteiligung zu veräußern“.⁶¹

Für die Prüfung der freiwilligen Veräußerbarkeit werden in der Rechtsprechung die **Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung** als Indiz herangezogen.⁶²

Unter Bezugnahme auf die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung scheidet eine Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze der Barabfindung aus, wenn

- 1) an weniger als einem Drittel der Börsentage im Berechnungszeitraum Kurse festgestellt wurden und
- 2) mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als fünf Prozent voneinander abweichen. Der BGH hat hierzu klarstellend festgestellt, dass die zwei Kurssprünge von jeweils über 5 % an zwei unmittelbar hintereinander folgenden Tagen (mit Handel) vorliegen müssen.⁶³

⁵⁹ BGH, 12. März 2001, II ZB 15/00.

⁶⁰ OLG Stuttgart, 14. Februar 2008, 20 W 9/08.

⁶¹ OLG Frankfurt, 30. März 2010, 5 W 32/09.

⁶² OLG Hamburg, 7. September 2020, 13 W 123/20; OLG Karlsruhe, 12. September 2017, 12 W 1/17; OLG Frankfurt, 28. März 2014, 21 W 15/11; LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18; LG Stuttgart, 8. Mai 2019, 31 O 25/13.

⁶³ BGH, 22. Oktober 2019, XI ZR 682/18.

4.3. Durchschnittsbildung und Börsenkurstichtag

Nach dem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 („Stollwerck“)⁶⁴ ist der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert grundsätzlich auf Basis eines gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines Drei-Monats-Zeitraumes vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zu errechnen. In seinem Beschluss vom 31. Januar 2024 hat der BGH zudem ausdrücklich festgestellt, dass nicht nur der Börsenkurs als Desinvestitionswert, sondern auch der Börsenkurs als Maßstab für den „wahren“ Wert anhand dieses Durchschnittskurses zu ermitteln ist.⁶⁵ Der Zeitpunkt unmittelbar vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme wird in der Folge als „**Börsenkurstichtag**“ bezeichnet.

Die Berechnung der Dreimonatsfrist erfolgt in Anlehnung an die WpÜG-Angebotsverordnung gemäß den §§ 187, 188 Abs. 2 BGB.⁶⁶

Sofern die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung kumulativ erfüllt sind, stellt der umsatzgewichtete Drei-Monats-Durchschnittskurs nicht die Untergrenze der angemessenen Abfindung dar.

Die Aktie der Encavis AG wurde im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Absicht zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out an 61 von 61 Tagen und somit an allen möglichen Handelstagen gehandelt. Insoweit kommt es auf die Untersuchung von Kurssprüngen im vorliegenden Fall nicht an. Der Börsenkurs der Encavis AG-Aktie kommt damit grundsätzlich als Untergrenze für die Barabfindung in Betracht.

Bezüglich der Ermittlung des umsatzgewichteten Durchschnittskurses ist grundsätzlich auf den von der BaFin errechneten Kurs gemäß § 5 Abs. 1 und Abs. 3 WpÜG-Angebotsverordnung abzustellen. Ausweislich des Schreibens der BaFin vom 14. April 2025 konnte die BaFin einen nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i. V. m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung berechneten gültigen Mindestpreis der Aktie der Encavis AG zum Stichtag 30. Januar 2025 (einschließlich) ermitteln, da die Aktien in dem regulierten Markt der Börse Frankfurt am Main gehandelt wurden. Der von der BaFin ermittelte Drei-Monats-Durchschnittskurs zum 30. Januar 2025 (einschließlich) beläuft sich auf

EUR 17,23

Wir haben den von der BaFin und der Bewertungsgutachterin ermittelten Drei-Monats-Durchschnittskurs zum 30. Januar 2025 (einschließlich) auf der Grundlage von Kapitalmarktdaten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg L.P. nachvollzogen. Wir konnten die Berechnung der BaFin und der Bewertungsgutachterin differenzlos nachvollziehen.

⁶⁴ BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09.

⁶⁵ BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22.

⁶⁶ Fragen und Antworten zum IDW S 1 i.d.F. 2008 (Stand: 14. Oktober 2020), Abschnitt 3.1, IDW Life 2020, S. 955.

4.4. Längerer Zeitraum und Hochrechnung des Börsenkurses

Eine „Hochrechnung“ des Börsenkurses auf den Bewertungsstichtag ist nach der Rechtsprechung des BGH vorzunehmen, wenn ein „längerer Zeitraum“ zwischen dem Tag der Bekanntmachung und dem Tag der Hauptversammlung liegt und die „allgemeine oder branchentypische“ Börsenentwicklung eine Anpassung als notwendig erscheinen lässt.⁶⁷

Der BGH war in der Stollwerck-Entscheidung bei einem Zeitraum von siebeneinhalb Monaten zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der beschlussfassenden Hauptversammlung von einem „längeren Zeitraum“ ausgegangen. In der Fachliteratur wird jedenfalls ein Zeitraum bis zu sechs Monaten nicht als „längerer Zeitraum“ gesehen. Zum Teil werden auch Zeiträume bis zu siebeneinhalb Monaten - d. h. die konkrete Zeitspanne im Stollwerck-Beschluss des BGH - noch nicht als „längere“ Zeiträume gesehen.⁶⁸

In der Rechtsprechung wird der „längere Zeitraum“ restriktiv gehandhabt und die Hochrechnung auf „unübliche“ Ausnahmefälle beschränkt. Ein Zeitraum von bis zu sechs Monaten zwischen Bekanntwerden und Tag der Hauptversammlung wird als „normal“ oder „üblich“ angesehen, da sechs Monate - auch in normalen Zeiten - regelmäßig für die Bewertung, Prüfung und Vorbereitung der Hauptversammlung benötigt werden.⁶⁹ Insofern liegen bislang nur vereinzelt Entscheidungen vor, in denen eine abfindungsrelevante Hochrechnung des Börsenkurses vorgenommen wurde. Eine einheitliche Rechtsprechung zum Vorliegen eines „längeren Zeitraums“ sowie zur Hochrechnungsmethodik ist bislang nicht ersichtlich.⁷⁰ Das OLG Frankfurt am Main hat eine Hochrechnung grundsätzlich bei einem Zeitraum von sieben Monaten und acht Tagen angenommen.⁷¹ Gleichwohl hat das OLG Frankfurt am Main eine Hochrechnung abgelehnt, wenn ein Zusammenhang zwischen dem Kurs der Gesellschaft und den Kursen vergleichbarer Unternehmen zu verneinen ist, weil sich der Kurs der Gesellschaft von den Kursen vergleichbarer Unternehmen bereits vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme abgekoppelt hat.⁷²

Zwischen der oben genannten Veröffentlichung der Absicht, eine Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre durchzuführen (Ad-hoc-Mitteilung der Encavis AG vom 31. Januar 2025) und dem Tag der beschlussfassenden ordentlichen Hauptversammlung am 16. Juli 2025 werden weniger als sechs Monate liegen. Da es sich somit nicht um einen längeren Zeitraum im Sinne der Rechtsprechung handelt, ist keine Hochrechnung des umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurses angezeigt.

⁶⁷ BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09.

⁶⁸ Mit weiteren Literaturnachweisen: Popp/Ruthardt, WPg 2017, S. 1222, 1223.

⁶⁹ OLG Stuttgart, 24. Juli 2013, 20 W 2/12.

⁷⁰ Ausführlich zum „längeren Zeitraum“ und zu alternativen Hochrechnungsmethoden Popp/Ruthardt, WPg 2017, S. 1222 ff.

⁷¹ OLG Frankfurt am Main, 27. August 2020, 21 W 59/19.

⁷² Bungert/Becker, DB 2021, S. 940.

4.5. Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren“ Wert

a) Zielbild und Analysekriterien

Nach ständiger Rechtsprechung soll das Kriterium „angemessen“ im Falle aktien- und umwandlungsrechtlicher Anlässe sicherstellen, dass ausscheidende Minderheits- bzw. außenstehende Aktionäre den **vollen wirtschaftlichen Wert** ihrer Beteiligung an der Gesellschaft ersetzt bekommen. Da solche Abfindungsfälle in die grundgesetzlich geschützten Eigentumsrechte von Aktionären eingreifen, betont die Rechtsprechung einen „vollen“ Ersatz des „wahren“ Werts.

In den Wirtschaftswissenschaften ist anerkannt, dass unter bestimmten Bedingungen – und zwar insbesondere, wenn ein Markt aus einer sehr großen Anzahl von „kleinen“ Käufern und Verkäufern (sog. atomistische Marktstruktur⁷³) besteht und signifikante Informationsasymmetrien zwischen den Käufern und Verkäufern nicht vorliegen – der Marktmechanismus dazu fähig ist, knappe Wirtschaftsgüter durch Handelsprozesse ihrer optimalen Verwendung zuzuführen. Unter Vorliegen dieser Voraussetzungen kann der Markt einen „richtigen“ Gleichgewichtspreis oder „wahren“ Wert bestimmen.⁷⁴

Auf realen Kapitalmärkten kann nicht immer davon ausgegangen werden, dass die notwendigen Preisbildungsbedingungen vollständig vorliegen. Vielmehr ist die Aussagefähigkeit von Börsenkursen durch Informationsasymmetrien zwischen der Unternehmensführung und den Anteilseignern gekennzeichnet.⁷⁵ Liegen im Vorfeld von einseitig durchführbaren aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen bzw. ökonomisch dominierten Situationen Informationsasymmetrien vor, bestehen aus der Sicht der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie unter anderem ökonomische Anreize im Hinblick auf das „Timing“ (der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme) sowie im Hinblick auf „gefärbte“ Kommunikation.⁷⁶ Entsprechend sind im Rahmen ökonomisch dominierter Situationen umfassende ökonomisch sinnvolle Analysen/Prüfungshandlungen erforderlich, um festzustellen, ob ein „funktionierender“ Kapitalmarkt vorliegt bzw. ob im konkreten Fall davon ausgegangen werden kann, dass der Marktmechanismus für die betreffenden Anteile (tatsächlich) eine effektive Informationsverarbeitung und Informationsbewertung abbildet.

In der Folge der Beschlüsse des BGH in den Fällen TLG/WCM sowie Kabel Deutschland kommt nach unserer derzeitigen Auffassung eine alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses für den „wahren“ Wert in der Rechtsprechung in Frage, wenn die folgenden **Kriterien** vollumfänglich und eindeutig positiv im Hinblick auf eine effektive Informationsbewertung beurteilt werden:⁷⁷

⁷³ Bei einer atomistischen Marktstruktur ist es für keinen Marktteilnehmer möglich, den Marktpreis durch das eigene Handeln zu beeinflussen, da sie im Vergleich zu der Größe des Marktes unbedeutend klein sind.

⁷⁴ FAUB, AG 2021, S. 588, 589.

⁷⁵ Schäfer/Schulze, WPG 2025, S. 433.

⁷⁶ Zur ausführlichen Darstellung der Anreizeffekte m.w.N. Ruthardt, Normzweckkonforme Unternehmensbewertung und Abfindungsbemessung beim aktienrechtlichen Squeeze-out, 2014, S. 64 ff.

⁷⁷ Ruthardt, Unternehmensbewertung im Spiegel der Rechtsprechung, AG 2024, S. 776, Rz. 42.

- *Stichtagsprinzip*: Es liegt kein wesentlicher Zeitraum zwischen der Strukturmaßnahme und dem Bewertungsstichtag. Die operative und finanzielle Struktur des Unternehmens und die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben sich zwischen dem Börsenkursstichtag und dem Bewertungsstichtag nicht wesentlich verändert.
- *Informationsasymmetrie*: Das Bewertungsobjekt unterliegt umfassenden Berichterstattungspflichten (zumindest regulierter Markt) und hat diese eingehalten oder kommuniziert tatsächlich freiwillig in einem dem General Standard vergleichbaren Ausmaß. Es liegt eine laufende Coverage und Analyse durch Analysten als Informationsgrundlage für die Investoren bzw. Marktteilnehmer vor.
- *Anteilseignerstruktur*: Der Strukturmaßnahme ist in einem engen zeitlichen Zusammenhang ein erfolgreiches Übernahmeangebot für das zuvor nicht durch einen Aktionär (oder eine Aktionärsgruppe mit gleichgerichteten Interessen) kontrollierte oder unter maßgeblichem Einfluss stehende Bewertungsobjekt vorangegangen. Es wäre dann zu analysieren, ob es beispielsweise Aktionäre gab, die die Geschäfts- oder Finanzpolitik und damit auch den Börsenkurs grundsätzlich hätten beeinflussen können. Darüber hinaus wäre zu analysieren, ob grundsätzlich die Möglichkeit ökonomisch verzerrter Preise bestand.
- *Liquidität*: Bis zur Bekanntmachung der Strukturmaßnahme liegt ein regelmäßiger und hoch liquider Aktienhandel vor.

Zudem ist es nach unserer Einschätzung sachgerecht, jedenfalls zu Kontrollzwecken bzw. zur umfassenden Plausibilisierung unter Berücksichtigung der Grundsätze des IDW S 1 ermittelte objektivierte Werte zu berücksichtigen.⁷⁸ Wenn auf Basis der umfassenden Analysen erhebliche Zweifel an der Aussagefähigkeit des Börsenkurses bestehen, ist der „wahre“ Wert vorrangig aus dem nach den Grundsätzen des IDW S 1 ermittelten Zukunftserfolgswert zu ermitteln.⁷⁹

b) Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses der Encavis AG

Unter Berücksichtigung des oben dargestellten Zielbildes bieten sich verschiedene ökonomisch sinnvolle Analysen zum Börsenkurs an. Da sich die Diskussion zu den im Rahmen der Analyse der Aussagefähigkeit des Börsenkurses durchzuführenden Analysen aktuell im Fluss befindet, sind diese nicht als einzig mögliche oder abschließende Prüfungshandlungen zu verstehen. Zudem sind die durchgeführten Analysen bzw. deren Aussagen nicht überschneidungsfrei und insofern nicht im Sinne einer hierarchischen Anordnung zu verstehen.

⁷⁸ BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22, wonach eine Plausibilisierung des Börsenkurses durch eine Ertragswertermittlung ausdrücklich gebilligt wird.

⁷⁹ Als Beispiel mangelnder Aussagekraft des Börsenkurses aufgrund eingeschränkter Liquidität: OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21.

Anteilseignerstruktur

Bei Existenz beherrschender bzw. einen maßgeblichen Einfluss ausübender Aktionäre besteht grundsätzlich die Möglichkeit ökonomisch „verzerrter“ Preise. Die Elbe BidCo AG hielt im Anschluss an den Vollzug ihres öffentlichen Übernahmeangebots am 4. Dezember 2024 zunächst rund 87,73 % der Encavis AG-Aktien. Zum Zeitpunkt ihrer Mitteilung über die Absicht zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs am 31. Januar 2025 wurde das öffentliche Delisting-Erwerbsangebot der Elbe BidCo AG bereits für weitere 3,39 % der Encavis AG-Aktien angenommen; seit der kurz darauf erfolgten Abwicklung des öffentlichen Delisting-Erwerbangebots hält Elbe BidCo AG rund 94,15% der Encavis AG-Aktien. Damit war und ist die Anteilseignerstruktur der Encavis AG seit dem Vollzug des öffentlichen Übernahmeangebots am 4. Dezember 2024 von einem beherrschenden Einfluss gekennzeichnet.

Analyse der Liquidität bzw. Liquiditätsmaße

Eine hohe Liquidität der Aktie erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung und wird von der Rechtsprechung als gewichtiger Indikator für die Aussagefähigkeit des Börsenkurses gesehen. Beispielsweise ist ein geringer Bid-Ask-Spread ein Maßstab für den Umfang an Transaktionskosten. Geringe Transaktionskosten erhöhen die Wahrscheinlichkeit, dass neue Informationen schnell eingepreist und Arbitrageprozesse nicht behindert werden.

Als Liquiditätsmaße werden in der Praxis und der Rechtsprechung bspw. die Geld-Brief-Spanne, der Handelsumsatz (mit dem bezahlten Kurs bewertete gehandelte Aktien), das tägliche Handelsvolumen (Anzahl der gehandelten Aktien oder synonym zu Handelsumsatz verwendet) und der Free Float-Anteil (potenziell für den Handel zur Verfügung stehende Aktien) genannt.⁸⁰ Für die Messung der Liquidität haben sich jedoch bislang weder in der Theorie noch in der Praxis ein überlegenes Messkonzept und anerkannte Schwellenwerte für „liquide Aktien“ herausgebildet.⁸¹ Praktisch bietet sich eine relative Einordnung durch Vergleiche mit durchschnittlichen Größen bspw. des DAX, CDAX oder der herangezogenen Peer Group-Unternehmen an.⁸²

Im Hinblick auf den **Handelsumsatz** wurde in einzelnen Beschlüssen jeweils unter Verweis auf Analysen der gerichtlich bestellten Sachverständigen darauf verwiesen, dass ab einem Handelsumsatz von (weniger als) rund TEUR 115 pro Tag „regelmäßig nicht mehr“ von einer hinreichenden Liquidität auszugehen sei.⁸³

⁸⁰ Popp/Ruthardt, Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.119 ff.

⁸¹ Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 328 f.

⁸² Ruthardt, BewP 2023, S. 50, 51.

⁸³ OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17; OLG Frankfurt, 20. November 2019, 21 W 77/14.

Im Hinblick auf die **Geld-Brief-Spanne** wurde in Beschlüssen verschiedener Spruchgerichte eine eingeschränkte Liquidität ab einer Größenordnung von 1,0 % bis 1,25 % gesehen.⁸⁴ Bei darüber liegenden Werten soll der Kurs zu träge auf Kapitalmarktinformationen reagieren, da die Transaktionskosten durch hohe Bid-Ask-Spreads zu hoch seien.⁸⁵ Das **LG Berlin** hat darauf hingewiesen, dass dagegen bei einem täglichen Handelsumsatz von über EUR 3,0 Mio. sowie Bid-Ask-Spreads im Bereich von 0,23 % bis 0,27 % von einer hohen Liquidität auszugehen sei.⁸⁶

Die Liquidität der Aktie der Encavis AG hat die Bewertungsgutachterin für verschiedene Zeiträume analysiert:

- Dreimonatszeitraum vor der Bekanntgabe von Gesprächen einer potentiellen Transaktion mit Kohlberg Kravis Roberts & Co. L. P. („KKR“) am 6. März 2024 (bis einschließlich 5. März 2024),
- Dreimonatszeitraum vor der Ankündigung über die Absicht zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs (bis einschließlich 30. Januar 2025),
- Fünfjahreszeitraum vor der Ankündigung über die Absicht zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs (bis einschließlich 30. Januar 2025).

Der **durchschnittliche Handelsumsatz** der Aktie der Encavis AG der beiden letzten Beobachtungszeiträume ist in der folgenden Tabelle dargestellt, wobei der Fünfjahreszeitraum über Ein-Jahresscheiben abgebildet wird, die ein Jahr, zwei Jahre, usw. bis fünf Jahre vor dem genannten Börsenkurstichtag beginnen.⁸⁷

Handelsumsatz an Tagen mit Handel Bis zum	L3M 30.1.25	t ₁ bis t ₀ 30.1.25	t ₂ bis t ₁ 30.1.24	t ₃ bis t ₂ 30.1.23	t ₄ bis t ₃ 30.1.22	t ₅ bis t ₄ 30.1.21
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Durchschnitt	2.220	4.476	4.830	8.791	10.255	7.218
Median	921	1.947	4.099	7.263	7.361	5.731

Quelle: Bloomberg L.P., eigene Darstellung.

⁸⁴ OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17; OLG Frankfurt, 20. November 2019, 21 W 77/14; LG München I, 28. Juni 2024, 5 HK O 15162/20; LG München I, 9. Juni 2018, 5 HK 4268/17; LG Stuttgart, 20. Dezember 2018, 31 O 38/16.

⁸⁵ LG München I, 30. Juni 2017, 5 HK 13182/15.

⁸⁶ LG Berlin, 20. Juni 2023, 102 O 49/14.

⁸⁷ Die erste Spalte (L3M) deckt den Dreimonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungstichtag ab. Die zweite Spalte (t₁ bis t₀) deckt den Zwölfmonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungstichtag. Die dritte Spalte (t₂ bis t₁) umfasst die Monate 13 bis 24 vor dem Auswertungstichtag, usw.

In den Beobachtungszeiträumen vor Ankündigung des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out lagen die durchschnittlichen Handelsumsätze an Tagen mit Handel deutlich oberhalb des von gerichtlich bestellten Sachverständigen als Grenze für ausreichende Liquidität angesetzten Wertes von TEUR 115. Sowohl im Durchschnitt als auch im Median lässt sich jedoch eine rückläufige Entwicklung der Handelsumsätze feststellen. Der Rückgang der Handelsvolumina ist mutmaßlich auf die Verringerung des Streubesitzes infolge des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots durch die Elbe BidCo AG sowie auf den Abschluss einer Delisting-Vereinbarung mit der Elbe BidCo AG und ein entsprechendes öffentliches Delisting-Erwerbsangebot zurückzuführen. Zudem unterschreitet der Median den Durchschnittswert im ersten Jahr, sowie in den letzten drei Monaten deutlich. Dies deutet darauf hin, dass der Mittelwert durch besonders hohe Ausreißer beeinflusst wird. In den letzten Monaten vor Ankündigung des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out war dies aufgrund des zum 14. März 2024 durch die Encavis AG abgeschlossene Investorenvereinbarung mit der Elbe BidCo AG der Fall. In der Folge wurden an einem einzigen Handelstag (14. bzw. 15. März 2024) Aktien der Encavis AG mit einem Volumen von EUR 76,1 Mio., bzw. EUR 85,5 Mio. gehandelt.

In der Rechtsprechung wird - wie vorstehend dargestellt - zum Teil bei einem durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen von unter TEUR 115 nicht mehr von einer hohen Liquidität ausgegangen. Auf dieser Basis ist von einem liquiden Börsenkurs auszugehen.

Die Bewertungsgutachterin hat für die Aktie der Encavis AG ergänzend die durchschnittliche **Geld-Brief-Spanne** auf Basis der XETRA-Schlusskurse für die verschiedenen zuvor genannten Zeiträume analysiert. Die Ergebnisse sind in der folgenden Tabelle dargestellt.⁸⁸

Geld-Brief-Spanne (Schlusskurs)	L3M	t ₁ bis t ₀	t ₂ bis t ₁	t ₃ bis t ₂	t ₄ bis t ₃	t ₅ bis t ₄
Bis zum	30.1.25	30.1.25	30.1.24	30.1.23	30.1.22	30.1.21
	%	%	%	%	%	%
Durchschnitt	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,3%
Median	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,3%

Quelle: Bloomberg L.P., eigene Darstellung.

In der Rechtsprechung wird – wie vorstehend dargestellt – ganz überwiegend bei Geld-Brief-Spannen von über 1,25 % nicht mehr von einer hohen Liquidität ausgegangen.

Die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne für die Aktie der Encavis AG liegt in allen betrachteten Zeiträumen deutlich unter dem genannten Schwellenwert von 1,25 %. Auch im Dreimonatszeitraum vor dem Tag der Bekanntgabe der Absicht zum Abschluss eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out liegt die Geld-Brief-Spanne bei 0,2 %. Die Geld-Brief-Spannen liegen damit in einer Größenordnung, die darauf hindeuten, dass die Encavis AG-Aktie als liquide bewertet werden kann.

⁸⁸ Die erste Spalte (L3M) deckt den Dreimonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungstichtag ab. Die zweite Spalte (t₁ bis t₀) deckt den Zwölfmonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungstichtag. Die dritte Spalte (t₂ bis t₁) umfasst die Monate 13 bis 24 vor dem Auswertungstichtag, usw.

Die Bewertungsgutachterin hat darüber hinaus die Geld-Brief-Spanne der Aktie der Encavis AG ausschließlich auf XETRA analysiert, um potenzielle Verzerrungen aus dem Handel im Freiverkehr zu eliminieren.⁸⁹ Sie kommt hier zu dem Ergebnis, dass die Geld-Brief-Spanne das Niveau von 1,25 % in sämtlichen analysierten Zeiträumen vor dem 30. Januar 2025 unterschreitet und die in der Rechtsprechung genannten Schwellenwerte somit unterschritten sind. Es ist nicht von einer eingeschränkten Liquidität der Aktie auszugehen.

Umfang der Berichterstattung und Analystencoverage (Informationsasymmetrie)

Sofern der Börsenkurs nicht durch übergelagerte Erwartungen beeinflusst ist, erhöht ein hoher Grad an Informationsbereitstellung durch das Unternehmen die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung durch den Markt. In diesem Zusammenhang ist auch die Beobachtung der Aktie durch Analysten von Relevanz. Analysten sammeln Informationen über das Unternehmen und das Marktumfeld und publizieren Einschätzungen dazu. Das Vorliegen von mehreren Analystenmeinungen sowie relativ übereinstimmende Erwartungen der beteiligten Akteure und Marktbeobachter erhöhen die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung.

Die Aktien der Encavis AG waren bis zu ihrem Delisting zum Ablauf des 31. Januar 2025 - und damit auch in dem maßgeblichen Dreimonatszeitraum - im Prime Standard Segment des regulierten Markts der Frankfurter Wertpapierbörse sowie zum Handel im regulierten Markt der Börse Hamburg zugelassen. Insofern unterlag die Encavis AG hohen Informations- und Transparenzpflichten. Entsprechend den Regularien des Prime Standard Segments hat die Encavis AG neben der Verpflichtung zur Einhaltung der Erstellung von Jahresabschlüssen nach den internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS oder US-GAAP), Pflichten wie die Veröffentlichung von Quartalsberichten, Pflege eines Unternehmenskalenders sowie der Durchführung zumindest einer Analystenkonferenz im Jahr zu erfüllen.

Zusätzlich hatte die Encavis AG gemäß den Vorgaben des Prime Standard Segments des regulierten Markts der Frankfurter Wertpapierbörse und gemäß der geltenden Regelungen der Marktmissbrauchsverordnung Nr. 596/2014 sogenannte Ad-hoc-Mitteilungen zu veröffentlichen. In den vergangenen Jahren zeichnete sich die Encavis AG durch die regelmäßige Publikation mehrerer Ad-hoc-Mitteilungen pro Geschäftsjahr aus, wobei das Jahr 2023 eine Ausnahme bildet. Ebenso wurde auf der Internetseite der Encavis AG in den vergangenen Jahren eine zweistellige Anzahl von Pressemitteilungen veröffentlicht. Die letzten Ertragsprognosen wurden in einer Unternehmensmitteilung vom 8. November 2024 zum dritten Quartal 2024 bekanntgegeben. Da die umfassenden Berichterstattung der Encavis AG auf die Regularien des Prime Standard Segments der Frankfurter Wertpapierbörse zurückzuführen ist, halten wir es für unwahrscheinlich, dass der Kapitalmarkt keine belastbare Einschätzung über die zukünftige Ertragslage der Gesellschaft bilden konnte.

⁸⁹ Die Bewertungsgutachterin hat ermittelt, dass über 97 % der durchschnittlichen täglichen Handelsumsätze der Encavis AG-Aktien über XETRA abgewickelt wurden.

Die Aktien der Encavis AG wurden von 13 Wertpapieranalysten beobachtet, die hierzu in unregelmäßigen Abständen Analystenberichte veröffentlichten, welche auf Anfrage vom Management der Encavis AG zur Verfügung gestellt wurden. Sämtliche Wertpapieranalysten haben das Kursziel auf das am 14. März 2024 verkündete freiwillige öffentliche Übernahmeangebot der Elbe BidCo AG zu einem Angebotspreis von EUR 17,50 festgelegt. Die Analysten-Coverage der Encavis AG ist im Vergleich zum Durchschnitt bzw. Median der CDAX-Unternehmen als durchschnittlich zu bewerten.

Von Seiten der Bewertungsgutachterin wurden bis zum Wirksamwerden des Delistings im regulierten Markt mit Ablauf des 31. Januar 2025 keine Versäumnisse im Zusammenhang mit bestehenden Publizitätspflichten festgestellt. Die Aktien der Encavis AG wurden seit dem Delisting lediglich noch im einfachen Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt. Der Handel der Encavis AG-Aktien im Freiverkehr erfolgte weder auf Veranlassung noch mit Einverständnis der Encavis AG. Insofern liegen seit dem Delisting keine Ad-hoc Publizitätspflichten und nur noch eingeschränkte Publizitätspflichten vor. Die letzte vorliegende Analystenschätzung stammt vom 31. Juli 2024, nachdem angesichts der hohen Akzeptanz der Übernahmeofferte durch KRR mit einem hohen Delisting-Risiko gerechnet wurde. In dieser Analysteneinschätzung wird der Verkauf der Encavis AG-Aktie empfohlen.

Die Bewertungsgutachterin kommt zu dem Schluss, dass durch die Einbeziehung in den Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse eine umfangreiche Bereitstellung von Informationen an Marktteilnehmer stattgefunden hat. Wir teilen diese Auffassung.

Stichtagsprinzip

Mit Blick auf das Stichtagsprinzip sollte nach unserer Einschätzung geprüft werden, ob der relevante Börsenkurs die Verhältnisse der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag angemessen reflektiert. Insofern ist zu analysieren, ob sich die operative und finanzielle Struktur des Unternehmens und die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zwischen dem Börsenkurstichtag und dem Bewertungsstichtag wesentlich verändert haben. Für die weitere Beurteilung ist auch die Entwicklung vor dem Stichtag von Relevanz.

Am 3. Mai 2024 gab die Encavis AG im Rahmen einer Ad-hoc-Mitteilung bekannt, dass im ersten Quartal des Geschäftsjahres 2024 die vorläufigen KPI's deutlich unter den Werten des Vergleichszeitraums des Vorjahres liegen. Diese Prognose wurde in der Folge bestätigt.⁹⁰ In einer Unternehmensmitteilung vom 8. November 2024 zum dritten Quartal 2024 wurde dieser Trend von der Encavis AG bestätigt und das Umsatzziel für das Geschäftsjahr 2024 von EUR 425 Mio. (-8% gegenüber der ursprünglichen Guidance) sowie eine Absenkung des EBIT auf EUR 135 bis EUR 145 Mio. (-23 % bis -17 %) bekanntgegeben. Grund für die negative Entwicklung sind die Umsatzrückgänge auf das zinsumfeldbedingte Geschäft des Asset Managements sowie verspätete Inbetriebnahmen von Wind- und Solarparks, sodass bei diesen im Jahr 2024 die Umsätze nicht mehr realisiert werden können. Zusätzlich wurde auf Einflussfaktoren wie ungünstigeres Wetter, welches im Vergleich zum 30-jährigen Standardwetter im Jahr 2024 deutlich schlechter gewesen ist, ein deutlich geringeres Strompreisniveau als kriegs- und energiekrisebedingt im Jahr 2023 und im ersten Halbjahr 2024 umsatzmindernde Abschaltungen von Parks wegen negativer Strompreise in Spanien und Finnland hingewiesen.⁹¹

Darüber hinaus kann analysiert werden, ob sich die Kursentwicklung (beispielsweise aufgrund einer vorliegenden Beherrschungssituation oder geringer Liquidität) in der Vergangenheit ohnehin bereits von der wirtschaftlichen Entwicklung abgekoppelt hat und insofern die „richtige“ Informationsbewertung neuer Informationen durch den Markt als eingeschränkt zu beurteilen ist.

Um eine mögliche wirtschaftliche Abkopplung vom Markt zu analysieren hat die Bewertungsgutachterin die Entwicklung der Encavis AG-Aktie seit Januar 2023 der Entwicklung der Peer Group gegenübergestellt. Dabei zeigt sich eine Abkopplung der Aktie von allgemeinen Entwicklungen des Marktes, welche sich teilweise nicht durch unternehmensspezifische Mitteilungen und Informationen erklären lässt. Die wesentlichen Mitteilungen sind hierbei:

In einer Ad-hoc-Mitteilung vom 6. März 2024 gab der Vorstand der Encavis AG unter Bezugnahme auf aktuelle Medienberichte bekannt, dass es seitens des Unternehmens Gespräche mit KKR über ein potenzielles Interesse an einer Transaktion gegeben habe.

Am 14. März 2024 gab die Encavis AG den Abschluss einer Investorenvereinbarung mit der Elbe BidCo AG bekannt mit der Ankündigung, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot zu einem Preis von EUR 17,50 je Aktie in bar an sämtliche Aktionäre der Encavis AG zu richten.

Am 24. April 2024 erfolgte ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot der Elbe BidCo AG, eine Holdinggesellschaft, die von KKR beraten und verwaltete Investmentfonds, Vehikel und/oder Accounts kontrolliert wird, an die Aktionäre der Encavis AG. Das Übernahmeangebot der Elbe BidCo AG richtet sich auf den Erwerb sämtlicher ausstehender Aktien der Encavis AG zu einem Preis von EUR 17,50 in bar je Aktie.

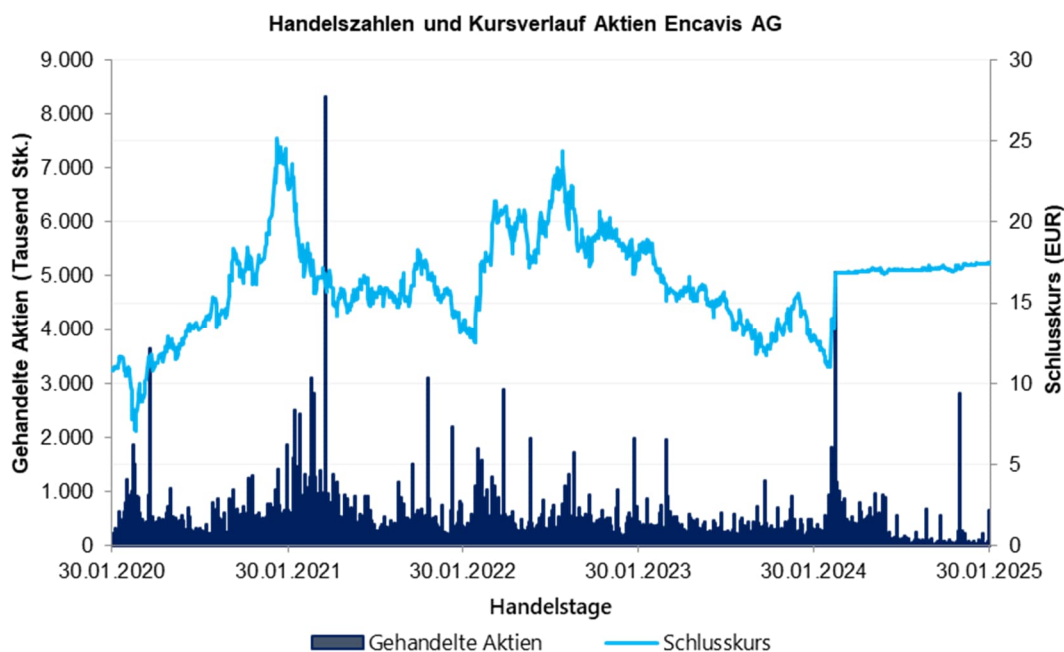
⁹⁰ Encavis AG, Ad-hoc: Vorläufige Ergebnisse des ersten Halbjahres 2024 liegen wie erwartet unter den Werten des Vergleichszeitraumes des Vorjahres, 30. Juli 2024.

⁹¹ Encavis AG, Pressemitteilung: ENCAVIS erzielt in den ersten drei Quartalen 2024 aufgrund unvorhersehbarer Ereignisse ein Ergebnis unter dem Vergleichszeitraum des Vorjahres und passt Guidance für laufendes Geschäftsjahr an, 8. November 2024.

Am 6. Dezember 2024 wurde eine Delisting-Vereinbarung der Aktien der Encavis AG öffentlich bekannt gegeben und ein öffentliches Delisting-Erwerbsangebot zu 17,50 EUR angekündigt. Das öffentliche Delisting-Erwerbsangebot folgte am 23. Dezember 2024.

Mit Ablauf des 31. Januar 2025 wurde der Handel von Encavis AG-Aktien auf XETRA, im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse und im regulierten Markt der Börse Hamburg sowie Börsenplätzen des Freiverkehrs eingestellt, mit Ausnahme der Börse Hamburg. Die Elbe BidCo AG hat der Encavis AG die Absicht zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out nach § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG, verbunden mit dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Encavis AG, mitgeteilt und die Encavis AG hat dies taggleich noch am 31. Januar 2025 per Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht.

Die folgende Darstellung zeigt die Entwicklung der Schlusskurse der Encavis AG-Aktie und die Handelszahlen.



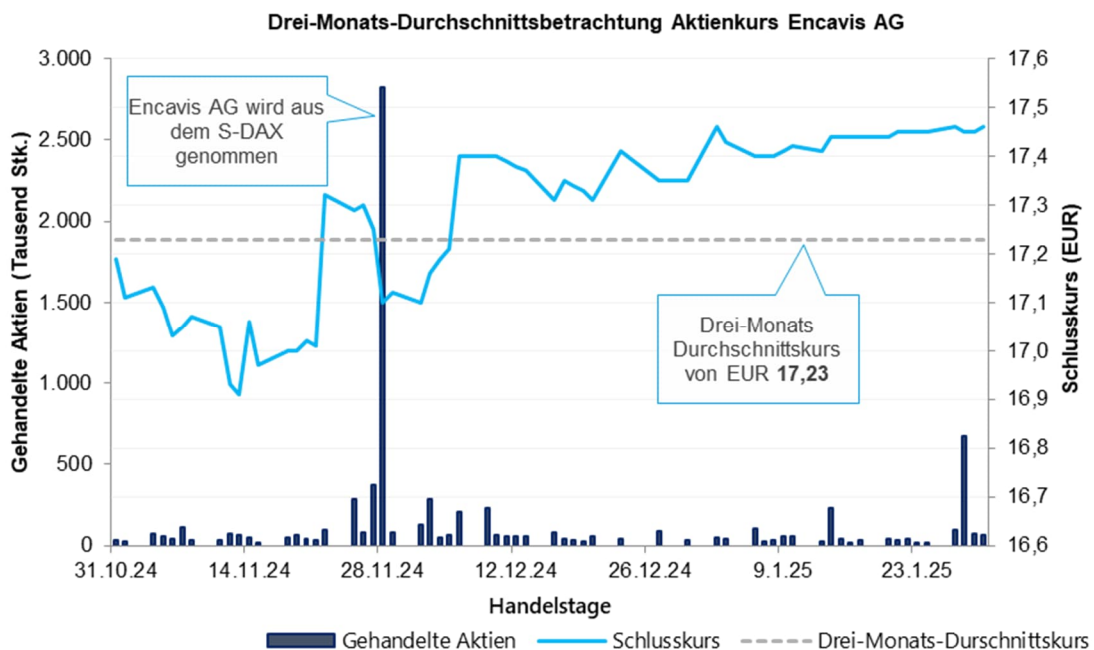
Quelle: Bloomberg L.P., eigene Darstellung.

Insbesondere ist festzustellen, dass sich der Börsenkurs der Encavis AG-Aktie bereits unmittelbar nach Bekanntwerden der geführten Gespräche über eine mögliche Transaktion mit KKR zum 6. März 2024 vom allgemeinen Marktgeschehen abgekoppelt hat. Am 6. März 2024 ergab sich ein Kurssprung der Aktie der Encavis AG – betrachtet über alle Börsenplätze – von rund EUR 11,35 (5. März 2024) auf rund EUR 13,40 (jeweils Schlusskurse gemäß Bloomberg L.P.) und damit um rund 18 %. Ebenso ergab sich am 14. März 2024 ein Kurssprung der Aktie der Encavis AG von rund EUR 13,45 (13. März 2024) auf rund EUR 16,84 und damit um rund 25 %.

In der Folgezeit, jedenfalls zumindest bis zum Zeitpunkt des Delistings, weist der Kursverlauf einen nahezu flachen Verlauf leicht unterhalb des Angebotspreises auf. Von der Bekanntgabe des Übernahmeangebots bis zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Absicht zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out (also 30. Januar 2025 einschließlich), schwankte die Encavis AG-Aktie in einer Bandbreite von EUR 16,75 bis EUR 17,46.

Hervorzuheben ist dabei, dass auch die zuvor genannte Ad-hoc-Mitteilung vom 8. November 2024 (Verschlechterung der Ergebnissituation der Encavis AG) keine signifikante Auswirkung auf die Entwicklung des Börsenkurses der Encavis AG hatte. Die fehlende Kursreaktion widerspricht einer anhand der Ad-hoc-Mitteilung zu erwartenden Entwicklung. Es kann daher der Schluss gezogen werden, dass mit der Bekanntgabe des Übernahmeangebots eine Abkopplung der Kursentwicklung der Encavis AG-Aktie von den wirtschaftlichen Verhältnissen der Gesellschaft stattgefunden hat.

Die folgende Übersicht stellt die Kursentwicklung sowie das Handelsvolumen der Encavis AG-Aktie (über alle Börsenplätze) im Drei-Monats-Zeitraum bis vor dem Tag der Bekanntgabe der Absicht der Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out dar. Auch der von der BaFin ermittelte Drei-Monats-Durchschnittskurs zum 30. Januar 2025 in Höhe von EUR 17,23 je Aktie wird dargestellt.



Quelle: Bloomberg L.P., eigene Darstellung.

Beurteilung der Aussagefähigkeit im Hinblick auf den „wahren“ Wert

Auf Basis der durchgeführten Analysen kommt die Bewertungsgutachterin für die Encavis AG-Aktie zu dem Ergebnis, dass die Informationsverarbeitung durch den Kapitalmarkt seit der Ankündigung des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots durch die Elbe BidCo AG am 14. März 2024 nicht mehr gegeben ist.

Die Bewertungsgutachterin kommt daher auf Basis verschiedener Analysen zu dem Ergebnis, dass bei einer Anwendung der kumulativ zu erfüllenden Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung der von der BaFin mitgeteilte umsatzgewichtete Drei-Monats-Durchschnittskurs vor dem 30. Januar 2025 (einschließlich) in Höhe von EUR 17,23 jedenfalls als maßgebliche Obergrenze der angemessenen Barabfindung angesehen werden kann. Trotz guter Aktienliquidität habe nur eine eingeschränkte Informationsverarbeitung stattgefunden. Der Drei-Monats-Durchschnittskurs spiegele somit im Wesentlichen das Übernahmeangebot, jedoch nicht die aktuelle Ertragskraft und damit auch nicht den wahren Wert der Encavis AG-Aktie wider. Zusätzlich hat die Bewertungsgutachterin die Kursentwicklung von Vergleichsunternehmen seit der Ankündigung des öffentlichen Übernahmeangebots bis zum 30. Mai 2025 analysiert. Auf Basis dieser Analyse kommt die Bewertungsgutachterin zum Ergebnis, dass sich die Bewertungen der Vergleichsunternehmen negativ entwickelt haben. Darüber hinaus hat sich die Kursentwicklung der Encavis AG-Aktie von der für die Peer Group beobachteten Kursentwicklung abgekoppelt. Gleichwohl stellt der umsatzgewichtete Drei-Monats-Durchschnittskurs vor dem 30. Januar 2025 (einschließlich) die Wertuntergrenze im Sinne der DAT/Altana-Rechtsprechung des BVerfG dar.

Wir haben die Analysen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und sind der Auffassung, dass erhebliche Zweifel an der Aussagefähigkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den wahren Wert der Encavis AG-Aktie bestehen. Vor diesem Hintergrund erscheint es sachgerecht, dass die Bewertungsgutachterin als Bewertungsmethode die Ermittlung des Zukunftserfolgswerts angewandt hat.

5. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit der Unternehmensbewertung

Die angemessene Barabfindung muss nach § 327b Abs. 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen.

Der Unternehmensbewertung liegt die Unternehmensplanung der Encavis AG für die Jahre 2025 bis 2030 zugrunde, die die konsolidierten Tochterunternehmen umfasst und somit dem Konsolidierungskreis der Encavis AG entspricht. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Planung auf Konsistenz und Plausibilität der Annahmen untersucht (IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 5). Unsere Prüfungshandlungen haben wir dabei auf Vergangenheitsanalysen, Erläuterungen zur Planung durch das Management, Arbeitsunterlagen der Bewertungsgutachterin sowie veröffentlichte markt- und wettbewerbsbezogene Informationen gestützt. Zur internen Plausibilisierung hat uns der Vorstand der Encavis AG die Geschäftstätigkeit sowie die Grundlagen und Annahmen der Planungsrechnung ausführlich erläutert. Zur externen Plausibilisierung der Planung haben wir ferner diverse Kennzahlen ermittelt und Abgleiche mit Markt- und Wettbewerbsinformationen vorgenommen. Zu Einzelheiten verweisen wir auf unsere nachstehenden Ausführungen.

Für die Vergangenheitsanalysen standen uns im Wesentlichen die Berichte über die Prüfung der Konzernabschlüsse der Encavis AG für die GJ22 bis GJ24 zur Verfügung. Wesentliche Einflussfaktoren der historischen Entwicklung wurden uns von den benannten Auskunftspersonen in Gesprächen ergänzend erläutert.

Da die Encavis AG einen Konzernabschluss erstellt, der durch PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft geprüft wird, hat die Bewertungsgutachterin den Zukunftserfolgswert als Gesamtwert auf der Grundlage konsolidierter Ergebnisse abgeleitet.

Zur Prüfung der Unternehmensbewertung haben wir das von der Bewertungsgutachterin in elektronischer Form zur Verfügung gestellte Bewertungsmodell sowie die Gutachtliche Stellungnahme (inklusive vorangegangener Entwürfe) herangezogen. Bei der Beurteilung der methodischen Vorgehensweise haben wir geprüft, ob die Grundsätze des IDW S 1 beachtet worden sind. Den Kapitalisierungszinssatz haben wir anhand der Arbeitsunterlagen der Bewertungsgutachterin sowie öffentlich zugänglicher Kapitalmarktdaten geprüft. Auf der Grundlage der Prüfungsberichte zu den Jahresabschlüssen und der Befragung der uns benannten Auskunftspersonen haben wir untersucht, ob nicht betriebsnotwendiges Vermögen gesondert zu erfassen ist.

Bei der Überprüfung der Zukunftserfolgsermittlung bzw. der Ermittlung der Barabfindungsbemessung haben wir folgende Prüfungsschwerpunkte festgelegt:

1. Anwendung und Umsetzung der Börsenkursrechtsprechung des BGH im Hinblick auf die Ermittlung des Drei-Monats-Durchschnittskurses und insbesondere Eignung des Börsenkurses als Bewertungsmethode zur Ableitung des inneren/wahren Werts der Aktien der Encavis AG,
2. Vollständigkeit der Abbildung des Bewertungsobjekts,

3. Analyse der Bereinigungen im Rahmen der Vergangenheitsanalyse,
4. Plausibilität der verabschiedeten Planung unter Berücksichtigung aktueller Rahmendaten und Reflexion der historischen Geschäftsentwicklungen,
5. zutreffende Anwendung des IDW S 1,
6. Effekte aus Teilverkäufen,
7. Ableitung des nachhaltigen Umsatzniveaus und der nachhaltigen EBITDA-Marge,
8. Berücksichtigung der Reinvestitionsplanung durch die Bewertungsgutachterin zur Sicherstellung eines unendlichen Fortbestands der Encavis AG,
9. Zusammenstellung der Peer Group und Ableitung des Betafaktors,
10. Ableitung des Basiszinssatzes, der Fremdkapitalkosten und des nachhaltigen Wachstumsabschlags,
11. Entwicklung und Berücksichtigung der Anteile Dritter.

Die in einzelnen Punkten bestehenden unterschiedlichen Auffassungen wurden im Verlauf der Prüfung zwischen RSM Ebner Stolz und der Bewertungsgutachterin A&M diskutiert. Zum endgültigen Stand der Bewertungsarbeiten hat es zwischen RSM Ebner Stolz und A&M keine sich auf unser Angemessenheitsurteil auswirkenden Meinungsunterschiede gegeben. Dementsprechend ist unser Prüfungsbericht in keinem Punkt eingeschränkt und bestätigt in vollem Umfang die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung.

6. Prüfungsfeststellungen zur Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung des IDW S 1 im Einzelnen

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

Der Zukunftserfolgswert der Encavis AG wurde von der Bewertungsgutachterin aus dem Ertragswert des laufenden Geschäfts abgeleitet. Soweit sich insgesamt ein negativer Sonderwert ergab, wurde dieser zugunsten der Minderheitsaktionäre nicht angesetzt. Diese konkrete Vorgehensweise ist nach unseren Feststellungen sachgerecht und bildet den Zukunftserfolgswert der Encavis AG angemessen in dem Bewertungsmodell ab.

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

6.1. Bewertungsobjekt

a) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

Die Encavis AG ist im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter der Nummer HRB 63197 eingetragen. Die Gesellschaft entstand 2017 in Hamburg durch die Fusion der Capital Stage AG und der CHORUS Clean Energy AG. Die aktuelle Fassung der Satzung der Encavis AG datiert auf den 17. Juni 2024.

Die vereinfachte gesellschaftsrechtliche Struktur ist im folgenden Organigramm dargestellt:



Quelle: Unternehmenspräsentationen, eigene Darstellung.

Gemäß § 2 der Satzung der Encavis AG ist Gegenstand des Unternehmens das Betreiben von Anlagen zur Produktion von Energie aus erneuerbaren Energieträgern im In- und Ausland durch die Gesellschaft selbst oder durch ihre Tochtergesellschaften als freier Stromproduzent, das Betreiben von Anlagen zur Speicherung von Energie, die Vermarktung von Energie, Versorgung und Handel mit Energie, das Erbringen kaufmännischer, technischer oder sonstiger nicht genehmigungspflichtiger oder zustimmungsbedürftiger Dienstleistungen in Zusammenhang mit dem Erwerb, der Errichtung oder dem Betrieb von Anlagen zur Produktion von Energie aus erneuerbaren Energieträgern im In- und Ausland durch die Gesellschaft selbst oder durch ihre Tochtergesellschaften, der Erwerb, das Halten, die Verwaltung und die Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen sowie die Erbringung von Dienstleistungen auf den vorgenannten Gebieten.

Die Encavis AG ist zu allen Maßnahmen und Geschäften berechtigt, die geeignet sind, den Gesellschaftszweck zu fördern. Sie kann im In- und Ausland Zweigniederlassungen errichten, andere Unternehmen gründen, bestehende erwerben oder sich an solchen beteiligen sowie Unternehmensverträge abschließen. Sie kann Patente, Marken, Lizenzen, Vertriebsrechte und andere Gegenstände und Rechte erwerben, nutzen und übertragen.

Das Geschäftsjahr der Encavis AG beginnt am 1. Januar und endet zum 31. Dezember eines Jahres.

Das Grundkapital der Encavis AG beträgt zum 31. Dezember 2024 EUR 161.722.524,00 und ist in 161.722.524 Stückaktien eingeteilt, die auf den Inhaber lauten. Der rechnerische anteilige Betrag am Grundkapital entspricht EUR 1,00 je Aktie. Die Aktie der Gesellschaft war bis zum 31. Januar 2025 unter der ISIN DE0006095003 (WKN 609500) an der Frankfurter Wertpapierbörse im Prime Standard, einem Teilbereich des regulierten Marktes mit erweiterten Zulassungsfolgepflichten, notiert. Zusätzlich waren die Aktien der Encavis AG im regulierten Markt der Börse Hamburg zugelassen. Die Aktien wurden außerdem an den deutschen Wertpapierbörsen in Berlin, Düsseldorf, München, Stuttgart und über die Tradegate Exchange gehandelt und waren im Second Regulated Market der Börse Berlin in den Handel einbezogen.

Der Vorstand der Encavis AG besteht gemäß § 7 der Satzung aus einem oder mehreren Mitgliedern. Die Vorstandsmitglieder werden vom Aufsichtsrat bestellt. Zum Abschluss unserer Angemessenheitsprüfung gehören dem Vorstand Dr. Christoph Husmann (Sprecher des Vorstandes und CFO) und Mario Schirru (Co-Sprecher des Vorstandes und CIO/COO) an. Dem Aufsichtsrat sitzt Dr. Johannes Teysen vor, weitere Mitglieder sind Marco Fontana, Prof. Dr. Martin Viessmann, Prof. Dr. Fritz Vahrenholt, Boris Scukanec Hopinski und Tobias Krauss. Herr Prof. Dr. Fritz Vahrenholt hat sein Amt als Mitglied des Aufsichtsrats mit Wirkung zum Ablauf des 30. Juni 2025 niedergelegt.

Die Hauptaktionärin hält rd. 94,15% der Aktien der Encavis AG. Die übrigen Anteile sind dem Streubesitz zuzuordnen.

Die Encavis AG ist in der Bundesrepublik Deutschland unbeschränkt steuerpflichtig. Somit unterliegt die Encavis AG einem Körperschaftsteuersatz in Höhe von 15,0 % und dem Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 %. Gewerbesteuerlich ist der Hebesatz der Gemeinde Hamburg in Höhe von 470 % für die Encavis AG maßgeblich.

Die Encavis AG verfügt auskunftsgemäß zum 31. Dezember 2024 über körperschaftsteuerliche Verlustvorträge in Höhe von rund TEUR 118.114 und gewerbesteuerliche Verlustvorträge in Höhe von rund TEUR 57.643. Die nicht genutzten Zinsaufwendungen gemäß Zinsschranke des § 4h EStG betragen zum Ende des Veranlagungszeitraums 2024 TEUR 79.739. Auskunftsgemäß wurde die letzte steuerliche Außenprüfung für die Veranlagungszeiträume 2016 bis 2019 im Mai durchgeführt.

Darüber hinaus verfügt die Encavis AG über ein steuerliches Einlagekonto gemäß § 27 KStG. Laut Auskunft des Managements weist dieses zum 31. Dezember 2024 einen Bestand in Höhe von TEUR 626.100 auf.⁹²

b) Historie der Gesellschaft

Der Encavis-Konzern wurde durch den Zusammenschluss der Capital Stage AG und der CHORUS Clean Energy AG 2017 gegründet. Anschließend erfolgte zu Beginn des Jahres 2018 die Umfirmierung der Capital Stage AG zur Encavis AG.

Die CHORUS-Gruppe wurde im Jahr 1998 gegründet und fand ihren Ursprung im Aufbau des Fonds-Geschäftes bis zum Jahr 2006. Danach erfolgte ein strategischer Wandel. Das Unternehmen entwickelte sich zu einem Berater und Dienstleister für Investments im Bereich erneuerbare Energien. Durch Investments in PV-Anlagen und Windkraft konnte CHORUS ein breites Portfolio mit einer Nennleistung von mehr als 325 MW aufbauen.⁹³ 2014 wurde die CHORUS Clean Energy AG gegründet, welche ihren Börsengang im Oktober 2015 vollzog. Die Aktien waren im regulierten Markt (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse notiert.

⁹² Es handelt sich um vorläufige Zahlen, da das Einlagekonto zum 31. Dezember 2024 noch nicht final ermittelt wurde und für die Veranlagungszeiträume 2020 bis 2024 noch keine Betriebsprüfung stattgefunden hat.

⁹³ CMS (Juni 2016): CMS berät Capital Stage bei der Übernahme von CHORUS.

Die Capital Stage AG entstand 2001 durch die Einbringung der Beteiligungen der Futura Capitalis AG in die seit 1998 börsennotierte Hanseatisches Wertpapierhandelshaus AG (HWAG). Anschließend folgte die Umfirmierung der HWAG in die Capital Stage AG. Der Schwerpunkt der Private-Equity-Gesellschaft richtete sich insbesondere auf Investitionen und Beteiligungen in erneuerbare Energien. Die Capital Stage AG lenkte ab 2009 den Fokus auf den Erwerb und Betrieb von Solar- und Onshore-Windparks in Europa. Durch diese strategische Neuausrichtung fokussierte sich das Unternehmen auf Investitionen in schlüsselfertige Projekte oder bestehende Anlagen. Diese Anlagen waren gekennzeichnet durch bereits gesicherte Einnahmequellen wie feste Einspeisevergütungen (Feed-in Tariffs, FiT) oder langfristige Stromabnahmeverträge (Power Purchase Agreements, PPA). Um das Jahr 2010 bestanden vollständige Wertschöpfungsketten für Photovoltaik innerhalb Europas. Das bot dem Investor und Betreiber von Solar- und Windparks Capital Stage eine rentable Grundlage, weshalb sie am 24. März 2014 im SDAX notierte.

Die Fusion der Capital Stage AG und der CHORUS Clean Energy AG führte 2017 zur Gründung der Encavis AG. Ziel des Zusammenschlusses war, die Position als führender unabhängiger Stromerzeuger aus erneuerbaren Energien in Europa zu stärken. Es folgte ein Aktientausch zwecks Zusammenschluss von Capital Stage AG und CHORUS Clean Energy AG.⁹⁴ Im Folgejahr erfolgte schließlich die Umbenennung zu Encavis AG.

Im August 2019 erwarb die Encavis AG einen 30-prozentigen Anteil an der Stern Energy S.p.A. mit Sitz in Parma (Italien), die Dienstleistungen für den Betrieb und die Wartung bei Solaranlagen anbietet. Der Erwerb verhalf der Encavis AG das Servicegeschäft im Bereich Solartechnologie weiter auszubauen. Italien gehört aufgrund des flächendeckenden Ausbaus von nachhaltiger Energie zu den größten Absatzmärkten der Encavis AG.⁹⁵

2021 wurde die Encavis AG erstmalig für eine Dauer von knapp 6 Monaten in den MDAX aufgenommen und verzeichnete einen Kursanstieg von rund EUR 10 auf rund EUR 25 innerhalb eines Jahres. Aufgrund makroökonomischer Umstände, ausgelöst durch den Krieg in der Ukraine, war der Energiemarkt im Jahr 2022 durch deutliche Schwankungen gekennzeichnet. Daraus resultierten Verwerfungen in der Kursentwicklung bei der Encavis AG-Aktie. Insbesondere fossile Brennstoffe wie Kohle spielten wieder eine wichtigere Rolle im Energiemarkt. Es kam zum Ausschluss der Encavis AG aus dem MDAX. Im Juni 2022 kehrte das Unternehmen zurück in den MDAX, gefolgt von der Aufnahme in den STOXX Europe 600 Index im 3. Quartal 2022. Aufgrund zunehmender Bedeutung im europäischen Markt stockte Encavis AG im selben Jahr noch die Anteile an Stern Energy S.p.A. auf 80 % auf und übernahm damit die vollständige Kontrolle des Unternehmens.

Die Encavis AG hat ihre Position gehalten und betreibt nun mehr als 240 Solar- und 100 Windparks (davon im Eigenbestand mehr als 200 Solar- und 50 Windparks) in Europa mit über 420 Mitarbeitern. Das Produktportfolio hat sich von Asset Management bis hin auf die Akquise bau-fertiger Solar- und Windparks sowie das Angebot technischer Dienstleistungen ausgeweitet.

⁹⁴ CMS (Juni 2016): CMS berät Capital Stage bei der Übernahme von CHORUS

⁹⁵Euronews (Januar 2024): Italien: Rekordwachstum bei Solar- und Windenergie

Am 24. April 2024 unterbreitete Elbe BidCo AG, eine Tochtergesellschaft von KKR, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot für die Aktien der Encavis AG, gefolgt von einem Delisting-Erwerbsangebot am 23. Dezember 2024. Mit diesen Angeboten verdeutlichte die Elbe BidCo AG die Absicht, die vollständige Kontrolle über die Encavis AG zu übernehmen und das Unternehmen von der Börse zu nehmen. Beide Angebote wurden zu einem Preis von EUR 17,50 je Aktie unterbreitet. Nach dem 31. Januar 2025 wurden Encavis AG-Aktien nicht mehr im regulierten Markt gehandelt, wodurch das Delisting des Unternehmens abgeschlossen wurde. Die Encavis AG setzt ihre Wachstumsstrategie im Bereich erneuerbare Energien weiter fort. Ein exemplarisches Zeichen für dieses anhaltende Wachstum ist die Errichtung eines neuen Windparks in Hessen im März 2025.

c) Geschäftsmodell

Die Encavis AG ist ein international tätiges Unternehmen, das sich auf die Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien spezialisiert hat. Als unabhängiger Betreiber (Independent Power Producer (IPP)) von umweltfreundlichen und emissionsfreien Kraftwerkskapazitäten erweitert die Encavis AG seit 2009 kontinuierlich das Erzeugerportfolio. Die Encavis AG erwirbt schlüsselfertige Anlagen und ist auch in die Projektentwicklung involviert, insbesondere nach Erreichen der Bau-reife. Dabei ist die Gesellschaft in insgesamt vier operativen Segmenten tätig und verfügt über einen Verwaltungsbereich.

- Photovoltaik Parks („PV Parks“)
- Windparks
- Service
- Asset-Management
- Verwaltungsbereich

Das Kerngeschäft des Unternehmens umfasst den Erwerb und Betrieb von Onshore-Wind- (installierte Leistung von 0,6 GW, Stand: Dezember 2024) und Solarparks (installierte Leistung von 1,8 GW, Stand Dezember 2024). Im Geschäftssegment Service stellt die Encavis AG technische Betriebs- und Wartungsdienste (O&M) für PV Parks der Encavis AG sowie für externe Kunden bereit. Dies umfasst auch die kaufmännische Betriebsführung, Neuinstallationen sowie das Revamping und Repowering bestehender Anlagen.⁹⁶ Im Geschäftssegment Asset Management offeriert das Unternehmen Beratungs- und Vermögensverwaltungsdienste für institutionelle Investoren im Sektor erneuerbarer Energien. Dabei verwaltet die Gesellschaft eine Kapazität von 1,4 GW.

Die Segmente PV Parks und Windparks werden zusammenfassend als **IPP-Bereich** (Independent Power Producer) bezeichnet. Auf den IPP-Bereich entfallen im GJ24 über 85 % der (bereinigten) gesamten Umsatzerlöse der Encavis AG.

⁹⁶ Revamping bezieht sich auf die Modernisierung oder Verbesserung bestehender Anlagen, während Repowering den kompletten Austausch oder die umfassende Erneuerung von Komponenten wie Turbinen oder Solarmodule zur Steigerung der Effizienz und Leistung bedeutet.

Bei der Akquisition neuer Anlagen legt die Encavis AG den Fokus auf einen ausgewogenen Mix aus Projekten, die sich noch in der Entwicklungsphase befinden, sowie auf baureife oder schlüsselfertige Projekte und bereits bestehende Anlagen. Der Absatz des erzeugten Stroms dieser Anlagen erfolgt im Rahmen von FiT oder es wurden PPA für sie abgeschlossen. Die Encavis AG setzt auf eine „buy-and-hold“-Strategie, die darauf abzielt, baureife Projekte bereits in frühen Entwicklungsstadien in Zusammenarbeit mit strategischen Entwicklungspartnern zu erwerben, wobei das Projektrisiko bis zum Erreichen der Baureife in der Regel bei den Entwicklungspartnern verbleibt. Die Encavis AG entwickelt nicht selbst Projekte, sondern steigt erst in einem späteren Stadium in die Projektentwicklung ein (Ready-to-build-Stadium, „RtB-Stadium“). Aus dieser Strategie ergibt sich ein geringeres Entwicklungsrisiko als bei Wettbewerbern, die in der Projektentwicklung tätig sind. Alle Entwicklungsprojekte und fertigen Anlagen der Encavis AG sind gezielt in geografischen Regionen angesiedelt, die durch ein stabiles wirtschaftspolitisches Umfeld sowie verlässliche Investitions- und Rahmenbedingungen charakterisiert sind. Darüber hinaus führt die Encavis AG direkte Verkäufe (Direktvermarktung) auf dem Markt durch.

Bis zum Ende des Geschäftsjahres 2028 strebt die Encavis AG an, das Erzeugungsportfolio auf eine installierte Gesamtleistung von 6,8 GW (Eigenbestand) auszubauen, was gegenüber der installierten Gesamtleistung Ende des GJ24 in Höhe von 2,4 GW (Eigenbestand) eine signifikante Erweiterung darstellt. Davon sind bereits 1,4 GW durch konkretisierte Pipeline-Projekte gesichert, was auf eine solide strategische Planung hinweist. Ein erheblicher Teil dieser Pipeline-Projekte konzentriert sich auf die Entwicklung neuer Solarparks in strategisch wichtigen Märkten wie Dänemark, Deutschland und Spanien.

Die Wachstumsstrategie von Encavis AG basiert auf zwei zentralen Säulen – dem Erwerb von bereits in Betrieb befindlichen Wind- und PV Parks sowie der Entwicklung neuer Wind- und Solarprojekte. Das Erzeugungsportfolio der Gesellschaft wird durch eine Diversifikation über verschiedene Projektstadien hinweg geprägt. Es umfasst bestehende, in Betrieb befindliche Anlagen (Commercial Operation Date, COD) und wird systematisch durch Projekte in frühen Entwicklungsphasen, baureife Vorhaben (RtB-Stadium) sowie solche, die sich aktuell im Bau befinden (Under Construction, U/C), ergänzt.

Das stark wachsende Service-Segment mit dem Schwerpunkt auf den operativen Betrieb und die technische Wartung von Solaranlagen wird von der Tochtergesellschaft Stern Energy S.p.A. und weiteren Service-Gesellschaften betrieben. Um technische Dienstleistungen des Konzerns weiter zu stärken und das Betriebs- und Wartungs-Geschäft zu einer führenden Plattform für Solar-services für Drittkunden in Europa auszubauen, hat das in Parma (Italien) ansässige Unternehmen bereits Niederlassungen in Deutschland, den Niederlanden, Großbritannien und Frankreich aufgebaut und wird ebenso in Spanien und Dänemark expandieren.

Für institutionelle Investoren bietet die Encavis AG über die Tochtergesellschaft Encavis Asset Management AG die Möglichkeit, in Anlagen zur Erzeugung erneuerbarer Energien zu investieren. Im Segment Asset Management werden alle Dienstleistungen in diesem Geschäftsbereich zusammengefasst, was die Initiierung von Fonds beziehungsweise die individuelle Gestaltung und Strukturierung sonstiger Investitionen für professionelle Anleger im Bereich erneuerbare Energien sowie den Betrieb der von diesen Anlegern gehaltene Anlagen bedeutet.

Das Portfolio der Encavis AG umfasst rund 240 Solar- und 100 Windparks in Deutschland, Italien, Frankreich, Großbritannien, Österreich, Finnland, Schweden, Dänemark, den Niederlanden, Spanien, Irland und Litauen. Von den im Portfolio enthaltenen Parks entfallen rund 35 Solar- und 50 Windparks im Rahmen des Segments Asset Management auf Dritte. Die Beteiligung von Dritten soll systematisch ausgebaut werden.

Die geografischen Märkte der Encavis AG stellen eine wesentliche Grundlage des Geschäftsmodells dar. Zum Dezember 2024 entfallen 30 % der installierten Gesamtleistung auf Deutschland, gefolgt von Spanien mit 23 %, Dänemark und Frankreich mit jeweils 10 %, sowie den Niederlanden mit 9 %. Die strategische Fokussierung auf diese Regionen ist vor dem Hintergrund ihres stabilen wirtschaftlichen Umfelds sowie ihrer verlässlichen Investitions- und Rahmenbedingungen nachvollziehbar.

Die Encavis AG leistet mit der Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien einen bedeutenden Beitrag für eine nachhaltige und saubere Energieversorgung. Die gesamte Stromproduktion im Jahr 2024 betrug ca. 3,305 GWh. Davon entfallen rund 2,019 GWh auf die PV Parks und 1,286 GWh auf Windparks.

Die verfügbaren Vertriebskanäle oder Vergütungssysteme für erneuerbare Energien sind maßgeblich von den rechtlichen Rahmenbedingungen der jeweiligen Länder abhängig. Die Encavis AG nutzt für den Vertrieb der erzeugten Energie verschiedene Vertriebskanäle.

- Das **Marktprämienmodell (FIT premium)** kombiniert den Marktpreis für Strom mit einer zusätzlichen Prämie, um die wirtschaftliche Rentabilität erneuerbarer Energieanlagen zu gewährleisten und gleichzeitig eine stärkere Marktintegration zu fördern. Der Verkauf des Stroms erfolgt an der Strombörse über ein Auktionsverfahren. Betreiber erhalten neben den Markteinnahmen eine Zusatzvergütung, falls der Marktpreis unterhalb eines festgelegten Referenzwertes liegt.
- Das **Contract for Difference (CfD)** ähnelt dem Marktprämienmodell. Wenn allerdings der Marktpreis über dem Referenzpreis liegt, muss die Encavis AG die überschüssigen Einnahmen zurückzahlen.
- Ein **Power Purchase Agreement (PPA)** ist ein langfristiger Vertrag zwischen der Encavis AG und einem Abnehmer, bei dem die jeweils produzierte Menge an Strom zu einem vorher vereinbarten Preis (Preisfixierung) über einen bestimmten Zeitraum gehandelt wird. PPAs bieten den Erzeugern langfristige Planungssicherheit und stabile Einnahmen.
- **Renewable Obligation Certificates (ROC)** sind handelbare Zertifikate, die die Encavis AG für den aus erneuerbaren Energiequellen erzeugten und am Markt verkauften Strom erhält. Energieversorger sind verpflichtet, eine bestimmte Anzahl solcher Zertifikate nachzuweisen.
- Bei der **Direktvermarktung** wird der Strom auf dem Großhandelsmarkt vermarktet, wo Preise anhand des Merit-Order-Modells bestimmt werden.

Die Encavis AG ordnet dem Segment Service auch ihre Aktivitäten zu Batteriespeicherlösungen (Battery Energy Storage Systems, „BESS“) zu. Batteriespeicherlösungen sorgen für eine höhere Netzstabilität, indem Schwankungen im Stromnetz ausgeglichen und negative Strompreise vermieden werden. Auskunftsgemäß sind die BESS nicht an spezifische PV- oder Windparks der Encavis AG gekoppelt.

Die Encavis AG plant künftig Fondsinvestoren über Minderheitsbeteiligungen an Bestandsparks zu beteiligen. Zielsetzung ist dabei, zusätzliche Mittel für das beabsichtigte Unternehmenswachstum zu generieren.

d) Prüfung der Vollständigkeit

Die Vollständigkeit des Bewertungsobjekts haben wir auf Basis der vorgelegten Informationen, insbesondere der Prüfungsberichte zum Konzernabschluss, sowie ergänzend erteilter Auskünfte der Encavis AG geprüft. Nach unseren im Rahmen der Prüfung gewonnenen Erkenntnissen wird das Bewertungsobjekt im Rahmen der von A&M durchgeführten Bewertung vollständig abgebildet.

6.2. Bewertungsstichtag

Bewertungsstichtag für die angemessene Abfindung ist der 16. Juli 2025. Dies ist nach § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG zutreffend, da dies der Tag ist, an dem die Hauptversammlung der Encavis AG über die Übertragung der Aktien beschließen soll.

Die Bewertungsgutachterin hat als technischen Bewertungsstichtag den 31. Dezember 2024 festgelegt und die künftig zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse geometrisch auf diesen Stichtag abgezinst. Der sich zum 31. Dezember 2024 ergebende Zukunftserfolgswert wurde davon ausgehend auf den 16. Juli 2025 aufgezinst.

Unter Berücksichtigung eines Zinssatzes von 5,44 % für die Encavis AG und 197 Tagen vom 31. Dezember 2024 bis zur Hauptversammlung ergibt sich für die Encavis AG folgender Aufzinsungsfaktor:

$$\text{geometrische Aufzinsung: } 1,029 = (1 + 5,44 \%)^{197/365}$$

Diese Vorgehensweise halten wir für sachgerecht. Wir haben uns von der rechnerischen Richtigkeit der Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag und der vorausgehenden Abzinsung überzeugt.

6.3. Ertragswert

a) Analyse der Vergangenheitsergebnisse

Zur Einschätzung der vorhandenen Ertragskraft und zur Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnung hat die Bewertungsgutachterin ausgehend von den Finanzdaten des Bewertungsobjekts für die GJ22 bis GJ24 die Vergangenheitsergebnisse analysiert und Aufwendungen und Erträge aufgegliedert, bereinigt und erläutert, um die in der Vergangenheit für den Geschäftsverlauf ursächlichen Ertrags- und Aufwandsposten zu identifizieren.

Für die Prüfung der Vergangenheitsanalyse standen uns die nach den IFRS aufgestellten Konzernabschlüsse für die GJ22 bis GJ24 sowie die nach HGB aufgestellten Jahresabschlüsse der GJ22 bis GJ24 zur Verfügung. Die Abschlüsse der GJ22, GJ23 und GJ24 wurden gemäß § 315e Abs. 1 HGB in Verbindung mit §§ 316 ff. HGB geprüft. Zudem wurden uns verschiedene Auswertungen aus dem internen Rechnungswesen für diesen Zeitraum zur Verfügung gestellt. Ergänzend lagen uns Details zu den in der Gutachtlichen Stellungnahme der Bewertungsgutachterin dargestellten Ergebnisbereinigungen vor. Auf dieser Basis haben wir die Analysen der Bewertungsgutachterin einer Plausibilitätsprüfung unterzogen.

Bei der Darstellung der historischen Ertragslage wird innerhalb des Konzernabschlusses eine Unterteilung der Umsatzerlöse nach Segmenten (Windparks, PV Parks, Service, Asset Management, Verwaltung) auf konsolidierter Ebene vorgenommen.

Eine ausführliche Erläuterung der Entwicklung der Finanz-, Vermögens- und Ertragslage in den GJ22 bis GJ24 findet sich in der Gutachtlichen Stellungnahme von A&M (Abschnitt 5). Wir haben diese Erläuterungen auf Basis der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen nachvollzogen und halten die Feststellungen der Bewertungsgutachterin, insbesondere zu den Ursachen der Erlös- und Ergebnisentwicklung, für sachgerecht.

Bereinigungen der Geschäftsjahre 2022 bis 2024

Nachfolgend stellen wir die Bereinigungen bestimmter wesentlicher außergewöhnlicher Ertrags- und Aufwandspositionen der Vergangenheitsergebnisse dar und erläutern diese. Dabei handelt es sich um spezifische Geschäftsvorfälle mit einmaligem, nicht-wiederkehrendem bzw. nicht-operativem Charakter, die zur Ableitung eines nachhaltigen Ergebnisniveaus zu normalisieren sind. Die folgende Darstellung zeigt die unbereinigten Umsatzerlöse sowie die operativen Bereinigungen entsprechend dem Geschäftsbericht und die von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Bereinigungen für die GJ22 bis GJ24.

	#	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24
		TEUR	TEUR	TEUR
Umsatz (unbereinigt)		487.342	469.637	407.777
Operative Bereinigungen				
Nicht operative Umsatzerlöse aus PPA-Bewertungseffekten	[1]	0	-9.041	-6.623
Umsatz - Operative Bereinigungen		0	-9.041	-6.623
Weitere Bereinigungen				
Aufwendungen Strompreisobergrenze	[2]	-24.856	-11.528	-72
Umsatz - Weitere Bereinigungen		-24.856	-11.528	-72
Bereinigungen Gesamt		-24.856	-20.569	-6.695
Umsatz (bereinigt)		462.486	449.068	401.082
<i>Umsatzwachstum (unbereinigt)</i>		<i>n/a</i>	<i>-3,6%</i>	<i>-13,2%</i>
<i>Umsatzwachstum (bereinigt)</i>		<i>n/a</i>	<i>-2,9%</i>	<i>-10,7%</i>

Quelle: Bewertungsgutachterin, eigene Darstellung.

[1] In den Bereinigungen der Umsatzerlöse sind operative Bereinigungen entsprechend dem Geschäftsbericht enthalten, die sich aus nicht operativen Umsatzerlösen aus PPA-Bewertungseffekten ergeben.

[2] Die „Aufwendungen aus der Strompreisobergrenze“ umfassen die Abschöpfungsbeträge, die im Rahmen der europaweit implementierten Systeme zur Begrenzung der Strompreise erfasst wurden. Diese Beträge wurden von den Betriebskosten für Solar- und Windparks in die Umsatzerlöse umgegliedert, da sie ökonomisch als eine Reduktion der Umsatzerlöse zu bewerten sind. Das EBITDA bleibt von dieser Umgliederung unberührt.

Die folgende Darstellung zeigt das unbereinigte historische EBITDA, von der Bewertungsgutachterin vorgenommene IFRS Bereinigungen sowie Sondereffekte für die GJ22 bis GJ24.

	#	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24
		TEUR	TEUR	TEUR
EBITDA (unbereinigt)		376.504	332.670	247.845
Operative Bereinigungen				
Nicht operative Umsatzerlöse aus PPA-Bewertungseffekten	[1]	0	-9.041	-6.623
Sonstige nicht operative Erträge	[2]	-30.894	-9.042	-15.853
Sonstige nicht operative Aufwendungen	[3]	4.412	4.663	10.080
EBITDA - Operative Bereinigungen		-26.482	-13.420	-12.395
Einmaleffekte				
Verkaufsgewinn	[4]	0	-13.465	0
Sonderreparaturen	[5]	6.767	13.312	14.859
Übernahme durch KKR	[6]	0	0	20.076
EBITDA - Einmaleffekte		6.767	-153	34.935
IFRS Bereinigungen				
IFRS Sachverhalte	[7]	-9.743	-10.578	-11.557
Wertaufholungen auf Sachanlagen	[8]	0	-1.224	-9.778
EBITDA - IFRS Bereinigungen		-9.743	-11.802	-21.335
Bereinigungen Gesamt		-29.458	-25.375	1.204
EBITDA (bereinigt)		347.046	307.295	249.049
<i>EBITDA-Marge (unbereinigt)</i>		<i>77,3%</i>	<i>70,8%</i>	<i>60,8%</i>
<i>EBITDA-Marge (bereinigt)</i>		<i>75,0%</i>	<i>68,4%</i>	<i>62,1%</i>

Quelle: Bewertungsgutachterin, eigene Darstellung.

[1] Die operativen Bereinigungen (Geschäftsbericht) enthalten nicht-operative Umsatzerlöse, die aus nicht zahlungswirksamen Erträgen resultieren und im Rahmen des Hedge Accounting für PPAs zweier spanischer Tochtergesellschaften bilanziert wurden.

[2]-[3] Zu den weiteren operativen Bereinigungen (Geschäftsbericht) zählen die sonstigen nicht operativen Erträge sowie die nicht operativen Aufwendungen. Sonstige nicht operative Erträge resultieren im Wesentlichen aus Effekten der Entkonsolidierung, Übergangsbilanzierung zur Vollkonsolidierung, dem Wertminderungsmodell nach IFRS 9 und der Fortentwicklung von PPAs. Sonstige nicht operative Aufwendungen entstehen im Wesentlichen aus der Beendigung von Swaps, dem Wertminderungsmodell nach IFRS 9 sowie der Fortentwicklung von PPAs. Die genannten Effekte stellen nicht wiederkehrende, bzw. nicht zahlungswirksame Effekte dar und wurden daher zutreffend bereinigt.

Darüber hinaus hat die Bewertungsgutachterin (im Rahmen der operativen Bereinigungen gemäß Geschäftsbericht) Verkaufsgewinne aus der Veräußerung von Windparkgesellschaften, Sonderreparaturen im Bereich der Solarparks, Wertaufholungen auf Sachanlagen und die mit der Übernahme durch KKR verbundenen Personalaufwendungen (z. B. Retention-Boni und Ausübung von Mitarbeiteraktienoptionen), Beratungskosten, sowie IFRS 16-Sachverhalte bereinigt.

[4] Verkaufsgewinne ergeben sich aus der Veräußerung von drei Windparkgesellschaften in Deutschland.

[5] Im Betrachtungszeitraum sind Sonderreparaturen in Höhe von TEUR 6.767 (GJ22), TEUR 13.312 (GJ23) bzw. TEUR 14.589 (GJ24) bei PV Parks angefallen. Diese Sonderreparaturen sind zum Großteil als Optimierungsmaßnahmen zu verstehen die in den PV Parks umgesetzt werden, um die Leistungsfähigkeit der Anlagen zu steigern oder zur Erfüllung gesetzlicher Vorgaben. Die Sonderreparaturen enthalten auch die Beseitigung von Schäden an Anlagen nach einem Waldbrand. Da es sich um Einmaleffekte handelt, die nicht in die geplanten operativen Kosten eingeflossen sind, wurde dieser Sachverhalt von der Bewertungsgutachterin bereinigt.

[6] Laut Management haben sich im GJ24 Kosten in Höhe von TEUR 20.076 ergeben, die im Rahmen der Transaktion mit KKR entstanden sind. Davon entfallen rund TEUR 9.789 auf Personalaufwendungen, wie Retention-Boni sowie Mitarbeiteraktienoptionen. Weitere Kosten in Höhe von TEUR 3.066 sind im Rahmen der Transaktion für Rechts- und Beratungskosten angefallen, sowie TEUR 7.067 für weitere sonstige Beratungskosten. Die Kosten wurden von der Bewertungsgutachterin als einmalige Aufwendungen identifiziert und entsprechend bereinigt.

[7] In der Unternehmensplanung wurden keine Leasingverbindlichkeiten nach IFRS 16 für die bestehenden Pachtverhältnisse berücksichtigt. Entsprechend wurden von der Bewertungsgutachterin die Pachtkosten ohne die Berücksichtigung von IFRS 16 dargestellt.

[8] Im GJ23 beinhaltet die Position Erträge aus Wertaufholungszuschreibungen auf Energieerzeugungsanlagen in Höhe von TEUR 1.224. Wertaufholungen auf Sachanlagen beliefen sich im GJ24 auf TEUR 9.778. Diese Wertaufholungen betreffen Assets, für die in der Vergangenheit eine Wertminderung erfasst wurde.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Ergebnisse der Vergangenheit mit den entsprechenden Konzernabschlüssen abgestimmt. Ferner haben wir die möglichen zu bereinigenden Sachverhalte mit der Bewertungsgutachterin diskutiert. Zudem haben wir die von der Bewertungsgutachterin dargestellten Bereinigungen nachvollzogen. Wir halten die vorgenommenen Bereinigungen sowie die Ausführungen zur Ertragslage durch die Bewertungsgutachterin für vollständig und sachgerecht.

b) Markt- und Wettbewerbsverhältnisse

Neben der Analyse des historischen Geschäftsverlaufs dient zum Grundverständnis für die Plausibilisierung einer Unternehmensplanung die Kenntnis des für das Bewertungsobjekt relevanten Markt- und Wettbewerbsumfelds. In der Gutachtlichen Stellungnahme von A&M ist eine Erläuterung des für die Encavis AG relevanten Markt- und Wettbewerbsumfelds enthalten. Auf Basis der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen sowie eigener Recherchen haben wir die Ausführungen der Bewertungsgutachterin gesichtet und um eigene Analysen ergänzt.

Makroökonomische Entwicklung

Die wirtschaftliche Entwicklung im Jahr 2024 steht unter dem Einfluss globaler und regionaler geopolitischer Herausforderungen. Beispiele sind Handelskriege in Nord- und Mittelamerika sowie China und der weiter bestehende Ukraine-Krieg. Darüber hinaus trägt die Unberechenbarkeit der US-amerikanischen Zollpolitik zu einer erhöhten Unsicherheit bei. In Teilen Europas führte der Ukraine-Krieg seit 2022 zu erheblich gestiegenen Energiekosten. Die hohe Abhängigkeit Deutschlands von Energieimporten wurde durch den Ukraine-Krieg deutlich und führte seit 2022 zu einem steigenden Ausbautempo bei alternativen Energieerzeugungsanlagen.

Das globale Wirtschaftswachstum, gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP), ist laut dem Internationalen Währungsfonds (IWF) im Jahr 2024 auf 3,3 % leicht zurückgegangen, nach einem Wachstum von 3,5 % im Jahr 2023. Für 2025 und die folgenden Jahre bis 2027 prognostiziert der IWF eine stabile Wachstumsrate von rund 2,8 % bis 3,2 % pro Jahr. Diese moderate Wachstumsprognose spiegelt die sich stabilisierenden, aber unsicheren globalen Märkte wider. Für die Jahre 2028 bis 2029 veranschlagt der IWF globale Wachstumsraten von 3,2 %, die deutlich über den Prognosen für die EU und die für die Encavis relevanten Märkte liegen.⁹⁷

Insgesamt war die deutsche Industrie 2024 mit einer schwachen Auftragslage und unterausgelasteten Kapazitäten konfrontiert. Hingegen waren die Dienstleistungsbereiche im vergangenen Jahr Wachstumsträger der deutschen Wirtschaft.⁹⁸ Das verarbeitende Gewerbe verzeichnete 2024 einen Auftragsrückgang von 3 % und einen um 4 % rückläufigen Umsatz.⁹⁹ Der Dienstleistungsbereich hatte 2024 einen Anteil von 70,6 % an der Bruttowertschöpfung in Deutschland.¹⁰⁰ Diese Ausgangslage hat bedeutenden Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland, Europa und der Welt und wird voraussichtlich auch für die mittelfristige volkswirtschaftliche Entwicklung in Deutschland und Europa von Bedeutung sein.¹⁰¹

Die folgende Darstellung zeigt das historische Wachstum des realen BIP ausgewählter Volkswirtschaften bzw. der relevanten Märkte der Encavis AG in den Jahren 2022 bis 2024 sowie Prognosen des IWF für die Jahre 2025 bis 2029.

	Ist 2022	Ist 2023	Ist 2024	Progn. 2025	Progn. 2026	Progn. 2027	Progn. 2028	Progn. 2029
Eurozone	3,5%	0,4%	0,9%	0,8%	1,2%	1,3%	1,3%	1,2%
Deutschland	1,4%	-0,3%	0,0%	0,8%	1,4%	1,1%	0,8%	0,7%
Welt	3,6%	3,5%	3,3%	2,8%	3,0%	3,2%	3,2%	3,2%

Quelle: IWF, April 2025, World Economic Outlook Database.

⁹⁷ IWF (April 2025): World Economic Outlook.

⁹⁸ Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz (November 2024): Die wirtschaftliche Lage in Deutschland im November 2024.

⁹⁹ Destatis (Februar 2025): Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe im Dezember 2024: +6,9% zum Vormonat.

¹⁰⁰ Statista (März 2025): Anteil der Wirtschaftsbereiche an der Bruttowertschöpfung in Deutschland im Jahresvergleich von 1994, 2004, 2014 und 2024.

¹⁰¹ Ifo (Februar 2025): Geopolitische Risiken für Deutschland und Europa - was bedeuten sie für die Wirtschaft?, S. 7.

Für die Eurozone geht die EU-Kommission für 2025 von einem BIP-Wachstum von 1,6 % aus.¹⁰² Laut der EU-Kommission war das Wachstum 2022 noch getrieben von Nachholeffekten der COVID-19 Pandemie, welche Ende 2022 weitgehend überwunden werden konnte. Die seitdem nahezu stagnierende Entwicklung des BIP ist insbesondere die Folge von sinkender Auslandsnachfrage und restriktiver Geldpolitik. In der zweiten Jahreshälfte 2023 entging die EU-Wirtschaft nur knapp einer technischen Rezession (zwei aufeinanderfolgende Quartale mit rückläufigem BIP).¹⁰³ Dabei blieben nicht nur Konsum und Investitionen hinter den Erwartungen zurück, sondern auch die Importe sanken 2023 stärker, da eine schwache inländische Nachfrage nach Gütern aus dem Ausland bestand. Die Exporte sanken hingegen weniger als die Importe, was zu einem positiven Außenbeitrag führte, der das BIP stützte.¹⁰⁴ Für 2024 erwartete die EU-Kommission eine leichte Erholung, unterstützt durch steigende Reallöhne und eine insgesamt robuste Arbeitsmarktlage, die den privaten Konsum ankurbeln sollte.¹⁰⁵ Steigende Investitionen aufgrund sich langsam verbessernder Kreditbedingungen sowie die Umsetzung des 2021 durch die EU gegründeten Wiederaufbaufonds „Next Generation EU“ und eine Normalisierung der außereuropäischen Nachfrage werden als weitere wachstumsstimulierende Faktoren genannt.

Die deutsche Wirtschaft zeigte im Jahr 2024 eine Seitwärtsbewegung von 0,01 % im Vergleich zum Vorjahr.¹⁰⁶ Dies wird durch eine moderate Zunahme der Konsumausgaben und eine Stärkung der Exporte getragen. Allerdings bleiben die Investitionen in den Wohnungsbau und Unternehmensinvestitionen weiterhin schwach, was das langfristige Wirtschaftswachstum dämpft. So prognostiziert die deutsche Bundesbank ein verhaltenes Wachstum von lediglich 0,2 % für das Jahr 2025, und zuletzt korrigierte auch die Bundesregierung ihre Prognose von zuvor 1,1 % für das Jahr 2025 auf nur noch 0,3 % Wachstum.¹⁰⁷ Die Prognosen der Bundesbank für 2026 und 2027 zeigen eine leichte Erholung mit Wachstumsraten von 0,8 % und 0,9 %.¹⁰⁸

Im Hinblick auf die Inflation hat die weltweite Teuerung nach dem drastischen Anstieg in den Jahren 2022 und 2023, der durch den Ukraine-Krieg und die damit verbundenen Energiepreiserhöhungen ausgelöst wurde, eine Beruhigung erfahren. Die Inflation in der Eurozone ging von 8,38 % im Jahr 2022 auf 5,42 % im Jahr 2023 und auf 2,36 im Jahr 2024 zurück. In Deutschland lag die Inflationsrate 2024 bei 2,49 %, was eine deutliche Entspannung im Vergleich zu den Vorjahren darstellt. Der Rückgang ist maßgeblich auf die Stabilisierung der Energiepreise und die geldpolitischen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank zurückzuführen.¹⁰⁹

¹⁰² Europäische Kommission (November 2024): Herbstprognose.

¹⁰³ Europäische Kommission (Februar 2024): Winterprognose.

¹⁰⁴ Destatis (Januar 2024): Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2023 um 0,3% gesunken.

¹⁰⁵ Europäische Kommission, 2024, Herbstprognose 2024: Allmähliche Erholung unter widrigen Bedingungen.

¹⁰⁶ IWF, Oktober 2024, World Economic Outlook Database.

¹⁰⁷ Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz, 2025, Jahreswirtschaftsbericht 2025.

¹⁰⁸ Bundesbank, 2024, Deutschland-Prognose der Bundesbank.

¹⁰⁹ IWF, Oktober 2024, World Economic Outlook.

	Ist 2022	Ist 2023	Ist 2024	Progn. 2025	Progn. 2026	Progn. 2027	Progn. 2028	Progn. 2029
Eurozone	8,4%	5,4%	2,4%	2,1%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
Deutschland	8,7%	6,0%	2,5%	2,1%	1,9%	2,1%	2,2%	2,2%
Welt	8,6%	6,6%	5,7%	4,3%	3,6%	3,3%	3,2%	3,2%

Quelle: IWF, April 2025, World Economic Outlook Database.

Insgesamt war die volkswirtschaftliche Entwicklung 2024 von einer moderaten Stabilisierung geprägt, die jedoch durch eine Kombination aus steigendem Konsum, gedämpfter Inflation und anhaltenden globalen Unsicherheiten bestimmt wurde.¹¹⁰ Während die globalen Wachstumsprognosen leicht positiv bleiben, stellt sich die wirtschaftliche Lage in der Eurozone und in Deutschland als verhalten dar. Die Märkte sind weiterhin von geopolitischen Spannungen und den Auswirkungen der vergangenen Krisen geprägt, wobei eine stärkere Erholung erst ab den Jahren 2026 und 2027 erwartet wird.

Marktanalyse

Die zukünftige Entwicklung der Encavis AG hängt maßgeblich von der Entwicklung der relevanten Absatzmärkte ab, wobei insbesondere der deutsche, italienische, französische, spanische und englische Markt von Bedeutung sind. Betrachtet man die geografische Verteilung der Umsatzzanteile der Encavis AG, so entfallen 31 % auf den deutschen Markt, 26% auf den italienischen Markt und 43 % auf das übrige europäische Ausland und Großbritannien. Diese Betrachtung stellt eine Momentaufnahme aus dem Jahr 2024 dar.

Auf EU-Ebene, dem Hauptmarkt des Stromerzeugungsgeschäfts der Encavis AG, machen erneuerbare Energien den größten Anteil der Stromerzeugung aus. Insgesamt belief sich im Jahr 2024 die Stromerzeugung der EU auf 2.870 TWh, wobei rund 45 % davon aus erneuerbaren Energiequellen stammen. Weitere 35 % entfielen auf fossile Brennstoffe und 20 % auf Kernenergie.¹¹¹ Der Anteil an erneuerbaren Energiequellen wird in den kommenden Jahren weiter zunehmen, da die EU das bis 2050 zu erreichende Ziel der Klimaneutralität ausgegeben hat.¹¹²

Insbesondere Windkraft sowie Solarstrom zählen zu den wichtigsten Energieträgern bei der Nettostromerzeugung in der EU. Die Nettostromerzeugung berücksichtigt dabei die gesamte produzierte Energie abzüglich der verbrauchten Energie während des Produktionsprozesses. Von 2022 bis 2024 ist der Anteil von Windkraft an der Nettostromerzeugung von 14,3 % auf 16,2 % gestiegen. Im Bereich der Windenergie nehmen Off-Shore-Anlagen eine marginale Rolle ein, weshalb der Schwerpunkt der Analyse auf der Weiterentwicklung von On-Shore-Anlagen liegt. Die Bedeutung von Solar als Energieträger hat von 7,3 % in 2022 auf 9,1 % in 2024 zugenommen.¹¹³

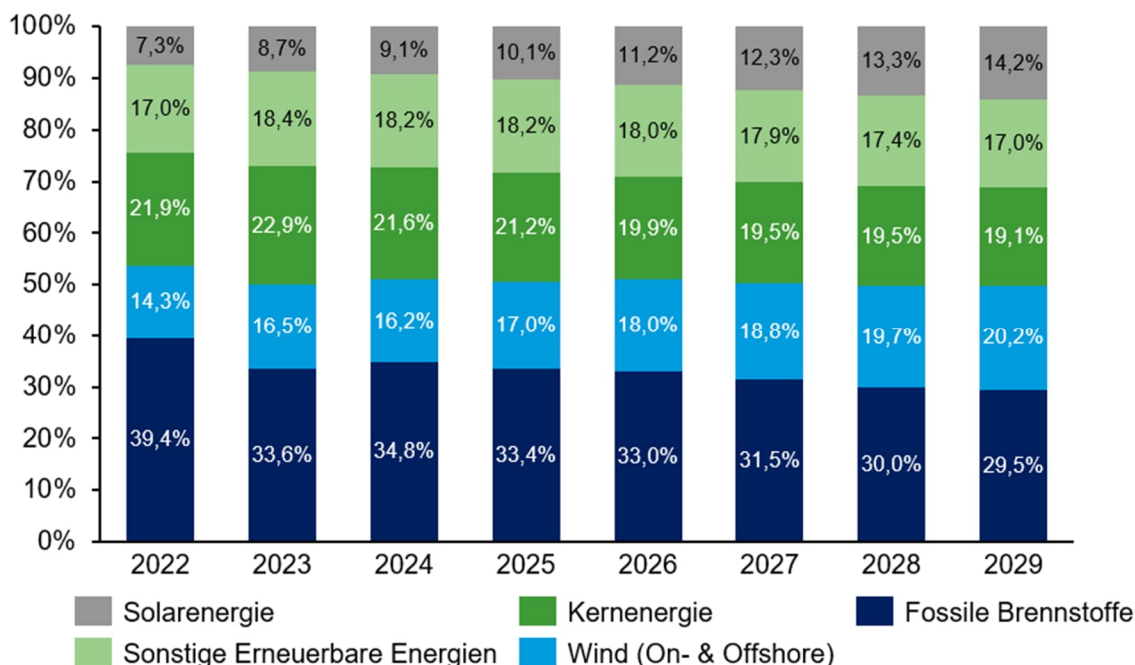
¹¹⁰ IWF, Oktober 2024, World Economic Outlook.

¹¹¹ Statista, 2025, Energie - EU-27.

¹¹² Consilium Europa (April 2025): Wie wird Strom in der EU erzeugt und verkauft?

¹¹³ Statista (2025): Anteil der Energieträger an der Nettostromerzeugung in der EU in den Jahren von 2022 bis 2024

In % der EU - Nettostromerzeugung



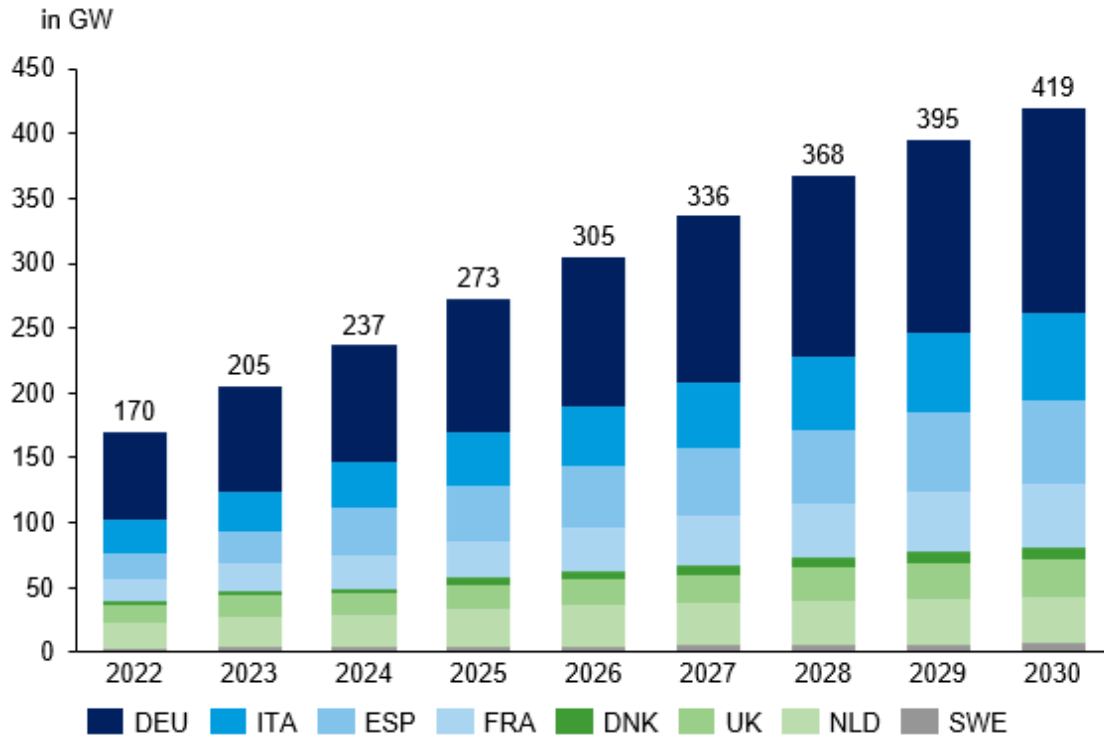
Quelle: Statista, 2025, Energie - EU-27, Windkraft - EU-27, Solarenergie - EU-27.

Der Strommix der EU ist in den jeweiligen Mitgliedsstaaten noch unterschiedlich. Für die Encavis AG ergeben sich daraus Wachstumsmöglichkeiten in den entsprechenden Regionen. Deutschland und Italien, als größte Märkte der Encavis AG, haben im Jahr 2023 mit 54 % bzw. 45 % einen ähnlichen Anteil erneuerbarer Energien am Strommix. Insbesondere in Frankreich, als weiterem wesentlichen Markt, ist der Strommix mit einem Anteil von nur 27 % noch unterproportional von erneuerbaren Energien geprägt. Demgegenüber haben erneuerbare Energien in Dänemark bereits einen Anteil von 89 % am Strommix des Landes.¹¹⁴

Die folgende Abbildung zeigt die historische sowie prognostizierte Entwicklung der installierten Solarkapazität in den Ländern, in denen die Encavis AG tätig ist, für den Zeitraum von 2022 bis 2030. Die dargestellten Prognosen basieren auf Analysen des auf den Energiesektor spezialisierten Beratungs- und Marktforschungsunternehmens Aurora Energy Research (Aurora).

¹¹⁴ Consilium Europa (April 2025): Wie wird Strom in der EU erzeugt und verkauft?

Installierte Solarkapazität

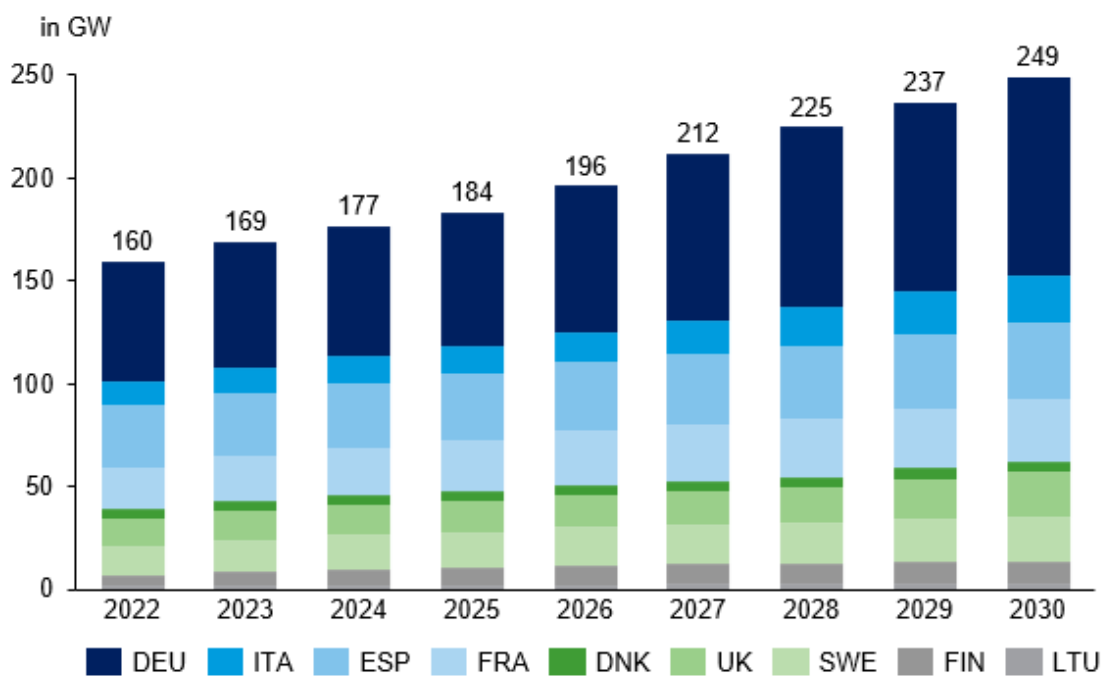


Quelle: Statista, Aurora (Apr25), RSM Ebner Stolz

Aurora prognostiziert für die Länder, in denen Encavis tätig ist, eine kontinuierliche Zunahme der installierten Solarkapazität, die bis zum Jahr 2030 auf 419 GW ansteigen soll. Dies entspricht einem CAGR von 10,0 % für den Zeitraum 2024 bis 2030. Der Anstieg ergibt sich insbesondere durch die Wachstumsdynamik in Deutschland, Frankreich und Italien.

Gleichermaßen wurde die entsprechende Entwicklung der installierten Windkapazität in der nachfolgenden Abbildung abgeleitet.

Installierte Windkapazität



Quelle: Statista, Aurora (Apr25), RSM Ebner Stolz

Die installierte Onshore-Windkapazität in den ausgewiesenen Ländern wird voraussichtlich von 177 GW im Jahr 2024 auf 249 GW im Jahr 2030 anwachsen, was einem CAGR von 5,9 % entspricht. Dieses Wachstum wird insbesondere durch den verstärkten Ausbau der Windenergie in Deutschland, Frankreich und Italien beeinflusst.

Generelle Markttreiber

Die zukünftige Entwicklung des Energiemarktes, insbesondere im für die Encavis AG relevanten Bereich, hängt maßgeblich von der Regulatorik und der erforderlichen Versorgungssicherheit ab. Somit sind die relevanten gesetzlichen Vorgaben und technologische Fortschritte die wesentlichen Treiber für das Angebot an erneuerbaren Energien und die zukünftigen Marktpreise.

Für die relevanten Märkte der Encavis AG lässt sich feststellen, dass sich das Angebot erneuerbarer Energien erhöhen wird.¹¹⁵ Diese Entwicklung ist insbesondere auf den von der EU verabschiedeten „Green Deal“ zurückzuführen, der eine Reduktion der Treibhausgasemissionen um 55 % bis 2030 vorsieht.¹¹⁶ Darüber hinaus wird in Deutschland die Erzeugung erneuerbarer Energien über eine im Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) geregelte Subventionierung gefördert.¹¹⁷ Die Subventionen umfassen garantierte Einspeisevergütungen, die an Betreiber von Anlagen zur Stromerzeugung aus erneuerbaren Quellen gezahlt werden. Diese Vergütungen sichern den Betreibern für einen Zeitraum von in der Regel 20 Jahren eine feste Abnahme und Vergütung ihres

¹¹⁵Statista (Februar 2025): Energy - Europe

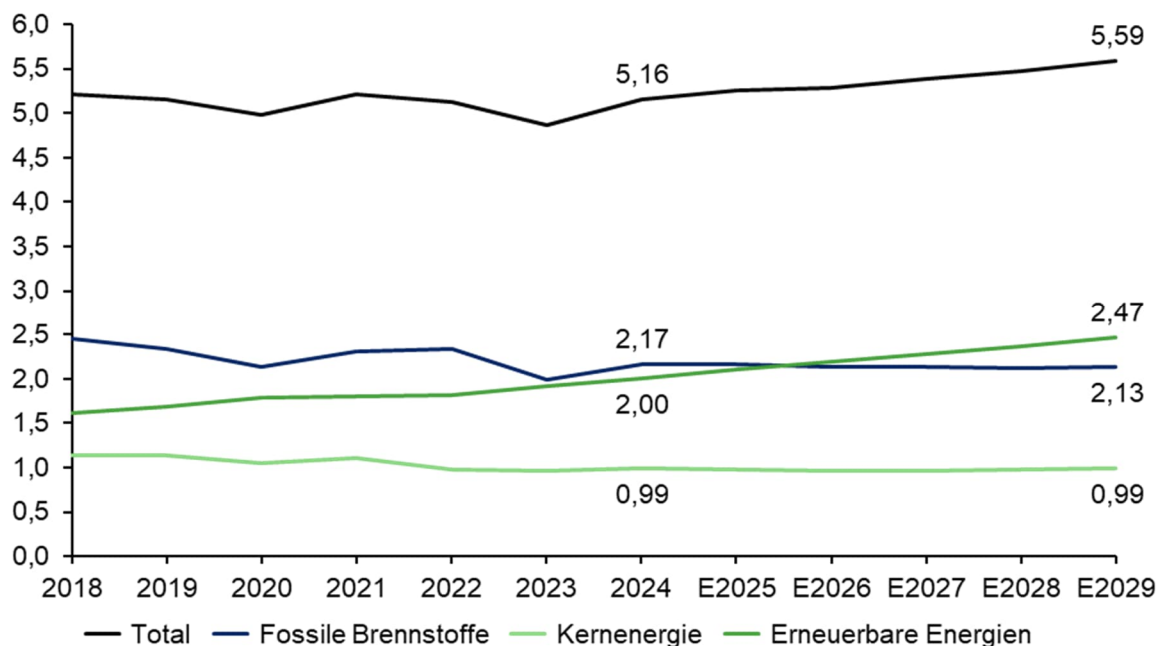
¹¹⁶Europäische Kommission (Oktober 2023): Umsetzung des europäischen Grünen Deals

¹¹⁷Bundesministerium der Finanzen (Mai 2022): Glossar

erzeugten Stroms zu. Durch das EEG sollen erneuerbare Energiequellen im Netz Vorrang haben sowie höhere Vergütungen für Solaranlagen ermöglichen, die schon vor 2025 an das Netz gebunden wurden. Das Ziel ist dabei, den Ausbau zu fördern und die Abhängigkeit von fossilen Energieträgern zu verringern.¹¹⁸

Der Anteil erneuerbarer Energien sollte im Jahr 2026 den Anteil fossiler Brennstoffe überholt haben. Verschärfend verabschiedete die EU im Jahr 2023 die überarbeitete Fassung der Erneuerbare-Energien-Richtlinie, bekannt als „RED III“ (Renewable Energy Directive III). Mit dieser Revision wurde das sektorübergreifende Ziel für den Anteil erneuerbarer Energien in der EU bis zum Jahr 2030 signifikant auf 42,5 % erhöht. Durch diese Rahmenbedingungen erweitert sich das Potential im Bereich der Solar- und Windenergie für die Encavis AG. Die folgende Abbildung veranschaulicht die Entwicklung der Nettostromerzeugung in Europa, angegeben in Billionen kWh, für den Zeitraum von 2018 bis 2024 sowie die prognostizierte Entwicklung für die Jahre 2025 bis 2029.

Nettostromerzeugung in Billionen kWh

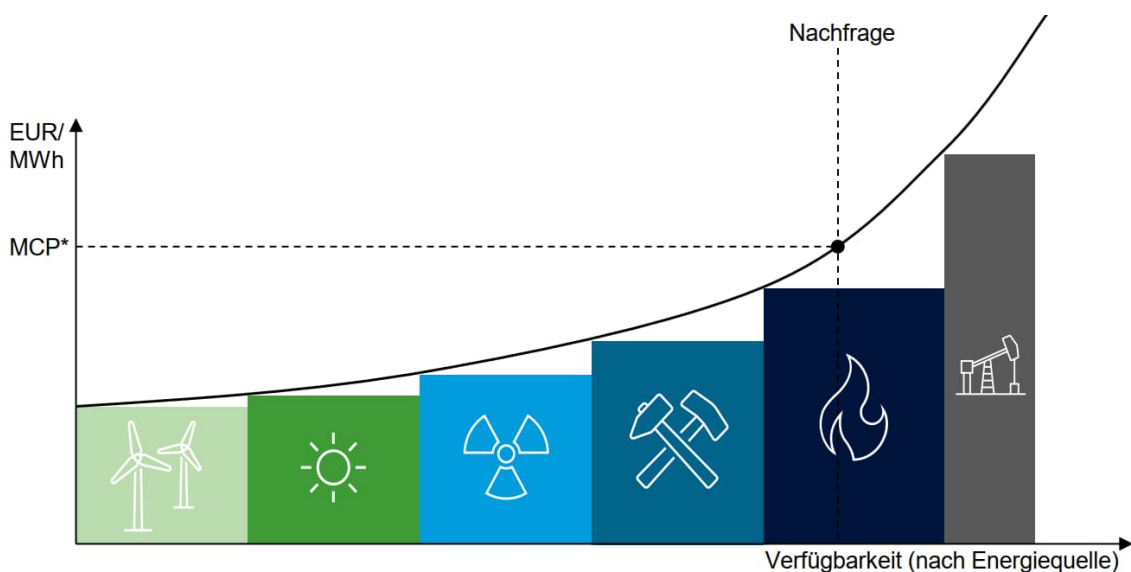


Quelle: Statista, 2025, Energie - Europa

Der Anstieg der weltweiten Stromnachfrage liegt laut einer Studie der Internationalen Energieagentur (IEA) an einem zunehmenden Einsatz von Strom in der industriellen Produktion, insbesondere in aufstrebenden Volkswirtschaften. Zudem steigt die Elektrifizierung des Verkehrssektors, speziell durch Elektroautos und Batterien. Ebenso tragen Rechenzentren und die digitale Infrastruktur zu dieser Entwicklung bei, da eine wachsende Nachfrage durch die Expansion von Rechenzentren (getrieben durch den Einsatz von künstlicher Intelligenz), 5G-Netzen und weiteren digitalen Technologien entsteht.

¹¹⁸Bundesregierung (März 2023); Ausbau erneuerbarer Energien massiv beschleunigen

Das **Merit-Order-Modell** (Reihenfolge nach Verdienst) findet Anwendung bei der Bestimmung der Großhandelspreise für Strom. Hierbei reduziert sich der Strompreis durch die zunehmende Einspeisung erneuerbarer Energien mit sehr niedrigen Grenzkosten für die Abnehmer (dazu nachfolgende Grafik). Die Grenzkosten im Merit-Order-Modell werden ausschließlich durch variable Kosten definiert, etwa Kosten für Brennstoffe oder Emissionszertifikate, während Fixkosten wie Bau- oder Rückbaukosten keine Berücksichtigung finden. Das Kraftwerk welches zuletzt zur Deckung der Nachfrage benötigt wird, hat die höchsten Grenzkosten und wirkt in diesem Modell preisbestimmend. Auch die Anlagen mit niedrigeren Grenzkosten erhalten den Marktpreis, der die Stromnachfrage und das -angebot ausgleicht.



*Der Market-Clearing-Price (MCP) beschreibt das letzte Angebot an der Strombörse, welches einen Zuschlag zur Einspeisung erhält.

Quelle: RSM Ebner Stolz

Die Strompreise in Europa und speziell in Deutschland zeigen einen signifikanten Rückgang im Vergleich zu den historischen Höchstständen des Jahres 2022, weisen jedoch weiterhin ein Preisniveau oberhalb der vorpandemischen Werte auf. Im Zeitraum der zweiten Jahreshälfte 2024 sowie zu Beginn des Jahres 2025 stiegen die durchschnittlichen Strompreise, welche im Februar 2025 einen Wert von EUR 140,42 / MWh erreichten. Trotz dieser Zunahme stellt dies einen signifikanten Rückgang gegenüber dem Rekordwert von über EUR 469 / MWh in Deutschland dar, welcher im August 2022 verzeichnet wurde. Wesentliche Treiber dafür sind der Handel mit CO²-Zertifikaten sowie der Ukraine-Krieg.¹¹⁹ Der Anstieg erneuerbarer Energien konnte diesem Effekt entgegenwirken.¹²⁰ Der Zubau erneuerbarer Energien erfolgte in Teilen Europas wegen des Wegfalls von Gaslieferungen aus Russland bis in das Jahr 2024 deutlich schneller als erwartet.¹²¹

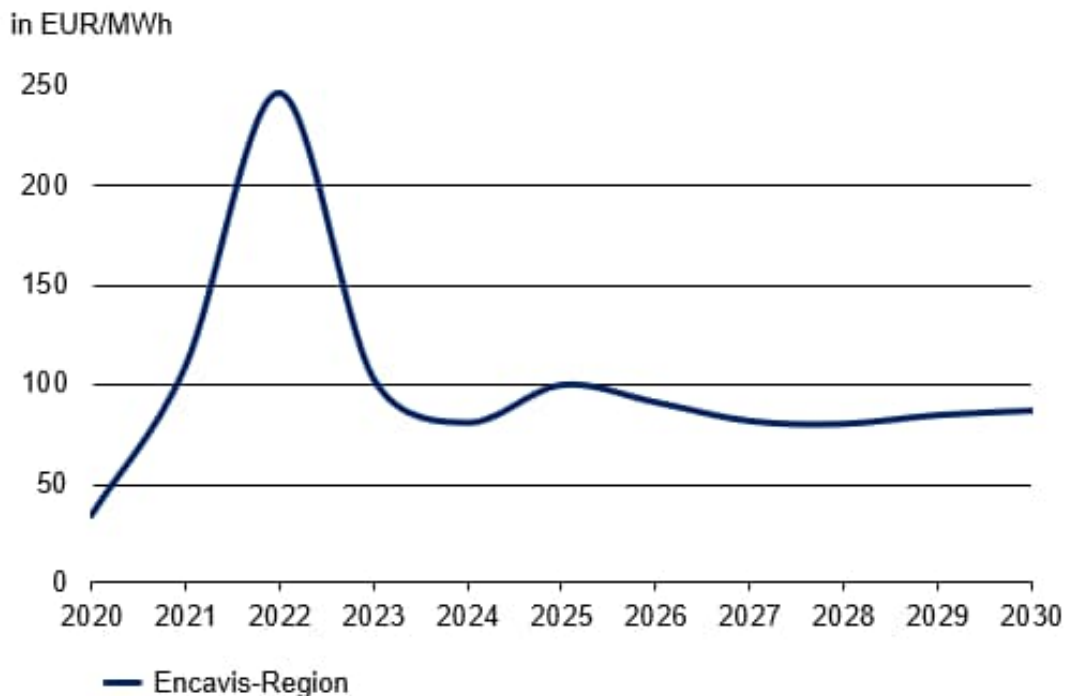
¹¹⁹Energy Brainpool (Dezember 2022): Krieg, Gasknappheit und Extrempreise: 2022 wirft Energiemärkte aus der Bahn

¹²⁰Zeit (November 2023): Erneuerbare Energien lassen Strompreise sinken

¹²¹Bundesamt für Wirtschaft und Klimaschutz (Januar 2025): Ausbau Erneuerbarer Energien 2024

In der EU sind die Mitgliedstaaten vom Preis der CO²-Zertifikate betroffen. 2023 lag dieser Zertifikatspreis auf einem Rekordhoch.¹²² Der auf EU-Ebene beschlossene Green Deal und der damit verbundene Ausbau des Anteils erneuerbarer Energien am Energiemix wirkt somit preistreibend.¹²³

Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der durchschnittlichen Großhandelspreise für Strom in der Encavis-Region im Zeitraum von 2020 bis 2030. Dabei wurde eine Gewichtung gemäß der Kapazität von Encavis in den jeweiligen Regionen zum Ende des Geschäftsjahres 2024 vorgenommen.



Quelle: Statista (Apr25); Aurora (Apr25); RSM Ebner Stolz Analyse. Strommarktpreise wurden anhand der gewichteten Gesamtkapazitäten des Jahres 2024 ermittelt.

Im Jahr 2025 wird ein Anstieg der Strommarktpreise erwartet. Die Stromerzeugung aus Gas wurde zuletzt in Nordeuropa, insbesondere auch in Deutschland, erhöht, was die regionalen Gaspreise auf den höchsten Stand seit Anfang 2023 ansteigen ließ. Ebenso waren die Strompreise Ende 2024 deutlich günstiger gegenüber dem Frühjahr 2025 aufgrund von vielen Stunden mit negativen Strompreisen. Auslöser dieses Ereignisses war ein hoher Anteil an Windenergie zu dieser Zeit, die nicht direkt verbraucht oder gespeichert werden konnte.¹²⁴

¹²²Energie & Management (Juli 2024): CO₂-Zertifikate-Preise im EU-ETS 2022 bis 2024

¹²³Europäischer Rat (April 2025): Energiepreise und Versorgungssicherheit

¹²⁴Agrarheute (März 2025): Strompreise steigen 2025 heftig: Was Stromkunden 2025 noch alles erwartet.

Insgesamt ist festzuhalten, dass der Ausbau des Anteils von erneuerbaren Energien am Energiemix eine Chance für Privathaushalte und stromintensive Industrien darstellt. Schon jetzt gibt es Terminmarktpreise für Strom, die deutlich niedriger sind, insbesondere bei Verträgen mit langen Lieferzeiten. Dies zeigt auch die optimistische Haltung des Energiemarktes hinsichtlich des Ausbaus der erneuerbaren Energiequellen.¹²⁵

Die Differenzierung der realisierten Marktpreise zwischen Solar- und Windenergie stellt einen wesentlichen Aspekt der Erlösstruktur dar. Der Marktpreis für Windenergie liegt in der Regel höher als der für Solarenergie, da die Erzeugung oft während nachfragestarker Perioden, wie in der Nacht oder in den Wintermonaten erfolgt, in denen die Strompreise tendenziell höher sind. Ebenso könnte sich bei einem zu hohen Solarenergie-Anteil im Stromnetz die Volatilität der Strompreise unterjährig stark erhöhen, da im Sommer ein Überangebot entsteht, jedoch im Winter ein geringeres Aufkommen von Sonnenstunden zu einem Anstieg des Bedarfs führt. Folglich können Strompreise zwischen Sommer- und Wintermonaten stark variieren und zu unerwarteten kurzfristigen Preissprüngen führen.¹²⁶

Globale Entwicklung des Energiemarkts

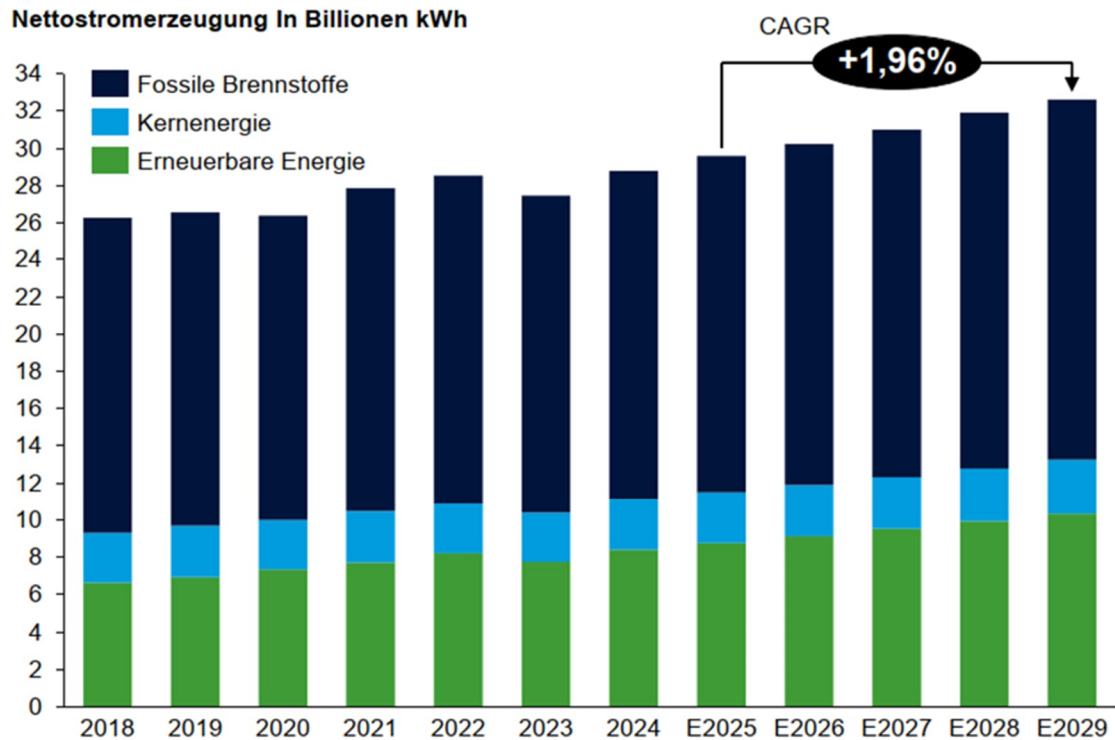
Die globale Entwicklung der klimatischen Bedingungen sowie die einzelnen Entwicklungsphasen großer aufstrebender Industrienationen wie China und Indien, führten zu Veränderungen auf den Energiemärkten. Erneuerbare Energieträger gewinnen weltweit an Bedeutung.¹²⁷ China nahm 2022 so viele Solaranlagen in Betrieb wie die gesamte restliche Welt. Insgesamt wird ein Zubau an Kapazitäten erneuerbarer Energien auf 7.300 GW erwartet.¹²⁸ Dieser weltweite Ausbau wirkt sich auch auf die Märkte in Europa und Deutschland aus, wobei sich Unterschiede in der Verteilung der Energieträger am Gesamtangebot zeigen. Die Entwicklung der Stromerzeugung einzelner Energieträgergruppen auf globaler Ebene zeigt folgende Grafik.

¹²⁵ Zeit (November 2023): Erneuerbare Energien lassen Strompreise sinken.

¹²⁶Energiewirtschaftliches Institut an der Universität zu Köln (Februar 2025): Preisvolatilität am Strommarkt.

¹²⁷McKinsey & Co. (September 2024): Global Energy Perspective 2024.

¹²⁸Encavis (März 2024): Geschäftsbericht 2023.



Quelle: Statista, 2025, Energie - Weltweit.

Bei der Energieproduktion aus fossilen Brennstoffen wird eine leichte Zunahme erwartet. Im Zeitraum von 2018 bis 2024 beträgt die durchschnittliche Wachstumsrate (CAGR) lediglich 0,68 %. Im Gegensatz dazu zeigt sich im Bereich der erneuerbaren Energien im selben Zeitraum ein signifikanter Anstieg (CAGR von 4,00 %).

Deutschland

In Deutschland lag 2024 die Gesamterzeugung von Strom bei 431,7 TWh, wovon 59 % (254,9 TWh) auf erneuerbare Energien zurückzuführen sind. Dies stellt einen leichten Rückgang um 4,2 % gegenüber dem Vorjahr dar. Der deutsche Energiemarkt setzte sich 2024 aus Wind Onshore (26 %), Photovoltaik (14 %), Braunkohle (16 %), Erdgas (13 %), Biomasse (8 %) und weiteren Quellen (22 %) zusammen. Dabei legte die Sparte Photovoltaik am meisten zu und stellt zusammen mit der Windkraft eine der wichtigsten Energiequellen für Deutschland dar. Deutschland importierte zudem insgesamt 67,0 TWh Strom aus dem Ausland. Dies stellt einen Anstieg gegenüber dem Vorjahr von über 23 % dar. Der Großteil des Imports wurde von Frankreich geliefert. Hingegen sanken die Stromexporte um rund 10 % im Vergleich zum Vorjahr auf 35,1 TWh.¹²⁹ Deutschland ist somit Nettostromimporteur. Gleichzeitig ermöglicht der europäische Strombinnenmarkt den Export kostengünstig erzeugter erneuerbarer Energien in Länder wie Österreich oder die Schweiz, deren geografische Gegebenheiten, wie fehlender Zugang zum Meer und bergige Landschaften, weniger optimale Bedingungen für die Nutzung bestimmter erneuerbarer Energietechnologien bieten. Hier spielt der Energiemarkt Deutschlands im Bereich Solar- und Windenergie eine wichtige Rolle und zeigte entsprechende Entwicklungen.

Der Anteil erneuerbarer Energie aus Solar-Anlagen in der Nettostromerzeugung nahm seit 2018 in Deutschland erheblich zu und deutet auf einen anhaltenden positiven Wachstumstrend hin. Die Stromeinspeisung durch PV konnte ihren Anteil an der Gesamtstromeinspeisung im Zeitraum 2018 bis 2024 auf 14 % verdoppeln.¹³⁰ Dies stellt bereits heute eine erhebliche Bedeutung in der Energieversorgung in Deutschland dar.

Die Windenergie ist neben den PV-Anlagen ein weiterer wichtiger Energieträger in der deutschen Stromproduktion. Hier zeigt sich eine ähnliche Entwicklung wie bei PV. In Deutschland beläuft sich die Stromeinspeisung aus Windenergie im Jahr 2024 auf 32 % an der Gesamteinspeisung. Dies ist gegenüber dem Jahr 2018 ein Anstieg um 13 %.¹³¹

Bei fossilen Energieträgern und der Atomkraft zeichnet sich indes ein Rückgang ab. Dies ist insbesondere auf den in Deutschland beschlossenen Ausstieg aus der Atomtechnologie als Folge der Fukushima-Katastrophe zurückzuführen.¹³²

Wettbewerber

Der Solar- und Windenergiemarkt kann nach den Aktivitäten Energieerzeugung (IPP), Projektentwicklung, Technischer Betrieb und Wartung (O&M), Asset Management sowie Vertrieb differenziert werden und lässt sich in drei Gruppen von Akteuren unterteilen:

¹²⁹Bundesnetzagentur (Januar 2025): Der Strommarkt im Jahr 2024.

¹³⁰Statistisches Bundesamt (April 2025): Stromeinspeisende Anlagen, Nettonennleistung, Stromeinspeisung: Deutschland, Monate, Energieträger.

¹³¹Statistisches Bundesamt (April 2025): Stromeinspeisende Anlagen, Nettonennleistung, Stromeinspeisung: Deutschland, Monate, Energieträger.

¹³²Die Bundesregierung (September 2025): Anteil der erneuerbaren Energien steigt.

- **Energieerzeugung:** IPP betreiben Anlagen zur Gewinnung elektrischer Energie aus erneuerbaren Quellen wie Wind, Solar, Biomasse oder Wasser. Diese Energie wird an Verbraucher, Energieversorgungsunternehmen oder über Strombörsen verkauft.
- **Projektentwicklung:** Die Projektentwicklung bezieht sich auf die Standortsuche, technische Planung, Strukturierung von Finanzierungen, Einholung von Genehmigungen und den Bau von erneuerbaren Energieanlagen. Die Projektentwicklungen sind durch das grundsätzliche Risiko gekennzeichnet, dass geplante Wind- oder PV Parks aufgrund verschiedenster Umstände nicht realisiert werden können.
- **Technische Betriebsführung und Wartung:** Unternehmen in diesem Tätigkeitsfeld sind für den laufenden Betrieb und die Wartung von Energieanlagen verantwortlich. Dazu gehören regelmäßige Wartungsarbeiten, das Monitoring der Energieleistung sowie Reparaturen. Ziel ist es, den technischen Betrieb der Anlagen sicherzustellen.
- **Asset Management:** Asset Manager verwalten die Investitionen von professionellen Anlegern in Energieprojekte.
- **Vertrieb:** Unternehmen kaufen Strom von Erzeugern (z. B. IPPs) und vertreiben diesen entweder direkt an Endkunden oder an andere Marktteilnehmer weiter. Dies kann über bilateral ausgehandelte Verträge oder über den Handel im Markt geschehen.

Die Geschäftsaktivitäten unterscheiden sich hinsichtlich ihres Risikos. Im Markt lassen sich verschiedene Gruppen von Unternehmen differenzieren: Unternehmen, die sich auf eine Geschäftsaktivität spezialisieren, wie etwa die Energieerzeugung. Daneben gibt es Unternehmen, die sich auf mehrere Bereiche konzentrieren, einschließlich der Projektentwicklung. Schließlich sind Unternehmen zu beobachten, die die gesamte Wertschöpfungskette abdecken. Diese Akteure sind am gesamten Wertschöpfungsprozess beteiligt, von der Projektentwicklung, über die Erzeugung bis hin zum Vertrieb des erzeugten Stroms.

Die Encavis AG positioniert sich als Teil der Unternehmen, die mehrere Geschäftsaktivitäten im Markt für erneuerbare Energien verfolgen, da das Unternehmen als IPP tätig ist und zusätzlich Aufgaben im Bereich des Asset Managements, der technischen Betriebsführung und Wartung - und auch der Projektentwicklung - übernimmt. Auskunftsgemäß akquiriert die Encavis AG jedoch Projekte üblicherweise erst in fortgeschrittenen Phasen der Entwicklung (z. B. RtB-Stadium) von PV- oder Windparks.

Ausblick

Die Encavis AG operiert in einem wachstumsstarken Marktumfeld, das durch steigende Investitionen in erneuerbare Energien, regulatorische Veränderungen und technologische Neuerungen geprägt ist. Die Encavis AG plant ihre Kapazität im Bereich der erneuerbaren Energien weiter auszubauen. Dabei stehen neue Solar- und Windprojekte im Fokus.

Derzeit beeinflussen globale Unsicherheiten wie der Ukraine-Krieg und Handelskonflikte die Wirtschaftsentwicklung, wirken jedoch als Katalysatoren für den Ausbau erneuerbarer Energien in Europa. Europa ist zunehmend auf die Klimaziele der EU und den Green Deal ausgerichtet. Insbesondere der Ausbau von Solar- und Windenergie bietet für die Encavis AG Chancen. Bis 2030

wird erwartet, dass in vielen Märkten Europas der Anteil von fossilen Brennstoffen durch erneuerbare Energien überholt wird.

Maßnahmen wie die RED-III-Richtlinie und das EEG in Deutschland bieten gute Rahmenbedingungen. Subventionen wie garantierte Einspeisevergütungen und regulatorisch festgelegte CO²-Zertifikatspreise fördern den Markt, könnten jedoch mittelfristig angepasst werden. Die Abhängigkeit von globalen Lieferketten – insbesondere von China – und die Volatilität der Strompreise stellen Risiken dar. Gleichzeitig fördern Innovationen in Speichertechnologien (BESS) die Marktstabilität. Mittelfristig dürfte die zunehmende Elektrifizierung in Bereichen wie Mobilität und industrieller Produktion die Nachfrage weiter stärken. Insgesamt wird erwartet, dass der Markt für erneuerbare Energien ein starkes Wachstum aufweist, wobei die Encavis AG von der fortschreitenden Transformation (Energiewende) sowie der gesellschaftspolitischen Entwicklung (Umweltbewusstsein) profitiert.

c) Operative Planungsrechnung

Planungsprozess

Die Encavis AG hat für das folgende Budgetjahr einen institutionalisierten **Planungsprozess**, der im dritten Quartal eines Jahres beginnt und in Zusammenarbeit mit dem Controlling- und Investment-Team erarbeitet wird. Top-down-Vorgaben des Managements fließen in diesen Planungsprozess ein und werden vom Investment-Team hinsichtlich der Realisierbarkeit geprüft. Das Budget basiert auf einer Prognose der in Betrieb befindlichen PV- und Windparks („Bestandsportfolio“) und der konkretisierten Pipeline-Projekte („Pipeline“).

Darüber hinaus wird bei Ereignissen, die für die Encavis AG von wesentlicher Bedeutung sind, das Budgetjahr um eine Fünf-Jahresplanung erweitert. Die Planung der fünf Folgejahre beinhaltet die noch nicht konkretisierten Wachstumsprojekte („Wachstumsportfolio“). Die Planung für das Budgetjahr (GJ25) wird zusammen mit der Planung für die Folgejahre (GJ26 bis GJ30) als „Detailplanung“ bezeichnet.

Die Detailplanung der Encavis AG besteht aus der konsolidierten Ertragsplanung, die um eine für das Geschäftsmodell im Bereich Energieerzeugung wichtige Investitions- und Finanzierungsplanung ergänzt wird.

Die Planung setzt auf den Informationen des internen Rechnungswesens auf, die zu den berichteten IFRS-Zahlen überleitbar sind. Darüber hinaus werden als Eingangsparameter Daten von branchenbezogenen Analyse-Instituten verwendet.

Die vom Management der Encavis AG vorgelegte Unternehmensplanung lässt sich in die Segmente Wind- und PV-Parks (zusammen „IPP-Bereich“), das Servicegeschäft, das Asset Management und einen Verwaltungsbereich unterteilen. Dies entspricht der Segmentaufteilung der Gesellschaft.

Der Planungsprozess der Bestandsportfolios und der Pipeline-Projekte im IPP-Bereich erfolgt auf Ebene der Parkgesellschaften bzw. Zwischenholdings. Zunächst werden auf Grundlage

bestehender Stromeinspeiseverträge und PPAs die Umsatzerlöse geplant. Unter Berücksichtigung von Serviceverträgen werden die Betriebskosten ergänzt. Finanzierungskosten werden auf Grundlage von Projektfinanzierungsverträgen der einzelnen Parks geplant. Nach der geplanten Beendigung der jeweiligen Stromeinspeiseverträge wird eine Vergütung zu Marktpreisen, gestaffelt nach Ländern, über die restliche Nutzungsdauer der Parkanlagen unterstellt. Auch die Betriebskosten werden nach dem Vertragsende der Serviceverträge zu Marktpreisen geplant. Grundlage für die Marktpreisanalysen sind die Daten eines anerkannten Analyse-Instituts. Anschließend werden diese Planungen auf Parkgesellschaftsebene zusammengefasst und zu Konzernplanungen verdichtet.

Das **Segment Service** plant den Ausbau der Geschäftstätigkeit in den Bereichen Neuinstallationen, Revamping und Repowering. Daneben wird im Segment Service der Aufbau des neuen Geschäftsfelds im Bereich der BESS geplant. Zielsetzung des Managements ist eine Speicherkapazität der Batteriespeichersysteme in Höhe von 360 MW bis zum Ende des Geschäftsjahres 2028 zu erzielen.

Im **Segment Asset Management** wird die Neuausrichtung auf die geplanten Teilverkäufe neuer Parks aus dem Eigenbestand sowie die Verwaltung der veräußerten Anteile in der Planung berücksichtigt. Daneben werden die Dienstleistungen des Segments Asset Management in Verbindung mit Projektmanagementleistungen für Investoren im Bereich der Wind- und Solarparks abgebildet.

Das **Verwaltungssegment** wird nach dem Target Operating Model geplant.

Soweit uns die Planungsverantwortlichen den Planungsprozess in sachlicher und zeitlicher Abfolge geschildert haben, erachten wir die vorliegende Vorgehensweise der Planungerstellung vor dem Hintergrund des dargelegten Geschäftsmodells als eine für Zwecke einer Unternehmensbewertung geeignete Ausgangsbasis. Die für die Unternehmensbewertung verwendete Detailplanung entstammt dem üblichen Planungsprozess der Encavis AG. Wir haben im Rahmen unserer Prüfung keine Hinweise darauf erlangt, dass die Hauptaktionärin auf die Eingangsparameter der Planungsrechnung Einfluss genommen hat.

Die Planung für den Detailplanungszeitraum wurde vom Vorstand der Encavis AG am 14. April 2025 verabschiedet und am 16. April 2025 vom Aufsichtsrat der Encavis AG genehmigt.

Plan-Ist-Vergleich

Zur Einschätzung der Planungstreue hat die Bewertungsgutachterin für die GJ22 bis GJ24 eine Analyse der Planungstreue vorgenommen (Plan-Ist-Vergleich). Die Bewertungsgutachterin stützt sich dabei auf die Angaben aus den Prüfungsberichten der GJ22 bis GJ24 sowie die Angaben der jeweiligen Budgets. Basis des Plan-Ist-Vergleichs stellt die bereinigte Ertragslage der Encavis AG dar.

Im Rahmen der Analyse der Planungstreue haben wir einen direkten Vergleich der Budgetplanung eines Jahres mit den Ist-Zahlen des jeweiligen Geschäftsjahres vorgenommen.

In der folgenden Übersicht stellen wir die bereinigten Ist-Zahlen den Planwerten für die GJ22 bis GJ24 gegenüber. Im Rahmen der Analyse der Planungstreue wurden die im Zusammenhang mit IFRS 16 vorgenommenen Bereinigungen hinsichtlich Pachtverhältnissen wieder umgekehrt. Die Analyse erfolgt für die Positionen Umsatzerlöse und EBITDA.

Plan-Ist-Vergleich	Soll	Ist	Diff.	Soll	Ist	Diff.	Soll	Ist	Diff.
	GJ22	GJ22	GJ22	GJ23	GJ23	GJ23	GJ24	GJ24	GJ24
	TEUR	TEUR	%	TEUR	TEUR	%	TEUR	TEUR	%
Umsatzerlöse	380.000*	462.486	21,7%	440.000*	449.068	2,1%	460.000*	401.082	-12,8%
EBITDA	285.000*	356.789	25,2%	310.000*	317.873	2,5%	300.000*	260.606	-13,1%

*Daten aus Geschäftsberichten.

Quelle: Planungsrechnung Encavis AG, Analysen RSM Ebner Stolz.

Um die Mengeneffekte zu analysieren, stellen wir auch das Mengengerüst der geplanten und tatsächlich erzielten Stromproduktion dar:

Plan-Ist-Vergleich	Soll	Ist	Diff.	Soll	Ist	Diff.	Soll	Ist	Diff.
	GJ22	GJ22	GJ22	GJ23	GJ23	GJ23	GJ24	GJ24	GJ24
	GWh	GWh	%	GWh	GWh	%	GWh	GWh	%
Energieproduktion	3.189	3.133	-1,7%	3.503	3.354	-4,3%	3.761	3.305	-12,1%
Anteil PV-Parks	2.106	2.137	1,4%	2.177	2.106	-3,3%	2.201	2.019	-8,3%
Anteil Windparks	1.082	997	-7,9%	1.326	1.248	-5,9%	1.561	1.286	-17,6%

Quelle: Planungsrechnung Encavis AG, Analysen RSM Ebner Stolz.

Im GJ22 wurden die Umsatzerwartungen um rund 22 % deutlich übertroffen. Die gegenüber der Planung höheren Umsatzerlöse sind im Wesentlichen auf bessere Wetter- und daher gute Produktionsbedingungen zurückzuführen. Bei der produzierten Menge kam es daher nur zu einer geringfügigen Abweichung von 1,7 %. Darüber hinaus trugen anhaltend hohe Strompreise zum Überschreiten der geplanten Umsatzerlöse bei.

Im ersten Halbjahr des GJ23 lagen die Wetterbedingungen über den Erwartungen, während die zweite Jahreshälfte, insbesondere das vierte Quartal, durch weniger günstige Bedingungen, wie eine geringe Sonnenscheindauer, geprägt war. Bei der produzierten Menge kam es daher zu einer negativen Abweichung von insgesamt 4,3 %. Die unterplanmäßige Produktionsmenge wurde durch hohe Marktpreise für Strom überkompensiert, womit insgesamt eine leicht positive Abweichung der Umsatzerlöse erzielt wurde. Im Segment Windparks bestehen grundsätzlich größere Unsicherheiten als im Bereich Solarparks, da das Windaufkommen von wesentlich stärkeren jährlichen Schwankungen betroffen ist als die Sonneneinstrahlung.

Im GJ24 lagen die Umsatzerlöse sowohl im Segment Windparks als auch im Segment PV-Parks unter den Planannahmen. Hauptursache für die Abweichung waren die negativen Preisentwicklungen. Erstmals mussten im Jahr 2024 Parks in Spanien und Finnland aufgrund negativer Strompreise vorübergehend abgeschaltet werden. Darüber hinaus führten technisch bedingte Verzögerungen bei der Inbetriebnahme einiger Wind- und PV-Parks dazu, dass geplante Umsätze nicht realisiert werden konnten. Zusätzlich beeinträchtigten länder- und segmentübergreifend ungünstige meteorologische Bedingungen die Ergebnisse negativ. Das Wetter im Jahr 2024 war in den meisten europäischen Ländern deutlich schlechter als das erwartete Standardwetter, basierend auf dem 30-Jahres-Durchschnitt.

Die Bewertungsgutachterin kommt in ihrer Analyse zu dem Ergebnis, dass es in den GJ22 bis GJ24 im Wesentlichen aufgrund exogener Effekte zu größeren Planungsabweichungen gekommen ist. Die Ursachen dieser exogenen Effekte sind in den Auswirkungen des Ukraine-Kriegs auf die Strompreise sowie witterungsbedingten Einflüssen zu sehen.

Insgesamt kommt die Bewertungsgutachterin zum Ergebnis, dass die im Rahmen des Planungsprozesses aufgestellten Planungsrechnungen für Zwecke des Ausschlusses von Minderheitsaktionären und zur Bestimmung der Barabfindung geeignet ist. Die Analysen der Bewertungsgutachterin lassen keine Anzeichen dafür erkennen, dass die Planung zu einem systematischen Über- oder Unterschreiten der budgetierten Werte führt.

Im Ergebnis halten wir die Einschätzungen der Bewertungsgutachterin für zutreffend, dass aus der vorgenommenen Analyse der Planungstreue keine Erkenntnisse gewonnen werden können, dass die Planungsrechnung der Encavis AG keine geeignete Grundlage für die Ableitung des Zukunftserfolgswerts darstellt. Auf Basis unserer eigenen Analysen zur Planungstreue ist festzuhalten, dass wir ebenfalls keine Hinweise identifizieren konnten, die die Eignung der Planungsrechnung für Zwecke der Unternehmensbewertung in Frage stellt.

Allgemeine Planungsplausibilisierung

In Interviews mit den Planungsverantwortlichen der Encavis AG wurden uns das Geschäftsmodell, die Entwicklung der Vergangenheit sowie die der Unternehmensplanung zugrunde liegenden Planungsprämissen, auch über den nachfolgend dargestellten Detaillierungsgrad hinaus, erläutert. Wir haben die Prämissen der Unternehmensplanung im Rahmen dieser Interviews ausführlich hinterfragt und mit den Planungsverantwortlichen diskutiert. Für die prognostizierte Entwicklung beschränken wir uns auf die Erläuterung der wesentlichen Effekte. Im Übrigen verweisen wir auf die Darstellung im Abschnitt 5.3 der Gutachtlichen Stellungnahme von A&M.

Die folgende Übersicht stellt die konsolidierte Umsatz- und Ergebnisplanung der Encavis AG einschließlich ihrer Tochtergesellschaften für die Detailplanungsphase der GJ25 bis GJ30 dar. Zusätzlich haben wir das GJ24 dargestellt.

Gewinn- und Verlustrechnung	Ist	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	CAGR
TEUR	GJ24	GJ25	GJ26	GJ27	GJ28	GJ29	GJ30	24-30
Umsatzerlöse	401.082	505.000	629.495	764.735	912.528	981.729	1.012.780	16,7%
Gesamtleistung	401.082	505.000	629.495	764.735	912.528	981.729	1.012.780	16,7%
Operative Kosten	-152.035	-185.000	-221.794	-258.622	-304.167	-330.790	-351.853	15,0%
EBITDA	249.047	320.000	407.701	506.113	608.361	650.938	660.927	17,7%
Abschreibungen	-113.099	-143.829	-180.653	-224.372	-276.330	-289.875	-280.547	17,3%
EBIT	135.948	176.171	227.048	281.741	332.031	361.063	380.380	18,7%
Finanzergebnis	-71.740	-130.474	-131.895	-167.394	-214.732	-219.058	-200.340	18,7%
Bereinigungen	-240.257							
EBT	-176.050	45.697	95.153	114.347	117.299	142.006	180.040	<i>n/a</i>
Ertragsteuern	2.029	-31.189	-54.523	-55.445	-48.711	-50.213	-56.488	<i>n/a</i>
Konzernergebnis	-174.021	14.508	40.630	58.903	68.589	91.793	123.552	<i>n/a</i>
Minderheitsanteile	3.704	2.655	4.928	6.710	9.201	11.368	15.295	26,7%
Konzernergebnis n. Minderheiten	-177.725	11.853	35.702	52.193	59.388	80.425	108.256	<i>n/a</i>
Wachstum in %								
<i>Gesamtleistung</i>		25,9%	24,7%	21,5%	19,3%	7,6%	3,2%	
<i>EBITDA</i>		28,5%	27,4%	24,1%	20,2%	7,0%	1,5%	
<i>EBIT</i>		29,6%	28,9%	24,1%	17,8%	8,7%	5,3%	
<i>EBT</i>		-126,0%	108,2%	20,2%	2,6%	21,1%	26,8%	
<i>Konzernergebnis n. Minderheiten</i>		-106,7%	201,2%	46,2%	13,8%	35,4%	34,6%	
in % Gesamtleistung								
<i>EBITDA</i>	62,1%	63,4%	64,8%	66,2%	66,7%	66,3%	65,3%	1,9 pp
<i>EBIT</i>	33,9%	34,9%	36,1%	36,8%	36,4%	36,8%	37,6%	2,7 pp
<i>EBT</i>	-43,9%	9,0%	15,1%	15,0%	12,9%	14,5%	17,8%	8,7 pp
<i>Konzernergebnis n. Minderheiten</i>	-44,3%	2,3%	5,7%	6,8%	6,5%	8,2%	10,7%	8,3 pp

Quelle: Planungsrechnung Encavis AG, Analysen A&M, Analysen RSM Ebner Stolz.

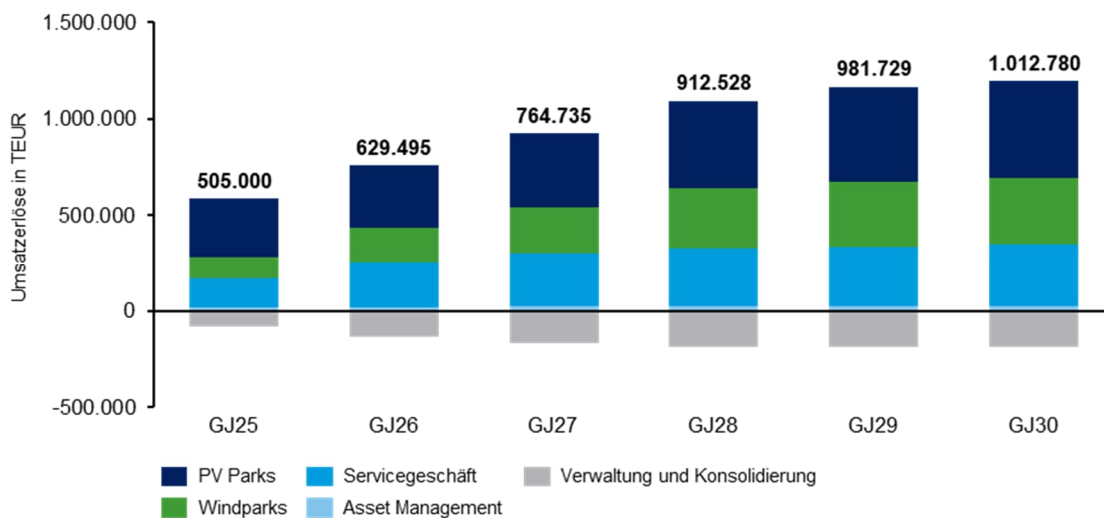
Die Bewertungsgutachterin betont folgende wesentliche in der Unternehmensplanung enthaltene Entwicklungen:

- Bis zum GJ30 wird ein Umsatzanstieg auf rund EUR 1.013 Mio. erwartet. Ursächlich soll dies durch den Kapazitätsausbau und höhere Produktivität der Anlagen erreicht werden.
- Die EBITDA-Marge soll auf 65,3 % (GJ30) ansteigen. Der negative Preiseffekt im IPP-Bereich soll durch die höhere Produktivität und fallende Betriebskosten der Anlagen überkompensiert werden.
- Das Konzernergebnis der Encavis soll bis zum GJ30 auf EUR 124 Mio. ansteigen.

Wir haben die Schlussfolgerungen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und sind auf Basis unserer eigenen Analysen zu folgenden Ergebnissen gelangt:

Für die **Umsatzerlöse** wird bis zum GJ30 ein jährlicher Anstieg von durchschnittlich 16,7 % erwartet (Basis GJ24). Die Umsatzerlöse sollen im GJ30 rund EUR 1.013 betragen. Der Anstieg der Umsatzerlöse resultiert aus positiven Mengeneffekten aufgrund des Ausbaus des Portfolios der Encavis AG. Zusätzlich sind Effizienzsteigerungen geplant, da im Planungsverlauf von einer erhöhten Produktivität der betriebenen Anlagen ausgegangen wird. Gegenläufig wirkt ein Portfoliomischeffekt, da im Planungsverlauf der Anteil des weniger profitablen Neugeschäfts zunimmt.

Die Entwicklung der Umsatzerlöse der Geschäftssegmente der Encavis AG stellt sich wie folgt dar, wobei der IPP-Bereich den wesentlichen Anteil hat:



Quelle: Planungsrechnung Encavis AG, Analysen A&M, Analysen RSM Ebner Stolz.

Die **Umsatzentwicklung der Segmente** der Encavis AG zeigt eine Veränderung der Segmentverteilung. Der Anteil der **PV-Parks** reduziert sich von 60 % im GJ25 auf 50 % zum Ende des GJ30. Gegenläufig steigert sich der Umsatzanteil der **Windparks** von rund 21 % im GJ25 auf 34 % im GJ30. Im Vergleich wächst das Windparkportfolio in diesem Zeitraum mit 26,3 % (CAGR) überproportional zum PV-Parkportfolio, welches mit einem CAGR in Höhe von 10,5 % wächst. Auskunftsgemäß ist diese Entwicklung auf Portfoliomixeffekte innerhalb der PV-Parks zurückzuführen. Diese entstehen auch als Folge des im Planungsverlauf steigenden Anteils von weniger profitablen Neugeschäften. Der Anteil der langfristigen Stromeinspeiseverträge soll bis zum GJ30 auf 76,7 % sinken (GJ24: 89,7 %). Ursächlich ist dies auf Pipeline-Projekte mit geringeren FIT- bzw. PPA-Quoten zurückzuführen.

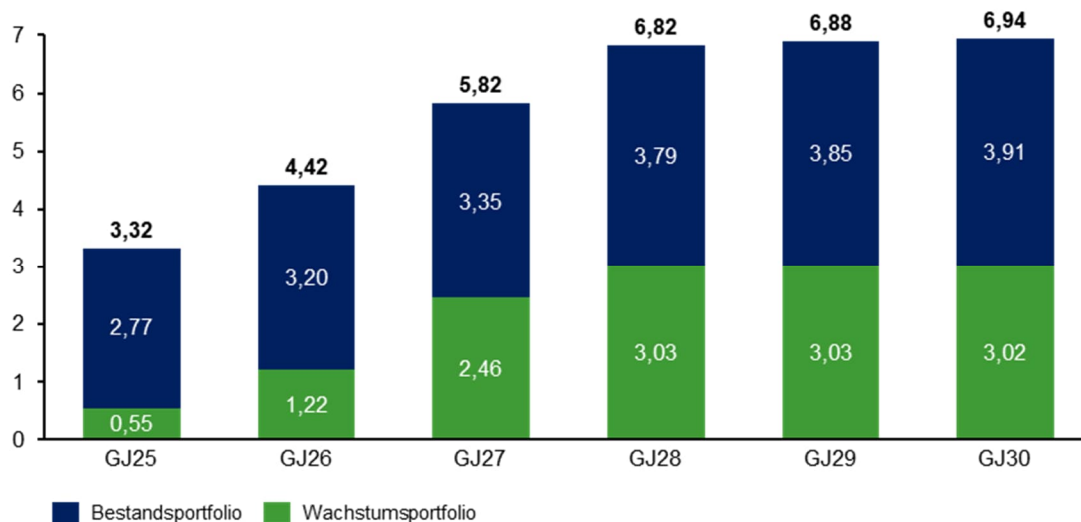
Die Erzeugungskapazität der Encavis AG soll für den Eigenbestand von 2,4 GW (GJ24) auf rund 6,8 GW zum Ende des GJ28 anwachsen. Bei dieser deutlichen Kapazitätserweiterung spielt das noch nicht konkretisierte Wachstumsportfolio mit rund 3,0 GW eine wesentliche Rolle. Die übrige Erweiterung in Höhe von 1,4 GW basiert auf bereits konkreteren Pipeline-Projekten. Trotz dieser Kapazitätserweiterung wird ein leicht sinkender Anteil des IPP-Bereichs an den Umsatzerlösen bis zum GJ30 in Höhe von 84 % erwartet (GJ24: 85 %).

Hinsichtlich der erwarteten Absatzpreise ist zu berücksichtigen, dass zu Beginn des Planungszeitraums noch ganz überwiegend feste Einspeisevergütungen bzw. vorteilhafte Stromabnahmeverträge bestehen. Der Anteil dieser Verträge geht jedoch im Zeitverlauf zugunsten der Direktvermarktung zurück. Darüber hinaus wirkt sich im Planungsverlauf auch aus, dass insbesondere bei den PV-Parks eine technische Degradierung zu berücksichtigen ist. Insgesamt soll sich die Produktivität des Erzeugungsportfolios aber aufgrund der neuen Anlagen erhöhen.

Das **Servicegeschäft** wächst im Planungsverlauf stark mit einem durchschnittlichen Wachstum in den GJ25 bis GJ30 von 16,1 %. Hintergrund dieser Entwicklung ist der im Servicesegment enthaltene Ausbau der Batteriespeichersysteme. Daneben erbringt das Servicegeschäft Dienstleistungen für konzernerogene Parks, wozu auch die Neuinstallation eigener Parks zählt. Solche Dienstleistungen werden in geringerem Umfang auch für konzernexterne Parks erbracht. Insofern setzt sich der Außenumsatz des Servicegeschäfts aus den Batteriespeicherlösungen und erbrachten Dienstleistungen für konzernfremde Parks zusammen. Der Segmentanteil des Servicegeschäfts verschiebt sich im Planungsverlauf von 30 % im GJ25 auf 32 % im GJ30.

Der Segmentanteil des **Asset Management** sinkt im Planungsverlauf von ca. 4 % im GJ25 auf 3 % im GJ30. Das Asset Management weist im Zeitraum GJ25 bis GJ30 ein durchschnittliches Wachstum von 6,3 % auf. Dieses Wachstum beruht auf der Erwartung einer Erholung der Marktsituation. Die in der Vergangenheit zum Teil festzustellenden schwierigen Marktbedingungen für Co-Investoren von PV- und Windparks waren auskunftsgemäß auf außerordentliche Ereignisse zurückzuführen (Abschnitt 6.3 a.).

Die Encavis AG plant im GJ30 eine **Erzeugungskapazität** in Höhe von ca. 6,94 GW zu erzielen. Dies setzt einen starken Ausbau des Erzeugungspotfolios voraus. Die Entwicklung der Erzeugungskapazität im Planungsverlauf stellt sich wie folgt dar:



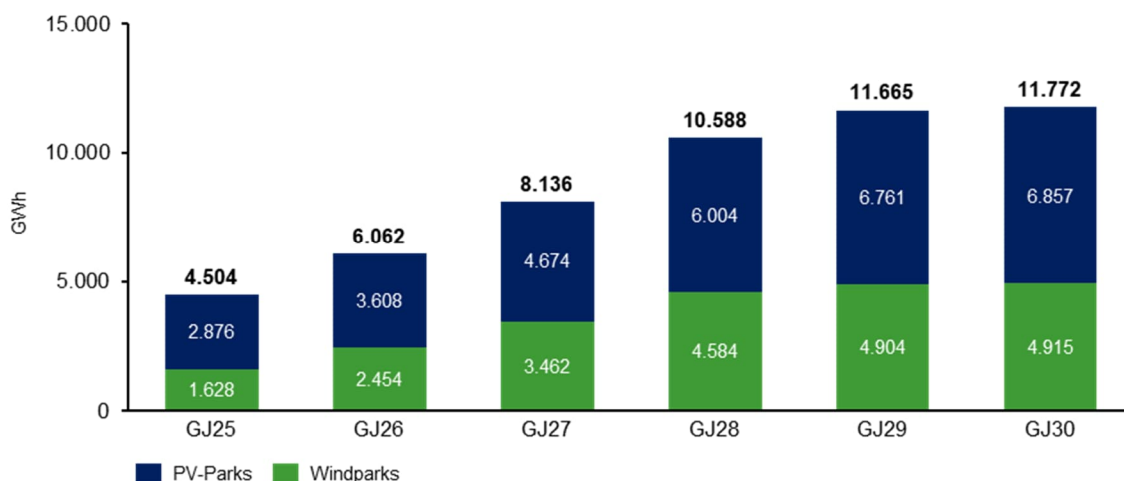
Quelle: Planungsrechnung Encavis AG, Analysen A&M, Analysen RSM Ebner Stolz.

Ausgehend von einer geplanten installierten Erzeugungskapazität von 3,3 GW im GJ25 entspricht dies einem Kapazitätswachstum von durchschnittlich rund 16 % (CAGR) bis zum GJ30. Diese Entwicklung wird durch den starken Ausbau des Wachstumsportfolios verursacht. Das Wachstumsportfolio beinhaltet noch nicht konkret geplante Parkprojekte. Zusätzlich resultiert aus der Entwicklung des Bestandsportfolios ein zusätzliches Wachstum aufgrund von konkreten Akquisitionen neuer Projekte.

Die Bewertungsgutachterin hat den geplanten Kapazitätsausbau im Hinblick auf die Entwicklung der Marktanteile der Encavis AG analysiert. Die Analyse zeigt, dass die von Encavis erwartete **Marktanteilsentwicklung** für PV-Parks und Windparks nahezu synchron verläuft. Lediglich in den GJ25 und GJ26 ist ein reduzierter Marktanteil der Windparks im Vergleich zu den PV-Parks zu erkennen, welcher sich ab dem GJ27 auflöst. Dies steht im Einklang mit der Kapazitätsplanung und der antizipierten Umschichtung des Portfolios, hin zu einer stärkeren Gewichtung zu den Windparks in den Segmentanteilen.

Die Umschichtung des Erzeugungsportfolios zu einer stärkeren Fokussierung auf Windparks ist mit einer besseren **Kapazitätsauslastung** der Windparks zu erklären. Die Bewertungsgutachterin stellt in diesem Zusammenhang den „Load Factor“ für das gesamte Erzeugungsportfolio der Encavis AG (PV-Parks und Windparks) im Planungsverlauf in GWh des erzeugten Stroms im Verhältnis zur installierten Leistungskapazität in GW dar (A&M, Abschn. 5.3.1). Inhaltlich entspricht diese Kennzahl den sog. „Volllaststunden“ und gibt an, wie viele Stunden eine Erzeugungsanlage je Jahr rechnerisch mit voller Leistung, der sog. „Volllast“, betrieben worden wäre, um die tatsächlich erzeugte Strommenge zu erreichen. Die Analysen der Bewertungsgutachterin führen zu dem Ergebnis, dass die Volllaststunden der Windparks ein deutlich höheres Niveau im Vergleich zu den PV-Parks aufweisen.

Auf Basis der installierten Erzeugungskapazität und der geplanten Kapazitätsauslastung wird die geplante (**erzeugte**) **Strommenge** ermittelt. Die erzeugten Strommengen, differenziert nach PV- und Windparks haben folgende Entwicklung:

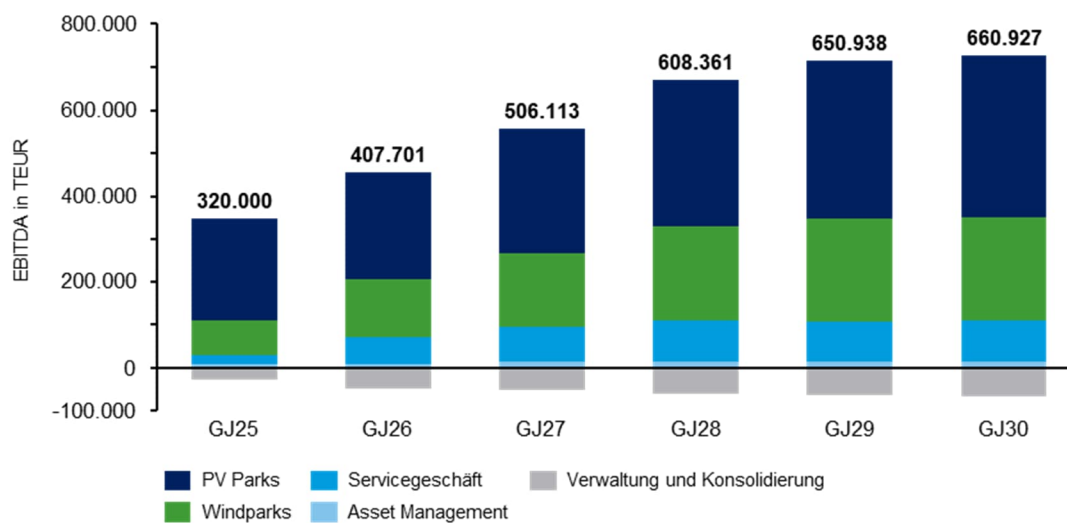


Quelle: Planungsrechnung Encavis AG, Analysen A&M, Analysen RSM Ebner Stolz.

Die Analyse der erzeugten Strommenge bestätigt die Annahmen zur Kapazitätsplanung. Es wird eine Steigerung der durch Windkraftanlagen erzeugten Strommenge erwartet. Im GJ25 entstehen 63,8 % der Stromproduktion aus PV-Parks und 36,2 % aus Windparks, während im GJ30 58,2 % der Strommenge aus PV-Parks und 41,8 % aus Windparks produziert werden. Insofern wirkt sich der Ausbau der Erzeugungskapazität aus Windenergie im Vergleich zum PV-Segment überproportional aus. Darüber hinaus wird eine steigende Kapazitätsauslastung sowohl bei den PV-Parks als auch bei den Windparks erwartet.

Die Bewertungsgutachterin ermittelt **gewichtete Strompreise** auf Basis der geplanten Erzeugungskapazität der Encavis AG. Dabei wird nach den Erzeugungsarten differenziert. Der gewichtete Strompreis für PV-Parks reduziert sich signifikant von EUR 125/MWh im GJ25 auf EUR 73/MWh im GJ30. Ursächlich für den Rückgang im Bereich der PV-Parks ist der steigende Anteil des weniger profitablen Neugeschäfts. Alte Verträge beinhalten Fördermodelle, die zu erhöhten Einspeisevergütungen führen, welche im geplanten Neugeschäft nicht mehr enthalten sind. Für das Neugeschäft wurden vertragliche Preise nahe der antizipierten Marktverhältnisse angenommen. Der gewichtete Strompreis für Windparks steigt bis zum GJ30 leicht an.

Ausweislich der Unternehmensplanung der Encavis AG steigt das **EBITDA** von EUR 320 Mio. im GJ25 auf EUR 661 Mio. im GJ30 an. Dies entspricht einem CAGR in Höhe von rund 16 %. Dieser erhebliche Anstieg ist durch den Ausbau des Erzeugungsportfolios im IPP-Bereich sowie effizientere Produktionsanlagen bedingt. In geringerem Umfang trägt aber auch das Segment Service mit dem Aufbau des BESS-Geschäfts zu dieser Entwicklung bei. Die EBITDA-Entwicklung nach Segmenten ergibt sich aus der folgenden Darstellung:



Quelle: Planungsrechnung Encavis AG, Analysen A&M, Analysen RSM Ebner Stolz.

Das EBITDA-Wachstum der Encavis AG ist maßgeblich auf den Kapazitätsausbau des IPP-Bereichs, die Entwicklung im Segment Windparks und des Servicegeschäfts zurückzuführen. Die Ergebnisanteile der Windparks wachsen mit 25,2 % im Vergleich zu den PV-Parks überproportional. Ursächlich ist dies auf die Portfoliumschichtung hin zu einer stärkeren Fokussierung auf Windparks zurückzuführen. Damit verbunden ist die Erwartung, mit Windparks eine optimierte Kapazitätsauslastung zu erreichen. Die EBITDA-Marge der Windparks soll daher auf 70,5 % im GJ30 steigen.

Aufgrund des abnehmenden Anteils der historischen Einspeisevergütungen ist die EBITDA-Marge der PV-Parks leicht rückläufig. Bis zum GJ30 kommt es zu einem Rückgang der EBITDA-Marge auf 74,4 %. Die Portfoliomischeffekte als Folge des zunehmenden Anteils von weniger profitablen Neugeschäft, können nicht vollständig durch optimierte Betriebskosten kompensiert werden.

Positiv entwickelt sich die EBITDA-Marge im Servicegeschäft, die bis zum GJ30 auf 28,7 % anwachsen soll. Die Margenentwicklung spiegelt auch margenstarke Dienstleistungen wie das Revamping und das Repowering im Servicegeschäft wider.

Für das Asset Management zeigt die Unternehmensplanung ebenfalls ein EBITDA-Wachstum. Im Asset Management sollen zwar Margensteigerungen von 44,4 % im GJ25 auf 56,6 % im GJ30 erreicht werden. Da dieses Segment aber vom Volumen her keine wesentliche Bedeutung hat, wirkt sich dies in der Gesamtbetrachtung nur unwesentlich aus.

Insgesamt wird eine Steigerung der EBITDA-Marge von 63,4 % im GJ25 auf 65,3 % im GJ30 erwartet. Treiber dieser Entwicklung sind die zuvor genannten Effekte beim Ausbau des Servicegeschäfts und eine Umschichtung des Portfolios hin zu Windparks, die eine bessere Kapazitätsauslastung aufweisen.

Die **Abschreibungen** wachsen im Zeitraum GJ25 bis GJ30 stark an. Ursächlich ist diese Entwicklung auf den Ausbau der Erzeugungskapazität der Encavis AG und die daraus resultierenden Investitionen zurückzuführen. Die Bewertungsgutachterin führt in der Gutachtlichen Stellungnahme (A&M, Abschn. 5.3.3) aus, dass im GJ25 nahezu ausschließlich Investitionen für Projekte mit hinreichendem Konkretisierungsgrad geplant sind. Die Abschreibungen wachsen zeitversetzt zu den Investitionen an, sodass zum Ende des GJ30 noch kein eingeschwungener Zustand gegeben ist.

Zusammenfassend resultiert ein von TEUR 176.171 im GJ25 auf TEUR 380.380 im GJ30 wachsend geplantes **EBIT**. Die geplante EBIT-Marge soll infolge der zuvor beschriebenen Maßnahmen leicht von 34,9 % im GJ25 auf 37,6 % im GJ30 ansteigen.

Einordnung und Würdigung der Plausibilität der Planungsrechnung

Mit Blick auf die einer Unternehmensplanung innewohnende Unsicherheit ist zu beurteilen, ob die der Unternehmensplanung zugrunde gelegten Annahmen plausibel, d. h. nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind.¹³³

Eine Planungsrechnung ist insgesamt als plausibel anzusehen, wenn sie sowohl rechnerisch richtig und auf Grundlage eines geeigneten Planungsprozesses erstellt ist als auch konsistent an die Vergangenheits- und Lageanalyse des Bewertungsobjektes anknüpft, bestehende Abweichungen zur vergangenen Entwicklung schlüssig erklärt und die erwartete Entwicklung des Bewertungsobjektes nachvollziehbar reflektiert.

¹³³ IDW Praxishinweis 2/20217, Tz. 5.

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die der Planung zugrundeliegenden Annahmen erhalten und rechnerisch sowie im Hinblick auf die Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der getroffenen Annahmen nachvollzogen. Nach unseren Erkenntnissen ist die rechnerische und formelle Plausibilität der Planungsrechnung im Sinne des IDW Praxishinweises 2/2017, Tz. 15 ff. gegeben.

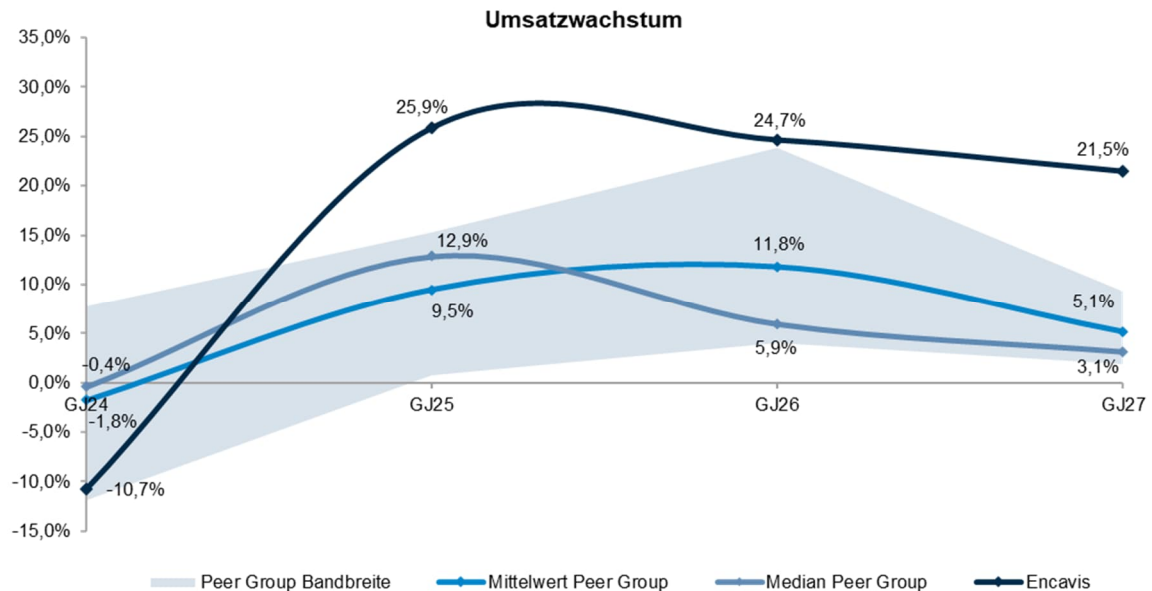
Die Prüfung der materiellen internen Plausibilität der Planungsrechnung haben wir auf Basis unserer Erkenntnisse zum Geschäftsmodell, der bereinigten Vergangenheitszahlen und umfassender und ergänzender Erläuterungen sowie zur Verfügung gestellter Unterlagen zu den getroffenen Annahmen durch den Vorstand der Encavis AG vorgenommen. Die Prüfung der materiellen externen Plausibilität haben wir auf Basis unserer Erkenntnisse zum Markt- und Wettbewerbsumfeld vorgenommen.

Nach unseren bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnissen ist sowohl die materielle interne Plausibilität als auch die materielle externe Plausibilität der Planungsrechnung im Sinne des IDW Praxishinweises 2/2017, Tz. 16 ff. unter Berücksichtigung der folgenden Einordnung gegeben.

Die Bewertungsgutachterin hat die Plausibilisierung der erwarteten Umsatzentwicklung sowie der Profitabilitätskennzahl (EBITDA-Marge) der Encavis AG inklusive ihrer Tochtergesellschaften innerhalb der Detailplanungsphase vorgenommen.

Im Rahmen unserer Prüfungstätigkeit haben wir eine eigene externe Planungsplausibilisierung auf Basis von Analystenschätzungen für das Wachstum der Umsatzerlöse sowie der EBITDA-Margen der Peer Group-Unternehmen durchgeführt. Einzelne Peer-Group-Unternehmen mussten hierbei aufgrund mangelnder Datenverfügbarkeit aus der Analyse ausgeschlossen werden. Auf Basis dieser Plausibilisierung hat sich gezeigt, dass die Unternehmensplanung der Encavis AG als ambitioniert zu bezeichnen ist

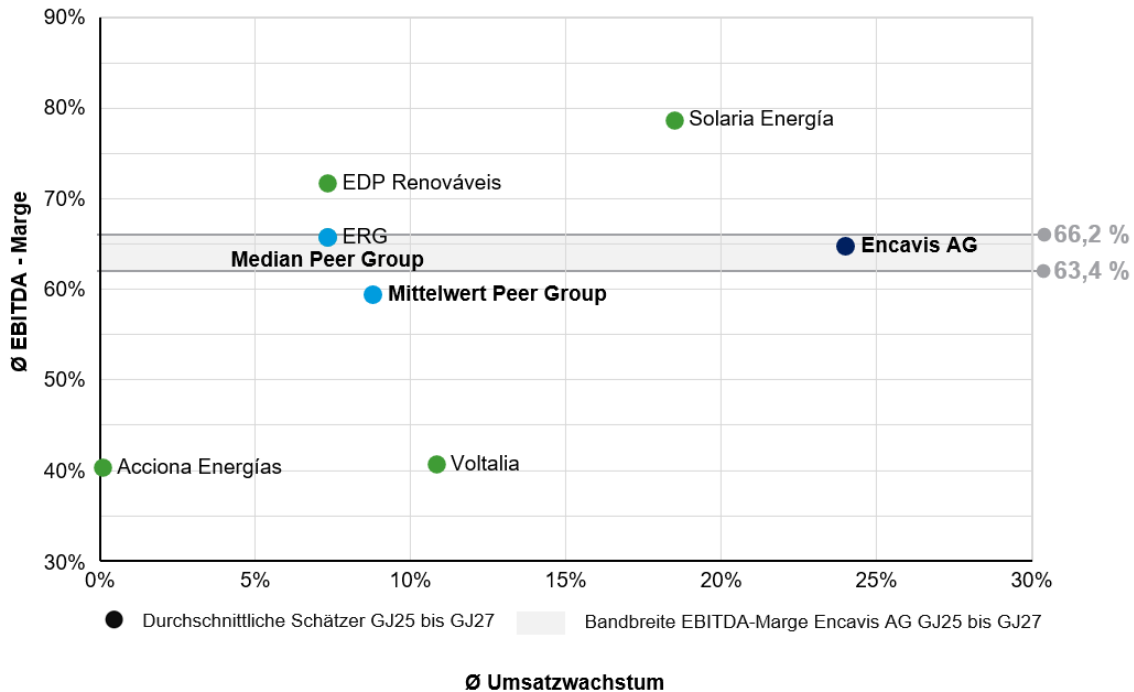
Das Umsatzwachstum der Encavis AG liegt in den Geschäftsjahren 2025 und 2027 deutlich oberhalb des Mittelwertes der Erwartungen für die Peer Group. Lediglich im Geschäftsjahr 2026 liegt das Umsatzwachstum nahe der oberen Bandbreite der Peer Group. Vor dem Hintergrund des für dieses Wachstum erforderlichen Kapazitätsaufbaus und der Rückgänge im gewichteten Strompreis sind erhebliche Anstrengungen notwendig, um das erwartete Wachstum zu erreichen.



Quelle: Planungsrechnung Encavis AG, Analysen A&M, Analysen RSM Ebner Stolz; S&P Capital IQ.

Die EBITDA-Marge hingegen zeigt einen nahezu linearen Verlauf nahe dem Mittelwert der Peer Group und innerhalb der Bandbreite auf. Die geplanten EBITDA-Margen befinden sich auf einem geschäftsüblichen Niveau im Branchenvergleich.

Ergänzend haben wir zur Plausibilisierung die Wachstumserwartungen und die EBITDA-Margen für die Encavis AG und die Peer Group in Relation gesetzt. Die folgende Darstellung verdeutlicht den Ambitionsgrad der Wachstumsannahmen der Unternehmensplanung. Während die durchschnittliche EBITDA-Marge der Encavis AG nahe dem Niveau des Medians der Peer Group liegt, übersteigt das angenommene Umsatzwachstum der Encavis AG den Median der Peer Group mit ca. 17 % deutlich.



Quelle: Planungsrechnung Encavis AG, Analysen A&M, Analysen RSM Ebner Stolz; S&P Capital IQ.

Im Ergebnis erachten wir die Planungsrechnung der Encavis AG für die Detailplanungsphase als plausibel. Der von der Bewertungsgutachterin vorgenommene Peer Group-Vergleich und unsere ergänzenden Analysen belegen den Ambitionierungsgrad der Unternehmensplanung.

d) Weitere Planungskomponenten

Finanzergebnis

Das Finanzergebnis wurde von der Bewertungsgutachterin auf Grundlage der durch die Planungsverantwortlichen der Encavis AG angenommenen Zins- und Tilgungsplanung und unter Berücksichtigung bewertungstechnischer Anpassungen ermittelt. Ausgangspunkt der Finanzplanung zur Bestimmung des Finanzergebnisses waren zinstragende Erträge und Verbindlichkeiten. Für die Projektfinanzierung wird im Detailplanungszeitraum eine durchschnittliche Finanzierung von 4,1 % angenommen. Für die Konzernfinanzierung (nachrangig) wird ein Zinssatz in Höhe von 4,5 % verwendet. Aus dem risikolosen Basiszinssatz wurde für die Verzinsung des überschüssigen und operativen Kassenbestands eine Verzinsung in Höhe von 3,0 % berücksichtigt.

Die Bewertungsgutachterin hat auf Basis einer integrierten Bilanz- und Finanzplanung den in den jeweiligen Planjahren benötigten Finanzierungsbedarf ermittelt und entsprechende Rückführungen der zinstragenden Verbindlichkeiten sachgerecht abgebildet.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir das durch die Bewertungsgutachterin berücksichtigte Finanzergebnis auf Grundlage der bestehenden Finanzierungsstruktur und -konditionen, des zukünftig erwarteten Kapitalbedarfs bzw. -überschusses und der Ausschüttungsannahmen nachvollzogen. Gemäß unseren Prüfungshandlungen wurde das Finanzergebnis sachgerecht ermittelt.

Unternehmenssteuern

Die Besteuerung der Encavis AG sowie ihrer Tochtergesellschaften erfolgt nach dem gegenwärtigen Stand des Unternehmenssteuerrechts in Deutschland bzw. dem Sitzland der jeweiligen Projektgesellschaften. Aufgrund der vergleichsweise hohen Verbindlichkeiten aus der Projektfinanzierung und der daraus resultierenden Zinslast waren teilweise Abzugsbeschränkungen von Zinsaufwand (Zinsschranke gemäß § 8a KStG) zu berücksichtigen. Soweit Verlustvorträge vorhanden waren und diese genutzt werden konnten, wurden diese in die Steuerberechnung unmittelbar steuermindernd integriert.

In den ersten Planjahren ergeben sich aus der beschriebenen Systematik vergleichsweise hohe effektive Konzernsteuerquoten. Ursächlich ist dies auf die in verschiedenen Ländern gültigen Abzugsbeschränkungen von Zinsaufwendungen zurückzuführen. Da mit dem geplanten Kapazitätsaufbau steigende Finanzierungslasten einhergehen, sind die Zinsaufwendungen zu Beginn der Detailplanung nur beschränkt abzugsfähig. Mit steigenden Vor-Steuer-Ergebnissen normalisiert sich dieser Effekt und es kommt zu deutlich niedrigeren Steuerquoten von unter 30 %.

Insgesamt erachten wir den durch die Bewertungsgutachterin in den einzelnen Planjahren ausgewiesenen Steueraufwand der Encavis AG für angemessen abgeleitet.

e) Übergangsphase, nachhaltiges Ergebnis und nachhaltige Thesaurierung

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

Der IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 54, betont, dass die ewige Rente unter Berücksichtigung gesonderter Analysen von der Bewertungsgutachterin selbstständig herzuleiten ist. Insofern darf das letzte Planjahr der Detailplanungsphase nicht unreflektiert für die Phase der ewigen Rente übernommen werden. Bei der ewigen Rente sind langfristig erzielbare Renditeerwartungen zu berücksichtigen. Anhaltspunkte für die nachhaltig erzielbaren Renditen können sich aus den normalisierten Ergebnissen der Vergangenheit und der Detailplanungsphase sowie anhand von Branchenkennzahlen ergeben.¹³⁴

Die Bewertungsgutachterin beschreibt in der Gutachtlichen Stellungnahme, dass die in der Unternehmensplanung der Encavis AG bis zum Ende des GJ30 abgebildeten vertraglichen Verhältnisse nicht repräsentativ für die Unternehmensentwicklung in den Folgejahren ist. Hintergrund sind Stromeinspeise- und -abnahmeverträge, die nach dem GJ30 auslaufen und aufgrund veränderter regulatorischer Rahmenbedingungen nicht erneuert werden. Darüber hinaus ist die Zielkapazität (ohne BESS) von rund 7,0 GW im GJ30 noch nicht vollständig erreicht. Zum Ende der Detailplanungsphase befindet sich die Encavis AG daher nicht in einem eingeschwungenen Zustand.

Um den Übergang in einen eingeschwungenen Zustand sachgerecht abzubilden, hat die Bewertungsgutachterin in Abstimmung mit der Encavis AG die Detailplanungsphase um eine Übergangsphase erweitert. Diese Übergangsphase berücksichtigt das Auslaufen der Stromeinspeise- und -abnahmeverträge und bildet hinsichtlich der erwarteten Strompreise das Marktniveau ab. Die Laufzeit der Übergangsphase dauert bis zum GJ66 an. Die Länge dieser Übergangsphase orientiert sich an den Prognosen für das Bestandsportfolio, den Pipeline-Projekten, den Projekten des Wachstumsportfolios sowie den Prognosen für die Segmente Service und Asset Management. In dieser Übergangsphase werden Ersatzinvestitionen zum Erhalt der langfristigen Zielkapazität von 7 GW berücksichtigt. Diese Zielkapazität soll annahmegemäß im GJ34 erreicht werden. Auskunftsgemäß wird in der Übergangsphase der Anteil der FiT bzw. PPAs an der produzierten Strommenge, ausgehend von 76,7 % (GJ30), sinken. Ab GJ56 ff. wird die gesamte erzeugte Strommenge der Encavis AG direkt vermarktet. Soweit es in der Übergangsphase zu Schwankungen der produzierten Strommengen kommen soll, ist dies auf technische Effekte zurückzuführen.

Nach Berücksichtigung der vorgenannten Effekte befindet sich die Encavis AG in einem eingeschwungenen Zustand, der mit einer konstanten Erzeugungskapazität, einem konstanten Umsatzwachstum und gleichbleibenden Ergebnismargen einhergeht. Um den Übergang in die Phase der ewigen Rente darzustellen, hat die Bewertungsgutachterin die Ergebniskomponenten des letzten Jahres der Übergangsphase in einer Größenordnung der Wachstumsrate wachsen lassen.

¹³⁴ IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 57

Die Bewertungsgutachterin hat die Übergangsphase und die Phase der ewigen Rente in Form einer barwertäquivalenten Annuität als GJ31 (TV-Jahr) dargestellt. In diesem verdichteten TV-Jahr wird die zukünftige Ertragskraft der Encavis AG komprimiert abgebildet. Das nachhaltige Umsatzniveau liegt mit EUR 1.117 um rund 10,3 % über dem letzten Jahr der Detailplanungsphase. Die nachhaltige EBITDA-Marge liegt mit 64,8 % zwar leicht unterhalb der des GJ30. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass im GJ30 noch ein wesentlicher Teil der produzierten Strommenge über vorteilhafte FIT bzw. PPAs vermarktet werden kann. Das sukzessive Auslaufen dieser Verträge und der zunehmende Anteil neuerer, aber weniger vorteilhafter FIT bzw. PPAs, zieht zwangsläufig einen Margenrückgang nach sich (Portfoliomischeffekt). Dieser Margenrückgang kann nicht vollständig durch eine höhere Effizienz der Anlagen kompensiert werden. Die folgende Darstellung zeigt die Umsatz- und EBITDA-Planung für die Detailplanungsphase und für die barwertäquivalente Annuität im GJ31 ff.:

Gewinn- und Verlustrechnung	Ist	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
TEUR	GJ24	GJ25	GJ26	GJ27	GJ28	GJ29	GJ30	GJ31 ff.
Umsatzerlöse	401.082	505.000	629.495	764.735	912.528	981.729	1.012.780	1.117.480
Gesamtleistung	401.082	505.000	629.495	764.735	912.528	981.729	1.012.780	1.117.480
Operative Kosten	-152.035	-185.000	-221.794	-258.622	-304.167	-330.790	-351.853	-393.485
EBITDA	249.047	320.000	407.701	506.113	608.361	650.938	660.927	723.996
<i>in % Gesamtleistung</i>								
EBITDA	62,1%	63,4%	64,8%	66,2%	66,7%	66,3%	65,3%	64,8%

Quelle: Planungsrechnung Encavis AG, Analysen A&M, Analysen RSM Ebner Stolz.

Die vollständige Planungsrechnung der Encavis AG für die Detailplanungs- und Übergangsphase inklusive des Übergangs in die ewige Rente wird in Anlage 2 dargestellt.

Wir haben die durch die Bewertungsgutachterin getroffenen Annahmen analysiert. Dabei haben wir Erkenntnisse aus anerkannten Branchenstudien sowie insbesondere die Ausführungen des Managements beachtet. Im Ergebnis halten wir die getroffenen Wachstumsannahmen bezüglich der Umsatzerlöse und der Margenentwicklung in der Übergangsphase bis zum GJ66 für plausibel.

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die Berechnungen und Erläuterungen der Bewertungsgutachterin in Bezug auf die Ermittlung des nachhaltigen Ergebnisses sowie die Ableitung der nachhaltigen Investitionen nachvollzogen. Dabei haben wir den weiteren Kapazitätsaufbau nach dem GJ30 zur Erreichung der Zielkapazität in Höhe von 7,0 GW berücksichtigt. Darüber hinaus wurden auch die notwendigen Ersatzinvestitionen zur nachhaltigen Sicherstellung dieser Zielkapazität erfasst. Im Ergebnis halten wir die von der Bewertungsgutachterin getroffenen Annahmen vor dem Hintergrund der historischen Entwicklung sowie der Entwicklung und Annahmen in der Detailplanungs- und Übergangsphase für plausibel.

Ergebnis unserer Prüfungshandlungen

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir ausgehend von den normalisierten Vergangenheitszahlen die Unternehmensplanung der Encavis AG sowie die von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Ergänzungen für die Übergangsphase auf Konsistenz und Plausibilität der Annahmen untersucht.¹³⁵ Wir haben in mehreren Interviews mit dem Vorstand der Encavis AG ausführlich die wesentlichen Planungsprämissen in der Detailplanungsphase und das jeweilige Markt- und Wettbewerbsumfeld diskutiert. Die von der Bewertungsgutachterin getroffenen Aussagen zur Entwicklung der relevanten Märkte sowie zur Entwicklung der Wettbewerber haben wir nachvollzogen.

Vor dem Hintergrund unserer Prüfungshandlungen halten wir die Annahmen der Unternehmensplanung und die durch die Bewertungsgutachterin abgeleitete Übergangsphase für die Encavis AG für plausibel und auf der Grundlage des bestehenden Unternehmenskonzepts sowie des Marktumfelds nachvollziehbar abgeleitet. Nach unserer Einschätzung, den uns erteilten Auskünften und auf Basis der uns vorliegenden Marktstudien spiegelt die vorliegende Planung die Chancen und Risiken der Geschäftstätigkeit der Encavis AG aus heutiger Sicht angemessen wider.¹³⁶ Mit Blick auf das deutliche Wachstum der Erzeugungskapazität auf die Zielkapazität von 7,0 GW bei gleichzeitig steigendem Anteil von weniger profitablen Neugeschäft, erscheint die Unternehmensplanung jedoch ambitioniert.

Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass es sich bei der Erzeugung von Strom durch PV- bzw. Windparks um ein wetterabhängiges Geschäftsmodell handelt. Klimawandel und sonstige Umwelteinflüsse können sich daher maßgeblich auf die Stromproduktion dieser Anlagen auswirken. Wie das GJ24 gezeigt hat, kann es auch zu ungewöhnlichen, in der Vergangenheit nicht beobachteten Wetterlagen kommen.

Die erwartete Umsatz- und Ergebnisentwicklung ist im Wesentlichen von dem aus dem Ausbau des Erzeugungsportfolios erwarteten Mengenwachstum abhängig. Für die Encavis AG ergeben sich möglicherweise Wachstumslimitierungen bzw. Ertragslimitierungen durch temporäre Angebotsüberhänge auf dem Strommarkt. Wachstumschancen können sich hingegen aus einer zunehmenden Bedeutung von der Transformation der Energieversorgung hin zu regenerativen Energieformen ergeben. Weitere Potenziale könnten aus dem antizipierten Hochlauf des Batteriespeichergeschäfts entstehen, da im Rahmen der Transformation der Energieversorgung die Fragestellung nach Speichersystemen zunehmend an Bedeutung gewinnen könnte.

Wir weisen darauf hin, dass die Planungsrechnung nach den uns erteilten Auskünften und unseren bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnissen die aktuelle Struktur der Encavis AG sowie alle aus der Perspektive des Bewertungsstichtags hinreichend konkretisierten Effekte abbildet, die ohne Durchführung der der Bewertung zugrunde liegenden Maßnahme (Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out) unter der Annahme der (eigenständigen) Unternehmensfortführung zu erwarten sind.

¹³⁵ IDW Praxishinweis, 2/2017, Tz. 5.

¹³⁶ IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 16.

Zusammenfassend halten wir die Planungsrechnung, die durch die Bewertungsgutachterin abgeleitete Übergangsphase und die ewige Rente auf Basis unserer Analysen für eine geeignete Basis für die Zukunftserfolgswertermittlung. Insbesondere vor dem Hintergrund der historischen Entwicklung der Encavis AG, der Analyse der Planungstreue für die GJ22 bis GJ24, der Erkenntnisse aus der Markt- und Wettbewerbsanalyse sowie unter Berücksichtigung der uns von dem Vorstand der Encavis AG erteilten Auskünfte erachten wir die Verwendung der Planungsrechnung der Encavis AG für sachgerecht.

f) Anteile Dritter

Die Strategie der Encavis AG ist auf weiteres Wachstum ausgerichtet. Dieses Wachstum soll sowohl bis zum Ende der Detailplanungsphase als auch darüber hinaus bis zum Erreichen der Zielkapazität in Höhe von 7,0 GW andauern. Mit diesem angestrebten Kapazitätsausbau sind erhebliche Investitionserfordernisse verbunden. Darüber hinaus soll die Zielkapazität in Höhe von 7,0 GW auch nachhaltig aufrechterhalten werden. Nach den uns erteilten Auskünften soll die Wachstumsfinanzierung und die Finanzierung von Ersatzinvestitionen auch durch das Eingehen von Minderheitenbeteiligungen finanziert werden. Für die Unternehmensplanung wird daher von Teilverkäufen ausgegangen.

Da auf nicht beherrschende Gesellschafter (Minderheitenanteile) entfallende Ergebnisanteile bei der Ermittlung des Zukunftserfolgswerts der Encavis AG nicht berücksichtigt werden, hat die Bewertungsgutachterin diese Ergebnisanteile in Abzug gebracht.

Der Minderheitenanteil beträgt zu Beginn der Detailplanungsphase noch 18 % und ist maßgeblich durch den Fremdanteil an der Stern Energy S.P.A. geprägt. Bis zum Ende der Detailplanungsphase sinkt der Minderheitenanteil durch den höheren Ergebnisanteil des IPP-Bereichs. In der Übergangsphase werden für notwendige Ersatzinvestitionen zur Erhaltung der Zielkapazität Teilverkäufe berücksichtigt. Da der Ergebnisanteil des Neugeschäfts kontinuierlich steigt, beträgt der Minderheitenanteil im verdichteten GJ31 rund 22 %.

Wir haben die Berechnung der Minderheitenanteile am Konzernergebnis der Encavis AG nachvollzogen. Auf Basis der Annahme von durchzuführenden Teilverkäufen ist die Ermittlung des Anteils am Konzernergebnis für Minderheiten nachvollziehbar hergeleitet. Der von der Bewertungsgutachterin vorgenommene Abzug der Minderheitenanteile ist daher sachgerecht.

g) Kapitalisierungszinssatz

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage, die dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.¹³⁷

¹³⁷ IDW S 1, Tz. 114.

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

Basiszinssatz

Die Bewertungsgutachterin hat den risikolosen Basiszinssatz entsprechend den Empfehlungen des FAUB aus der Zinsstrukturkurve für deutsche Staatsanleihen abgeleitet. Dazu wurde der Zeitraum 15. Februar 2025 bis 16. Mai 2025 herangezogen. Die Bewertungsgutachterin gelangt zu einem gerundeten Basiszinssatz von 3,00 % (vor persönlichen Steuern) bzw. 2,21 % (nach persönlichen Steuern).

Als Datenbasis wurden für die Ermittlung des Basiszinssatzes die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank gewählt. Die entsprechenden Parameter der Svensson-Methode finden sich auf der Homepage der Deutschen Bundesbank.

Mittels dieser Parameter lassen sich Zinssätze für hypothetische Zerobonds (Spot Rates) ableiten und damit tägliche Zinsstrukturkurven auf Basis der am Markt gehandelten Bundesanleihen mit Restlaufzeiten bis zu 30 Jahren schätzen. Aus der beobachtbaren Entwicklung der Parameter der Schätzfunktion lässt sich deren begrenzte Verwendbarkeit zur Extrapolation für weiter in der Zukunft liegende Zinsprognosen erkennen. Vor diesem Hintergrund können nach Ansicht des FAUB mangels verfügbarer Marktdaten aus gehandelten Anleihen für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze und aufgrund allgemeiner Prognoseunsicherheiten die Zerobond-Zinssätze der längsten verfügbaren Restlaufzeiten als nachhaltiger Prognosewert konstant fortgeschrieben werden.¹³⁸

Zur Glättung von kurzfristigen Marktschwankungen sowie zur Vermeidung von Schätzfehlern werden nicht ausschließlich die Zinsstrukturdaten zum Bewertungsstichtag, sondern durchschnittliche Werte für die drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Monate herangezogen.¹³⁹ Es wird auf einen dreimonatigen Zeitraum abgestellt, um so kurzfristige Schwankungen zu glätten, die bei einem kürzeren Zeitraum zu Verwerfungen führen würden. Ein längerer Zeitraum als drei Monate würde hingegen aktuelle Entwicklungen vernachlässigen. Die Berechnung der Dreimonatsfrist erfolgt in Anlehnung an die WpÜG-Angebotsverordnung gemäß §§ 187, 188 Abs. 2 BGB.¹⁴⁰

¹³⁸ IDW-FN 2008, S. 491.

¹³⁹ OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21; OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18; OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2024, Rz. 12.92.

¹⁴⁰ Fragen und Antworten zu IDW S 1 i.d.F. 2008 (Stand: 14. Oktober 2020), Abschnitt 4.2 i.V.m. Abschnitt 3.1, IDW Life 2020, S. 955.

Entsprechend der Empfehlung des FAUB ist der einheitliche Basiszinssatz größer 1,0 % auf 1/4-Prozentpunkte kaufmännisch zu runden (unter 1,0 % auf 1/10-Prozentpunkte). Dies hat auch Zustimmung in der Rechtsprechung gefunden.¹⁴¹ Das OLG München hat hervorgehoben, dass die Rundung nicht zuletzt auch der Planungs- und Rechtssicherheit und dem Informationsbedürfnis der Minderheitsaktionäre diene.¹⁴²

Wir haben die Berechnungen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und gelangen für einen Dreimonatszeitraum bis zum Ende unserer Prüfungsarbeiten übereinstimmend zu einem gerundeten Basiszinssatz vor Steuern von 3,00 %. Der Basiszinssatz wurde sachgerecht um typisierte Ertragsteuern gekürzt (25,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag). Die Nachsteuergröße beläuft sich auf rund 2,21 %.

Im Hinblick auf die Überprüfung der Höhe des Basiszinssatzes weisen wir vorsorglich darauf hin, dass es sich um eine auf einen Stichtag bezogene Größe und keinen nur für einen einzelnen Stichtag erhobenen Wert handelt.¹⁴³ Ferner endet der Dreimonatszeitraum am Tag vor der Hauptversammlung.¹⁴⁴ Es ergibt sich aus der Natur einer am Vormittag beginnenden Hauptversammlung, dass Parameter wie Börsenkurse oder Zinsstrukturzahlen, die erst nach Ablauf des Handelstages festgestellt werden, nicht in die Wertfindung einzubeziehen sind.

Risikozuschlag

Der Risikozuschlag wird in der Praxis regelmäßig mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet. Die Verwendung des CAPM bzw. des Tax-CAPM wird von der ganz überwiegenden Mehrzahl der Gerichte und Literaturstimmen als sachgemäß erachtet und ist die vorherrschende Methode zur Ableitung eines objektivierten Risikozuschlags.¹⁴⁵ Die Verwendung des CAPM bzw. des Tax-CAPM entspricht auch der gefestigten oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung.¹⁴⁶

Da Aktienrenditen und Risikoprämien 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. Hierdurch kann insbesondere die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Veräußerungsgewinnen abgebildet werden.

¹⁴¹ OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18; OLG München, 6. August 2019, 31 Wx 340/17.

¹⁴² OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18.

¹⁴³ LG Hamburg, 16. Dezember 2021, 404a HKO 103/06.

¹⁴⁴ OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18; OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13.

¹⁴⁵ WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel C, Tz. 123.

¹⁴⁶ OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/161; OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 136/16; OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12; Ruthardt/Popp, AG 2019, S. 196, 200.

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

Markttrisikoprämie

Die Rechtsprechung verweist regelmäßig auf die Aussage des BGH, nach der in Bezug auf die maßgebliche Bewertungsmethode entscheidend sei, „dass die jeweilige Methode in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist“.¹⁴⁷ Dasselbe muss auch für die bei der Umsetzung der Bewertungsmethode anzusetzenden Parameter gelten; d. h. auch für die Markttrisikoprämie. Allerdings ist eine empirisch genaue und unter allen Kapitalmarktbedingungen eindeutige Festlegung der Markttrisikoprämie - als Punktschätzung - nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich.¹⁴⁸

In der Praxis als Expertenauffassung anerkannt sind die Bandbreitenempfehlungen des FAUB, die dementsprechend von der Rechtsprechung regelmäßig als sachgerechte Grundlage für die Schätzung der Markttrisikoprämie (nach § 287 Abs. 2 ZPO) herangezogen werden.¹⁴⁹

Der FAUB beobachtet kontinuierlich die Entwicklung auf den Kapitalmärkten, um zu überprüfen, ob seine Bandbreitenempfehlungen anzupassen sind. Dazu werden nach einem methodenpluralistischen Ansatz historisch gemessene Aktienrenditen bzw. Markttrisikoprämien, langfristige reale Aktienrenditen sowie Ex-Ante-Analysen impliziter Markttrisikoprämien betrachtet.¹⁵⁰ Die Bandbreitenempfehlung basiert demnach nicht alleine auf einer unabhängig von den Realitäten an den Kapitalmärkten festgelegten Gesamtrenditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer.

Die derzeit aktuelle Empfehlung des FAUB basiert auf der in der Sitzung vom 22. Oktober 2019 getroffenen Entscheidung. Demnach wurde auf Basis der damaligen Erkenntnisse und Analysen die zuvor gültige Bandbreitenempfehlung auf eine Bandbreite von 5,0 % bis 6,5 % für die Markttrisikoprämie nach persönlichen Steuern leicht nach oben erweitert.¹⁵¹

¹⁴⁷ Bspw. OLG Stuttgart, 20. August 2018, 20 W 2/13; BGH, 29. September 2015, II ZB 23/14; BGH, 12. Januar 2016, II ZB 25/14.

¹⁴⁸ OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20; OLG Düsseldorf, 14. Dezember 2017, 26 W 8/15.

¹⁴⁹ Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/18; OLG Bremen, 29. März 2019, 2 W 68/18; OLG Stuttgart, 26. Juni 2019, 20 W 27/18; OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17; OLG Frankfurt, 27. September 2019, 21 W 64/14.

¹⁵⁰ Für eine ausführliche Begründung des pluralistischen Ansatzes: Castedello et al., WPg 2018, S. 806 ff.

¹⁵¹ IDW Life 2019, S. 818 f.

In der Sitzung vom 30. Januar 2023 hat der FAUB festgestellt, dass zwar seit Februar 2022 deutlich steigende Basiszinssätze zu beobachten seien. Allerdings gehe dies mit ebenfalls deutlich gestiegenen impliziten Gesamtrenditen und Marktrisikoprämien auf Basis der Ex-Ante-Methode (implizite Kapitalkosten) einher. Auch in der Folgezeit hat der FAUB die Entwicklung des Kapitalmarktumfeldes weiterhin genau beobachtet. In seiner jüngsten Sitzung hielt es der FAUB weiterhin für sachgerecht, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie an einer Bandbreite von 6,0 % bis 8,0 % vor persönlichen Steuern bzw. 5,0 % bis 6,5 % nach persönlichen Steuern zu orientieren.¹⁵²

Für Bewertungszwecke ist die Bandbreitenempfehlung des FAUB auf eine Punktschätzung zu verdichten. Nach unserer Erfahrung erfolgt diese Verdichtung - bestätigt durch die Rechtsprechung - in aller Regel auf den Mittelwert der Nachsteuerempfehlung. Gründe für die Annahme einer Marktrisikoprämie am oberen Rand der Bandbreite können vor allem in einer in der jüngeren Vergangenheit beobachtbaren erhöhten Unsicherheit am Kapitalmarkt und der damit zum Ausdruck kommenden gestiegenen Risikoaversion liegen, wie dies den Empfehlungen des FAUB zu den Auswirkungen der aktuellen Kapitalmarktsituation auf die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes vom 10. Januar 2012 zugrunde lag.¹⁵³ Anhaltspunkte für die Annahme einer Marktrisikoprämie am unteren Rand der Bandbreite können spiegelbildlich hierzu u. a. bei einer geringeren Unsicherheit am Kapitalmarkt und einer gesunkenen Risikoaversion gegeben sein.¹⁵⁴

Bei der Festlegung der Marktrisikoprämie berücksichtigt die Bewertungsgutachterin auch die aktuelle Entwicklung der impliziten Marktrisikoprämie. In der Nach-Steuer Betrachtung führen die von der Bewertungsgutachterin durchgeführten Analysen im Zeitverlauf zu rückläufigen impliziten Marktrisikoprämien. Die Bewertungsgutachterin hat daher die **Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern mit 5,50 %** festgelegt. Damit erfolgt die Festlegung der Marktrisikoprämie um 0,25 %-Punkte unterhalb des Mittelwerts der FAUB-Bandbreitenempfehlung für die Marktrisikoprämie nach persönlicher Steuer.

Wir haben die von der Bewertungsgutachterin im Hinblick auf die Ableitung impliziter Marktrisikoprämien erstellten Analysen nachvollzogen. In dem von der Bewertungsgutachterin angewendeten Modell führt der seit Dezember 2024 zu beobachtende Anstieg des risikolosen Basiszinssatzes zu einem Rückgang der impliziten Marktrisikoprämie. Insofern ist die Schlussfolgerung der Bewertungsgutachterin, die Marktrisikoprämie nach Steuern unterhalb des Mittelwerts der FAUB-Empfehlung anzusetzen, nachvollziehbar.

Auf Basis unserer ergänzenden Analysen halten wir die von der Bewertungsgutachterin festgesetzte Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,50 % für vertretbar. Die verwendete Marktrisikoprämie liegt zwar leicht unterhalb des Mittelwerts, aber innerhalb der vom IDW empfohlenen Bandbreite und entspricht einer anerkannten Expertenauffassung.

¹⁵² Berichterstattung über die 169. Sitzung des FAUB am 21. März 2024.

¹⁵³ IDW-Fachnachrichten 2/2012, S. 122; OLG Schleswig-Holstein, 9. März 2020, 9 W 169/15.

¹⁵⁴ Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 180.

Betafaktor

Der Betafaktor misst im Rahmen des (Tax-) CAPM das systematische, nicht durch Portfoliobil- dung diversifizierbare Risiko der Aktie und wird als Maß für die Höhe des unternehmensindividu- ellen Risikos gesehen.¹⁵⁵ Abweichungen des tatsächlichen künftigen Zahlungsstroms vom Erwar- tungswert des künftigen Zahlungsstroms stellen Risiken für die Anteilseigner dar.¹⁵⁶ Der Betafak- tor ist kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein durch Schätzung zu ermit- telnder Zukunftswert.¹⁵⁷

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

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

Als Ausgangspunkt für die Schätzung des zukünftigen Betafaktors wird in der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung regelmäßig auf historische Aktienrenditen abgestellt. Der Betafaktor wird demnach anhand einer linearen Regression der unternehmensspezifischen Aktienkursren- dite (als zu erklärende, abhängige Variable) auf die Rendite eines Aktienindex (als zu erklärende, unabhängige Variable) ermittelt. In der Vergangenheit wurde die Aussagekraft des Betafaktors regelmäßig anhand statistischer Kriterien (Bestimmtheitsmaß, t-Test) überprüft. Die Vorausset- zung für einen aussagekräftigen Betafaktor ist, dass sich die Aktienrenditen und damit die zu- grundeliegenden Aktienkurse sachlich und zeitlich unverzerrt an Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen. Daher wird inzwischen zunehmend (auch) auf die Liquidität der Aktie abgestellt, um die grundsätzliche Prognoseeignung der ermittelten Betafaktoren einzu- schätzen. Als Liquiditätsmaße werden bspw. die Geld-Brief-Spanne oder der Handelsumsatz ge- nannt, wobei sich für die Messung der Liquidität bislang weder in der Theorie noch in der Praxis ein überlegenes Messkonzept herausgebildet hat. Zudem existieren (derzeit) für die einzelnen Messkonzepte keine allgemein anerkannten Schwellenwerte für „liquide Aktien“.¹⁵⁸ Festzuhalten ist jedoch, dass auch wenn das unternehmenseigene Beta statistisch signifikant sein sollte, es bei Vorliegen einer zu hohen Geld-Brief-Spanne nicht aussagekräftig ist.¹⁵⁹

¹⁵⁵ OLG Frankfurt, 17. Juni 2010, 5 W 39/98.

¹⁵⁶ Franken/Schulte, BewP 2012, S. 92, 93

¹⁵⁷ OLG Stuttgart, 17. März 2011, 20 W 9/08; OLG Frankfurt, 2. Mai 2011, 21 W 3/11.

¹⁵⁸ Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 328 f.

¹⁵⁹ OLG Düsseldorf, 13. September 2021, 26 W 1/19; OLG Frankfurt, 20. November 2019, 21 W 77/14: Hier wird eine Geld-Brief-Spanne von rund 1,25 % genannt, bei der regelmäßig nicht mehr von einer hinreichenden Liquidität zur Bestimmung unverzerrter Betafaktoren ausgegangen werden könne.

Daneben ist zu beachten, dass aus dem reinen „Erfüllen“ von einzelnen oder mehreren bzw. allen Messgrößen nicht ohne weitere Überlegungen auf die Prognoseeignung der historischen Kurse bzw. des Betafaktors geschlossen werden kann. Die Ableitung des künftigen systematischen Risikos anhand des (originären) Betafaktors setzt voraus, dass dieser verlässlich ermittelt und seine zeitliche Stabilität erwartet werden kann. Somit ist auch eine Analyse der Kursentwicklung im Hinblick auf Strukturbrüche oder sonstige verzerrende Ereignisse, wie bspw. Übernahmegegerüchte/ -verfahren, vorzunehmen. Bei (faktisch) beherrschten Unternehmen wird der (originäre) Betafaktor regelmäßig keine Prognoseeignung für die Unternehmensbewertung aufweisen.¹⁶⁰

Eine Abwägung der Aktualität und der statistischen Signifikanz ist für die Festlegung des Zeitraums der Betaberechnung notwendig. Ein erhöhter Stichprobenumfang erhöht aus statistischer Sicht die Ergebnissenauigkeit. In der Praxis werden überwiegend Beobachtungszeiträume von fünf Jahren mit monatlichen und zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen verwendet.¹⁶¹

Tendenziell spricht die Aktualität für einen kürzeren Zeitraum von z. B. zwei Jahren.¹⁶² Lange Zeiträume, in denen abnormale Kursschwankungen durch Strukturbrüche stattgefunden haben, die u. a. durch einen Börsengang oder eine aktienrechtliche Strukturmaßnahme hervorgerufen wurden, sind für die Berechnung des Betafaktors ungeeignet.¹⁶³ Kurzfristig gemessene Betafaktoren können einerseits derzeit (noch) durch die COVID-19-Pandemie bzw. die Auswirkungen des Krieges in der Ukraine beeinflusst sein, da an den Börsen hohe Kursschwankungen zu beobachten sind bzw. waren. Andererseits ist es gerade im aktuellen Umfeld auch geboten, krisenbedingte Veränderungen des Betafaktors zu berücksichtigen, soweit diese aus einer nachhaltigen Veränderung des Geschäftsmodells resultieren.¹⁶⁴

Das direkt aus den (Kurs-)Renditen mittels Regression abgeleitete Beta wird häufig auch als „Raw Beta“ bezeichnet. Wird dieses mittels einer Gewichtungformel mit einem Gesamtmarktbeta von eins in Beziehung gesetzt, spricht man von einem sog. „Adjusted Beta“. Das Adjusted Beta entsprechend der sogenannten „Blume-Anpassung“ stellt im Finanzbereich die am häufigsten zu beobachtende Beta-Adjustierung dar.¹⁶⁵ Bei diesem Verfahren wird das Raw Beta mit $0,667 (=2/3)$ multipliziert und $0,333$ hinzuaddiert. Bei der Adjustierung nach „Vasicek“ werden verschuldete Raw Betas umso stärker in Richtung eines bekannten Referenzwertes (z. B. des Marktdurchschnitts) gewichtet, je größer der Standardfehler der Betaschätzung ist.

¹⁶⁰ Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 329; OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18.

¹⁶¹ OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11; OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09.

¹⁶² OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10; OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11; LG Frankfurt, 2. September 2010, 3-5 O 279/08.

¹⁶³ OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08.

¹⁶⁴ Castedello/Tschöpel, WPg 2020, S. 914.

¹⁶⁵ Scheld, Fundamental Beta, 2013, S. 77.

In der Bewertungspraxis wird sowohl auf Adjusted- als auch auf Raw-Betafaktoren zurückgegriffen.¹⁶⁶ Der Rechtsprechung ist nicht zu entnehmen, dass adjustierten oder nicht-adjustierten Betafaktoren ein genereller Vorrang eingeräumt würde und insoweit eine einheitliche Position vertreten wird.¹⁶⁷ Für Zwecke der Netzregulierung hat sich der BGH für die Adjustierung nach Vasicek ausgesprochen.¹⁶⁸ Nach Auffassung des OLG München ist eine Adjustierung nicht pauschal abzulehnen.¹⁶⁹ Im Ergebnis gleicher Ansicht im Hinblick auf die umstrittene Frage hat das LG München I die Adjustierung nach der Blume-Anpassung nicht beanstandet.¹⁷⁰

Originärer Betafaktor der Encavis AG

Für börsennotierte Unternehmen wie die Encavis AG kann grundsätzlich ein - historischer - Betafaktor unmittelbar aus Kapitalmarktdaten ermittelt werden. Korrespondierend zur zeitlichen Abgrenzung des Börsenkurses ist nach der Auffassung des OLG Stuttgart ein unternehmenseigener Betafaktor aufgrund historisch beobachteter Kurse im Zeitraum nach der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme grundsätzlich ungeeignet.¹⁷¹ Vielmehr wird gefordert, dass die Messperiode für die Ermittlung des unternehmenseigenen Betafaktors am Tag der Bekanntmachung der Maßnahme enden muss.¹⁷²

Die Aktien der Encavis AG waren zwischen dem 4. Juli 2017 und dem 31. Januar 2025 zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. Grundsätzlich wäre es daher denkbar, dass die Bewertungsgutachterin auf den originären Betafaktor der Encavis AG abstellt. Die Bewertungsgutachterin hat verschiedene Analysen erstellt, um die Eignung des originären Betafaktors der Encavis AG zu überprüfen. Wir haben diese Analysen nachvollzogen und ergänzend eigene Analysen vorgenommen.

Die Bekanntgabe der Absicht zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out der Minderheitsaktionäre der Encavis AG erfolgte am 31. Januar 2025. In der folgenden Übersicht wird der originäre Betafaktor der Encavis AG über einen zweijährigen Zeitraum bei wöchentlichen Renditeintervallen sowie einen fünfjährigen Beobachtungszeitraum bei monatlichen Renditeintervallen dargestellt, bezogen auf den Zeitpunkt der Bekanntgabe der geplanten Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out der Encavis AG. Wir haben unserer Analyse einen breiten lokalen Vergleichsindex (CDAX) zugrunde gelegt. Ergänzend haben wir für beide Zeitraum-Intervall-Kombinationen Betafaktoren unter Verwendung eines breiten globalen Index (STOXX

¹⁶⁶ WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel A, Tz. 410.

¹⁶⁷ OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16; OLG Frankfurt, 27. August 2020, 21 W 59/19; LG Hamburg, 26. September 2019, 412 HKO 156/16; LG Stuttgart, 24. September 2018, 42 O 49/16; LG München I, 28. April 2017, 5 HK O 26513/11; OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13; OLG Karlsruhe, 23. Juli 2015, 12a W 4/15; OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13.

¹⁶⁸ BGH, 27. Januar 2015, ENVR 37/13, Tz. 10.

¹⁶⁹ OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16 i.V.m. LG München I, 20. November 2015, 5 HK O 5593/14.

¹⁷⁰ LG München I, 29. August 2018, 5 HK 16585/15; gl.A. OLG Düsseldorf, 8. Juli 2021, 26 W 10/20; OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19.

¹⁷¹ OLG Stuttgart, 18. Dezember 2009, 20 W 2/08 (Vorlagebeschluss).

¹⁷² Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechts-handbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.98; OLG Karlsruhe, 13. Mai 2013, 12 W 77/07; LG Hannover, 2. März 2016, 13 O 191/09; LG Düsseldorf, 3. September 2014, 33 O 55/07.

Europe 600) ermittelt. Als Endzeitpunkt der einbezogenen Aktienkurse haben wir auf den Tag vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme (30. Januar 2025) abgestellt.

Originärer Betafaktor der Encavis AG	Renditebeobachtung	Index	R ²	Levered Raw Beta	Unlevered Beta	Geld-Brief-Spanne
30. Januar 2025	2 Jahre wöchentlich	CDAX	6,9%	0,60	0,42	0,14%
		SXXGR	10,5%	0,86	0,61	
	5 Jahre monatlich	CDAX	11,8%	0,73	0,47	0,19%
		SXXGR	15,5%	1,02	0,66	

Quelle: Bloomberg L.P., Analysen RSM Ebner Stolz.

Die Aussagekraft des ermittelten originären Betafaktors haben wir zunächst mittels statistischer Signifikanzkriterien (t-Test) unter Rückgriff auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg geprüft. Nach dieser Prüfung sind alle dargestellten Betafaktoren statistisch signifikant. Die Güte der Regression, quantifiziert an der Messgröße R², liegt im 2-Jahres-Zeitraum bei 6,9 % bzw. 10,5 % für die Regression gegen den CDAX (als lokalen Index) bzw. den STOXX Europe 600 (als globalen Index). Ein Wert fällt unter die in der gängigen Praxis als kritisches Niveau angesehene Regressionsgüte von R² = 0,10 bzw. 10 %. Die durchschnittlichen Geld-Brief-Spannen auf Basis der XETRA-Schlusskurse liegen über den Zeitraum der letzten fünf Jahre bei 0,19 % und in den letzten 2 Jahren bei 0,14 %. Damit liegt die Geld-Brief-Spanne deutlich unter der in der Rechtsprechung als kritisch eingestuftene Werte.

Die Aktie der Encavis AG wurde über die letzten fünf Jahre regelmäßig gehandelt. Jedoch ergab sich am 14. März 2024 ein Kurssprung der Aktie der Encavis AG von rund EUR 13,45 (13. März 2024) auf rund EUR 16,84 und damit um rund 25 %. Seitdem verlief der Kurs der Aktie - wie im Zusammenhang mit Strukturmaßnahmen dieser Art üblich - ab dem Zeitpunkt des Übernahmeangebots seitwärts auf dem Niveau des Übernahmeangebots.

Auf Basis unserer eigenen Analysen kommen wir zu dem Ergebnis, dass der originäre Betafaktor der Encavis AG als Risikomaß ungeeignet erscheint. Die Aktie der Encavis AG unterlag seit März 2024 nicht mehr einem funktionierenden Preisbildungsmechanismus da die Informationsverarbeitung sowie -bewertung eingeschränkt war. Der originäre Betafaktor der Encavis AG erscheint für die Ableitung des systematischen Risikos im Rahmen der Unternehmensbewertung daher ungeeignet. Die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin ist sachgerecht.

Betafaktor der Peer Group

Die Bewertungsgutachterin hat entsprechend der gängigen Praxis zur Ableitung des operativen Geschäftsrisikos des zu bewertenden Unternehmens auf eine Vergleichsgruppe börsennotierter Unternehmen (Peer Group) abgestellt. Der Rückgriff auf die Betafaktoren einer Peer Group wird auch von der Rechtsprechung anerkannt.¹⁷³ Dies gilt auch hinsichtlich des Einbezugs ausländischer Unternehmen.¹⁷⁴ Wir haben die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin sowohl qualitativ als auch quantitativ nachvollzogen.

Die Bewertungsgutachterin hat für die Ableitung eines Betafaktors aus einer Vergleichsgruppe börsennotierter Unternehmen eine mehrstufige Analyse durchgeführt. Festzuhalten ist zunächst, dass es kein börsennotiertes Unternehmen gibt, das in seiner Gesamtheit unmittelbar mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar oder auf demselben regionalen Markt vertreten ist. Unterschiede der Peer Group-Unternehmen ergeben sich aus der singulären Stellung des Bewertungsobjektes und sind unvermeidbar.¹⁷⁵ Daher hat die Bewertungsgutachterin hinsichtlich des Geschäftsmodells, spezifischer Produktsegmente und Produktarten, regionaler Abdeckung und Größe nach vergleichbaren Unternehmen recherchiert.¹⁷⁶

Zur Identifikation von Peer Group-Unternehmen hat die Bewertungsgutachterin ein Screening auf Basis qualitativer sowie quantitativer Kriterien vorgenommen, um die Vergleichbarkeit mit der Encavis AG zu überprüfen. Neben von der Gesellschaft genannten Wettbewerbern wurden zur Ableitung weitere Unternehmen herangezogen. Unter Zuhilfenahme der Finanzinformationsdatenbank S&P Global Market Intelligence LLC wurden börsennotierte Unternehmen identifiziert, indem öffentliche Unternehmen/Funds des Sektors „Renewable Electricity“ (erneuerbare Energie) in Europa analysiert wurden. Nach Entfernung von Duplikaten zwischen den verschiedenen Quellen ergab sich eine Long List von 80 potenziellen Vergleichsunternehmen.

Die Bewertungsgutachterin weist im Zusammenhang mit der Ableitung der Peer Group für die Encavis AG darauf hin, dass das Geschäftsmodell des Bewertungsobjekts im Wesentlichen im Bereich der Stromerzeugung aus Solar- und Windkraft, technischen Betriebs- und Wartungsleistungen sowie dem Asset Management liegt. Die Bewertungsgutachterin hat im Rahmen des Auswahlprozesses Unternehmen eliminiert, die den Großteil ihrer Umsätze in anderen Bereichen (z. B. Energieerzeugung aus Wasserkraft, Kraft-Wärme-Kopplung und fossilen Energieträger) erwirtschaften. Darüber hinaus wurden Unternehmen aus der Vergleichsgruppe eliminiert, die im Vertrieb und Handel von Strom tätig sind. Wir halten die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin für sachgerecht.

¹⁷³ OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16; OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13; OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13; OLG Karlsruhe, 22. Juni 2015, 12a W 5/15.

¹⁷⁴ OLG Jena, 3. März 2021, 2 W 407/18; OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15; OLG Stuttgart, 3. April 2020, 20 W 2/17.

¹⁷⁵ OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19.

¹⁷⁶ OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19; OLG Düsseldorf, 11. Mai 2020, 26 W 14/17.

In einem mehrstufigen Filterprozess wurde für die Long List eine Auswahl der Unternehmen getroffen, welche als Peer Group-Unternehmen der Encavis AG in Frage kommen. Dazu wurden verschiedene Kriterien hinsichtlich der statistischen Validität sowie Verfügbarkeit der notwendigen Datenpunkte berücksichtigt. Um eine ausreichende Liquidität und eine Entwicklung des Aktienkurses entsprechend der wirtschaftlichen Fundamentalentwicklung zu gewährleisten, hält die Bewertungsgutachterin zusätzlich folgende Parameter für relevant:

- Marktkapitalisierung von über EUR 100 Mio.
- Streubesitzanteil von mindestens 10 %
- Geld-Brief-Spanne im 2-Jahreszeitraum vor Bewertungsstichtag von unter 1,25 %
- Aktienhandel innerhalb der letzten 2 Jahre an mindestens 90 % der Handelstage

In der Folge reduzierte sich die Anzahl möglicher Peer Group Unternehmen auf 33. Durch qualitative Kriterien in Bezug auf das Tätigkeitsspektrum (Stromerzeugung aus Solar-/Windkraft, technische Betriebs-/Wartungsleistungen und Asset Management) der Encavis AG, erfolgte eine weitere Verdichtung der Peer Group. Ebenso wurden auch reine Stromproduzenten berücksichtigt, die über keine eigene Entwicklungstätigkeit verfügen. Im Vergleich zu den meisten Wettbewerbern ist die Encavis AG im einem geringeren Umfang in der Projektentwicklung tätig, da Projekte in der Regel erst akquiriert werden, wenn sie ein fortgeschrittenes Stadium der Entwicklung erreicht haben. Das systematische Risiko einer fehlgeschlagenen Projektentwicklung ist für die Encavis AG daher geringer als bei Unternehmen, die sich bereits in einem frühen Stadium an der Entwicklung beteiligen oder diese Entwicklung selbst durchführen. Um die finale Peer Group zu erhalten, wurden weitere Unternehmen ausgeschlossen, die andere erneuerbare Energiequellen zur Stromerzeugung nutzen und deren Geschäftsmodell sich von dem der Encavis AG unterscheidet.

Insgesamt hat die Bewertungsgutachterin auf Basis der vorgenommenen Analysen eine Peer Group von neun Unternehmen abgeleitet. Hinsichtlich einer Beschreibung der Peer Group-Unternehmen wird auf die Ausführungen der Bewertungsgutachterin im Rahmen der Gutachtlichen Stellungnahme verwiesen.

Für die ausgewählten Peer Group-Unternehmen hat die Bewertungsgutachterin Raw-Betafaktoren anhand wöchentlicher Renditeintervalle über einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren sowie für monatliche Renditeintervalle über einen Betrachtungszeitraum von fünf Jahren ermittelt. Als Vergleichsindizes wurden sowohl lokale als auch ein globaler Index verwendet. Die Belastbarkeit der Betafaktoren hat die Bewertungsgutachterin anhand statistischer Signifikanztests untersucht. Für den t-Test wurde für beide Regressionszeiträume ein Signifikanzniveau von 5,0 % ausgewählt.

Zur Bereinigung um Kapitalstruktureffekte wurden die beobachteten Betafaktoren der verschuldeten Peer Group-Unternehmen in unverschuldete Betafaktoren umgerechnet (sogenanntes „Unlevern“), um eine Vergleichbarkeit mit dem operativen Risikoprofil des Bewertungsobjekts herstellen zu können.¹⁷⁷

¹⁷⁷ OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13; OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, 26 W 8/10; OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 3/09; OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09; OLG Stuttgart, 18. Dezember 2009, 20 W 2/08.

Für eine adäquate Beurteilung des auf den Eigenkapitalgeber entfallenden Risikos ist eine Einschätzung des von den Fremdkapitalgebern übernommenen Risikos notwendig. Hierfür wird in der Praxis häufig auf das Konzept des sogenannten „Debt Beta“ zurückgegriffen. Das Debt Beta ist ein Maß für das Risiko der Fremdkapitalgeber eines Unternehmens. Hierbei wird berücksichtigt, dass auch das Fremdkapital grundsätzlich ausfallgefährdet ist und somit auch auf die Fremdkapitalgeber ein Teil des unternehmerischen, operativen Unternehmensrisikos entfällt. Die Fremdkapitalgeber erhalten daher für die Übernahme eines Teils des operativen Risikos eine Risikoprämie über dem risikolosen Zinssatz.

Wir haben im Rahmen unserer Prüfungsarbeiten die unverschuldeten Betafaktoren unter den Annahmen von unsicheren Steuervorteilen und unter Berücksichtigung eines risikobehafteten Fremdkapitals (sog. „Harris-Pringle“-Anpassung) durchgeführt und überprüft, ob die von der Bewertungsgutachterin angewandte Methodik zutreffend angewendet wurde.

Auf Grundlage der Untersuchungen der Bewertungsgutachterin ergibt sich auf Basis des Mittelwerts der Peer Group-Unternehmen bei einer Regression gegen lokale Indizes ein unverschuldeter Betafaktor von 0,38 (zweijähriger Beobachtungszeitraum) sowie von 0,42 (fünfjähriger Beobachtungszeitraum). Bezogen auf den Median der Peer Group Betafaktoren resultiert ein unverschuldeter Betafaktor von 0,37 (zweijähriger Beobachtungszeitraum) sowie von 0,47 (fünfjähriger Beobachtungszeitraum). Bei einer Regression gegen den globalen Index ergeben sich analog Betafaktoren von 0,49 und 0,51 im Mittelwert und 0,49 und 0,51 im Median.

Auf Basis der Analysen der Bewertungsgutachterin ergibt sich ein Mittelwert der Mediane der europäischen und lokalen unverschuldeten Betafaktoren auf 2- und 5-Jahresbasis von 0,46. Hieraus ergibt sich, dass für jedes der Vergleichsunternehmen die verfügbaren Datenpunkte herangezogen wurden, aus denen anschließend der Mittelwert gebildet wurde.

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

Die Auswahl der in die Peer Group einbezogenen Unternehmen haben wir unter Berücksichtigung der wesentlichen operativen Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren der Encavis AG auf Basis der uns im Zuge unserer Prüfungstätigkeit vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte ergänzt und durch eigene Recherchen und Analysen überprüft. Wir haben die Betafaktoren auf ihre statistische Validität überprüft. Die von der Bewertungsgutachterin ermittelten Betafaktoren haben wir unter Rückgriff auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg L.P. plausibilisiert.

Darüber hinaus haben wir die ergänzenden Analysen des Betafaktors anhand der breitesten regionalen Indizes nachvollzogen. Auf Basis unserer Analysen haben wir festgestellt, dass der durch die Bewertungsgutachterin ermittelte und gutachtlich festgelegte Betafaktor in Höhe von 0,40 tendenziell stärker das systematische Risiko von reinen Stromproduzenten berücksichtigt und die aus der Projektentwicklung resultierenden Risiken eher untergewichtet. Die nachfolgenden Tabellen stellen unsere Ermittlung des Peer Group-Betafaktors unter ausschließlicher Verwendung von Performance-Indizes dar:

Peer Group Betafaktoren - Lokaler Index		Levered Beta		Verschuldungsgrad		Unlevered Beta	
Unternehmen	Vergleichindex lokal	2 Jahre wöchentl.	5 Jahre monatl.	2 Jahre wöchentl.	5 Jahre monatl.	2 Jahre wöchentl.	5 Jahre monatl.
Acciona Energias Renova	MADX	0,76	0,57	35,0%	20,2%	0,57	0,49
Edp Renovaveis Sa	MADX	0,74	n/a	65,9%	n/a	0,48	n/a
Erg Spa	TITLMSE	0,48	n/a	44,0%	n/a	0,35	n/a
Greencoat Renewables	ISEQTR	0,33	0,20	95,2%	70,1%	0,18	0,12
Nextenergy Solar Fund Ltd	ASXTR	0,57	n/a	65,2%	n/a	0,37	n/a
Octopus Renewables	ASXTR	0,52	n/a	94,3%	n/a	0,30	n/a
Solaria Energia	MADX	0,67	0,79	68,5%	41,3%	0,43	0,58
Renewables Infrastructure	ASXTR	0,56	n/a	96,3%	n/a	0,31	n/a
Voltaia Sa- Regr	PAX	0,79	0,77	96,4%	60,5%	0,48	0,54
Median		0,57	0,67	68,5%	50,9%	0,37	0,51
Mittelwert		0,60	0,58	73,4%	48,0%	0,39	0,43

Quelle: Bloomberg L.P., Analysen RSM Ebner Stolz; Abfragestichtag: 21. Mai 2025.

Die Bewertungsgutachterin nutzt für die Ableitung der lokalen Betafaktoren abweichende Referenzindizes. Hieraus ergeben sich geringfügige Differenzen gegenüber den von uns abgeleiteten Betafaktoren. Eine weitere Abweichung in der Methodik betrifft die Abgrenzung des Verschuldungsgrades, woraus sich ebenfalls geringe Abweichungen in den Unlevered Betafaktoren ergeben. Für die Ermittlung der Debt Betas wurde zudem auf abweichende Ratings zurückgegriffen, bzw. ein synthetisches Rating erstellt.

Aus der Verwendung der Daten unterschiedlicher Finanzdatenanbieter (S&P Capital IQ und Bloomberg L.P.) resultieren ebenfalls geringfügige Differenzen in den Umrechnungskursen. Dies führt bei der Umrechnung des FTSE All-Share Index von EUR in GBP zu leichten Umrechnungsdifferenzen. Betroffen hiervon sind die Peer Group-Unternehmen Aquila European Renewables Plc, Next Energy Solar Fund Limited, Octopus Renewables Infrastructure Trust Plc und The Renewables Infrastructure Group Limited.

Peer Group Betafaktoren - Globaler Index		Levered Beta		Verschuldungsgrad		Unlevered Beta	
Unternehmen	Vergleichindex global	2 Jahre wöchentl.	5 Jahre monatl.	2 Jahre wöchentl.	5 Jahre monatl.	2 Jahre wöchentl.	5 Jahre monatl.
Acciona Energias Renova	SXXGR	1,03	0,80	35,0%	20,2%	0,78	0,67
Edp Renovaveis Sa	SXXGR	1,05	0,69	65,9%	49,5%	0,67	0,49
Erg Spa	SXXGR	0,77	0,78	44,0%	39,8%	0,54	0,57
Greencoat Renewables	SXXGR	0,63	0,30	95,2%	70,1%	0,33	0,18
Nextenergy Solar Fund Ltd	SXXGR	0,32	n/a	65,2%	n/a	0,22	n/a
Octopus Renewables	SXXGR	0,45	0,23	94,3%	52,6%	0,26	0,17
Solaria Energia	SXXGR	0,84	1,41	68,5%	41,3%	0,53	1,03
Renewables Infrastructure	SXXGR	0,34	0,16	96,3%	68,5%	0,20	0,12
Voltaia Sa- Regr	SXXGR	1,39	1,27	96,4%	60,5%	0,79	0,85
Median		0,77	0,74	68,5%	51,0%	0,53	0,53
Mittelwert		0,76	0,71	73,4%	50,3%	0,48	0,51

Quelle: Bloomberg L.P., Analysen RSM Ebner Stolz; Abfragestichtag: 21. Mai 2025.

Aus unseren ergänzenden Analysen ergeben sich in der Gesamtschau keine Hinweise darauf, dass der durch die Bewertungsgutachterin abgeleitete Betafaktor überhöht sein könnte. Vielmehr legen unsere Analysen nahe, dass der von der Bewertungsgutachterin abgeleitete Betafaktor an der unteren Grenze einer denkbaren Bandbreite ist und diese Festlegung insgesamt zum Vorteil der Minderheitsaktionäre ausfällt. Wir erachten den verwendeten Betafaktor in Höhe von 0,40 für die Ermittlung des Risikozuschlags für vertretbar. Aus Sicht der Minderheitsaktionäre ist die von der Bewertungsgutachterin vorgenommene Festlegung des Betafaktors in Höhe von 0,4 vorteilhaft.

Im Rahmen der Ertragswertberechnung ist der unverschuldete Betafaktor periodenspezifisch anhand des Verschuldungsgrads wieder anzupassen (sogenanntes „Relevanz“).

h) Nachhaltige Wachstumsrate

Im Rahmen der Ertragswertermittlung ist für die Fortführungsphase eine nachhaltige Wachstumsrate festzulegen. Die Bewertungsgutachterin hat diese Wachstumsrate in Höhe von 1,0 % angesetzt.

Hierzu dürfen wir auf folgenden Sachverhalt hinweisen:

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

Als Quellen des Wachstums finanzieller Überschüsse lassen sich rein realwirtschaftliche (positive und negative) Entwicklungen der leistungswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren im Sinne eines operativen Wachstums (Kapazitätsoptimierungen und Kapazitätserweiterungen) sowie rein nominale, d. h. durch Preisveränderungen bedingte Entwicklungen (preisbedingtes Wachstum) abgrenzen. Zusätzlich sind steuerlich bedingte Effekte, z. B. aus der differenzierten Besteuerung von Gewinneinbehaltungen und Ausschüttungen, gesondert zu berücksichtigen.¹⁷⁸

Für Zwecke der Bewertung des nachhaltigen Ergebnisses stehen zwei sich ausschließende Rechenmodelle zur Verfügung. Im Fall des sogenannten Dividend Discount Model stehen im Zähler die Ausschüttungen bzw. Dividenden, die mit den Eigenkapitalkosten diskontiert werden. Im Unterschied zu dem Ertragswertmodell gehen hierbei die nicht an die Anteilseigner ausgeschütteten Teile des Jahresüberschusses nicht in die Kapitalisierungsgröße ein. Der verbleibende Teil wird im Unternehmen zur Innenfinanzierung verwendet und liefert einen zusätzlichen Wachstumseffekt.

¹⁷⁸ WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Tz. 441 ff.

Wenn - was in der Bewertungspraxis nicht üblich ist - in der ewigen Rente nur ein Teil des Jahresüberschusses, nämlich der Dividendenanteil, kapitalisiert würde, dann wären die aus der Innenfinanzierung resultierenden zusätzlichen Wachstumseffekte in Gestalt eines vergleichsweise hohen Wachstumsabschlags zu berücksichtigen. Hingegen kommt es im Rahmen des Ertragswertverfahrens in der ewigen Rente zu einer vollständigen Auskehrung des erwirtschafteten Jahresergebnisses (man kann dies auch als Wertbeitrag aus Ausschüttung zuzüglich Wertbeitrag aus Thesaurierung bezeichnen).

Eine Fortsetzung des für die Detailplanungsphase erwarteten überdurchschnittlichen Gewinnwachstums ist in der Phase der ewigen Rente nur möglich, wenn kapazitätserweiternde Investitionen auch mittels Thesaurierungen finanziert werden. Unter der Annahme des eingeschwungenen Zustands der ewigen Rente, in dem das Bewertungsobjekt die Kapitalkosten, welche die eigene Risiko- und Finanzierungsstruktur widerspiegeln, nachhaltig verdient, korrespondieren die künftig rein operativ wachsenden Ausschüttungen direkt mit dem Wertbeitrag aus den Thesaurierungen (nachhaltige Wertsteigerungen). Hier ist aber zu berücksichtigen, dass beim Ertragswertverfahren nach IDW S 1 die zu diskontierenden Nettoeinnahmen nachhaltig nicht nur aus dem Wertbeitrag aus Ausschüttungen, sondern auch aus dem Wertbeitrag aus Thesaurierungen bestehen. Da der Wertbeitrag aus Thesaurierungen das zukünftige Dividendenwachstum aus Thesaurierungen vollständig abdeckt, bildet die im Wachstumsabschlag abgebildete Wachstumsrate der Ausschüttungen primär inflationsbedingte Werteffekte ab, die auf die unternehmensspezifische preisbedingte Wachstumsrate des zu bewertenden Unternehmens zurückzuführen sind.

Nach dem Dividend Discount Model ergibt sich der wertäquivalente Unternehmenswert zu Beginn der ewigen Rente nach dem folgenden Zusammenhang:¹⁷⁹

$$V_t = \frac{(ZdE_{t+1} - WbT_{t+1})}{r_{EK} - w}$$

mit

V_t = Ertragswert zu Beginn der ewigen Rente, ZdE_{t+1} = zu diskontierendes Ergebnis im ersten Rentenjahr, WbT_{t+1} = Wertbeitrag aus Thesaurierung im ersten Rentenjahr, r_{EK} = nachhaltige Eigenkapitalkosten, w = Gesamtwachstumsrate.

Durch Umstellung des Zusammenhangs kann die Gesamtwachstumsrate wie folgt dargestellt werden:

$$w = r_{EK} - \frac{(ZdE_{t+1} - WbT_{t+1})}{V_t}$$

¹⁷⁹ Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349, 357.

Das zu diskontierende Ergebnis im ersten Rentenjahr beläuft sich auf rund TEUR 121.531, der Wertbeitrag aus Thesaurierung im ersten Rentenjahr beträgt rund TEUR 119.708, der Ertragswert zu Beginn der ewigen Rente liegt bei rund TEUR 4.065.786 und die nachhaltigen Eigenkapitalkosten (vor Wachstumsabschlag) liegen bei 5,67 %.

Bezogen auf die Encavis AG ergibt sich demnach die folgende Gesamtwachstumsrate:

$$w = 5,67 \% - \frac{(121.531 - 119.708)}{4.065.786} = 5,63 \%$$

Insofern entspricht ein zur Unternehmensbewertung der Encavis AG und ihren Tochtergesellschaften unterstellter Wachstumsabschlag von 1,00 % einem nachhaltigen Gesamtwachstum von rund 5,63 %. Die so ermittelte Gesamtwachstumsrate liegt damit deutlich oberhalb der langfristig erwarteten Inflationsrate.¹⁸⁰

Zur Ableitung der langfristigen Wachstumsrate von 1,00 % wurden durch die Bewertungsgutachterin zunächst langfristige Inflationsprognosen herangezogen. Da die Encavis ausschließlich in Europa tätig ist, müssen grundsätzlich Inflationsraten für verschiedene Währungsräume herangezogen werden. Dementsprechend haben wir die Inflationsprognosen für Deutschland, die Eurozone und für Europa analysiert. Die Differenzierung zwischen der Eurozone und Europa erscheint naheliegend, da die Länder Großbritannien, Dänemark, Norwegen und Schweden kein Teil des Euroraums sind.

Die Europäische Zentralbank verfolgt ein Inflationsziel von 2,0 %, wobei in der Vergangenheit in Deutschland die tatsächliche durchschnittliche Inflationsrate zumeist (mit Ausnahme der Jahre seit 2021) unterhalb dieses Niveaus lag. Aufgrund des Ukraine-Kriegs und den damit verbundenen Preissteigerungen (insbesondere im Energiebereich) liegt die aktuelle Inflationsrate in Deutschland zwar über den langfristigen Prognosen, nähert sich diesen jedoch wieder an.

Die deutsche Bundesregierung hat am 29. Januar 2025 im Jahreswirtschaftsbericht die volkswirtschaftliche Wachstumsprognose für das Jahr 2025 von zuvor 1,1 % auf 0,3 % reduziert. Der Jahreswirtschaftsbericht betont Herausforderungen wie Fachkräftemangel, Bürokratie und Investitionsschwäche sowie politische Unsicherheiten, bedingt durch die veränderte US-Wirtschaftspolitik.

Zur Prüfung des von der Bewertungsgutachterin angesetzten Wachstumsabschlags haben wir Prognosen von Bankanalysten des Internationalen Währungsfonds berücksichtigt, die Inflationserwartung aus der Verzinsung inflationsgeschützter deutscher Staatsanleihen abgeleitet sowie die aktuellen Prognosen der EZB zur Inflationserwartung in der Eurozone einbezogen.

¹⁸⁰ OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18.

Entwicklung Verbraucherpreisindex

Statistisches Bundesamt - Verbraucherpreisindex Deutschland (Basis 2020=100)	Verbraucherpreisindex
Dezember 2021	104,7
Dezember 2022	113,2
Dezember 2023	117,4
Dezember 2024	120,5
Ø Veränderung	4,8%

Schätzungen von Bankanalysten - Veränderung Verbraucherpreisindex	Deutschland Ø Veränd.	Eurozone Ø Veränd.	EU Ø Veränd.
2025			
Untergrenze der Schätzung	1,7%	1,7%	
Obergrenze der Schätzung	2,6%	2,4%	
Gewichteter Durchschnitt	2,2%	2,1%	

2026			
Untergrenze der Schätzung	1,4%	1,4%	
Obergrenze der Schätzung	2,5%	2,3%	
Gewichteter Durchschnitt	2,0%	1,9%	

Schätzungen der Europäischen Zentralbank - Veränderung Verbraucherpreisindex	Deutschland Ø Veränd.	Eurozone Ø Veränd.	EU Ø Veränd.
2025	2,4%	2,3%	
2026	2,1%	1,9%	
2027	1,9%	2,0%	

Schätzungen des internationalen Währungsfonds - Veränderung Verbraucherpreisindex	Deutschland Ø Veränd.	Eurozone Ø Veränd.	EU Ø Veränd.
2025	2,1%	2,1%	2,4%
2026	1,9%	1,9%	2,1%
2027	2,1%	2,0%	2,2%
2028	2,2%	2,0%	2,1%

Inflationserwartung abgeleitet aus der Verzinsung inflationsgeschützter deutscher Staatsanleihen	Inflationserwartung
10-jährige Staatsanleihen	1,8%
25-jährige Staatsanleihen	1,9%

Quelle: Statistisches Bundesamt, Internationaler Währungsfonds, Bloomberg L.P.; Stand 22. Mai 2025.

In der Gesamtschau ergibt sich auf Basis der Analystenschätzungen und der Schätzungen des Internationalen Währungsfonds für das Jahr 2026 ein mittlerer Anstieg der Verbraucherpreise von rund 2,0 % für Deutschland, von 1,9 % für die Eurozone und von 2,1 % für die EU. Bis zum Jahr 2028 wird vom IWF eine Inflationsrate in der Eurozone in Höhe des angestrebten Inflationsziels der Zentralbanken von ca. 2,0 % erwartet.

Bei der Bemessung der nachhaltigen Wachstumsrate ist stets auf die Verhältnisse des jeweiligen Unternehmens abzustellen. Insoweit können und werden Wachstumsraten bei den Entwicklungen der zukünftigen Ertragsüberschüsse verschiedener Unternehmen naturgemäß voneinander abweichen. Nach einer Untersuchung von Widmann/Schieszl/Jeromin beträgt das durchschnittliche Gewinnwachstum unabhängig von Konjunkturzyklen 45 % bis 50 % der durchschnittlichen allgemeinen Preissteigerungsrate.¹⁸¹ Dieser Befund wird auch durch die Ergebnisse aktueller Studien gestützt.¹⁸²

Als erster Anhaltspunkt für die nachhaltige Wachstumsrate ergibt sich vor dem Hintergrund der oben dargestellten mittelfristig erwarteten Inflationsraten eine nachhaltige Wachstumsrate von 1,0 %.

Grundsätzlich ist für die Wachstumsaussichten neben der allgemeinen Entwicklung der Absatzmärkte auch die Wettbewerbsposition der Encavis AG zu berücksichtigen. Da der Wachstumsabschlag angibt, mit welcher durchschnittlichen Steigerung des Überschusses in der Zukunft gerechnet wird, können die Wachstumsraten des operativen Ergebnisses innerhalb des Detailplanungszeitraums nicht ohne Weiteres als nachhaltige Wachstumsrate beim Kapitalisierungszins verwendet werden.¹⁸³ Die Encavis AG hat in der Unternehmensplanung zwar ein hohes Umsatzwachstum geplant. Dieses Wachstum ist jedoch maßgeblich durch den Ausbau der Produktionskapazität bedingt. Hinsichtlich der Absatzpreise ist aufgrund des Auslaufens vorteilhafter Einspeisevergütungen zunächst mit sinkenden Absatzpreisen zu rechnen. Mittel- bis langfristig werden sich dann voraussichtlich die Absatzpreise in Höhe der Marktpreise einstellen. Aufgrund der notwendigen Investitionen zum Kapazitätsaufbau und zur Erhaltung der Zielkapazität ist für die Encavis AG auch die Entwicklung der Beschaffungskosten von hoher Relevanz. Die Bewertungsgutachterin hat hierzu auf die Prognosen anerkannter Branchenexperten abgestellt. Insgesamt könnte sich aus der für die Encavis AG ergebenden Gesamtlage (sinkende Marktpreise und steigende Investitionskosten) eine eingeschränkte Möglichkeit der Überwälzbarkeit von Kostensteigerungen ergeben.

Die von der Bewertungsgutachterin angesetzte nachhaltige Wachstumsrate in Höhe von 1,0 % entspricht der von der Bewertungspraxis häufig angesetzten und in der Rechtsprechung regelmäßig als angemessen eingestuftem Größenordnung von im Mittel rund 1,0 %.¹⁸⁴ Wir halten den Ansatz einer nachhaltigen Wachstumsrate in Höhe von 1,0 % für die Zukunftserfolgswertermittlung der Encavis AG für sachgerecht.

¹⁸¹ Widmann/Schieszl/Jeromin, FB 2003, S. 800 ff.

¹⁸² Emmert/Becker/Suerbaum, WPg 2023, S. 877 ff.

¹⁸³ OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13.

¹⁸⁴ Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechts-handbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 12.130.

Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes werden sogenannte inflationsbedingte Veräußerungsgewinne grundsätzlich bei der Ableitung der Nettoeinnahmen berücksichtigt. Alternativ ist rechentechnisch ein Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im Nenner möglich.¹⁸⁵ Die Bewertungsgutachterin berücksichtigt die Besteuerung der inflationsbedingten Veräußerungsgewinne auf Basis des Zahlungsstroms.

i) Ertragswertberechnung

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

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

Für die Diskontierung der jährlichen Ausschüttungen ist die Bewertungsgutachterin davon ausgegangen, dass die Ausschüttungen und die Zurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung zum Ende des Geschäftsjahres erfolgen. Die Ausschüttungsbeträge werden im Bewertungsmodell vom Ende des jeweiligen Planjahres zunächst auf den technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2024 abgezinst und anschließend auf den Bewertungsstichtag aufgezinst.

Die rechnerische Ableitung des Ertragswerts ist nach unserer Überzeugung sachgerecht erfolgt. Wir haben uns durch Kontrollrechnungen von der finanzmathematischen Richtigkeit des Ertragswerts überzeugt.

Aufbauend auf der in der Gutachtlichen Stellungnahme erläuterten Planungsrechnung wurde der Ertragswert wie folgt abgeleitet:

Ausschüttungsquote und Dividendenbesteuerung

Als Grundlage für die Dividendenbesteuerung der Aktionäre der Encavis AG ist es erforderlich, eine Ausschüttungsquote abzuleiten. Die Unternehmensplanung der Encavis AG enthält zwar keine explizite Planung von Ausschüttungen. Auskunftsgemäß wurde auch die in der Vergangenheit praktizierte Ausschüttungspolitik zwischenzeitlich beendet. Das in der Unternehmensplanung der Encavis AG abgebildete Unternehmenswachstum erfordert vielmehr beträchtliche Investitionen und damit auch die Innenfinanzierung durch Thesaurierungen. Darüber hinaus wird von Teilverkäufen und dem Eingehen von Minderheitsbeteiligungen ausgegangen.

¹⁸⁵ Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, 349, 356; Jonas/Wieland-Blöse, Berücksichtigung von Steuern, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Fn. 1 zu Tz. 17.41; Raths, Restwertermittlung in der Unternehmensbewertung, 2018, S. 89 f.; Dierkes/Sümpelmann, BewP 2019, S. 66, 68 f; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., 2018, Fn. 708 auf S. 141.

Nach IDW S 1 ist bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und nach rechtlichen Restriktionen zur Verfügung stehen.

Die Bewertungsgutachterin stellt die Notwendigkeiten der Finanzierung für den Portfolioausbau und die Refinanzierung von Ersatzinvestitionen in der Übergangsphase zutreffend dar. Da in der Detailplanungsphase zunächst ein Finanzierungsüberhang gegeben ist, werden keine Ausschüttungen vorgenommen. Erst in der Übergangsphase kommt es zu Ausschüttungen der Jahresergebnisse. Hierbei wird grundsätzlich typisierend von einer Ausschüttungsquote in Höhe von 50 % ausgegangen. Der verbleibende Teil des Jahresergebnisses wird als Wertbeitrag aus Thesaurierung zugerechnet.

Für das technische Übergangsjahr ist die Bewertungsgutachterin ebenfalls davon ausgegangen, dass das Ausschüttungsverhalten der Encavis AG dem am Markt beobachtbaren Ausschüttungsverhalten gleicht. Es wurde daher eine Ausschüttungsquote von 50,0 % angesetzt.

Die von der Bewertungsgutachterin abgeleitete Ausschüttungsquote der Encavis AG von 50,0 % wird durch das allgemeine historisch zu beobachtende marktdurchschnittliche Ausschüttungsverhalten gestützt.¹⁸⁶ Mit dieser Ausschüttungsquote wird ein Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens abgebildet, das äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist.¹⁸⁷ Die nicht ausgeschütteten Beträge werden mit Ausnahme notwendiger Thesaurierungen für die Wachstumsfinanzierung als Wertbeitrag aus Thesaurierung zugerechnet.

Die von der Bewertungsgutachterin im Planungszeitraum angesetzte Ausschüttungsquote liegt innerhalb der Bandbreite marktüblicher Ausschüttungsquoten. Die in der Übergangsphase von der Bewertungsgutachterin angesetzte Ausschüttungsquote liegt ebenfalls in der Mitte der Bandbreite marktüblicher Ausschüttungsquoten. Insgesamt ist die von der Bewertungsgutachterin angesetzte Ausschüttungsquote nach unserer Einschätzung vertretbar. Die den Wertbeitrag aus Ausschüttungen bildende Dividendensumme wurde zutreffend um die Abgeltungsteuer von 25,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag vermindert.

Soweit die Bewertungsgutachterin die Übergangsphase und die Phase der ewigen Rente im TV-Jahr (GJ31) verdichtet darstellt, ergibt sich eine niedrigere Ausschüttungsquote, da in einzelnen Jahren die Refinanzierung von Ersatzinvestitionen erfolgt und daher eine geringere Ausschüttung erfolgt.

¹⁸⁶ Wagner et al., WPG 2008, S. 733; WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A., Tz. 280.

¹⁸⁷ Gorny/Rosenbaum, WPg 2004, S. 861; OLG Düsseldorf, 11. Mai 2015, 26 W 2/13.

Im Hinblick auf das steuerliche Einlagekonto im Sinne von § 27 KStG ist festzuhalten, dass die bloße Existenz eines steuerlichen Einlagekontos für sich genommen keinen Wert darstellt. Nur sofern eine Ausschüttung den zum Ende des vorhergehenden Wirtschaftsjahres festgestellten ausschüttbaren Gewinn übersteigt, erfolgt diese aus dem steuerlichen Einlagekonto und kann steuerfrei vereinnahmt werden.¹⁸⁸

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir uns davon überzeugt, dass die geplanten Ausschüttungen den ausschüttbaren Gewinn nicht übersteigen und es somit nicht zu einer Inanspruchnahme des steuerlichen Einlagekontos kommt. Insofern findet auch keine Einlagenrückgewähr entsprechend § 27 Abs. 1 Satz 3 KStG statt.

Veräußerungsgewinnbesteuerung

Seit dem Jahr 2009 sind die Auswirkungen der Abgeltungsteuer für Veräußerungsgewinne zu berücksichtigen. Die Abbildung der Höhe der effektiven Abgeltungsteuer auf Veräußerungsgewinne hängt sowohl von der zu unterstellenden Haltedauer, der thesaurierungsbedingten Wertentwicklung beim Bewertungsobjekt als auch der Alternativanlage ab.¹⁸⁹ Zur Bestimmung des Zeitpunktes der Veräußerungsbesteuerung und des daraus resultierenden marktdurchschnittlichen Veräußerungsgewinnsteuersatzes sind Typisierungen vorzunehmen.¹⁹⁰

In der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung ist die typisierende Annahme einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 12,5 % zuzüglich SolZ (d. h. in Summe 13,1875 %) anerkannt.¹⁹¹ Die zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen in der ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin dementsprechend anstelle mit der nominellen Steuerlast von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag mit einer effektiven Steuer in Höhe von 13,1875 % belastet.

Die Berücksichtigung der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen ist u. E. in der Bewertungspraxis weit verbreitet und wurde in Spruchverfahren als sachgerecht bestätigt bzw. nicht beanstandet.¹⁹²

Die Bewertungsgutachterin hat den Abzug der Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen sachgerecht berücksichtigt.

¹⁸⁸ OLG Jena, 3. Mai 2021, 2 W 407/18; OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19; OLG München, 13. November 2018, 31 Wx 372/15.

¹⁸⁹ Wiese, WPg 2007, S. 368, 375.

¹⁹⁰ OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13.

¹⁹¹ Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.); Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2025, S. 1567, 1581, m.w.N.; OLG Düsseldorf, 28. Oktober 2019, 26 W 3/17; OLG München, 26. Juni 2018, 312 Wx 382/15; OLG Frankfurt, 5. Februar 2016, 21 W 69/14.

¹⁹² OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16; OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15; OLG Stuttgart, 26. Juni 2019 20 W 27/18; OLG München, 13. November 2018, 31 Wx 372/15; OLG Hamburg, 8. Oktober 2018, 13 W 20/16; LG Stuttgart, 1. Oktober 2019, 31 O 36/16.

6.4. Sonderwerte

Die Bewertungsgutachterin hat Sonderwerte bei der Encavis AG identifiziert und deren denkbaren Ansatz analysiert. Die Sonderwerte beziehen sich auf verschiedene Bilanzpositionen, steuerliche Verlustvorträge und das steuerliche Einlagekonto.

Nicht explizit in die Ermittlung des Zukunftserfolgswerts eingeflossen sind folgende in der Bilanz zum 31. Dezember 2024 ausgewiesene Positionen:

- Finanzanlagen: EUR 12 Mio.
- Verbindlichkeiten gegenüber nicht beherrschenden Gesellschaftern: EUR 40 Mio.
- Verbindlichkeiten aus Put-Optionen: EUR 30 Mio.
- Verbindlichkeiten aus Earn-Out: EUR 1 Mio.
- Verbindlichkeiten aus Strompreisobergrenze: EUR 10 Mio.

Darüber hinaus wurde für außerbilanzielle Risiken (Eventualverbindlichkeiten) aus laufenden Verfahren keine Verbindlichkeit angesetzt. In der Gesamtschau ergibt sich aus den zuvor genannten Positionen ein negativer Sonderwert. Zugunsten der Minderheitsaktionäre wurde auf den Ansatz eines negativen Sonderwertes verzichtet.

Zum Ende des GJ24 verfügt der Encavis-Konzern über steuerliche Verlustvorträge in Höhe von EUR 176 Mio. Die Bewertungsgutachterin hat diese Verlustvorträge im Rahmen der Ertragswertermittlung werterhöhend berücksichtigt. Insofern war der Ansatz eines Sonderwerts für steuerliche Verlustvorträge nicht erforderlich.

Die Encavis AG verfügt über ein steuerliches Einlagekonto. Der Bestand des steuerlichen Einlagekontos beträgt zum 31. Dezember 2024 nach Berechnungen der Encavis AG EUR 626 Mio. Die Bewertungsgutachterin hat auf Basis der Fortentwicklung und anhand der Unternehmensplanung der Encavis AG die Möglichkeit zur Nutzung des steuerlichen Einlagekontos analysiert. Auf Basis dieser Analysen kommt die Bewertungsgutachterin zu dem Ergebnis, dass unter Berücksichtigung der unterstellten Ausschüttungsquote keine Möglichkeit zur Inanspruchnahme des steuerlichen Einlagekontos besteht. Wir halten diese Schlussfolgerung für zutreffend.

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die Ermittlung der Sonderwerte sowie die zugrunde gelegten Annahmen nachvollzogen. Wir halten die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin zur Ermittlung und zum Ansatz der Sonderwerte für nachvollziehbar und sachgerecht.

Darüber hinaus liegen nach Auskunft des Vorstands der Encavis AG sowie nach unserer Beurteilung aufgrund der bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnisse keine Anhaltspunkte für die Existenz weiterer nicht betriebsnotwendiger Vermögensteile vor.

6.5. Unternehmenswert

Unter Bezugnahme auf die Darstellung in der Gutachtlichen Stellungnahme ergibt sich insgesamt für die Encavis AG zum Bewertungsstichtag 16. Juli 2025 ein aus dem Ertragswert abgeleiteter Unternehmenswert in Höhe von EUR 2.221 Mio. Dies entspricht einem anteiligen Wert je Aktie in Höhe von EUR 13,73.

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

6.6. Vergleichsorientierte Bewertung

Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertkalkülen sogenannte Multiplikatorverfahren zur Abschätzung vorläufiger Unternehmenswerte, von Wertbandbreiten oder zu Plausibilisierungszwecken. Multiplikatorverfahren folgen ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert anhand eines Vielfachen einer Erfolgs- oder Bestandsgröße ermittelt. Das Multiplikatorverfahren basiert dabei auf einer vergleichenden Unternehmensbewertung in dem Sinne, dass geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (Börsen-Multiplikatoren) oder Transaktionen (Transaktions-Multiplikatoren) abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Derartige Multiplikator-Bewertungen stellen nach IDW S 1 (Tz. 143) nur vereinfachte Wertfindungen dar, können jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle bieten.¹⁹³

Die Bewertungsgutachterin hat zur Plausibilisierung des nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswerts und des Werts je Aktie eine Wertbandbreite auf Basis von Börsen-Multiplikatoren abgeleitet. Als Bezugsgröße für die Multiplikatoren wurde das bereinigte EBITDA des GJ27 zu Grunde gelegt. Das GJ27 wurde als Referenz herangezogen, da die umfangreichen Investitionen in den vorangegangenen Jahren dazu führen, dass dieses Jahr bereits einen erheblichen Anteil des angestrebten EBITDA-Wachstums reflektiert. Die Börsen-Multiplikatoren wurden auf Basis der gleichen Peer Group-Unternehmen abgeleitet, die auch für die Ableitung des Betafaktors herangezogen worden sind. Für vier Unternehmen lagen keine belastbaren Finanzdaten, wie Analystenschätzungen oder historische Kennzahlen vor, sodass fünf börsennotierte Vergleichsunternehmen einbezogen wurden. Es wurde eine Bandbreite auf Grundlage des Medians der Multiplikatoren festgelegt. Wegen der höheren Wachstumsannahmen der Encavis AG hat sich die Bewertungsgutachterin am oberen Ende der beobachteten Bandbreite orientiert. Wir haben die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und halten diese für sachgerecht.

¹⁹³ kritisch zur Aussagekraft: OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12; OLG Frankfurt 2. Mai 2011, 21 W 3/11; OLG Frankfurt, 15. Februar 2010, 5 W 52/09; LG München I, 2. Dezember 2016, 5 HK 5781/15.

Zusätzlich hat die Bewertungsgutachterin eine Plausibilisierung des ermittelten Ertragswerts anhand von Transaktions-Multiplikatoren vorgenommen. Hierbei wurden EV/EBITDA Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen aus den vergangenen fünf Jahren herangezogen, die einen impliziten Gesamtunternehmenswert von über EUR 100 Mio. übertroffen haben. Auf Basis von insgesamt sechs Vergleichstransaktionen wurde eine Bandbreite der Multiplikatoren ermittelt. Als Bezugsgröße für die Multiplikatoren wurden das EBITDA des GJ24 zu Grunde gelegt. Wir haben die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin nachvollzogen.

Die Bewertungsgutachterin kommt zu dem Ergebnis, dass der ermittelte Ertragswert der Encavis AG innerhalb der Bandbreite beobachtbarer Börsen- sowie Transaktions-Multiplikatoren liegt, und somit als plausibel einzuschätzen ist. Wir haben die Ausführungen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und erachten die Schlussfolgerung als vertretbar.

Ergänzend haben wir eigene Analysen durchgeführt. Wir haben die von A&M erstellte vergleichsorientierte Bewertung anhand von Börsen-Multiplikatoren auf der Grundlage von Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg L.P. und der uns von der Bewertungsgutachterin bereitgestellten Informationen aus der Finanzinformationsdatenbank S&P Global Market Intelligence LLC nachvollzogen. Unsere eigenen, ergänzenden Analysen ergeben keine Hinweise darauf, dass der fundamentale, nach dem Ertragswertverfahren abgeleitete Unternehmenswert zu gering bemessen ist.

6.7. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Aufgrund unserer Kenntnis der einschlägigen Teile des gemeinsamen Vertragsberichts, der uns erteilten Auskünfte, der Besprechungen mit dem Vorstand der Encavis AG, der Besprechungen mit Vertretern der beauftragten Bewertungsgutachterin A&M, die bei der Wertermittlung unterstützt hat, sowie der Durchsicht der dem abgeleiteten Ergebnis zugrunde liegenden Planungsrechnung und den sonstigen Unterlagen stellen wir fest, dass bei der Ermittlung des Unternehmenswertes der Encavis AG keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne des § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG aufgetreten sind.

7. Ermittlung der angemessenen Abfindung gem. § 327a AktG

Die Ausgangswerte für die Ermittlung der Barabfindung sind in der als Anlage zum Übertragungsbericht beigefügten Gutachtlichen Stellungnahme ausführlich dargestellt.

Aus dem Unternehmenswert der Encavis AG in Höhe von rund EUR 2.221 Mio. wurde von der Bewertungsgutachterin ein Wert je Aktie in Höhe von EUR 13,73 abgeleitet.

Der volumengewichtete durchschnittliche Börsenkurs beträgt für den einschlägigen Dreimonatszeitraum bis 30. Januar 2025 (einschließlich) EUR 17,23.

Die Hauptaktionärin der Encavis AG hat die Höhe der angemessenen Barabfindung auf

EUR 17,23

je Aktie festgelegt.

Die festgelegte Barabfindung ist aus unserer Sicht angemessen.

8. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung

Nach unseren Feststellungen ist aus den vorstehend dargelegten Gründen die Barabfindung, die den ausscheidenden Aktionären der Encavis AG, Hamburg, infolge der beabsichtigten Konzernverschmelzung gem. § 62 UmwG und somit dem Ausschluss (Squeeze-out) der Minderheitsaktionäre gegen Barabfindung gem. § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327a Abs.1, 327b Abs. 1, 327c Abs. 1 AktG, gewährt wird, in Höhe von EUR 17,23 je Stückaktie angemessen.

Köln, 2. Juni 2025



RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft


Dr. Nils Mengen
Wirtschaftsprüfer


Jörg Neis
Wirtschaftsprüfer

Anlagen

Landgericht Hamburg

Az.: 403 HKO 25/25



Beschluss

In der Sache

- 1) **Marjan Scott Fredericks**, Vorstand der Elbe BidCo AG, Wiesenhüttenstraße 11, 60329 Frankfurt

- Antragstellerin -

- 2) **Dr. Christoph Husmann und Mario Schirru**, Vorstand der Encavis AG, Große Elbstraße 59, 22767 Hamburg

- Antragsteller -

beschließt das Landgericht Hamburg - Kammer 3 für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Böttcher am 31.03.2025:

1. Die mit Beschluss vom 03.03./07.03.2025 zur Angemessenheitsprüferin und gemeinsamen Verschmelzungsprüferin bestellte Flick Glocke Schaumburg GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft wird unter Aufhebung dieser Beschlüsse von dieser Aufgabe entbunden.
2. Statt der vorgenannten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft wird nunmehr die

RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft,
Ansprechpartner: Jörg Neis,
Holzmarkt 1, 50676 Köln

- a) zum sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der von der Hauptaktionärin Elbe BidCo AG festzulegenden Barabfindung für die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien der Encavis AG auf die Hauptaktionärin gemäß § 62 Abs. 1 und 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327 c Abs. 2 Satz 2 und 3 AktG und

- b) zum gemeinsamen Verschmelzungsprüfer zur Prüfung des Verschmelzungsvertrags über die beabsichtigte Verschmelzung der Encavis AG auf die Elbe BidCo AG gemäß §§ 60, 9 Abs. 1, 10 Abs. 1 Satz 1 und 2 UmwG

bestellt.

Gründe:

Die zunächst als Angemessenheitsprüferin und Verschmelzungsprüferin bestellte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist von dieser Aufgabe zu entbinden, nachdem sie - wie sie mit Schreiben vom 31.03.2025 mitteilt - zwischenzeitlich einen nach §§ 62 Abs. 1 und Abs. 5 Satz 8, 11 Abs. 1 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 4, 293d Abs. 1 Satz 1 AktG i.V.m. § 319 Abs. 2, Abs. 4 HGB relevanten Sachverhalt festgestellt hat, was zu einem Bestellungshindernis führt.

Statt ihrer wird nunmehr die in der Beschlussformel unter Ziffer 2. genannte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft zur Angemessenheits- und gemeinsamen Verschmelzungsprüferin bestellt, die die erforderliche Unabhängigkeitserklärung abgegeben hat und ebenfalls fachlich gut geeignet erscheint.

Böttcher
Vorsitzender Richter am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift
Hamburg, 01.04.2025

Schroeder, JFAng
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle

Anlage 2: Planung der Gewinn- und Verlustrechnung der GJ25 bis GJ66 sowie Übergangsjahr 2067 und Terminal Value 2068 ff.

Gewinn- u. Verlustrechnung TEUR	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	Konv. GJ31	Konv. GJ32
Umsatzerlöse	505.000	629.495	764.735	912.528	981.729	1.012.780	997.789	969.803
Gesamtleistung	505.000	629.495	764.735	912.528	981.729	1.012.780	997.789	969.803
Operative Kosten	-185.000	-221.794	-258.622	-304.167	-330.790	-351.853	-356.866	-359.032
EBITDA	320.000	407.701	506.113	608.361	650.938	660.927	640.923	610.771
Abschreibungen	-143.829	-180.653	-224.372	-276.330	-289.875	-280.547	-265.871	-246.171
EBIT	176.171	227.048	281.741	332.031	361.063	380.380	375.052	364.600
Finanzergebnis	-130.474	-131.895	-167.394	-214.732	-219.058	-200.340	-187.894	-180.868
EBT	45.697	95.153	114.347	117.299	142.006	180.040	187.159	183.732
Ertragsteuern	-31.189	-54.523	-55.445	-48.711	-50.213	-56.488	-54.974	-53.461
Konzernergebnis	14.508	40.630	58.903	68.589	91.793	123.552	132.185	130.271
Minderheitsanteile	2.655	4.928	6.710	9.201	11.368	15.295	17.291	17.650
Konzernerg. n. Minderh.	11.853	35.702	52.193	59.388	80.425	108.256	114.894	112.620
Wachstum in %								
Gesamtleistung	25,9%	24,7%	21,5%	19,3%	7,6%	3,2%	-1,5%	-2,8%
EBITDA	28,5%	27,4%	24,1%	20,2%	7,0%	1,5%	-3,0%	-4,7%
EBIT	29,6%	28,9%	24,1%	17,8%	8,7%	5,3%	-1,4%	-2,8%
EBT	-126,0%	108,2%	20,2%	2,6%	21,1%	26,8%	4,0%	-1,8%
Konzernerg. n. Minderh.	-106,7%	201,2%	46,2%	13,8%	35,4%	34,6%	6,1%	-2,0%
in % Gesamtleistung								
EBITDA	63,4%	64,8%	66,2%	66,7%	66,3%	65,3%	64,2%	63,0%
EBIT	34,9%	36,1%	36,8%	36,4%	36,8%	37,6%	37,6%	37,6%
EBT	9,0%	15,1%	15,0%	12,9%	14,5%	17,8%	18,8%	18,9%

Gewinn- u. Verlustrechnung TEUR	Konv. GJ33	Konv. GJ34	Konv. GJ35	Konv. GJ36	Konv. GJ37	Konv. GJ38	Konv. GJ39	Konv. GJ40
Umsatzerlöse	968.110	972.366	971.618	1.019.457	1.073.591	1.090.281	1.099.758	1.096.768
Gesamtleistung	968.110	972.366	971.618	1.019.457	1.073.591	1.090.281	1.099.758	1.096.768
Operative Kosten	-363.527	-369.481	-373.662	-380.715	-387.059	-392.112	-396.700	-399.309
EBITDA	604.583	602.884	597.956	638.742	686.532	698.169	703.058	697.460
Abschreibungen	-238.544	-230.063	-225.033	-219.707	-215.928	-213.808	-211.502	-209.938
EBIT	366.040	372.821	372.923	419.035	470.603	484.362	491.556	487.522
Finanzergebnis	-173.960	-167.365	-160.625	-148.712	-143.412	-137.737	-131.816	-126.636
EBT	192.079	205.457	212.299	270.322	327.192	346.625	359.740	360.886
Ertragsteuern	-56.828	-58.202	-58.708	-69.962	-87.144	-93.623	-100.468	-103.816
Konzernergebnis	135.251	147.255	153.591	200.360	240.047	253.001	259.273	257.070
Minderheitsanteile	18.089	19.020	19.764	29.380	38.361	40.705	41.703	41.333
Konzernerg. n. Minderh.	117.162	128.234	133.827	170.980	201.686	212.297	217.570	215.737
Wachstum in %								
Gesamtleistung	-0,2%	0,4%	-0,1%	4,9%	5,3%	1,6%	0,9%	-0,3%
EBITDA	-1,0%	-0,3%	-0,8%	6,8%	7,5%	1,7%	0,7%	-0,8%
EBIT	0,4%	1,9%	0,0%	12,4%	12,3%	2,9%	1,5%	-0,8%
EBT	4,5%	7,0%	3,3%	27,3%	21,0%	5,9%	3,8%	0,3%
Konzernerg. n. Minderh.	4,0%	9,5%	4,4%	27,8%	18,0%	5,3%	2,5%	-0,8%
in % Gesamtleistung								
EBITDA	62,4%	62,0%	61,5%	62,7%	63,9%	64,0%	63,9%	63,6%
EBIT	37,8%	38,3%	38,4%	41,1%	43,8%	44,4%	44,7%	44,5%
EBT	19,8%	21,1%	21,9%	26,5%	30,5%	31,8%	32,7%	32,9%

Anlage 2: Planung der Gewinn- und Verlustrechnung der GJ25 bis GJ66 sowie Übergangsjahr 2067 und Terminal Value 2068 ff.

Gewinn- u. Verlustrechnung TEUR	Konv. GJ41	Konv. GJ42	Konv. GJ43	Konv. GJ44	Konv. GJ45	Konv. GJ46	Konv. GJ47	Konv. GJ48
Umsatzerlöse	1.128.657	1.139.737	1.159.137	1.164.038	1.179.029	1.203.122	1.242.519	1.256.417
Gesamtleistung	1.128.657	1.139.737	1.159.137	1.164.038	1.179.029	1.203.122	1.242.519	1.256.417
Operative Kosten	-406.381	-412.508	-416.790	-420.920	-426.762	-433.335	-440.139	-445.321
EBITDA	722.276	727.229	742.347	743.118	752.266	769.788	802.380	811.096
Abschreibungen	-206.904	-204.634	-205.561	-203.472	-205.271	-202.920	-200.590	-203.450
EBIT	515.373	522.596	536.786	539.645	546.996	566.868	601.790	607.646
Finanzergebnis	-123.241	-120.194	-117.783	-112.247	-113.601	-116.629	-121.826	-122.522
EBT	392.132	402.402	419.003	427.398	433.395	450.239	479.964	485.124
Ertragsteuern	-113.904	-117.842	-123.340	-128.000	-133.139	-138.495	-146.631	-149.397
Konzernergebnis	278.227	284.559	295.662	299.398	300.256	311.744	333.333	335.727
Minderheitsanteile	46.335	47.836	50.075	50.957	53.393	56.810	62.120	64.481
Konzernerg. n. Minderh.	231.892	236.723	245.588	248.442	246.863	254.934	271.213	271.246
Wachstum in %								
Gesamtleistung	2,9%	1,0%	1,7%	0,4%	1,3%	2,0%	3,3%	1,1%
EBITDA	3,6%	0,7%	2,1%	0,1%	1,2%	2,3%	4,2%	1,1%
EBIT	5,7%	1,4%	2,7%	0,5%	1,4%	3,6%	6,2%	1,0%
EBT	8,7%	2,6%	4,1%	2,0%	1,4%	3,9%	6,6%	1,1%
Konzernerg. n. Minderh.	7,5%	2,1%	3,7%	1,2%	-0,6%	3,3%	6,4%	0,0%
in % Gesamtleistung								
EBITDA	64,0%	63,8%	64,0%	63,8%	63,8%	64,0%	64,6%	64,6%
EBIT	45,7%	45,9%	46,3%	46,4%	46,4%	47,1%	48,4%	48,4%
EBT	34,7%	35,3%	36,1%	36,7%	36,8%	37,4%	38,6%	38,6%

Gewinn- u. Verlustrechnung TEUR	Konv. GJ49	Konv. GJ50	Konv. GJ51	Konv. GJ52	Konv. GJ53	Konv. GJ54	Konv. GJ55	Konv. GJ56
Umsatzerlöse	1.277.943	1.313.171	1.344.691	1.356.411	1.378.791	1.400.049	1.402.086	1.465.338
Gesamtleistung	1.277.943	1.313.171	1.344.691	1.356.411	1.378.791	1.400.049	1.402.086	1.465.338
Operative Kosten	-452.044	-454.268	-465.176	-471.256	-476.635	-483.350	-487.313	-506.303
EBITDA	825.898	858.903	879.515	885.155	902.156	916.699	914.773	959.035
Abschreibungen	-207.184	-235.999	-239.248	-243.552	-247.671	-251.920	-254.838	-266.152
EBIT	618.715	622.904	640.267	641.603	654.485	664.779	659.935	692.882
Finanzergebnis	-123.018	-148.786	-145.424	-144.181	-143.730	-143.784	-144.543	-227.447
EBT	495.696	474.118	494.843	497.422	510.754	520.995	515.392	465.435
Ertragsteuern	-152.822	-152.646	-159.963	-162.728	-170.039	-173.703	-172.291	-143.534
Konzernergebnis	342.875	321.472	334.880	334.694	340.716	347.292	343.101	321.901
Minderheitsanteile	66.898	79.554	83.471	84.237	86.936	90.047	92.012	96.348
Konzernerg. n. Minderh.	275.976	241.918	251.409	250.458	253.779	257.245	251.090	225.553
Wachstum in %								
Gesamtleistung	1,7%	2,8%	2,4%	0,9%	1,6%	1,5%	0,1%	4,5%
EBITDA	1,8%	4,0%	2,4%	0,6%	1,9%	1,6%	-0,2%	4,8%
EBIT	1,8%	0,7%	2,8%	0,2%	2,0%	1,6%	-0,7%	5,0%
EBT	2,2%	-4,4%	4,4%	0,5%	2,7%	2,0%	-1,1%	-9,7%
Konzernerg. n. Minderh.	1,7%	-12,3%	3,9%	-0,4%	1,3%	1,4%	-2,4%	-10,2%
in % Gesamtleistung								
EBITDA	64,6%	65,4%	65,4%	65,3%	65,4%	65,5%	65,2%	65,4%
EBIT	48,4%	47,4%	47,6%	47,3%	47,5%	47,5%	47,1%	47,3%
EBT	38,8%	36,1%	36,8%	36,7%	37,0%	37,2%	36,8%	31,8%

Anlage 2: Planung der Gewinn- und Verlustrechnung der GJ25 bis GJ66 sowie Übergangsjahr 2067 und Terminal Value 2068 ff.

Gewinn- u. Verlustrechnung TEUR	Konv. GJ57	Konv. GJ58	Konv. GJ59	Konv. GJ60	Konv. GJ61	Konv. GJ62	Konv. GJ63	Konv. GJ64
Umsatzerlöse	1.487.880	1.509.843	1.535.391	1.556.895	1.603.745	1.621.520	1.639.895	1.658.892
Gesamtleistung	1.487.880	1.509.843	1.535.391	1.556.895	1.603.745	1.621.520	1.639.895	1.658.892
Operative Kosten	-511.571	-517.066	-524.085	-529.783	-536.578	-542.402	-548.406	-554.597
EBITDA	976.310	992.777	1.011.305	1.027.112	1.067.168	1.079.118	1.091.489	1.104.295
Abschreibungen	-277.173	-288.449	-298.678	-309.299	-390.053	-376.985	-373.879	-386.529
EBIT	699.137	704.328	712.627	717.813	677.115	702.133	717.611	717.766
Finanzergebnis	-257.236	-256.657	-244.054	-235.576	-299.209	-286.821	-279.938	-279.895
EBT	441.901	447.671	468.572	482.237	377.906	415.312	437.673	437.871
Ertragsteuern	-133.459	-135.142	-142.263	-147.029	-97.998	-110.435	-117.600	-117.668
Konzernergebnis	308.441	312.529	326.309	335.208	279.908	304.877	320.073	320.203
Minderheitsanteile	89.841	90.616	95.095	97.929	77.205	85.257	90.080	89.924
Konzernerg. n. Minderh.	218.601	221.913	231.214	237.279	202.704	219.620	229.993	230.279
Wachstum in %								
Gesamtleistung	1,5%	1,5%	1,7%	1,4%	3,0%	1,1%	1,1%	1,2%
EBITDA	1,8%	1,7%	1,9%	1,6%	3,9%	1,1%	1,1%	1,2%
EBIT	0,9%	0,7%	1,2%	0,7%	-5,7%	3,7%	2,2%	0,0%
EBT	-5,1%	1,3%	4,7%	2,9%	-21,6%	9,9%	5,4%	0,0%
Konzernerg. n. Minderh.	-3,1%	1,5%	4,2%	2,6%	-14,6%	8,3%	4,7%	0,1%
in % Gesamtleistung								
EBITDA	65,6%	65,8%	65,9%	66,0%	66,5%	66,5%	66,6%	66,6%
EBIT	47,0%	46,6%	46,4%	46,1%	42,2%	43,3%	43,8%	43,3%
EBT	29,7%	29,7%	30,5%	31,0%	23,6%	25,6%	26,7%	26,4%

Gewinn- u. Verlustrechnung TEUR	Konv. GJ65	Konv. GJ66	ÜG GJ67	TV GJ68ff.
Umsatzerlöse	1.678.533	1.698.842	1.719.843	1.737.042
Gesamtleistung	1.678.533	1.698.842	1.719.843	1.737.042
Operative Kosten	-560.980	-567.564	-574.220	-579.962
EBITDA	1.117.553	1.131.278	1.145.623	1.157.079
Abschreibungen	-399.645	-406.768	-410.896	-415.005
EBIT	717.908	724.510	734.727	742.074
Finanzergebnis	-279.851	-279.809	-280.685	-283.454
EBT	438.056	444.701	454.042	458.621
Ertragsteuern	-117.733	-119.615	-119.302	-120.495
Konzernergebnis	320.323	325.086	334.740	338.125
Minderheitsanteile	89.762	91.130	94.109	95.063
Konzernerg. n. Minderh.	230.561	233.956	240.630	243.062
Wachstum in %				
Gesamtleistung	1,2%	1,2%	1,2%	1,0%
EBITDA	1,2%	1,2%	1,3%	1,0%
EBIT	0,0%	0,9%	1,4%	1,0%
EBT	0,0%	1,5%	2,1%	1,0%
Konzernerg. n. Minderh.	0,1%	1,5%	2,9%	1,0%
in % Gesamtleistung				
EBITDA	66,6%	66,6%	66,6%	66,6%
EBIT	42,8%	42,6%	42,7%	42,7%
EBT	26,1%	26,2%	26,4%	26,4%

Allgemeine Auftragsbedingungen

für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2024

1. Geltungsbereich

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

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

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

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

7. Mängelbeseitigung

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

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

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

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

9. Haftung

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

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

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

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

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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

