

Übertragungsbericht gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG

vom 2. Juni 2025

der

Elbe BidCo AG

als Hauptaktionärin der

ENCAVIS AG

über die

Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der ENCAVIS AG, Hamburg, Deutschland, auf die Elbe BidCo AG, München, Deutschland,

sowie zur Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung

INHALTSVERZEICHNIS

SEITE 1.....	EINLEITUNG 1
1.1	ÜBERTRAGUNGSVERLANGEN 1
1.2	ENTWURF DES VERSCHMELZUNGSVERTRAGS 2
1.3	BARABFINDUNG 2
1.4	ÜBERTRAGUNGSBESCHLUSS 3
2.	BESCHREIBUNG VON ENCAVIS, ELBE BIDCO UND KKR 3
2.1	INFORMATIONEN ÜBER ENCAVIS 3
(a)	Rechtlicher Hintergrund von Encavis (Sitz, Unternehmensgegenstand und Geschäftsjahr) 3
(b)	Kapitalverhältnisse 4
(c)	Vorstand und Aufsichtsrat von Encavis 7
(d)	Überblick über die Geschäftstätigkeit der Encavis-Gruppe 8
(e)	Wesentliche Beteiligungen 9
(f)	Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation von Encavis 9
(g)	Arbeitnehmer und Mitbestimmung 11
2.2	INFORMATION ÜBER ELBE BIDCO 12
(a)	Rechtlicher Hintergrund (Gründung, Eintragung, Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand) und Kapitalverhältnisse 12
(b)	Organe und Vertretung von Elbe BidCo 12
(c)	Arbeitnehmer und Mitbestimmung 12
(d)	Gesellschaftsstruktur von Elbe BidCo 13
(e)	Geschäftstätigkeit und Beteiligungen 15
(f)	Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation von Elbe BidCo 15
3.	ERWERB DER MEHRHEITSBETEILIGUNG AN ENCAVIS DURCH ELBE BIDCO 16
3.1	FREIWILLIGES ÖFFENTLICHES ÜBERNAHMEANGEBOT VON ELBE BIDCO AN DIE AKTIONÄRE VON ENCAVIS 16
3.2	WEITERE ERWERBE VON ENCAVIS-AKTIEN DURCH ELBE BIDCO 16
3.3	DELISTING-ERWERBSANGEBOT 17
3.4	GEGENWÄRTIGE BETEILIGUNGSHÖHE 17
4.	WESENTLICHE GRÜNDE FÜR DEN VERSCHMELZUNGSRECHTLICHEN SQUEEZE-OUT 17
4.1	VEREINFACHTE KONZERNSTRUKTUR UND EINSPARUNG VON KOSTEN 17
4.2	ERHÖHTE FLEXIBILITÄT 18
5.	ALTERNATIVEN ZUM VERSCHMELZUNGSRECHTLICHEN SQUEEZE-OUT ... 18
6.	VORAUSSETZUNGEN FÜR DEN AUSSCHLUSS DER MINDERHEITSAKTIONÄRE 19
6.1	ÜBERBLICK 19
6.2	VORLIEGEN DER GESETZLICHEN VORAUSSETZUNGEN IM KONKRETEN FALL 22
(a)	Rechtsformerfordernis und Beteiligungshöhe von Elbe BidCo 22
(b)	Verlangen und konkretisiertes Verlangen von Elbe BidCo nach Ausschluss der Minderheitsaktionäre 22
(c)	Aufstellung des Entwurfs des Verschmelzungsvertrags; Abschluss des Verschmelzungsvertrags 23

(d)	Einreichung des Verschmelzungsvertrags zum Handelsregister; Zugänglichmachen von Unterlagen; Bekanntmachung der Verschmelzung	23
(e)	Festlegung der angemessenen Barabfindung	24
(f)	Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	24
(g)	Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts	24
(h)	Übertragungsbericht der Hauptaktionärin	25
(i)	Zugänglichmachung von Unterlagen zur Vorbereitung der Hauptversammlung	25
(j)	Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung von Encavis innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags	26
(k)	Eintragung in das Handelsregister	27
7.	FOLGEN DES VERSCHMELZUNGSRECHTLICHEN SQUEEZE-OUT FÜR DIE MINDERHEITSAKTIONÄRE	28
7.1	ÜBERTRAGUNG DER AKTIEN AUF DIE HAUPTAKTIONÄRIN	28
7.2	ANSPRUCH DER MINDERHEITSAKTIONÄRE AUF ZAHLUNG EINER ANGEMESSENEN BARABFINDUNG, VERZINSUNG	28
7.3	BANKTECHNISCHE ABWICKLUNG UND ZAHLUNG DER BARABFINDUNG AN DIE MINDERHEITSAKTIONÄRE	29
7.4	WEGFALL DER BÖRSENNOTIERUNG	29
7.5	STEUERLICHE FOLGEN FÜR DIE MINDERHEITSAKTIONÄRE VON ENCAVIS IN DEUTSCHLAND	29
(a)	Behandlung als Anteilsveräußerung	30
(b)	Ermittlung des Veräußerungsgewinns oder -verlusts und steuerliche Behandlung	30
8.	ERLÄUTERUNG UND BEGRÜNDUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG	34
8.1	VORBEMERKUNG	34
8.2	ERMITTLUNG UND FESTLEGUNG DER BARABFINDUNG NACH § 327B ABS. 1 AKTG	34
(a)	Börsenkurs und Referenzzeitraum	35
(b)	Unternehmensbewertung von Encavis nach dem Ertragswertverfahren	36
(c)	Plausibilisierung des Unternehmenswerts anhand von Multiplikatoren.	37
(d)	Zusammenfassung	37
9.	ÜBERPRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG	37
10.	ERGÄNZENDE INFORMATIONEN	38

ANLAGENVERZEICHNIS

- Anlage 1:** Depotbescheinigung der UniCredit Bank GmbH vom 2. Juni 2025 über die Anzahl der von Elbe BidCo AG an der ENCAVIS AG gehaltenen Aktien
- Anlage 2:** Übertragungsverlangen von Elbe BidCo AG an den Vorstand von ENCAVIS AG vom 31. Januar 2025
- Anlage 3:** Ad-hoc-Mitteilung von ENCAVIS AG vom 31. Januar 2025
- Anlage 4:** Wiederholendes Übertragungsverlangen der Elbe BidCo AG an den Vorstand der ENCAVIS AG vom 18. Februar 2025
- Anlage 5:** Mitteilung von ENCAVIS AG vom 18. Februar 2025
- Anlage 6:** Konkretisierendes Übertragungsverlangen der Elbe BidCo AG an den Vorstand der ENCAVIS AG vom 2. Juni 2025
- Anlage 7:** Mitteilung von ENCAVIS AG vom 2. Juni 2025
- Anlage 8:** Entwurf des Verschmelzungsvertrags zwischen Elbe BidCo AG und ENCAVIS AG vom 2. Juni 2025
- Anlage 9:** Gutachterliche Stellungnahme von Alvarez & Marsal Deutschland GmbH, München, Deutschland vom 30. Mai 2025 zum Unternehmenswert der ENCAVIS AG und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 1 AktG zum Bewertungsstichtag 16. Juli 2025
- Anlage 10:** Entwurf des von der Hauptversammlung von ENCAVIS AG zu fassenden Übertragungsbeschlusses
- Anlage 11:** Tochterunternehmen und sonstige Beteiligungen von ENCAVIS AG
- Anlage 12:** Gewährleistungserklärung der UniCredit Bank GmbH vom 2. Juni 2025

1. EINLEITUNG

Die Elbe BidCo AG ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Sitz in München, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 262997 ("**Elbe BidCo**"). Die gegenwärtige Geschäftsanschrift der Elbe BidCo ist Wiesenhüttenstraße 11, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland. Das ausgegebene und eingezahlte Grundkapital der Elbe BidCo beträgt EUR 111.000,00 und ist eingeteilt in 111.000 auf den Namen lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie. Die Elbe BidCo wurde am 22. Januar 2021 gegründet und am 3. Februar 2021 unter der Firma Blitz 21-823 AG im Handelsregister des Amtsgerichts München eingetragen. Die Umfirmierung der Gesellschaft in "Elbe BidCo AG" wurde am 21. März 2024 in das Handelsregister des Amtsgerichts München eingetragen und dadurch wirksam. Die Alleinaktionärin der Elbe BidCo ist die Elbe MidCo GmbH & Co. KG ("**Elbe MidCo KG**"). Weitere Details zur Gesellschafterstruktur der Elbe BidCo werden in Ziffer 2.2(d) dieses Übertragungsberichts dargestellt. Die Aktien der Elbe BidCo sind nicht zum Handel im regulierten Markt zugelassen und werden nicht im Freiverkehr einer Börse gehandelt.

ENCAVIS AG ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 63197, geschäftsansässig in Große Elbstraße 59, 22767 Hamburg, Deutschland ("**Encavis**" und gemeinsam mit ihren unmittelbaren und mittelbaren Tochtergesellschaften, "**Encavis-Gruppe**"). Das im Handelsregister von Encavis eingetragene Grundkapital beträgt EUR 161.722.524,00 und ist eingeteilt in 161.722.524 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie ("**Encavis-Aktien**"). Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts hält Encavis keine eigenen Aktien.

Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts hält die Elbe BidCo unmittelbar 152.259.755 der insgesamt 161.722.524 Encavis-Aktien. Dies entspricht rund 94,15 % des Grundkapitals von Encavis. Elbe BidCo hat diese Aktien u.a. im Rahmen eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots gemäß § 10 Abs. 1 in Verbindung mit §§ 29 Abs. 1, 34 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz ("**WpÜG**") und eines öffentlichen Delisting-Erwerbsangebots gemäß § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 Börsengesetz ("**BörsG**") in Verbindung mit § 10 Abs. 1 Satz 1 WpÜG erworben.

Zur Unterrichtung der Hauptversammlung von Encavis über den geplanten Ausschluss der übrigen Aktionäre von Encavis ("**Minderheitsaktionäre**") gegen Barabfindung im Zusammenhang mit der geplanten Verschmelzung von Encavis auf Elbe BidCo ("**Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out**") erstattet Elbe BidCo als Hauptaktionärin hiermit gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 Umwandlungsgesetz ("**UmwG**") i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 1 Aktiengesetz ("**AktG**") einen schriftlichen Bericht, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt sowie die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden ("**Übertragungsbericht**").

1.1 Übertragungsverlangen

Gemäß § 62 Abs. 1 und Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft innerhalb von drei Monaten nach Abschluss eines Verschmelzungsvertrags mit einer übernehmenden Aktiengesellschaft, der mindestens neun Zehntel des Grundkapitals der übertragenden Gesellschaft gehören (Hauptaktionärin), gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG die Übertragung der Aktien der außenstehenden Aktionäre der Aktiengesellschaft auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts hält Elbe BidCo unmittelbar 152.259.755 der insgesamt 161.722.524 Encavis-Aktien. Dies entspricht rund 94,15 % des Grundkapitals von Encavis. Eine entsprechende Depotbescheinigung der UniCredit Bank GmbH vom 2. Juni 2025 ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 1** beigefügt. Elbe BidCo hält somit mehr als neun Zehntel des Grundkapitals von Encavis und ist daher Hauptaktionärin im Sinne von § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG.

Mit Schreiben vom 31. Januar 2025 teilte Elbe BidCo dem Vorstand von Encavis die Absicht mit, zur Vereinfachung ihrer Konzernstruktur Encavis (als übertragenden Rechtsträger) auf Elbe BidCo (als übernehmenden Rechtsträger) zu verschmelzen, und dass die Elbe BidCo nach Abwicklung ihres öffentlichen Delisting-Erwerbsangebot einen Anteil von über neun Zehntel des Grundkapitals von Encavis halten wird. In diesem Schreiben teilte Elbe BidCo auch ihre Absicht mit, Verhandlungen über den Abschluss eines entsprechenden Verschmelzungsvertrags mit Encavis aufzunehmen. Im Zusammenhang mit der Verschmelzung soll ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre von Encavis gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung erfolgen. Zudem richtete Elbe BidCo in diesem Schreiben ein Verlangen im Sinne von § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand von Encavis, dass die Hauptversammlung von Encavis innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre von Encavis auf Elbe BidCo als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt. Eine Kopie des Schreibens vom 31. Januar 2025 ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 2** beigefügt. Encavis machte dies mit Ad-hoc-Mitteilung vom 31. Januar 2025 über das elektronische Informationsverbreitungssystem EQS öffentlich bekannt. Eine Kopie der Ad-hoc Mitteilung vom 31. Januar 2025 ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 3** beigefügt. Mit Schreiben vom 18. Februar 2025 wiederholte Elbe BidCo ihr Übertragungsverlangen gegenüber dem Vorstand von Encavis. Eine Kopie des Schreibens vom 18. Februar 2025 ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 4** beigefügt. Encavis machte den Erhalt dieses Übertragungsverlangens per Mitteilung vom 18. Februar 2025 über das elektronische Informationsverbreitungssystem EQS öffentlich bekannt. Eine Kopie der Mitteilung vom 18. Februar 2025 ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 5** beigefügt.

Mit Schreiben vom 2. Juni 2025 konkretisierte Elbe BidCo ihr Übertragungsverlangen gegenüber dem Vorstand von Encavis. Eine Kopie dieses Schreibens vom 2. Juni 2025 ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 6** beigefügt. Encavis machte dies per Mitteilung vom 2. Juni 2025 über das elektronische Informationsverbreitungssystem EQS öffentlich bekannt. Eine Kopie dieser Mitteilung vom 2. Juni 2025 ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 7** beigefügt.

1.2 Entwurf des Verschmelzungsvertrags

Die Vorstände von Elbe BidCo und Encavis stellten am 2. Juni 2025 den Entwurf eines Verschmelzungsvertrags zwischen Elbe BidCo als übernehmender Gesellschaft und Encavis als übertragender Gesellschaft auf ("**Entwurf des Verschmelzungsvertrags**"). Eine Kopie des Entwurfs des Verschmelzungsvertrags ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 8** beigefügt. Elbe BidCo und Encavis beabsichtigen, am 3. Juni 2025 den Verschmelzungsvertrag zur Niederschrift des Notars Dr. Axel Pfeifer mit Amtssitz in Hamburg, der dem Entwurf des Verschmelzungsvertrags entspricht, abzuschließen ("**Verschmelzungsvertrag**").

Gemäß dem Entwurf des Verschmelzungsvertrags überträgt Encavis ihr Vermögen als Ganzes mit allen Rechten und Pflichten unter Auflösung ohne Abwicklung nach §§ 2 Nr. 1, 4 ff., 60 ff. UmwG auf Elbe BidCo nach Maßgabe der detaillierten Bestimmungen des Verschmelzungsvertrags (Verschmelzung durch Aufnahme). Der Entwurf des Verschmelzungsvertrags enthält die Angabe, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach § 62 Abs. 1 und Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung erfolgen soll.

Die Verschmelzung und der Entwurf des Verschmelzungsvertrags werden in rechtlicher und wirtschaftlicher Hinsicht in dem von den Vorständen von Elbe BidCo und Encavis vorsorglich erstatteten gemeinsamen Verschmelzungsbericht (§ 8 UmwG) vom 2. Juni 2025 erläutert und begründet.

1.3 Barabfindung

Elbe BidCo legte die angemessene Barabfindung, die den Minderheitsaktionären gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG für die Übertragung ihrer Aktien auf Elbe BidCo zu gewähren ist, auf Grundlage einer von der Alvarez & Marsal Deutschland GmbH, München, Deutschland ("**A&M**") erstellten gutachterlichen Stellungnahme zum Unternehmenswert von Encavis und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der

Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG zum 16. Juli 2025 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung ("**Gutachterliche Stellungnahme**") fest, die diesem Übertragungsbericht als **Anlage 9** beigefügt ist. Ergänzende Angaben und Erläuterungen zum Unternehmenswert von Encavis und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG zum Bewertungsstichtag 16. Juli 2024 als dem Tag der ordentlichen Hauptversammlung von Encavis, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre Beschluss fassen soll, finden sich auch unter Ziffer 8 dieses Übertragungsberichts.

Die Angemessenheit der Barabfindung wurde durch einen sachverständigen, gerichtlich bestellten Prüfer im Sinne des § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG geprüft. Das Landgericht Hamburg wählte auf Antrag von Elbe BidCo vom 28. Februar 2025 durch Beschluss vom 31. März 2025 (Aktenzeichen: 403 HKO 25/25) die RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Holzmarkt 1, 50676 Köln, Deutschland ("**RSM Ebner Stolz**"), als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung und zugleich auf gemeinsamen Antrag von Elbe BidCo und Encavis vorsorglich als gemeinsamen Verschmelzungsprüfer aus und bestellte RSM Ebner Stolz entsprechend. RSM Ebner Stolz wird einen gesonderten Prüfungsbericht über die Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4, 293e AktG erstatten, der ebenso wie der von RSM Ebner Stolz erstellte Verschmelzungsprüfungsbericht von der Einberufung der ordentlichen Hauptversammlung von Encavis an in den Geschäftsräumen von Elbe BidCo ausgelegt und auf der Internetseite von Encavis unter <https://www.encavis.com/investor-relations/hauptversammlung> zugänglich gemacht werden wird.

1.4 Übertragungsbeschluss

Es ist vorgesehen, dass die ordentliche Hauptversammlung von Encavis am 16. Juli 2025 einen Beschluss gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf Elbe BidCo gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung fasst ("**Übertragungsbeschluss**"). Der Entwurf des Übertragungsbeschlusses ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 10** beigefügt.

2. BESCHREIBUNG VON ENCAVIS, ELBE BIDCO UND KKR

2.1 Informationen über Encavis

(a) Rechtlicher Hintergrund von Encavis (Sitz, Unternehmensgegenstand und Geschäftsjahr)

Encavis ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 63197, geschäftsansässig in Große Elbstraße 59, 22767 Hamburg, Deutschland.

Der Unternehmensgegenstand von Encavis ist gemäß § 2 Abs. 1 der Satzung von Encavis:

- a) das Betreiben von Anlagen zur Produktion von Energie aus erneuerbaren Energieträgern im In- und Ausland durch die Gesellschaft selbst oder durch ihre Tochtergesellschaft als freier Stromproduzent;
- b) das Betreiben von Anlagen zur Speicherung von Energie;
- c) die Vermarktung von Energie;
- d) Versorgung und Handel mit Energie;
- e) 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;

- f) der Erwerb, das Halten, die Verwaltung und die Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen;
- g) die Erbringung von Dienstleistungen auf den vorgenannten Gebieten.

Gemäß § 2 Nr. 2 ihrer Satzung ist Encavis zu allen Maßnahmen und Geschäften berechtigt, die geeignet sind, den Gesellschaftszweck zu fördern. Encavis kann insbesondere im In- und Ausland Zweigniederlassungen errichten, andere Unternehmen gründen, bestehende erwerben oder sich an solchen beteiligen sowie Unternehmensverträge abschließen. Encavis kann Patente, Marken, Lizenzen, Vertriebsrechte und andere Gegenstände und Rechte erwerben, nutzen und übertragen. Der Unternehmensgegenstand von Tochter- und Beteiligungsunternehmen von Encavis darf auch ein anderer sein als der im vorstehenden Absatz genannte Unternehmensgegenstand, sofern er nur geeignet erscheint, den Geschäftszweck der Gesellschaft zu fördern (§ 2 Nr. 2 der Satzung von Encavis).

Das Geschäftsjahr von Encavis ist das Kalenderjahr.

(b) Kapitalverhältnisse

(i) Übersicht

Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts beträgt das im Handelsregister eingetragene Grundkapital von Encavis EUR 161.722.524,00, eingeteilt in 161.722.524 auf den Inhaber lautende Stückaktien. Es gibt keine unterschiedlichen Aktiegattungen. Jede Aktie gewährt dem betreffenden Inhaber eine Stimme. Ausgenommen davon sind eigene Aktien, die keine Rechte an Encavis begründen. Encavis hält keine eigenen Aktien.

Die Encavis-Aktien sind in einer bei der Clearstream Banking AG, Frankfurt am Main, im Rahmen der Girosammelverwahrung hinterlegten Globalurkunde verbrieft. Der Anspruch der Aktionäre auf Verbriefung ihres Anteils in Aktienurkunden ist ausgeschlossen (§ 5 Abs. 2 der Satzung von Encavis).

(ii) Keine Börsennotierung im regulierten Markt

Am 6. Dezember 2024 schlossen Encavis und Elbe BidCo eine Delisting-Vereinbarung ab und vereinbarten (vorbehaltlich der organschaftlichen Sorgfalts- und Treuepflichten von Vorstand und Aufsichtsrat von Encavis), ein Delisting der Encavis-Aktien, d.h. den Widerruf der Zulassung aller Encavis-Aktien zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse sowie zum Handel im regulierten Markt der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg (Börse Hamburg) zu bewirken ("**Delisting**"). Zudem verpflichtete sich Encavis in der Delisting-Vereinbarung (vorbehaltlich der organschaftlichen Sorgfalts- und Treuepflichten von Vorstand und Aufsichtsrat von Encavis), sämtliche Maßnahmen zu ergreifen, die zur Aufhebung der Einbeziehung der Encavis-Aktie im Freiverkehr sämtlicher relevanter Marktplätze erforderlich sind. Zur Umsetzung des Delisting veröffentlichte Elbe BidCo am 6. Dezember 2024 ihre Entscheidung zur Abgabe eines Delisting-Erwerbsangebots an sämtliche Aktionäre von Encavis (die "**Encavis-Aktionäre**") zum Erwerb sämtlicher nicht unmittelbar von Elbe BidCo gehaltener Encavis-Aktien gemäß § 10 Abs. 1 Satz 1 WpÜG i.V.m. § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG ("**Delisting-Erwerbsangebot**"). Die Angebotsunterlage für das Delisting-Erwerbsangebot wurde am 23. Dezember 2024 veröffentlicht. Die Annahmefrist des Delisting-Erwerbsangebots endete am 31. Januar 2025 um 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main, Deutschland) bzw. um 18:00 Uhr (Ortszeit New York, Vereinigte Staaten von Amerika). Das Delisting im regulierten Markt wurde mit Ablauf des 31. Januar 2025 wirksam. Das Delisting Erwerbsangebot wurde am 18. Februar 2025 abgewickelt. Die Encavis-Aktien sind somit derzeit nicht zum Handel im regulierten Markt einer Wertpapierbörse zugelassen und Encavis ist nicht mehr börsennotiert im Sinne des § 3 Abs. 2 AktG. Die Encavis-Aktien sind derzeit allein zum Handel im Freiverkehr der Börse Hamburg einbezogen. Die Einbeziehung in den Freiverkehr der Börse Hamburg erfolgte nicht auf Antrag oder Veranlassung von Encavis. Mit Wirksamwerden

des Verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out entfällt der Einbezug zum Handel im Freiverkehr der Börse Hamburg.

(iii) Genehmigtes Kapital 2021

Am 27. Mai 2021 ermächtigte die ordentliche Hauptversammlung von Encavis den Vorstand, mit Zustimmung des Aufsichtsrats bis zum 26. Mai 2026 (einschließlich) das Grundkapital von Encavis um bis zu EUR 27.687.446,00 durch einmalige oder mehrmalige Ausgabe von bis zu 27.687.446 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien gegen Bareinlagen und/oder Sacheinlagen zu erhöhen ("**Genehmigtes Kapital 2021**"); das Genehmigte Kapital 2021 beläuft sich nach teilweiser Ausnutzung derzeit noch auf EUR 25.197.269,00. Die unter dem Genehmigten Kapital 2021 ausgegebenen neuen Aktien können auch an ein oder mehrere Kreditinstitute oder andere in § 186 Abs. 5 Satz 1 AktG genannte Unternehmen mit der Verpflichtung ausgegeben werden, sie den Aktionären anzubieten (mittelbares Bezugsrecht), oder auch teilweise im Wege eines unmittelbaren Bezugsrechts (etwa an zeichnungsberechtigte Aktionäre, die vorab eine Festbezugsvereinbarung abgegeben haben) oder im Übrigen im Wege eines mittelbaren Bezugsrechts gemäß § 186 Abs. 5 AktG gewährt werden.

Der Vorstand von Encavis ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Bezugsrecht der Aktionäre in folgenden Fällen auszuschließen:

1. für Spitzenbeträge;
2. wenn die Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen zur Gewährung von Aktien zum Zweck des Erwerbs von Unternehmen, Unternehmensteilen oder Beteiligungen an Unternehmen (einschließlich der Erhöhung des Anteilsbesitzes) erfolgt;
3. wenn die Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen erfolgt und der auf die neuen Aktien entfallende Anteil am Grundkapital insgesamt weder 10 % des zum Zeitpunkt der Eintragung dieser Ermächtigung bestehenden Grundkapitals noch 10 % des im Zeitpunkt der Ausgabe der neuen Aktien bestehenden Grundkapitals übersteigt, sofern der Ausgabebetrag der neuen Aktien den Börsenpreis der bereits börsennotierten Aktien von Encavis gleicher Gattung und Ausstattung zum Zeitpunkt der endgültigen Festlegung des Ausgabebetrags durch den Vorstand nicht wesentlich unterschreitet, wobei auf den auf den vorgenannten Höchstbetrag sämtliche Aktien anzurechnen sind, die unter Ausschluss des Bezugsrechts nach oder in entsprechender Anwendung von § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG ab dem Zeitpunkt der Eintragung dieser Ermächtigung ausgegeben oder veräußert werden; oder
4. wenn dies zum Verwässerungsschutz erforderlich ist, um Inhabern der Wandlungs- und Optionsrechte, die von der Gesellschaft oder von ihren Konzernunternehmen im Sinne des § 18 AktG ausgegeben wurden oder werden, ein Bezugsrecht auf neue Aktien in dem Umfang zu gewähren, wie es ihnen nach Ausübung ihres Wandlungs- und Optionsrechts zustünde.

Die aufgrund der vorstehenden Ermächtigungen unter Ausschluss des Bezugsrechts ausgegebenen Aktien dürfen in Summe einen anteiligen Betrag von 20 % des Grundkapitals nicht übersteigen, und zwar weder im Zeitpunkt der Beschlussfassung noch – falls dieser Wert geringer ist – im Zeitpunkt der Ausübung dieser Ermächtigungen. Soweit während der Laufzeit dieser Ermächtigungen von anderen Ermächtigungen zur Ausgabe von Aktien Gebrauch gemacht und dabei das Bezugsrecht ausgeschlossen wird, ist dies auf die 20 %-Begrenzung anzurechnen. Ebenfalls anzurechnen sind Aktien, die zur Bedienung von während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts aus anderen Ermächtigungen begebenen Rechten, die zum Bezug von Aktien berechnen oder verpflichten, ausgegeben werden oder auszugeben sind.

Der Vorstand ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Durchführung von Kapitalerhöhungen aus dem Genehmigten Kapital 2021 festzusetzen.

(iv) Bedingtes Kapital 2020 und Wandelanleihe 2021

Die Hauptversammlung von Encavis beschloss am 13. Mai 2020 eine bedingte Kapitalerhöhung des Grundkapitals von Encavis um bis zu EUR 14.000.000,00 durch Ausgabe von bis zu 14.000.000 neuen auf den Inhaber lautenden Stückaktien ("**Bedingtes Kapital 2020**").

Das Bedingte Kapital 2020 darf nur insoweit genutzt werden, wie

1. die Inhaber von Wandlungsrechten oder Optionsrechten, die mit den von Encavis oder ihren unmittelbaren oder mittelbaren hundertprozentigen Beteiligungsgesellschaften aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 13. Mai 2020 bis zum 12. Mai 2025 auszugebenden Optionsschuldverschreibungen, Wandelschuldverschreibungen, Genussrechten und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente) verbunden sind, von ihren Wandlungs- bzw. Optionsrechten Gebrauch machen; oder
2. die zur Wandlung verpflichteten Inhaber bzw. Gläubiger der von Encavis oder ihren unmittelbaren oder mittelbaren hundertprozentigen Beteiligungsgesellschaften aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 13. Mai 2020 bis zum 12. Mai 2025 auszugebenden Schuldverschreibungen ihre Pflicht zur Wandlung oder Optionsausübung erfüllen.

Aufgrund der teilweisen Wandlung der Wandelanleihe 2021 (wie unten definiert) in Encavis-Aktien im Mai 2024 durch einige Anleihegläubiger, beträgt das Bedingte Kapital 2020 zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Übertragungsberichts EUR 13.307.652.

Der Vorstand ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung aus dem Bedingten Kapital 2020 festzulegen.

Die Hauptversammlung vom 13. Mai 2020 ermächtigte den Vorstand, mit Zustimmung des Aufsichtsrats im Zeitraum vom 13. Mai 2020 bis zum 12. Mai 2025 bis zu einem Gesamtnennbetrag von EUR 300.000.000,00 Options-/Wandelschuldverschreibungen, Mezzanine-Kapital und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. eine Kombination dieser Instrumente) mit einem Bezugsrecht hinsichtlich Aktien von Encavis auszugeben mit der Maßgabe, dass jede Schuldverschreibung dem Inhaber das Recht auf Bezug einer Aktie von Encavis gewährt.

Am 17. November 2021 nutzte Encavis die durch die Hauptversammlung vom 13. Mai 2020 gewährte Ermächtigung zur Ausgabe von Schuldverschreibungen unter vereinfachtem Ausschluss des Bezugsrechts aus. Die Encavis Finance B.V., eine Tochtergesellschaft von Encavis, gab eine nachrangige hybride Wandelanleihe mit einem Gesamtnennbetrag von EUR 250.000.000,00 und einem anfänglichen Wandlungspreis von EUR 22,0643 je Encavis-Aktie unter Vorbehalt bestimmter Wandlungspreisanpassungen im Zeitverlauf und bei Eintritt bestimmter Ereignisse aus ("**Wandelanleihe 2021**").

Encavis Finance B.V. veröffentlichte am 4. Dezember 2024 eine Mitteilung adressiert an die Inhaber der Wandelanleihe 2021 ("**Bond Termination Notice**"). In der Bond Termination Notice informierte die Encavis Finance B.V. die Inhaber der Wandelanleihe 2021 über den Eintritt eines Kontrollerwerbs (im Sinne der allgemeinen Geschäftsbedingungen der Wandelanleihe 2021 und wie näher in diesen beschrieben) am 4. Dezember 2024 infolge des Vollzugs des am 24. April 2024 veröffentlichten freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der Elbe BidCo an die Encavis-Aktionäre zum Erwerb sämtlicher nicht unmittelbar von der Elbe BidCo gehaltenen Encavis-Aktien ("**Übernahmeangebot**"). Die Bond Termination Notice enthielt die Mitteilung, dass die Inhaber der Wandelanleihe 2021 ihr Wandlungsrecht zu einem angepassten Wandlungspreis von EUR 18,1989 je Encavis-Aktie gemäß den allgemeinen Geschäftsbedingungen der Wandelanleihe 2021 und wie näher in diesen beschrieben bis (einschließlich) 30. Dezember 2024 ausüben können sowie zudem auch die Erklärung der Encavis Finance B.V., dass sie von ihrem Recht Gebrauch macht, die Wandelanleihe 2021 im Sinne der allgemeinen Geschäftsbedingungen der

Wandelanleihe 2021 und wie in diesen beschrieben, vollständig zurückzuzahlen. Infolgedessen wurden am 15. Januar 2025 alle ausstehenden Schuldverschreibungen der Wandelanleihe 2021 zu ihrem Nennbetrag zuzüglich aufgelaufener Zinsen in bar zurückgezahlt. In Folge der Veröffentlichung der Bond Termination Notice wurde der Wandlungspreis, basierend auf Informationen der Encavis Finance B.V., auf EUR 18,1989 angepasst, weshalb maximal 13.044.744 neue Encavis-Aktien ausgegeben werden konnten. Die Encavis Finance B.V. hat bis zum relevanten Wandlungsstichtag (30. Dezember 2024) keine Wandlungserklärungen der Inhaber der Wandelanleihen erhalten. Folglich hat Encavis keine neuen Encavis-Aktien nach Maßgabe des Bedingten Kapitals 2020 ausgegeben. Die Ermächtigung zur Ausübung des Bedingten Kapitals 2020 ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Übertragungsbericht mit Ablauf des 12. Mai 2025 ausgelaufen.

(c) Vorstand und Aufsichtsrat von Encavis

(i) Vorstand

Der Vorstand von Encavis ("**Vorstand**") besteht laut Satzung aus einem oder mehreren Mitgliedern, wobei gemäß § 7 Abs. 1 der Satzung von Encavis die Zahl der Vorstandsmitglieder vom Aufsichtsrat von Encavis ("**Aufsichtsrat**") bestimmt wird.

Derzeit besteht der Vorstand aus zwei Mitgliedern; dabei handelt es sich um die folgenden Personen:

- Dr. Christoph Husmann (Co-Sprecher des Vorstands und Chief Financial Officer)
- Mario Schirru (Co-Sprecher des Vorstands, Chief Investment Officer und Chief Operating Officer)

Encavis und Herr Dr. Husmann verständigten sich in einem Aufhebungsvertrag vom 6. März 2024 ("**Aufhebungsvertrag**") darauf, dass der Vorstandsdienstvertrag von Herrn Dr. Husmann zum Ablauf des 31. Dezember 2025 ("**Beendigungszeitpunkt**") aufgehoben wird. Herr Dr. Husmann erklärte zudem in diesem Aufhebungsvertrag unwiderruflich, das Amt als Vorstand von Encavis mit Ablauf des Tages, an dem die Hauptversammlung von Encavis über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre von Encavis auf Elbe BidCo gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt, niederzulegen. Mit Ablauf dieses Tages wird Herr Dr. Husmann daher kein Mitglied des Vorstands von Encavis mehr sein.

(ii) Aufsichtsrat

Gemäß § 10 Abs. 1 der geltenden Fassung der Satzung von Encavis besteht der Aufsichtsrat aus neun Mitgliedern. Acht der neun vormaligen amtierenden Aufsichtsratsmitglieder Dr. Rolf Martin Schmitz (vormaliger Aufsichtsratsvorsitzender), Herr Dr. Manfred Krüper, Frau Ayleen Oehmen-Görisch, Herr Dr. Henning Kreke, Frau Isabella Pfaller, Frau Christine Scheel, Herr Dr. Marcus Schenck und Herr Thorsten Testorp legten ihr jeweiliges Amt als Aufsichtsratsmitglied mit Wirkung zum Ablauf des 21. Februar 2025 nieder. Mit Beschluss des Amtsgerichts Hamburg vom 24. Februar 2025 wurden Herr Marco Fontana, Herr Boris Scukanec Hopinski, Herr Tobias Krauss, Herr Dr. Johannes Teyssen und Herr Prof. Dr. Martin Viessmann als neue Aufsichtsratsmitglieder bis zum Ablauf der nächsten ordentlichen oder außerordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft bestellt.

Zum Zeitpunkt dieses Berichts besteht der Aufsichtsrat von Encavis aus den nachstehenden sechs Mitgliedern:

- Herr Dr. Johannes Teyssen (Vorsitzender);
- Herr Marco Fontana (stellvertretender Vorsitzender);

- Herr Boris Scukanec Hopinski;
- Herr Tobias Kraus;
- Herr Prof. Dr. Martin Viessmann; und
- Herr Prof. Dr. Fritz Vahrenholt.

Herr Prof. Dr. Fritz Vahrenholt hat sein Amt als Mitglied des Aufsichtsrats von Encavis mit Erklärung vom 29. April 2025 mit Wirkung zum Ablauf des 30. Juni 2025 niedergelegt (die "**Niederlegungserklärung**"). Er wird damit zum Zeitpunkt des Übertragungsbeschlusses und dessen Wirksamwerden im Zeitpunkt der Eintragung im Handelsregister des Sitzes von Encavis sowie der Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister des Sitzes von Elbe BidCo voraussichtlich nicht mehr Mitglied des Aufsichtsrats von Encavis sein.

(d) Überblick über die Geschäftstätigkeit der Encavis-Gruppe

Die Encavis-Gruppe ist ein unabhängiger Erzeuger von Strom aus erneuerbaren Energien, der in ganz Europa erhebliche Kapazitäten für Photovoltaik und Onshore-Windkraft besitzt und betreibt.

Das Kerngeschäft von Encavis ist der Erwerb und Betrieb von Photovoltaik (PV) Anlagen und Onshore-Windparks. Im Bereich der Photovoltaik geht Encavis strategische Partnerschaften mit lokalen Projektentwicklern ein, um ihr Projektportfolio auszubauen. Die lokalen Entwickler übernehmen die Verantwortung für den Entwicklungsprozess bis zum Erreichen des "*Ready-to-build*"-Stadiums, während Encavis oftmals bereits vorher das volle Eigentum an den Projekten übernimmt und den Entwicklungsfortschritt entlang retrospektiv zu zahlender Meilensteinzahlungen vergütet. Ab Erreichen des "*Ready-to-build*"-Stadiums kontrolliert Encavis die letzten Phasen der Strukturierung in Bezug auf die Verhandlung sog. langfristiger Stromabnahmeverträge ("**PPA**"), Finanzierungsvereinbarungen auf Projektebene und EPC-Verträge. Diese Strategie ermöglicht es Encavis, das Entwicklungsrisiko zu minimieren und gleichzeitig die kritischen Phasen der Wertschöpfung der Projekte zu überwachen. Im Bereich der Onshore-Windparks erwirbt Encavis baureife/im Bau befindliche bzw. schlüsselfertige Projekte oder bereits bestehende Anlagen, da das Entwicklungsrisiko relativ hoch ist und der Prozess oftmals lange dauert. Die meisten bestehenden Anlagen von Encavis verfügen über garantierte Einspeisevergütungen (*Feed-in Tariffs*) oder es wurden PPA abgeschlossen. Die Entwicklungsprojekte bzw. fertigen Anlagen befinden sich alle in geografischen Regionen, die sich durch ein vergleichsweise stabiles wirtschaftspolitisches Umfeld und verlässliche Investitions- und Rahmenbedingungen auszeichnen.

Darüber hinaus bietet Encavis über ihr Tochterunternehmen Encavis Asset Management AG institutionellen Investoren die Möglichkeit, in Erneuerbare-Energien-Projekte und daran angrenzende Technologien zu investieren. Das (nachstehend beschriebene) Geschäftsfeld *Asset Management* umfasst alle Dienstleistungen in diesem Bereich, das heißt sowohl die Initiierung von Fonds beziehungsweise die individuelle Gestaltung und Strukturierung von Investitionen für professionelle Anleger in Erneuerbare Energien als auch den Einkauf, die Realisierung und den Betrieb der von diesen Anlegern gehaltenen Anlagen.

Das Portfolio der Encavis-Gruppe umfasst rund 240 Solar- und rund 100 Windparks mit einer Leistung von mehr als 3,8 GW in Deutschland, Italien, Frankreich, dem Vereinigten Königreich, Österreich, Finnland, Schweden, Dänemark, den Niederlanden, Spanien, Irland und Litauen. Davon betreibt die Encavis-Gruppe über das Segment *Asset Management* mehr als 35 Solar- und knapp 50 Windparks für Dritte.

Mit der Stromerzeugung aus Erneuerbaren Energien leistet die Encavis-Gruppe einen bedeutenden Beitrag für eine nachhaltige und saubere Energieversorgung. Die gesamte Stromproduktion der Encavis-Gruppe im Jahr 2024 belief sich auf rund 5,44 Terawattstunden (TWh). Davon entfielen rund 3,30 TWh auf die im Eigenbestand von Encavis gehaltenen Solar- und Windparks.

Die Geschäftstätigkeit von Encavis ist in fünf Segmente untergliedert: PV Parks, Windparks, Service, Asset Management und Verwaltung.

- **PV PARKS:** Das Segment umfasst sämtliche Eigenbestands-Solarparks in Deutschland, Italien, Frankreich, dem Vereinigten Königreich, den Niederlanden, Spanien, Dänemark und Schweden sowie etwaige Holdinggesellschaften.
- **WINDPARKS:** In diesem Segment sind sämtliche Eigenbestands-Windparks von Encavis in Deutschland, Italien, Frankreich, Dänemark, Finnland und Litauen sowie die dazugehörigen Holdinggesellschaften enthalten.
- **SERVICE:** Das Segment besteht aus der Encavis Technical Services GmbH sowie der italienischen Stern Energy S.p.A. nebst ihren Landesgesellschaften für Services in Deutschland, dem Vereinigten Königreich, Frankreich, den Niederlanden und Dänemark. Darüber hinaus beinhaltet dieses Segment weitere Dienstleistungsunternehmen und Batteriespeicherlösungen sowie die diesem Segment zugeordneten Geschäftsvorgänge der ENCAVIS AG.
- **ASSET MANAGEMENT:** Das Segment *Asset Management* umfasst die Geschäftsaktivitäten der Encavis Asset Management AG sowie diejenigen Aktivitäten der Encavis GmbH, die das Geschäftsfeld des Asset Managements betreffen, sowie sonstige diesem Geschäftsfeld zugeordnete Gesellschaften.
- **VERWALTUNG:** Das Segment besteht aus den die Verwaltung betreffenden Geschäftsvorfällen der Muttergesellschaft der Encavis-Gruppe, der ENCAVIS AG, und den diesem Segment zugeordneten Geschäftsvorfällen der Encavis GmbH. Darüber hinaus sind in diesem Segment die Encavis Finance B.V. sowie sonstige der *Verwaltung* zugeordnete Gesellschaften enthalten.

(e) Wesentliche Beteiligungen

Bei der in **Anlage 11** aufgeführten Gesellschaften handelt es sich um Tochterunternehmen und sonstige Beteiligungen von Encavis. Über die in der **Anlage 11** genannten Beteiligungen hinaus hält Encavis keine weiteren, wesentlichen Beteiligungen.

(f) Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation von Encavis

(i) Kennzahlen der Encavis-Gruppe für die Geschäftsjahre 2022, 2023 und 2024

Die nachstehende Tabelle gibt eine Übersicht über konsolidierte Finanzkennzahlen der Encavis-Gruppe der vergangenen drei Geschäftsjahre 2022, 2023, 2024 (jeweils vom 1. Januar bis zum 31. Dezember). Alle Angaben wurden den jeweiligen geprüften Konzerngeschäftsberichten von Encavis entnommen. Die Konzernabschlüsse wurden in Übereinstimmung mit den International Financial Reporting Standards ("**IFRS**"), wie sie in der Europäischen Union anzuwenden sind, erstellt. Darüber hinaus berücksichtigen die Konzernabschlüsse die ergänzenden handelsrechtlichen Vorschriften, die gemäß § 315e Abs. 1 Handelsgesetzbuch ("**HGB**") anzuwenden sind.

Finanzkennzahlen (soweit nicht anders angegeben, in Mio. EUR)	2022	2023	2024
Umsatzerlöse	487,342	469,637	407,777
Sonstige Erträge	43,276	42,892	45,732
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,000	2,519	3,027

Materialaufwand	-9,949	-30,599	-29,136
Personalaufwand	-27,030	-35,292	-46,900
Sonstige Aufwendungen	-117,134	-116,487	-132,656
Betriebsergebnis vor Abschreibungen (EBITDA)	376,504	332,670	247,845
Abschreibung und Wertminderung	-214,637	-169,604	-332,913
Betriebsergebnis (EBIT)	161,867	163,066	-85,068
Finanzerträge	40,654	35,608	30,324
Finanzaufwendungen	-85,489	-106,170	-120,602
Ergebnis der nach Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen	-0,561	-0,927	-0,703
Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)	116,471	91,577	-176,048
Konzernergebnis	83,595	58,726	-174,019
Bilanz			
Summe Aktiva	3.405,542	3.573,555	3.923,899
Immaterielle Vermögenswerte	446,887	429,606	401,892
Geschäfts- und Firmenwert	107,129	107,151	107,240
Sachanlagen	2.304,994	2.431,213	2.684,594
Nach Equity-Methode bilanzierten Finanzanlagen	6,684	8,404	8,537
Finanzanlagen	3,726	10,598	3,197
Summe Eigenkapital	956,817	1.186,929	775,090
Summe langfristige Schulden	1.893,643	1.871,571	1.998,439
Summe kurzfristige Schulden	555,082	515,055	1.150,370
Encavis-Aktie			
Ergebnis je Aktie unverwässert / verwässert	0,49 / 0,48	0,33 / 0,33	-1,10 / -1,10

(ii) Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation im Geschäftsjahr 2024

Die Encavis-Gruppe erzielte im Geschäftsjahr 2024 Umsatzerlöse in Höhe von EUR 407,777 Mio. (Vorjahr: EUR 469,637 Mio.). Dies entspricht einem Rückgang von EUR 61,860 Mio. beziehungsweise rund 13 %. In diesen Umsatzerlösen sind Beträge in Höhe von EUR 6,623 Mio. (Vorjahr: EUR 9,041 Mio.) enthalten, die unter Berücksichtigung von Ausgleichszahlungen aus nach den Regelungen des Hedge Accounting bilanzierten Power Purchase Agreements zweier spanischer Tochtergesellschaften von Encavis nicht zahlungswirksam geworden sind. Der Rückgang wird in Höhe von EUR 46,977 Mio. vom Solarparkportfolio und in Höhe von EUR 12,328 Mio. vom Windparkportfolio getragen. Die Entwicklung der auf qualitatives Wachstum ausgerichteten Geschäftsstrategie und -aktivitäten von Encavis wurde im Geschäftsjahr 2024 durch überwiegend nicht vorhersehbare Effekte belastet, die sich deutlich auf Umsatz und Ergebnis auswirkten. Die Umsatzrückgänge gehen zu einem großen Teil auf das zinsumfeldbedingt schwierige Geschäft des Encavis Asset Managements sowie im Bestandsgeschäft auf eine ungünstige Kombination aus ungewöhnlich schlechtem Wetter, geringen Preisen und erstmalig vielen Stunden mit negativen Preisen, aber auch verspätete Inbetriebnahmen im Eigenbestand zurück. Im Geschäftsjahr 2024 hat Encavis bereits zahlreiche Projekte erfolgreich ans Netz angeschlossen; bei diesen und einigen weiteren Wind- und Solarparks ergaben sich teilweise technisch bedingte Verzögerungen, so dass geplante Umsätze im Geschäftsjahr 2024 noch nicht realisiert werden konnten. Zum anderen erklären sich die Umsatzeinbußen durch ungünstigere meteorologische Bedingungen, insbesondere in Südeuropa. Nach überdurchschnittlich gutem Wetter für Wind und Solar im Vorjahr (Geschäftsjahr 2023), welches weit über dem von uns regelmäßig angenommenen Standardwetter (einem 30-Jahres-Durchschnitt) lag, war das Wetter im Geschäftsjahr 2024 in den meisten europäischen Ländern deutlich schlechter als das erwartete Standardwetter. Zudem ist das gesamte Jahr 2024 durch ein geringeres Strompreisniveau geprägt als kriegs- und energiekrisenbedingt im Vorjahr. Außerdem kamen im Jahr 2024 erstmals umsatzmindernde Abschaltungen von Parks aufgrund negativer Strompreise in Spanien und Finnland hinzu. Im Vorjahreszeitraum (Geschäftsjahr 2023) war zudem eine signifikante nachträgliche Vergütung in den niederländischen Solarparks für das Jahr 2022 enthalten, die sich umsatzsteigernd ausgewirkt hatte. Diese Effekte, die sich auch in den Ergebnissen der anderen KPIs widerspiegeln, konnten nicht durch die neu erworbenen beziehungsweise ans Netz angeschlossenen Solar- und Windparks und auch nicht durch die im Segment Service deutlich gestiegenen Umsatzerlöse kompensiert werden.

(iii) Geschäftliche Entwicklung bis zum Ende des ersten Quartals 2025

Die Encavis-Gruppe erzielte im ersten Quartal 2025 Umsatzerlöse in Höhe von EUR 95,723 Mio. Dies entspricht einem Anstieg von EUR 7,982 Mio. im Vergleich zum ersten Quartal des Vorjahres. Der Anstieg ist im Wesentlichen auf zwischenzeitlich neue oder neu ans Netz angeschlossene Anlagen zurückzuführen sowie auf das Wachstum im Segment Service. Das EBITDA liegt mit EUR 58,155 Mio. um EUR 7,329 Mio. über dem des Vorjahres. Das Konzernergebnis beläuft sich auf EUR -17,374 Mio. (Q1 2024: EUR -12,532 Mio.). Der Rückgang ist insbesondere auf eine höhere Zinsbelastung aufgrund der Refinanzierungen im ersten Quartal 2025 zurückzuführen.

(g) Arbeitnehmer und Mitbestimmung

Im ersten Halbjahr 2024 beschäftigte die Encavis-Gruppe durchschnittlich 406 Mitarbeiter. Encavis hat zum 31. Dezember 2024 ca. 138 Arbeitnehmer in Deutschland beschäftigt.

Bei Encavis bestehen weder ein Betriebsrat noch sonstige Arbeitnehmervertretungen.

Encavis verfügt über einen Aufsichtsrat, der nach den derzeitigen Regelungen der Satzung aus neun Mitgliedern besteht und aktuell sechs Mitglieder umfasst. Sämtliche Aufsichtsratsmitglieder sind Anteilseignervertreter, die allein durch die Hauptversammlung gewählt werden. Die Amtszeit der derzeit amtierenden Aufsichtsratsmitglieder endet grundsätzlich mit Ablauf der nächsten ordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft, wobei die Amtszeit von Prof. Dr. Fritz Vahrenholt aufgrund der Niederlegungserklärung bereits mit Ablauf des 30. Juni 2025 enden wird. Es ist

beabsichtigt, dass in dieser Hauptversammlung neue Aufsichtsratsmitglieder bestellt werden, deren Organstellung mit Wirksamwerden der Verschmelzung endet.

2.2 Information über Elbe BidCo

- (a) Rechtlicher Hintergrund (Gründung, Eintragung, Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand) und Kapitalverhältnisse

Die Elbe BidCo, die mittelbar von KKR (wie in Ziffer 2.2(d) dieses Übertragungsberichts definiert) beherrscht wird, ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Sitz in München, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 262997. Die gegenwärtige Geschäftsanschrift der Elbe BidCo ist Wiesenhüttenstraße 11, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland. Das ausgegebene und eingezahlte Grundkapital der Elbe BidCo beträgt EUR 111.000,00 und ist eingeteilt in 111.000 auf den Namen lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie. Die Elbe BidCo wurde am 22. Januar 2021 gegründet und erstmals am 3. Februar 2021 unter der Firma Blitz 21-823 AG im Handelsregister des Amtsgerichts München eingetragen. Die Umfirmierung der Elbe BidCo in "Elbe BidCo AG" wurde am 21. März 2024 in das Handelsregister eingetragen. Die Aktien der Elbe BidCo sind nicht zum Handel im regulierten Markt zugelassen und werden nicht im Freiverkehr gehandelt.

Das Geschäftsjahr der Elbe BidCo beginnt derzeit am 1. Januar und endet am 31. Dezember eines jeden Kalenderjahres.

Gemäß § 2 der Satzung der Elbe BidCo beinhaltet ihr Unternehmensgegenstand den Erwerb und die Veräußerung sowie das Halten und Verwalten von Beteiligungen an anderen Gesellschaften sowie die Verwaltung des eigenen Vermögens. Die Elbe BidCo kann alle Geschäfte betreiben und Handlungen vornehmen, die geeignet sind, dem Gesellschaftszweck unmittelbar oder mittelbar zu dienen. Elbe BidCo darf insbesondere andere Unternehmen gleicher oder ähnlicher Art erwerben, gründen, sowie sich an solchen Unternehmen beteiligen und zwar auch als persönlich haftende Gesellschafterin. Außerdem darf die Elbe BidCo im In- und Ausland Zweigniederlassungen unter gleicher oder anderer Firma errichten.

- (b) Organe und Vertretung von Elbe BidCo

Die Organe von Elbe BidCo sind der Vorstand, der Aufsichtsrat und die Hauptversammlung.

Gemäß § 5 Abs. 1 der Satzung von Elbe BidCo besteht der Vorstand von Elbe BidCo aus einer oder mehreren Personen. Deren genaue Anzahl bestimmt der Aufsichtsrat. Der Aufsichtsrat kann stellvertretende Vorstandsmitglieder bestellen und bei mehreren Vorstandsmitgliedern einen Vorsitzenden des Vorstands ernennen. Gemäß § 6 Abs. 1 der Satzung von Elbe BidCo wird Elbe BidCo durch zwei Vorstandsmitglieder gemeinschaftlich oder ein Vorstandsmitglied zusammen mit einem Prokuristen vertreten. Ist nur ein Vorstandsmitglied vorhanden, so vertritt es die Gesellschaft alleine. Gemäß § 6 Abs. 2 der Satzung von Elbe BidCo kann der Aufsichtsrat einem oder mehreren Vorstandsmitgliedern Einzelvertretungsbefugnis auch dann erteilen, wenn mehrere Vorstandsmitglieder bestellt sind. Gemäß § 6 Abs. 3 der Satzung von Elbe BidCo kann der Aufsichtsrat alle oder einzelne Vorstandsmitglieder von dem Verbot der Mehrvertretung des § 181 Bürgerliches Gesetzbuch ("**BGB**") befreien.

Derzeit besteht der Vorstand von Elbe BidCo aus den folgenden zwei Personen: Herr Marjan Scott Fredericks und Herr Marco Fontana. Gemäß § 8 Abs. 1 der Satzung von Elbe BidCo besteht der Aufsichtsrat von Elbe BidCo aus drei Mitgliedern. Der Aufsichtsrat von Elbe BidCo besteht derzeit aus den folgenden drei Mitgliedern: Herr Gianfranco Maraffio, Herr Christian Krumb und Herr Andrew Michael Furze.

- (c) Arbeitnehmer und Mitbestimmung

Die Elbe BidCo hat keine Mitarbeiter. Demzufolge hat Elbe BidCo weder ein Betriebsrat noch sonstige Arbeitnehmervertretungen noch Vertreter der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat.

(d) Gesellschaftsstruktur von Elbe BidCo

Die alleinige Aktionärin von Elbe BidCo ist die Elbe MidCo KG, eine nach deutschem Recht bestehende Kommanditgesellschaft mit Sitz in Frankfurt am Main, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRA 53913.

Die Mehrheits-Kommanditistin der Elbe MidCo KG ist die Elbe EBLCo Limited, eine nach dem Recht von England und Wales gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*private limited company*) mit Sitz in London, Vereinigtes Königreich, eingetragen im Unternehmensregister (*Registrar of Companies*) von England und Wales (*Companies House*) unter der Nummer 15516716. Auf Ebene der Elbe MidCo KG sind Viessmann Generations Group GmbH & Co. KG sowie weitere ehemalige Ankeraktionäre von Encavis als Minderheits-Kommanditisten beteiligt.

Die einzige Komplementärin der Elbe MidCo KG ist die Elbe FinCo 2 GmbH, eine nach deutschem Recht gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Frankfurt am Main, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 133853.

Die alleinige Gesellschafterin der Elbe FinCo 2 GmbH ist die Elbe EBLCo Limited.

Die alleinige Gesellschafterin der Elbe EBLCo Limited ist die Elbe Intermediate Limited, eine nach dem Recht von England und Wales gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*private limited company*) mit Sitz in London, Vereinigtes Königreich, eingetragen im Unternehmensregister (*Registrar of Companies*) von England und Wales (*Companies House*) unter der Nummer 15516630.

Die alleinige Gesellschafterin der Elbe Intermediate Limited ist die Elbe TopCo Limited, eine nach dem Recht von Jersey gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*limited company*) mit Sitz in St. Helier, Jersey.

Die alleinige Gesellschafterin der Elbe TopCo Limited ist die KKR Elbe Aggregator L.P., eine nach dem Recht der Provinz Ontario, Kanada, gegründete Kommanditgesellschaft (*limited partnership*) mit Sitz in Toronto, Kanada.

Die KKR Elbe Aggregator L.P. wird gemeinsam kontrolliert durch ihre Komplementärinnen (*general partners*), die KKR Elbe Aggregator GP LLC, eine nach dem Recht des US-Bundesstaates Delaware gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*limited liability company*) mit Sitz in Wilmington, Delaware, Vereinigte Staaten, und die K-INFRA Elbe Aggregator GP Limited, eine nach dem Recht der Kaimaninseln gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*limited liability company*) mit Sitz in Georgetown, Kaimaninseln.

Die alleinige Gesellschafterin der K-INFRA Elbe Aggregator GP Limited ist die K-INFRA Elbe LLC, eine nach dem Recht des US-Bundesstaates Delaware gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*limited liability company*) mit Sitz in Wilmington, Delaware, Vereinigte Staaten.

Die alleinige Gesellschafterin der K-INFRA Elbe LLC ist die K-INFRA Holdings I LLC, eine nach dem Recht des US-Bundesstaates Delaware gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*limited liability company*) mit Sitz in Wilmington, Delaware, Vereinigte Staaten.

Die alleinige Gesellschafterin der K-INFRA Holdings I LLC ist die KKR Infrastructure Conglomerate LLC, eine nach dem Recht des US-Bundesstaates Delaware gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*limited liability company*) mit Sitz in Wilmington, Delaware, Vereinigte Staaten.

Sämtliche Stimmrechtsanteile (100 %) an der KKR Infrastructure Conglomerate LLC werden von der KKR Group Assets Holdings III L.P. gehalten, einer nach dem Recht des US-Bundesstaates Delaware gegründeten Kommanditgesellschaft (*limited partnership*) mit Sitz in Wilmington, Delaware, Vereinigte Staaten.

Die einzige Komplementärin (*general partner*) der KKR Group Assets Holdings III L.P. ist die KKR Group Assets III GP LLC, eine nach dem Recht des US-Bundesstaates Delaware gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*limited liability company*) mit Sitz in Wilmington, Delaware, Vereinigte Staaten.

Die alleinige Gesellschafterin der KKR Group Assets III GP LLC ist die KKR Group Partnership L.P., eine nach dem Recht der Kaimaninseln gegründete steuerbefreite Kommanditgesellschaft (*exempted limited partnership*) mit Sitz in Georgetown, Kaimaninseln.

Die alleinige Gesellschafterin der KKR Elbe Aggregator GP LLC ist die KKR DCIF International SCA SICAV-RAIF, eine nach dem Recht von Luxemburg gegründete Kommanditgesellschaft auf Aktien (*société en commandite par actions*) in Form einer Investmentgesellschaft mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, eingetragen im Handels- und Unternehmensregister Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés*) unter B253297.

Die einzige Komplementärin (*general partner*) der KKR DCIF International SCA SICAV-RAIF ist die KKR Associates Diversified Core Infrastructure SCSp, eine nach dem Recht von Luxemburg gegründete Spezialkommanditgesellschaft (*société en commandite spéciale*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, eingetragen im Handels- und Unternehmensregister Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés*) unter B245431.

Die einzige Komplementärin (*general partner*) der KKR Associates Diversified Core Infrastructure SCSp ist die KKR Diversified Core Infrastructure S.à r.l., eine nach dem Recht von Luxemburg gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*société à responsabilité limitée*) mit Sitz in Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, eingetragen im Handels- und Unternehmensregister Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés*) unter B245383. Darüber hinaus hat die KKR Associates Diversified Core Infrastructure SCSp einen Stimmpartner, die KKR SP Limited, eine nach dem Recht der Kaimaninseln gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*limited liability company*) mit Sitz in Georgetown, Kaimaninseln. Die KKR SP Limited hat als Stimmpartner der KKR Associates Diversified Core Infrastructure SCSp die alleinige Befugnis, zu bestimmen, wie die KKR Associates Diversified Core Infrastructure SCSp das ihr als Komplementärin der KKR DCIF International SCA SICAV-RAIF zustehende Stimmrecht in Bezug auf unmittelbar oder mittelbar gehaltene Beteiligungen an in Rechtsordnungen außerhalb der Vereinigten Staaten gegründeten Portfoliogesellschaften ausübt. Die KKR Associates Diversified Core Infrastructure SCSp wird somit von der KKR Diversified Core Infrastructure S.à r.l. und der KKR SP Limited gemeinsam beherrscht. Die Gesellschafter der KKR SP Limited sind mehrere natürliche Personen, von denen keine die KKR SP Limited beherrscht.

Die alleinige Gesellschafterin der KKR Diversified Core Infrastructure S.à r.l. ist die KKR Diversified Core Infrastructure Limited, eine nach dem Recht der Kaimaninseln gegründete steuerbefreite Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*exempted company with limited liability*) mit Sitz in Georgetown, Kaimaninseln. Die alleinige Gesellschafterin der KKR Diversified Core Infrastructure Limited ist die KKR Group Partnership L.P., eine nach dem Recht der Kaimaninseln gegründete steuerbefreite Kommanditgesellschaft (*exempted limited partnership*) mit Sitz in Georgetown, Kaimaninseln. Die einzige Komplementärin (*general partner*) der KKR Group Partnership L.P. ist die KKR Group Holdings Corp., eine nach dem Recht des US-Bundesstaates Delaware gegründete Aktiengesellschaft (*corporation*) mit Sitz in Wilmington, Delaware, Vereinigte Staaten. Die alleinige Gesellschafterin der KKR Group Holdings Corp. ist die KKR Group Co. Inc., eine nach dem Recht des US-Bundesstaates Delaware gegründete Aktiengesellschaft (*corporation*) mit Sitz in Wilmington, Delaware, Vereinigte Staaten. Die alleinige Gesellschafterin der KKR Group Co. Inc.

ist die KKR & Co. Inc., eine nach dem Recht des US-Bundesstaates Delaware gegründete Aktiengesellschaft (*corporation*) mit Sitz in Wilmington, Delaware, Vereinigte Staaten. Die KKR Management LLP, eine nach dem Recht des US-Bundesstaates Delaware gegründete Partnerschaft mit beschränkter Haftung (*limited liability partnership*), ist die Inhaberin der einzigen Vorzugsaktie der Serie I (*Series I Preferred Stock*) von KKR & Co. Inc., die in praktisch allen Angelegenheiten, die den Aktionären der KKR & Co. Inc. zur Abstimmung vorgelegt werden (einschließlich der Wahl des Verwaltungsrats von KKR & Co. Inc.), stimmberechtigt ist, sodass sie die KKR & Co. Inc. beherrscht. Keines ihrer Mitglieder beherrscht die KKR Management LLP. Außer der Elbe EBLCo Limited ist keiner der Kommanditisten (*limited partners*) der in dieser Ziffer 2.2(d) genannten Kommanditgesellschaften (*limited partnerships* bzw. *limited liability partnerships*) in der Lage, beherrschenden Einfluss auf die jeweilige Gesellschaft auszuüben.

KKR & Co. Inc. (zusammen mit den mit ihr verbundenen Unternehmen, "**KKR**") ist ein weltweit führendes Investmentunternehmen, das alternative Anlageformen sowie Kapitalmarkt- und Versicherungslösungen anbietet. KKR verfolgt das Ziel, durch einen geduldrigen und disziplinierten Investitionsansatz, die Beschäftigung von erstklassigen Mitarbeitern und die Unterstützung von Wachstum in seinen Portfolio-Gesellschaften attraktive Anlageerträge zu erzielen. KKR verwaltet Investment-Fonds, die in Private Equity, Kredite und Sachwerte investieren. Zum 31. Dezember 2024 verwaltete KKR Anlagen im Wert von etwa USD 638 Mrd. (entspricht etwa EUR 614 Mrd. bei einem Wechselkurs von USD 1.0389 = EUR 1,00 zum 31. Dezember 2024 (Quelle: Europäische Zentralbank)). KKR & Co. Inc. ist an der New York Stock Exchange (NYSE: KKR) börsennotiert.

(e) Geschäftstätigkeit und Beteiligungen

Elbe BidCo verfügt über kein eigenes operatives Geschäft. Die Geschäftstätigkeit von Elbe BidCo beschränkt sich auf das Halten und Verwalten ihrer Mehrheitsbeteiligung an Encavis.

(f) Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation von Elbe BidCo

(i) Keine werbende Tätigkeit in den Geschäftsjahren 2022 und 2023

Elbe BidCo wurde zwar im Januar 2021 unter der Firma Blitz 21-823 AG gegründet, entfaltete jedoch bis zu ihrer wirtschaftlichen Neugründung am 28. Februar 2024 keine geschäftlichen Tätigkeiten und erzielte somit keine Umsätze und Ergebnisse. Es stehen daher für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 weder geprüfte Bilanzen noch Gewinn- und Verlustrechnungen von Elbe BidCo zur Verfügung

(ii) Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation im Geschäftsjahr 2024

Die Geschäftsentwicklung im Geschäftsjahr 2024 war maßgeblich durch das Investment von Elbe BidCo in Encavis geprägt und dem Abschluss der in diesem Zusammenhang stehenden Transaktionsdokumente, der Abgabe des Übernahmeangebots und des Delisting-Erwerbsangebots sowie Finanzierungsangelegenheiten. Zur Finanzierung des Erwerbs von Encavis-Aktien wurde das Grundkapital von Elbe BidCo im Rahmen einer Barkapitalerhöhung durch Beschluss der Hauptversammlung von Elbe BidCo vom 27. November 2024 von TEUR 50 um TEUR 50 auf TEUR 100 erhöht und Elbe MidCo KG hat zudem im Rahmen dieser Kapitalerhöhung eine Einlage in die Kapitalrücklage (§ 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB) in Höhe von EUR 1.734.778.066,86 geleistet. Zudem wurde das Grundkapital von Elbe BidCo im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung durch die Hauptversammlung von Elbe BidCo vom 27. November 2024 von TEUR 100 um TEUR 10 auf TEUR 110 erhöht. Als Sacheinlage hat Elbe MidCo KG 21.319.022 Encavis-Aktien nach Maßgabe eines separat abgeschlossenen Einbringungsvertrags eingebracht. Elbe MidCo KG hat zusätzlich am 21. Juni 2024 und am 25. Juni 2024 eine Zuzahlung in die freie Kapitalrücklage (§ 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB) von Elbe BidCo in Höhe von insgesamt EUR 74,923,300 geleistet. Zudem sind bei Elbe BidCo im Zusammenhang mit den Transaktionsdokumenten, dem Übernahmeangebot und Delisting-Erwerbsangebot und der Finanzierungsangelegenheiten Transaktionskosten angefallen.

Die folgenden Kennzahlen sind dem ungeprüften Einzelabschluss von Elbe BidCo zum 31. Dezember 2024 entnommen:

Finanzkennzahlen (soweit nicht anders angegeben, in EUR)	31. Dezember 2023	31. Dezember 2024
Summe Aktiva	12.500	2.808.536.429,71
Eigenkapital	12.500	2.140.103.148,05
Kassenbestand und Guthaben bei Kreditinstituten	11.586,10	240.627,83
Beteiligung an verbundenen Unternehmen	0	2.485.516.916,28

(iii) Geschäftliche Entwicklung bis zum Ende des ersten Quartals 2025

Die Geschäftsentwicklung im Geschäftsjahr 2025 war maßgeblich durch den Vollzug des Delisting-Erwerbsangebots, Finanzierungsangelegenheiten und der Vorbereitung des Verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out geprägt, insbesondere der in diesem Zusammenhang angefallenen Transaktionskosten. Zur Finanzierung des Vollzugs des Delisting-Erwerbsangebots wurde das Grundkapital durch Beschluss der Hauptversammlung von Elbe BidCo vom 12. Februar 2025 von TEUR 110 um TEUR 1 auf TEUR 111 erhöht und Elbe MidCo KG hat zudem im Rahmen dieser Kapitalerhöhung eine Einlage in die Kapitalrücklage (§ 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB) in Höhe von EUR 183,439 Mio. geleistet. Die Beteiligung an verbundenen Unternehmen erhöhte sich von EUR 2.485.516.916,28. zum 31. Dezember 2024 auf EUR 2.667.207.726,28 Mio. zum 31. März 2025, sie setzt sich zusammen aus dem Wert zum 31. Dezember 2024 sowie den durch den Vollzug des Delisting-Angebots erworbenen Encavis-Aktien.

3. ERWERB DER MEHRHEITSBETEILIGUNG AN ENCAVIS DURCH ELBE BIDCO

3.1 Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot von Elbe BidCo an die Aktionäre von Encavis

Am 14. März 2024 veröffentlichte Elbe BidCo die Entscheidung zur Abgabe eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots an alle Aktionäre von Encavis gemäß § 10 Abs. 1 Satz 1, Abs. 3 WpÜG i.V.m. §§ 29, 34 WpÜG zum Erwerb aller nicht unmittelbar von Elbe BidCo gehaltenen Encavis-Aktien ("**Übernahmeangebot**"). Die Angebotsunterlage der Elbe BidCo wurde am 24. April 2024 veröffentlicht. Das Übernahmeangebot wurde für insgesamt 87.007.448 Encavis-Aktien angenommen. Dies entspricht ca. 53,80 % des Grundkapitals und der Stimmrechte von Encavis. Nachdem sämtliche Angebotsbedingungen des Übernahmeangebots erfüllt waren, wurde das Übernahmeangebot am 4. Dezember 2024 vollzogen. Nach Vollzug des Übernahmeangebots hielt Elbe BidCo, einschließlich der außerhalb des Angebots erworbenen (und nachfolgend unter 3.2 erläuterten) Aktien, unmittelbar ca. 87,73 % des Grundkapitals und der Stimmrechte von Encavis.

3.2 Weitere Erwerbe von Encavis-Aktien durch Elbe BidCo

Im Rahmen eines außerbörslichen Erwerbs erwarb Elbe BidCo am 21. Juni 2024 3.875.892 Encavis-Aktien (dies entspricht ca. 2,40 % des Grundkapitals und der Stimmrechte an Encavis). Zudem erwarb Elbe BidCo am 21. Juni 2024 insgesamt 509.756 Encavis-Aktien über die Börse oder multilaterale Handelssysteme (dies entspricht ca. 0,32 % des Grundkapitals und der Stimmrechte an Encavis).

Nach Maßgabe von separat mit bestehenden Encavis-Aktionären ("**Pool and Friends-Aktionäre**") abgeschlossenen Anteilskauf- und Übertragungsverträgen ("**SPAs**") erwarb Elbe BidCo unmittelbar 29.165.305 Encavis-Aktien von den Pool and Friends-Aktionären (dies entspricht ca. 18,03 % des

Grundkapitals und der Stimmrechte an Encavis). Die SPAs wurden zeitgleich mit dem Übernahmeangebot vollzogen.

Am 4. Dezember 2024 übertrugen zudem einige der Pool and Friends-Aktionäre insgesamt 21.319.022 Encavis-Aktien (dies entspricht ca. 13,18 % des Grundkapitals und der Stimmrechte an Encavis) nach Maßgabe eines Beitritts- und Übernahmevertrags zunächst an die Elbe MidCo KG jeweils gegen die Übernahme einer Kommanditbeteiligung an der Elbe MidCo KG. In einem zweiten Schritt legte die Elbe MidCo KG diese Encavis-Aktien im Wege einer Sachkapitalerhöhung in die Elbe BidCo ein (siehe Ziffer 2.2(f)(ii)).

3.3 Delisting-Erwerbsangebot

Am 6. Dezember 2024 veröffentlichte Elbe BidCo ihre Entscheidung zur Abgabe des Delisting-Erwerbangebots. Die Angebotsunterlage für das Delisting-Erwerbsangebot wurde am 23. Dezember 2024 veröffentlicht. Die Annahmefrist endete am 31. Januar 2025 um 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main, Deutschland) bzw. um 18:00 Uhr (Ortszeit New York, Vereinigte Staaten von Amerika). Das Delisting-Erwerbsangebot wurde für insgesamt 10.382.332 Encavis-Aktien angenommen. Dies entspricht ca. 6,42% des Grundkapitals und der Stimmrechte von Encavis. Das Delisting-Erwerbsangebot wurde am 18. Februar 2025 vollzogen.

3.4 Gegenwärtige Beteiligungshöhe

Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts hält Elbe BidCo unmittelbar 152.259.755 der insgesamt 161.722.524 Encavis-Aktien. Dies entspricht rund 94,15 % des Grundkapitals von Encavis. Eine entsprechende Depotbescheinigung der UniCredit Bank GmbH vom 2. Juni 2025 ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 1** beigefügt.

4. WESENTLICHE GRÜNDE FÜR DEN VERSCHMELZUNGSRECHTLICHEN SQUEEZE-OUT

Im Folgenden werden die wesentlichen Gründe dargelegt, aus denen Elbe BidCo als Hauptaktionärin von Encavis von der gesetzlich vorgesehenen Möglichkeit eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out gemäß § 62 Abs. 1 und Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG Gebrauch machen möchte.

4.1 Vereinfachte Konzernstruktur und Einsparung von Kosten

Die beabsichtigte Verschmelzung von Encavis auf die Elbe BidCo sowie der Ausschluss der Minderheitsaktionäre führen zum Wegfall einer Konzernebene und zu einer erheblichen Reduzierung der mit einer fortgesetzten Beteiligung der Minderheitsaktionäre verbundenen Kosten.

Encavis erlischt als Rechtsträger und ihr Vermögen, einschließlich aller Rechte und Pflichten, geht im Wege der Gesamtrechtsnachfolge auf Elbe BidCo über. Elbe BidCo wird nach der Verschmelzung das operative Geschäft von Encavis fortführen. Im Aufbau der Gruppe wird damit eine Ebene eingespart.

Der mit der Verschmelzung einhergehende Ausschluss der Minderheitsaktionäre bewirkt, dass den Minderheitsaktionären nicht, wie sonst bei einer Verschmelzung, Anteile des übernehmenden Rechtsträgers, sondern stattdessen eine angemessene Barabfindung gewährt wird, sodass Elbe MidCo KG Alleinaktionärin der Elbe BidCo bleibt.

Mit Wirksamwerden der Verschmelzung unter Ausschluss der Minderheitsaktionäre erlöschen alle Encavis-Aktien. Dadurch entfallen die mit einem breiten Aktionärskreis auf Ebene von Encavis verbundenen Kosten und Vorlaufzeiten bei der Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung (zum Beispiel Bereitstellung und Anmietung einer entsprechenden Räumlichkeit, Veröffentlichung der Einladung im Bundesanzeiger, Berichte an die Hauptversammlung, Aufbereitung von Informationen, Inanspruchnahme externer Dienstleistungen zur logistischen Durchführung der Hauptversammlung in Präsenz, etc.). Auch die zeit- und ressourcenaufwendige Vorbereitung zur Wahrung der berechtigten Interessen der Minderheitsaktionäre an einem geordneten Ablauf der Hauptversammlung und der zeitnahen und

umfassenden Erteilung von Auskünften in der Hauptversammlung und der damit verbundenen ausführlichen Vorbereitung der Hauptversammlung einer Gesellschaft mit breitem Aktionärskreis entfällt, einschließlich der Erstellung schriftlicher Leitfäden und der Informationsbeschaffung im Hinblick auf zu erwartende Fragen, die zudem im Regelfall externe Beratungsleistungen erforderlich macht.

Die Durchführung des Verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out ermöglicht eine effizientere rechtliche Einbindung der Encavis-Gruppe in Elbe BidCo, da mit Wirksamwerden des Verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out jedenfalls im Verhältnis zwischen Elbe BidCo und Encavis die derzeit bestehenden Beschränkungen und Berichtspflichten der §§ 311 ff. AktG im sog. faktischen Konzern entfallen, was einen weiteren Kostenfaktor darstellt.

Derzeit besteht zwischen Encavis und der sie unmittelbar beherrschenden Elbe BidCo ein sog. faktischer Konzern. Im faktischen Konzern hat der Vorstand von Encavis als abhängige Gesellschaft diese in eigener Verantwortung zu leiten, wobei er ausschließlich dem Interesse von Encavis verpflichtet ist. Auch wenn es im Ermessen des Vorstands der abhängigen Gesellschaft liegt, Anregungen des herrschenden Unternehmens umzusetzen, wenn sie im Interesse der abhängigen Gesellschaft liegen, ist er rechtlich nicht hierzu verpflichtet. Maßnahmen, die für das abhängige Unternehmen nachteilig sind, darf der Vorstand grundsätzlich nur umsetzen, wenn der Nachteil quantifizierbar ist und nach § 311 Abs. 1 und 2 AktG vollumfänglich bis zum Ende desselben Geschäftsjahres ausgeglichen wird. Rechtsgeschäfte im faktischen Konzern müssen des Weiteren grundsätzlich zu denselben Bedingungen abgeschlossen werden, wie sie im Markt zwischen unabhängigen Dritten geschlossen werden würden (sog. *at arm's length*-Prinzip). Die Einhaltung dieser Drittvergleichsgrundsätze kann zeit- und kostenintensive Bewertungen erforderlich machen, die zwischen Encavis und Elbe BidCo mit Wirksamwerden des Verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out entfallen.

Mit der Beendigung des faktischen Konzerns durch das Wirksamwerden des Verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out entfällt auch die Verpflichtung von Encavis, einen sogenannten Abhängigkeitsbericht nach § 312 AktG im Verhältnis zu Elbe BidCo zu erstellen. Nach den für den faktischen Konzern anwendbaren Regelungen ist der Vorstand von Encavis verpflichtet, jährlich einen solchen Abhängigkeitsbericht über die Beziehungen zu verbundenen Unternehmen zu erstellen. Der Abhängigkeitsbericht ist vom Abschlussprüfer von Encavis sowie vom Aufsichtsrat von Encavis zu prüfen. Mit dem Entfall dieser Berichtspflicht entfallen daher zumindest auf einer Konzernebene auch die hiermit verbundenen Kosten der Erstellung und der weitergehenden Prüfung.

4.2 Erhöhte Flexibilität und Transaktionssicherheit

Generell können nach der Verschmelzung unter Ausschluss der Minderheitsaktionäre Strukturmaßnahmen, die eine Einbeziehung der Hauptversammlung erfordern, zum Beispiel Kapitalerhöhungen, Unternehmensverträge, Formwechsel, Verschmelzungen oder Ausgliederungen, flexibler und günstiger durchgeführt werden. Ohne das Erfordernis einer langfristigen Planung und aufwendiger Vorbereitung der Hauptversammlung einer Gesellschaft mit breitem Aktionärskreis (sowohl ordentliche als außerordentliche Hauptversammlung), wie oben unter Ziffer 4.1 erläutert, kann auf Änderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen schneller und unkomplizierter reagiert werden, und es können Geschäftschancen effizienter wahrgenommen und Veränderungen innerhalb des Konzernverbundes erleichtert und beschleunigt werden. Es lassen sich auch potentiell langwierige, teure und personalaufwendige gerichtliche und außergerichtliche Auseinandersetzungen mit Minderheitsaktionären auf Ebene von Encavis vermeiden. Insbesondere Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen von Minderheitsaktionären gegen Hauptversammlungsbeschlüsse von Encavis bzw. zukünftig der Elbe BidCo können künftig ausgeschlossen werden. Das Risiko, dass sich Struktur- und Kapitalmaßnahmen durch unbegründete Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen von Minderheitsaktionären verzögern, entfällt.

5. ALTERNATIVEN ZUM VERSCHMELZUNGSRECHTLICHEN SQUEEZE-OUT

Potentielle Alternativen zu der Verschmelzung in Verbindung mit dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre sind nach Auffassung von Elbe BidCo und Encavis entweder nicht in gleichem Maße geeignet, die

vorstehend beschriebenen Ziele zu erreichen, oder wären im Vergleich zum Verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out mit Nachteilen verbunden.

Ein übernahmerechtlicher Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach §§ 39a ff. WpÜG im Anschluss an das Übernahmeangebot, ein aktienrechtlicher Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach §§ 327a ff. AktG oder eine aktienrechtliche Eingliederung nach §§ 319 ff. AktG kommen nicht in Betracht, da Elbe BidCo zur Durchführung dieser Maßnahmen mindestens 95 % des Grundkapitals von Encavis halten müsste. Das ist nicht der Fall, denn Elbe BidCo hält derzeit unmittelbar 152.259.755 der insgesamt 161.722.524 Encavis-Aktien; dies entspricht rund 94,15 % des Grundkapitals von Encavis.

Der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen Elbe BidCo als herrschender Gesellschaft und Encavis als abhängiger Gesellschaft würde nicht zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre und nicht zum Erlöschen von Encavis als Rechtsträger führen. Die vorstehend beschriebenen Vorteile, die sich daraus ergeben, dass nach Wirksamwerden des Verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out Encavis als eigener Rechtsträger wegfällt, könnten durch einen Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags gerade nicht erreicht werden.

Eine Verschmelzung von Encavis auf Elbe BidCo ohne Ausschluss der Minderheitsaktionäre wäre ebenfalls nicht geeignet, in gleicher Weise die vorstehend beschriebenen Vorteile zu erreichen; sie würde zudem einen erhöhten Verfahrens- und Kostenaufwand bedeuten. Zwar würde Encavis in diesem Fall als eigener Rechtsträger erlöschen; die Minderheitsaktionäre würden aber, statt einer Barabfindung, Aktien an Elbe BidCo erhalten und somit an der Gesellschaft beteiligt bleiben. Dies würde nicht nur dazu führen, dass zur Bestimmung des Umtauschverhältnisses neben einer Unternehmensbewertung von Encavis auch eine Unternehmensbewertung von Elbe BidCo erforderlich wäre, sondern es müssten auch zwei Hauptversammlungen abgehalten werden. Darüber hinaus könnten in diesem Fall die Vorteile des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre zusammen mit einer Alleinaktionärsstellung der Elbe BidCo nicht realisiert werden.

Auch das erfolgte Delisting von Encavis ist, für sich betrachtet, nicht geeignet, die vorstehend beschriebenen Ziele zu erreichen. Zwar entfallen die Kosten der Börsennotierung, jedoch werden die Minderheitsaktionäre von Encavis nicht ausgeschlossen und Encavis besteht als Rechtsträger fort. Die Ziele einer Vereinfachung der Konzernstruktur und der Kostenersparnis sowie die Flexibilität können daher nicht in der oben dargestellten Weise erreicht werden.

6. VORAUSSETZUNGEN FÜR DEN AUSSCHLUSS DER MINDERHEITSAKTIONÄRE

Im Folgenden werden die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin im Wege eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out nach § 62 Abs. 1 und 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG unter Ziffer 6.1 dieses Übertragungsberichts zunächst allgemein sowie anschließend unter Ziffer 6.2 dieses Übertragungsberichts konkret bezogen auf die beabsichtigte Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre von Encavis auf Elbe BidCo erörtert.

6.1 Überblick

Gehören bei einer Verschmelzung zweier Aktiengesellschaften durch Aufnahme Aktien der übertragenden Aktiengesellschaft in Höhe von mindestens neun Zehnteln des Grundkapitals unmittelbar der übernehmenden Aktiengesellschaft, so kann die Hauptversammlung der übertragenden Aktiengesellschaft innerhalb von drei Monaten nach dem Abschluss des Verschmelzungsvertrags einen Beschluss nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung fassen. Ein gesonderter Verschmelzungsbeschluss im Sinne des § 13 UmwG muss grundsätzlich weder von der Hauptversammlung der übertragenden Aktiengesellschaft (§ 62 Abs. 4 Satz 2 UmwG) noch von der Hauptversammlung der übernehmenden Aktiengesellschaft (§ 62 Abs. 1 Satz 1 UmwG) gefasst werden.

Der Verschmelzungsvertrag oder sein Entwurf muss nach § 62 Abs. 5 Satz 2 UmwG die Angabe enthalten, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre der übertragenden Gesellschaft erfolgen soll.

Nach dem Abschluss des Verschmelzungsvertrags sind für die Dauer eines Monats nach § 62 Abs. 5 Satz 3, Abs. 3 Satz 1 UmwG die in § 63 Abs. 1 UmwG aufgeführten Unterlagen in den Geschäftsräumen der übernehmenden Gesellschaft zur Einsichtnahme durch die Aktionäre auszulegen; auf Verlangen muss jedem Aktionär der übernehmenden Gesellschaft nach § 62 Abs. 3 Satz 6 UmwG unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen erteilt werden. Alternativ können die in § 63 Abs. 1 UmwG aufgeführten Unterlagen nach § 62 Abs. 5 Satz 3, Abs. 3 Satz 8 UmwG für die Dauer eines Monats nach dem Abschluss des Verschmelzungsvertrags über die Internetseite der übernehmenden Gesellschaft zugänglich gemacht werden. Gleichzeitig hat der Vorstand der übernehmenden Gesellschaft gemäß § 62 Abs. 5 Satz 3, Abs. 3 Satz 2 UmwG einen Hinweis auf die bevorstehende Verschmelzung in den Gesellschaftsblättern der übernehmenden Gesellschaft bekanntzumachen und den Verschmelzungsvertrag zum Register der übernehmenden Gesellschaft einzureichen. Spätestens bei Beginn dieser Frist ist nach § 62 Abs. 5 Satz 4 UmwG die in § 5 Abs. 3 UmwG genannte Zuleitungsverpflichtung zu erfüllen, also der Verschmelzungsvertrag oder sein Entwurf den zuständigen Betriebsräten der an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger zuzuleiten.

Nach dem Abschluss des Verschmelzungsvertrags sind für die Dauer eines Monats die folgenden Dokumente nach §§ 62 Abs. 5 Satz 3, Abs. 3 Satz 1, 63 Abs. 1 UmwG in den Geschäftsräumen der übernehmenden Gesellschaft zur Einsichtnahme durch die Aktionäre auszulegen oder gemäß § 62 Abs. 3 Satz 8 UmwG über die Internetseite der übernehmenden Gesellschaft zugänglich zu machen:

- (a) der Verschmelzungsvertrag;
- (b) die Jahresabschlüsse und die Lageberichte der an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger für die letzten drei Geschäftsjahre;
- (c) falls sich der letzte Jahresabschluss auf ein Geschäftsjahr bezieht, das mehr als sechs Monate vor dem Abschluss des Verschmelzungsvertrags oder der Aufstellung des Entwurfs abgelaufen ist, eine Bilanz auf einen Stichtag, der nicht vor dem ersten Tag des dritten Monats liegt, der dem Abschluss vorausgeht (Zwischenbilanz), und bei deren Aufstellung § 63 Abs. 2 UmwG zu beachten ist;
- (d) die nach § 8 UmwG erstatteten Verschmelzungsberichte bzw. der gemeinsame Verschmelzungsbericht der an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger; und
- (e) die nach § 60 i.V.m. § 12 UmwG erstatteten Prüfungsberichte.

Innerhalb von drei Monaten nach dem Abschluss des Verschmelzungsvertrags kann die Hauptversammlung der übertragenden Gesellschaft auf Verlangen der übernehmenden Gesellschaft (Hauptaktionär) einen Übertragungsbeschluss nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin der übertragenden Gesellschaft gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung fassen.

Die Hauptaktionärin der übertragenden Gesellschaft legt gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Höhe der angemessenen Barabfindung fest, die den Minderheitsaktionären der übertragenden Gesellschaft für die Übertragung ihrer Aktien auf die Hauptaktionärin zu gewähren ist. Die Barabfindung muss die Verhältnisse der übertragenden Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen. Der Vorstand der übertragenden Gesellschaft ist gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 1 Satz 2 AktG verpflichtet, der Hauptaktionärin die Unterlagen zur Verfügung zu stellen und die Auskünfte zu erteilen, die diese für die Ermittlung und Festlegung der angemessenen Barabfindung benötigt.

Die Hauptaktionärin muss der Hauptversammlung der übertragenden Gesellschaft gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG einen schriftlichen Bericht erstatten, in welchem die

Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.

Die Angemessenheit der Barabfindung ist gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG durch einen (oder mehrere) auf Antrag der Hauptaktionärin gerichtlich ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfer zu prüfen. Der jeweilige sachverständige Prüfer berichtet gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e Abs. 1 AktG schriftlich über das Ergebnis seiner Prüfung. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung angemessen ist.

Die Hauptaktionärin muss dem Vorstand der übertragenden Gesellschaft vor der Einberufung der Hauptversammlung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 3 AktG die Erklärung eines im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts übermitteln, durch die das Kreditinstitut die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen.

Ab dem Zeitpunkt der Einberufung der Hauptversammlung der übertragenden Gesellschaft, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin beschließen soll, sind die folgenden Dokumente in den Geschäftsräumen der übertragenden Gesellschaft gemäß § 62 Abs. 5 Satz 5 und 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 3 AktG zur Einsichtnahme durch die Aktionäre auszulegen oder gemäß § 62 Abs. 5 Satz 5 und 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 3 und 5 AktG auf der Internetseite der übertragenden Gesellschaft zugänglich zu machen:

- (a) der Verschmelzungsvertrag oder sein Entwurf;
- (b) der Entwurf des Übertragungsbeschlusses;
- (c) die Jahresabschlüsse und Lageberichte der übertragenden Gesellschaft für die letzten drei Geschäftsjahre;
- (d) der nach § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG erstattete Übertragungsbericht der Hauptaktionärin; und
- (e) der nach § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4, 293e AktG erstattete Prüfungsbericht zur Angemessenheit der im Rahmen des Verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out zu zahlenden Barabfindung des gerichtlich ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfers.

Auf Verlangen ist jedem Aktionär unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen zu erteilen (§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 4 AktG). Die Pflicht zur Auslegung dieser Unterlagen in den Geschäftsräumen und Erteilung von Abschriften entfällt, wenn die vorgenannten Unterlagen für denselben Zeitraum über die Internetseite der übertragenden Gesellschaft zugänglich sind (§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 5 AktG). Die Unterlagen sind gemäß § 62 Abs. 5 Satz 5 und 8 UmwG i.V.m. § 327d Satz 1 AktG auch in der Hauptversammlung der übertragenden Gesellschaft zugänglich zu machen.

Die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung setzt neben dem Beschluss der Hauptversammlung betreffend die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre die Eintragung dieses Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister des Sitzes der übertragenden Gesellschaft nach § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327e Abs. 1 Satz 1 AktG und die Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister des Sitzes der übernehmenden Gesellschaft voraus.

Nachdem die Hauptversammlung den Übertragungsbeschluss gefasst hat, muss der Vorstand der übertragenden Gesellschaft den Übertragungsbeschluss nach § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327e Abs. 1 Satz 1 AktG zur Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der übertragenden Gesellschaft anmelden. Die Vorstände der übertragenden Gesellschaft und der übernehmenden Gesellschaft haben außerdem die

Verschmelzung zur Eintragung in das Handelsregister des jeweiligen Sitzes ihrer Gesellschaft anzumelden (§ 16 Abs. 1 Satz 1 UmwG).

Die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister am Sitz der übertragenden Gesellschaft ist gemäß § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG mit dem Vermerk zu versehen, dass der Übertragungsbeschluss erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister des Sitzes der übernehmenden Gesellschaft wirksam wird. Die Verschmelzung darf in das Handelsregister des Sitzes der übernehmenden Gesellschaft erst eingetragen werden, nachdem sie in das Handelsregister des Sitzes der übertragenden Gesellschaft eingetragen worden ist (§ 19 Abs. 1 Satz 1 UmwG). Mit Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister des Sitzes der übernehmenden Gesellschaft wird die Verschmelzung wirksam (§ 20 Abs. 1 UmwG). Die Eintragung der Verschmelzung in die Handelsregister der Sitze beider an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften wiederum wird aufgrund der im Verschmelzungsvertrag vorzusehenden aufschiebenden Bedingung erst erfolgen, wenn der Übertragungsbeschluss in das Handelsregister des Sitzes der übertragenden Gesellschaft eingetragen ist.

Mit dem Wirksamwerden der Verschmelzung gehen gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG alle Aktien der Minderheitsaktionäre der übertragenden Gesellschaft kraft Gesetzes auf die übernehmende Gesellschaft über. Die Minderheitsaktionäre erhalten im Gegenzug den Anspruch auf Zahlung der festgelegten Barabfindung.

6.2 Vorliegen der gesetzlichen Voraussetzungen im konkreten Fall

(a) Rechtsformerfordernis und Beteiligungshöhe von Elbe BidCo

Sowohl Elbe BidCo als auch Encavis sind Aktiengesellschaften nach deutschem Recht. Elbe BidCo gehören am 2. Juni 2025, dem Tag der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts, 152.259.755 der insgesamt 161.722.524 Encavis-Aktien. Dies entspricht rund 94,15 % des Grundkapitals von Encavis. Elbe BidCo gehören somit mehr als neun Zehntel des Grundkapitals von Encavis; sie ist damit Hauptaktionärin von Encavis im Sinne von § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG. Elbe BidCo war auch bereits zum Zeitpunkt der Aufstellung des Entwurfs des Verschmelzungsvertrags am 2. Juni 2025 und der Übermittlung des konkretisierten Übertragungsverlangens von Elbe BidCo an Encavis am 2. Juni 2025 Hauptaktionärin von Encavis.

(b) Verlangen und konkretisiertes Verlangen von Elbe BidCo nach Ausschluss der Minderheitsaktionäre

Mit Schreiben vom 31. Januar 2025 teilte Elbe BidCo dem Vorstand von Encavis die Absicht mit, Encavis als übertragenden Rechtsträger auf Elbe BidCo als übernehmenden Rechtsträger zu verschmelzen, um die Konzernstruktur zu vereinfachen. In diesem Schreiben teilte die Elbe BidCo auch ihre Absicht mit, Verhandlungen über den Abschluss eines entsprechenden Verschmelzungsvertrags mit Encavis aufzunehmen. Zudem richtete die Elbe BidCo in diesem Schreiben ein Verlangen im Sinne von § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand von Encavis, dass die Hauptversammlung von Encavis innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre von Encavis auf Elbe BidCo als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt. Encavis machte dies mit Ad-hoc-Mitteilung vom 31. Januar 2025 über das elektronische Informationsverbreitungssystem EQS öffentlich bekannt. Mit Schreiben vom 18. Februar 2025 wiederholte Elbe BidCo ihr Übertragungsverlangen gegenüber dem Vorstand von Encavis. Encavis machte dies per Mitteilung vom 18. Februar 2025 über das elektronische Informationsverbreitungssystem EQS öffentlich bekannt.

Nach Festlegung der Barabfindung konkretisierte Elbe BidCo mit Schreiben vom 2. Juni 2025 ihr Verlangen nach § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG unter Angabe der von ihr festgelegten angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 17,23 je Encavis-Aktie gegenüber dem Vorstand von Encavis und bat darum, dass der Vorstand die Hauptversammlung von

Encavis über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre von Encavis auf Elbe BidCo gegen Gewährung der angemessenen Barabfindung beschließen lässt. Elbe BidCo übermittelte Encavis einen entsprechenden Beschlussvorschlag. Encavis machte dies per Mitteilung vom 2. Juni 2025 über das elektronische Informationsverbreitungssystem EQS öffentlich bekannt.

(c) Aufstellung des Entwurfs des Verschmelzungsvertrags; Abschluss des Verschmelzungsvertrags

Mit Beschlüssen vom 2. Juni 2025 stellten die Vorstände von Elbe BidCo und Encavis den Entwurf des Verschmelzungsvertrags auf, der in Ziffer 3.1 die Angabe enthält, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre erfolgen soll (§ 62 Abs. 5 Satz 2 UmwG). Eine Kopie des Entwurfs des Verschmelzungsvertrags ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 8** beigelegt. Elbe BidCo und Encavis beabsichtigen, den notariell beurkundeten Verschmelzungsvertrag am 3. Juni 2025 abzuschließen.

Die Wirksamkeit des Verschmelzungsvertrags steht nach Ziffer 7.1 des Entwurfs des Verschmelzungsvertrags unter der aufschiebenden Bedingung, dass ein Beschluss der Hauptversammlung von Encavis gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre von Encavis auf Elbe BidCo als Hauptaktionärin mit einem Vermerk nach § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG in das Handelsregister des Sitzes von Encavis eingetragen wird, dass der Übertragungsbeschluss erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister am Sitz von Elbe BidCo wirksam wird.

Eine Zustimmung der Hauptversammlung von Encavis oder Elbe BidCo zum Verschmelzungsvertrag ist nicht erforderlich. Eine Zustimmung der Hauptversammlung von Encavis ist gemäß § 62 Abs. 4 Satz 1 und 2 UmwG nicht erforderlich, wenn und soweit die Hauptversammlung von Encavis einen Übertragungsbeschluss nach § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG fasst und dieser Beschluss mit einem Vermerk nach § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG in das Handelsregister des Sitzes von Encavis eingetragen wird. Der Zustimmung der Hauptversammlung von Elbe BidCo zum Verschmelzungsvertrag bedarf es gemäß § 62 Abs. 1 i.V.m. Abs. 2 Satz 1 UmwG nur dann, wenn Aktionäre von Elbe BidCo, deren Anteile zusammen 5 % des Grundkapitals von Elbe BidCo erreichen, die Einberufung einer Hauptversammlung verlangen, in der über die Zustimmung zu der Verschmelzung beschlossen wird. Die Alleinaktionärin von Elbe BidCo, Elbe MidCo KG, erklärte gegenüber Elbe BidCo, von diesem Recht keinen Gebrauch zu machen.

(d) Einreichung des Verschmelzungsvertrags zum Handelsregister; Zugänglichmachen von Unterlagen; Bekanntmachung der Verschmelzung

Nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags am 3. Juni 2025 werden Elbe BidCo und Encavis den Verschmelzungsvertrag unverzüglich zum Handelsregister ihres jeweiligen Sitzes einreichen.

Weder bei Encavis noch bei Elbe BidCo besteht ein Betriebsrat. Daher besteht auch keine Verpflichtung zur Zuleitung des Entwurfs des Verschmelzungsvertrags gemäß § 62 Abs. 5 Satz 4, 5 Abs. 3 UmwG. Die Vorstände von Encavis und Elbe BidCo werden jeweils gegenüber dem Registergericht eine Versicherung abgeben, dass kein zuständiger Betriebsrat besteht.

Außerdem werden nach dem Abschluss des Verschmelzungsvertrags die unter Ziffer 6.2(i) dieses Berichts genannten Unterlagen in den Geschäftsräumen von Elbe BidCo (c/o TMF Deutschland AG, Wiesenhüttenstraße 11, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland) ausgelegt und auf der Internetseite von Encavis unter <https://www.encavis.com/investor-relations/hauptversammlung> zugänglich gemacht.

Nach dem Abschluss des Verschmelzungsvertrags werden der Vorstand von Elbe BidCo und vorsorglich der Vorstand von Encavis unverzüglich einen Hinweis auf die bevorstehende Verschmelzung im Bundesanzeiger bekanntmachen.

(e) Festlegung der angemessenen Barabfindung

Elbe BidCo hat als Hauptaktionärin die Höhe der angemessenen Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse von Encavis als übertragender Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der ordentlichen Hauptversammlung von Encavis festgelegt.

Die Festlegung erfolgte auf Grundlage einer Unternehmensbewertung von Encavis, welche A&M im Auftrag von Elbe BidCo durchgeführt hat. A&M hat Elbe BidCo das Ergebnis der Unternehmensbewertung in ihrer Gutachterlichen Stellungnahme vom 30. Mai 2025 vorgelegt.

Auf der Grundlage dieser Unternehmensbewertung hat Elbe BidCo die Barabfindung für die Minderheitsaktionäre auf

EUR 17,23 je Encavis-Aktie

festgelegt. Die Angemessenheit dieser Barabfindung wird unter Ziffer 8 dieses Übertragungsberichts sowie ausführlich in der diesem Übertragungsbericht als **Anlage 9** beigefügten Gutachterlichen Stellungnahme erläutert und begründet.

(f) Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

Das Landgericht Hamburg wählte auf Antrag von Elbe BidCo vom 28. Februar 2025 durch Beschluss vom 31. März 2025 (Aktenzeichen: 403 HKO 25/25) RSM Ebner Stolz als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung der Minderheitsaktionäre von Encavis aus und bestellte RSM Ebner Stolz entsprechend. RSM Ebner Stolz wird einen Prüfungsbericht über das Ergebnis der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4, 293e AktG erstatten. Dieser Prüfungsbericht wird den Aktionären von Encavis im Vorfeld und während der ordentlichen Hauptversammlung von Encavis zugänglich gemacht werden (siehe hierzu auch Ziffer 6.2(i) dieses Übertragungsberichts).

(g) Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts

Elbe BidCo stellte dem Vorstand von Encavis am 2. Juni 2025 – und damit vor der Einberufung der ordentlichen Hauptversammlung von Encavis – eine Gewährleistungserklärung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 7 und 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 3 AktG der UniCredit Bank GmbH, München, eines im Inland zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts, zur Verfügung. Die UniCredit Bank GmbH erklärt hierin die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung von Elbe BidCo, den Minderheitsaktionären die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Encavis-Aktien unverzüglich nach Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses zu zahlen. Die Gewährleistungserklärung ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 12** beigefügt.

Während beim aktienrechtlichen Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach §§ 327a ff. AktG der Übertragungsbeschluss gemäß § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG (bereits) mit seiner Eintragung in das Handelsregister wirksam wird, gilt für den verschmelzungsrechtlichen Ausschluss der Minderheitsaktionäre eine hiervon abweichende Regelung.

Nach § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG ist die Eintragung des Übertragungsbeschlusses mit dem Vermerk zu versehen, dass er erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister des Sitzes der übernehmenden Gesellschaft wirksam wird. Dies bedeutet, dass der Übertragungsbeschluss erst und nur dann wirksam wird, wenn nicht nur der Übertragungsbeschluss in das Handelsregister des Sitzes der übertragenden Gesellschaft eingetragen wird, sondern auch die Verschmelzung in das Handelsregister des Sitzes der übernehmenden Gesellschaft. Folglich gehen in dem Fall, dass zunächst der Übertragungsbeschluss in das Handelsregister des Sitzes der übertragenden Gesellschaft eingetragen wird, die Aktien der Minderheitsaktionäre der übertragenden Gesellschaft erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister des Sitzes der übernehmenden Gesellschaft auf die Hauptaktionärin über. Daher entsteht die Verpflichtung

der Hauptaktionärin zur Zahlung der angemessenen Barabfindung auch erst ab diesem Zeitpunkt (siehe dazu nachfolgend Ziffer 7.1 sowie Ziffer 7.2 dieses Übertragungsberichts).

Das bedeutet für die Gewährleistungserklärung nach § 62 Abs. 5 Sätze 7 und 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 3 AktG im Rahmen des Verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out: Das Kreditinstitut muss die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin übernehmen, den Minderheitsaktionären der übertragenden Gesellschaft die festgelegte Barabfindung für die übergebenen Aktien unverzüglich zu zahlen, nachdem nicht nur der Übertragungsbeschluss in das Handelsregister des Sitzes der übertragenden Gesellschaft, sondern auch die Verschmelzung in das Handelsregister des Sitzes der übernehmenden Gesellschaft eingetragen sind und damit der Übertragungsbeschluss wirksam geworden ist.

Die UniCredit Bank GmbH übernahm mit Erklärung vom 2. Juni 2025 im Wege eines selbstständigen Garantieversprechens die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung von Elbe BidCo, den Minderheitsaktionären von Encavis unverzüglich die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 17,23 je Encavis-Aktie zu zahlen, nachdem der Übertragungsbeschluss wirksam geworden ist, d. h. sowohl (1) der Übertragungsbeschluss im Handelsregister am Sitz von Encavis als auch (2) die Verschmelzung im Handelsregister am Sitz von Elbe BidCo eingetragen sind. Die UniCredit Bank GmbH ist ein in der Bundesrepublik Deutschland zum Geschäftsbetrieb befugtes Kreditinstitut.

Die Gewährleistungserklärung stellt einen echten Vertrag zugunsten Dritter im Sinne des § 328 des Bürgerlichen Gesetzbuchs ("**BGB**") dar, aus dem jedem Minderheitsaktionär ab dem Zeitpunkt des Wirksamwerdens des Übertragungsbeschlusses ein unmittelbarer und unaufhebbarer Anspruch auf Zahlung der festgesetzten Barabfindung gegen die UniCredit Bank GmbH zusteht. Im Verhältnis zu den Minderheitsaktionären sind Einreden und Einwendungen, die sich aus dem Verhältnis zwischen Elbe BidCo und der UniCredit Bank GmbH ergeben, ausgeschlossen.

Die Gewährleistungserklärung erstreckt sich dabei auch auf etwaige zusätzlich zur Barabfindung zu zahlenden Zinsen gemäß § 62 Abs. 5 Satz 7 und 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 2 AktG in Höhe von jährlich 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB. Im Übrigen ist die Gewährleistungserklärung jedoch in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorgaben auf die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung beschränkt. Dies bedeutet insbesondere, dass für den Fall, dass ein Gericht im Rahmen eines etwaigen Spruchverfahrens die Angemessenheit der Barabfindung nachträglich höher festlegen sollte, ein solcher Differenzbetrag (einschließlich einer Verzinsung hierauf) nicht von der Gewährleistungserklärung umfasst wäre.

(h) Übertragungsbericht der Hauptaktionärin

Elbe BidCo erstellte als Hauptaktionärin von Encavis gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG diesen Übertragungsbericht, in dem insbesondere die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt und die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung erläutert und begründet werden.

Dieser Übertragungsbericht wird den Aktionären von Encavis vor und während der Hauptversammlung von Encavis, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf Elbe BidCo beschließt, zugänglich sein, da er auf der Internetseite von Encavis veröffentlicht werden wird (§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 5 AktG) und dort auch während der Hauptversammlung zugänglich sein wird (§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327d Satz 1 AktG) (dazu nachfolgend Ziffer 6.2(i) dieses Übertragungsberichts).

(i) Zugänglichmachung von Unterlagen zur Vorbereitung der Hauptversammlung

Von der Einberufung der ordentlichen Hauptversammlung von Encavis an, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre von Encavis auf Elbe BidCo beschließen soll, sowie während der ordentlichen Hauptversammlung von Encavis am 16. Juli 2025 werden die

nachstehend aufgeführten Unterlagen auf der Internetseite von Encavis (<https://www.encavis.com/investor-relations/hauptversammlung>) zugänglich sein (§ 62 Abs. 5 Satz 3 und 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 3 und 5 AktG):

1. der Verschmelzungsvertrag zwischen Elbe BidCo als übernehmende Gesellschaft und Encavis als übertragende Gesellschaft;
 2. die Jahres- und Konzernjahresabschlüsse sowie Lageberichte und Konzernlageberichte von Encavis für die Geschäftsjahre 2022, 2023 und 2024;
 3. die Jahresabschlüsse der Elbe BidCo für die Geschäftsjahre 2022, 2023 und 2024;
 4. der nach § 8 UmwG vorsorglich erstattete gemeinsame Verschmelzungsbericht der Vorstände von Elbe BidCo und Encavis;
 5. der nach § 60 i.V.m. § 12 UmwG vorsorglich erstattete Prüfungsbericht des vom Landgericht Hamburg ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfers RSM Ebner Stolz für beide an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger über die Prüfung des Entwurfs des Verschmelzungsvertrags zwischen Elbe BidCo als übernehmender Gesellschaft und Encavis als übertragende Gesellschaft vom 2. Juni 2025;
 6. der vorliegende nach § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG von Elbe BidCo erstattete schriftliche Bericht über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf Elbe BidCo und zur Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung vom 2. Juni 2025; und
 7. der nach § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4, 293e AktG erstattete Prüfungsbericht des vom Landgericht Hamburg ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfers RSM Ebner Stolz über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung anlässlich der beabsichtigten Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre von Encavis auf die Elbe BidCo vom 2. Juni 2025.
 8. der Entwurf des Übertragungsbeschlusses; und
 9. die Gewährleistungserklärung der UniCredit Bank GmbH gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 3 AktG vom 2. Juni 2025.
- (j) Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung von Encavis innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags

Es ist vorgesehen, dass die ordentliche Hauptversammlung von Encavis am 16. Juli 2025 über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre von Encavis auf Elbe BidCo als Hauptaktionärin beschließt. Da der Verschmelzungsvertrag zwischen Elbe BidCo und Encavis voraussichtlich am 3. Juni 2025 abgeschlossen wird, wird die zeitliche Vorgabe des § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG, wonach der Übertragungsbeschluss innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags zu fassen ist, gewahrt.

Elbe BidCo übermittelte Encavis den folgenden Entwurf eines Übertragungsbeschlusses:

"Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der ENCAVIS AG (Minderheitsaktionäre) werden gemäß § 62 Abs. 5 des Umwandlungsgesetzes in Verbindung mit den §§ 327a ff. des Aktiengesetzes gegen Gewährung einer von der Elbe BidCo AG mit Sitz in München (Hauptaktionärin) zu gewährenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 17,23 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der ENCAVIS AG auf die Elbe BidCo AG als Hauptaktionärin übertragen."

Der Beschluss der ordentlichen Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre von Encavis auf Elbe BidCo als Hauptaktionärin gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG bedarf der einfachen Stimmenmehrheit (§ 18 Abs. 4 Satz 1 der Satzung von Encavis i.V.m. § 133 Abs. 1 AktG). Die Hauptaktionärin ist bei der Beschlussfassung stimmberechtigt. Ein Stimmrechtsausschluss besteht für diesen Beschluss nicht.

(k) Eintragung in das Handelsregister

(i) Übertragungsbeschluss

Nachdem die ordentliche Hauptversammlung von Encavis am 16. Juli 2025 die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf Elbe BidCo gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschlossen hat, wird der Vorstand von Encavis den Übertragungsbeschluss nach § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327e Abs. 1 Satz 1 AktG zur Eintragung in das Handelsregister am Sitz von Encavis anmelden. Der Anmeldung des Übertragungsbeschlusses sind gemäß § 62 Abs. 5 Sätze 6 und 8 UmwG i.V.m. § 327e Abs. 1 Satz 2 AktG der Verschmelzungsvertrag sowie die Niederschrift des Übertragungsbeschlusses nebst Anlagen jeweils in Ausfertigung oder öffentlich beglaubigter Abschrift beizufügen.

Bei der Anmeldung oder in einer gesonderten Erklärung hat der Vorstand von Encavis gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327e Abs. 2, 319 Abs. 5 Satz 1 AktG zu erklären, dass eine Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses nicht oder nicht fristgerecht erhoben oder eine solche Klage rechtskräftig abgewiesen oder zurückgenommen worden ist (sog. Negativklärung). Ohne diese Negativklärung darf der Übertragungsbeschluss gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327e Abs. 2, 319 Abs. 5 Satz 2 AktG grundsätzlich nicht eingetragen werden.

Der Negativklärung steht es gleich, wenn im Fall einer Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses das nach § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327e Abs. 2, § 319 Abs. 6 Satz 7 AktG zuständige Oberlandesgericht (hier: das Oberlandesgericht Hamburg) auf Antrag von Encavis durch Freigabebeschluss festgestellt hat, dass die Erhebung der Klage der Eintragung nicht entgegensteht (§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327e Abs. 2, 319 Abs. 6 Satz 1 AktG). Ein solcher Freigabebeschluss ergeht gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327e Abs. 2, 319 Abs. 6 Satz 3 AktG, wenn (i) die Klage unzulässig oder offensichtlich unbegründet ist, (ii) der Kläger nicht binnen einer Woche nach Zustellung des Antrags durch Urkunden nachweist, dass er seit Bekanntmachung der Einberufung zur Hauptversammlung einen anteiligen Betrag von mindestens EUR 1.000 an Encavis hält, oder (iii) das alsbaldige Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses vorrangig erscheint, weil die von der Gesellschaft dargelegten für diese und ihre Aktionäre bestehenden wesentlichen Nachteile nach freier Überzeugung des Gerichts die Nachteile der Anfechtungskläger überwiegen, es sei denn, es liegt eine besondere Schwere des Rechtsverstoßes vor. Der Freigabebeschluss ist gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327e Abs. 2, 319 Abs. 6 Satz 9 AktG unanfechtbar.

Nach § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG ist die Eintragung des Übertragungsbeschlusses mit dem Vermerk zu versehen, dass er erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister des Sitzes von Elbe BidCo als übernehmender Gesellschaft wirksam wird.

(ii) Verschmelzung

Die Vorstände von Encavis und Elbe BidCo müssen zudem die Verschmelzung zur Eintragung in das Handelsregister am jeweiligen Sitz ihrer Gesellschaften anmelden (§ 16 Abs. 1 Satz 1 UmwG). Mit der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister am Sitz von Elbe BidCo, die gemäß § 19 Abs. 1 Satz 1 UmwG erst nach der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister am Sitz von Encavis erfolgen darf, wird die Verschmelzung wirksam (§ 20 Abs. 1 UmwG).

Da die Wirksamkeit der Verschmelzung nach den Bestimmungen des Entwurfs des Verschmelzungsvertrags unter der aufschiebenden Bedingung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses

in das Handelsregister des Sitzes von Encavis steht, wird die Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister des jeweiligen Sitzes von Encavis und Elbe BidCo erst erfolgen, wenn der Übertragungsbeschluss in das Handelsregister am Sitz von Encavis als übertragender Gesellschaft eingetragen ist.

Gleichzeitig mit dem Wirksamwerden der Verschmelzung durch die Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister des Sitzes von Elbe BidCo wird auch der Übertragungsbeschluss wirksam.

7. FOLGEN DES VERSCHMELZUNGSRECHTLICHEN SQUEEZE-OUT FÜR DIE MINDERHEITSAKTIONÄRE

7.1 Übertragung der Aktien auf die Hauptaktionärin

Die Encavis-Aktien der Minderheitsaktionäre gehen gemäß § 62 Abs. 5 Satz 7 und 8 UmwG i.V.m. § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG mit Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses auf Elbe BidCo als Hauptaktionärin über. Der zunächst unter Vorbehalt eingetragene Übertragungsbeschluss wird erst mit der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister am Sitz von Elbe BidCo wirksam (§ 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG), die nach der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister am Sitz von Encavis erfolgt.

Mit Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses erfolgt die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre von Gesetzes wegen. Gesonderte Verfügungsgeschäfte sind zur Übertragung weder notwendig noch zulässig.

Mit dem Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses verlieren die Minderheitsaktionäre sämtliche Mitgliedschaftsrechte, die ihnen bisher als Aktionären von Encavis zustanden. Zu diesem Zeitpunkt, d.h. wenn der Übertragungsbeschluss infolge der Eintragung der Verschmelzung wirksam wird, erhalten sie einen Anspruch auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung (ggf. nebst Zinsen) gegen Elbe BidCo (siehe hierzu auch nachstehende Ziffer 7.2 dieses Übertragungsberichts).

Mit dem Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses und der Übertragung der Aktien erwirbt Elbe BidCo alle Mitgliedschaftsrechte aus den Aktien der Minderheitsaktionäre. Gleichzeitig geht mit der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister am Sitz von Elbe BidCo das Vermögen von Encavis als Ganzes im Wege der Gesamtrechtsnachfolge auf Elbe BidCo als übernehmenden Rechtsträger über (§ 20 Abs. 1 Nr. 1 UmwG), und Encavis wird ohne Abwicklung aufgelöst und erlischt als Rechtsträger (§§ 2 Nr. 1, 20 Abs. 1 Nr. 2 UmwG). Infolgedessen erlöschen mit Wirksamwerden der Verschmelzung auch die mitgliedschaftlichen Rechte aus den Encavis-Aktien.

Dementsprechend werden die bei der Clearstream Banking AG, Frankfurt am Main ("**Clearstream**"), hinterlegten Globalurkunden über die Encavis-Aktien, soweit sie im Eigentum oder Miteigentum der Minderheitsaktionäre stehen, nach Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses und der Verschmelzung keine Mitgliedschaftsrechte der Minderheitsaktionäre an Encavis mehr verbriefen, sondern ausschließlich den Anspruch der Minderheitsaktionäre auf die durch Elbe BidCo zu gewährende angemessene Barabfindung. Ein nach dem Wirksamwerden der Verschmelzung und damit verbundenen Erlöschen der Mitgliedschaftsrechte ggf. noch stattfindender Börsenhandel mit Encavis-Aktien der Minderheitsaktionäre im Freiverkehr einer Börse stellt nur einen Handel mit Barabfindungsansprüchen der Minderheitsaktionäre dar.

7.2 Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung, Verzinsung

Nach Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses, d.h. nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses und der Verschmelzung im Handelsregister am Sitz von Encavis und Eintragung der Verschmelzung am Sitz von Elbe BidCo, haben die Minderheitsaktionäre einen Anspruch gegen Elbe BidCo auf Zahlung der von Elbe BidCo festgelegten Barabfindung in Höhe von EUR 17,23 je Encavis-Aktie und Elbe BidCo ist zur entsprechenden Zahlung verpflichtet. Dieser Anspruch der Minderheitsaktionäre ist mit Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses fällig, d.h. wenn und sobald sowohl der Übertragungsbeschluss in

das Handelsregister des Sitzes von Encavis als auch die Verschmelzung in das Handelsregister des Sitzes von Elbe BidCo eingetragen sind.

Die Eintragung des Übertragungsbeschlusses ebenso wie die Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister der übertragenden Gesellschaft gelten gemäß § 10 Abs. 4 HGB mit Ablauf des Tages der jeweiligen Eintragung als bekannt gemacht. Das gilt entsprechend für die Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister von Elbe BidCo, deren zuständiges Registergericht das Amtsgericht München ist.

Ab dem Zeitpunkt der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister am Sitz von Encavis, nicht jedoch vor dem Zeitpunkt der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister am Sitz von Elbe BidCo, ist die Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 7 und 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 2 AktG jährlich mit einem Zinssatz in Höhe von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Basiszinssatz gemäß § 247 BGB zu verzinsen. Die Geltendmachung eines weiteren Schadens ist nicht ausgeschlossen.

7.3 Banktechnische Abwicklung und Zahlung der Barabfindung an die Minderheitsaktionäre

Elbe BidCo hat die UniCredit Bank GmbH als zentrale Abwicklungsstelle mit der Abwicklung der Zahlung der Barabfindung (ggf. nebst Zinsen) beauftragt. Die Auszahlung der Barabfindung an die Minderheitsaktionäre von Encavis, deren Aktien bisher in girosammelverwahrten Globalurkunden verbrieft waren, erfolgt unverzüglich nach Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses Zug um Zug gegen Übertragung des dem jeweiligen Minderheitsaktionär zustehenden Miteigentumsanteils an den bei Clearstream verwahrten Globalurkunden, mithin gegen Ausbuchung der Aktien durch Clearstream. Mit der Gutschrift der jeweiligen geschuldeten Barabfindung (ggf. einschließlich Zinsen) auf dem Konto des depotführenden Instituts der Minderheitsaktionäre bei Clearstream hat Elbe BidCo ihre Verpflichtung zur Zahlung der Barabfindung gegenüber dem jeweiligen Minderheitsaktionär erfüllt. Es obliegt dem jeweiligen depotführenden Institut, die jeweils geschuldete Barabfindung dem Konto des jeweiligen Minderheitsaktionärs gutzuschreiben. Die Minderheitsaktionäre werden hierüber von ihrem depotführenden Institut gesondert informiert.

Die Entgegennahme der Barabfindung sowie die Gutschrift auf dem Konto des jeweiligen Minderheitsaktionärs werden von dem jeweiligen depotführenden Institut veranlasst; von den Minderheitsaktionären ist insoweit nichts zu veranlassen. Die Ausbuchung der Aktien gegen Barabfindung soll für die Minderheitsaktionäre kosten- und spesenfrei sein. Provisionen und Spesen, die von einem depotführenden Institut oder depotführenden Wertpapierdienstleistungsunternehmen außerhalb Deutschlands berechnet werden, sind jedoch von dem jeweiligen Minderheitsaktionär selbst zu tragen.

Nähere Einzelheiten der Abwicklung und Auszahlung werden den Aktionären unmittelbar nach Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses durch gesonderte öffentliche Bekanntmachung, die im Bundesanzeiger unter www.bundesanzeiger.de erscheint, mitgeteilt.

7.4 Wegfall der Börsennotierung

Mit dem Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses werden kraft Gesetzes alle Encavis-Aktien der Minderheitsaktionäre auf Elbe BidCo übergehen. Gleichzeitig wird Encavis als eigenständiger Rechtsträger mit dem Wirksamwerden der Verschmelzung erlöschen und die mitgliedschaftlichen Rechte aus den Encavis-Aktien werden mit dem Wirksamwerden der Verschmelzung untergehen.

Sofern Encavis-Aktien zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Verschmelzung noch im Freiverkehr einer Börse gehandelt werden sollten, wird dieser Handel voraussichtlich unmittelbar bzw. kurze Zeit nach dem Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses und der Verschmelzung eingestellt werden.

7.5 Steuerliche Folgen für die Minderheitsaktionäre von Encavis in Deutschland

Nachfolgend werden einige wesentliche steuerrechtliche Folgen, die der Verschmelzungsrechtliche Squeeze-out für in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtige Minderheitsaktionäre haben kann,

überblicksartig beschrieben. Dargestellt werden unter dieser Ziffer 7.5 nur einzelne wesentliche Aspekte der Behandlung von Veräußerungsgewinnen und -verlusten für Zwecke der Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer (jeweils einschließlich Solidaritätszuschlag), Gewerbesteuer und Kapitalertragsteuer. Nicht erläutert werden etwa besondere steuerliche Regelungen, die für Kreditinstitute, Wertpapierinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute, Finanzunternehmen sowie Lebens- und Krankenversicherungsunternehmen und Pensionsfonds gelten. Darüber hinaus gehen die folgenden Ausführungen auch nicht auf die steuerlichen Auswirkungen für Personen ein, die Encavis-Aktien über Investmentfonds im Sinne des Investmentsteuergesetzes halten. Ebenso wenig Teil der Darstellung sind die Folgen für steuerlich im Ausland ansässige und mit ihren Einkünften möglicherweise in Deutschland beschränkt steuerpflichtige Minderheitsaktionäre. Diese Folgen hängen unter anderem von besonderen Vorschriften des deutschen Steuerrechts, dem Steuerrecht des Staates, in dem der jeweilige Minderheitsaktionär steuerlich ansässig ist, sowie von den Regeln eines etwa bestehenden Abkommens zur Vermeidung von Doppelbesteuerung ab.

Es handelt sich bei dieser Ziffer 7.5 nicht um eine umfassende und abschließende Darstellung aller steuerlichen Aspekte, die für die Minderheitsaktionäre im Zusammenhang mit dem Verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out relevant sein könnten. Es wird auch keine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Inhalte der Darstellung übernommen. Die nachfolgende Darstellung ersetzt ebenso wenig eine individuelle steuerliche Beratung des einzelnen Minderheitsaktionärs. Minderheitsaktionäre sollten daher ihren Steuerberater zu den individuellen steuerlichen Auswirkungen des Verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out konsultieren. Nur dieser ist in der Lage, die besonderen steuerlichen Verhältnisse des einzelnen Minderheitsaktionärs angemessen zu bewerten.

Die folgende Darstellung bezieht sich auf nach dem 31. Dezember 2008 erworbene Encavis-Aktien und beruht auf dem zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts geltenden deutschen Steuerrecht und dessen Auslegung durch Gerichte und Verwaltungsanweisungen. Steuerrechtliche Vorschriften können sich jederzeit – ggf. auch rückwirkend – ändern. Es kann ferner nicht ausgeschlossen werden, dass die Finanzverwaltung oder Gerichte eine andere Beurteilung für zutreffend erachten als die, die unter dieser Ziffer 7.5 beschrieben ist.

(a) Behandlung als Anteilsveräußerung

Die steuerrechtlichen Folgen eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out (§ 62 Abs. 1 und 5 UmwG i.V.m §§ 327a ff. AktG) für die Minderheitsaktionäre sind bislang nicht abschließend geklärt. Aus der steuerrechtlichen Behandlung anderer Formen des Ausschlusses von Minderheitsaktionären können jedoch Rückschlüsse auf die Behandlung des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out bei den Minderheitsaktionären gezogen werden.

Wird oder ist beispielsweise ein Minderheitsaktionär bei einer Unternehmensübernahme rechtlich oder wirtschaftlich gezwungen, seine Anteile an den Übernehmenden zu übertragen, liegt nach Auffassung der Finanzverwaltung eine Veräußerung der Anteile an den Übernehmenden vor. Das Gleiche gilt nach Auffassung der Finanzverwaltung auch bei einem aktienrechtlichen Squeeze-out i.S.d. §§ 327a ff. AktG. Die Minderheitsaktionäre scheiden infolge des Squeeze-out gegen Barabfindung aus Encavis aus. Entsprechend den Grundsätzen, die für Aktionäre gelten, die im Rahmen einer Verschmelzung gegen Barabfindung im Sinne des § 29 UmwG oder eines Squeeze-out gegen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG ausscheiden, sollten die Minderheitsaktionäre daher so zu behandeln sein, als hätten sie ihre Encavis-Aktien gegen die Barabfindung veräußert. Sie sollten damit den allgemeinen Regeln über die Besteuerung der Veräußerung von Aktien unterliegen.

Die nachfolgenden Ausführungen beruhen auf der Einschätzung der Rechtslage durch Elbe BidCo. Den Minderheitsaktionären wird empfohlen, über die individuellen Steuerfolgen des Vorgangs fachkundigen Rat einzuholen.

(b) Ermittlung des Veräußerungsgewinns oder -verlusts und steuerliche Behandlung

Für die Minderheitsaktionäre stellt die Übertragung der Aktien auf Elbe BidCo gegen Erwerb eines Anspruchs auf Barabfindung eine Veräußerung ihrer Aktien dar.

Die Minderheitsaktionäre erzielen einen Veräußerungsgewinn, soweit die Barabfindung abzüglich etwaiger damit im Zusammenhang stehender Veräußerungskosten die steuerlichen Anschaffungskosten oder den steuerlichen Buchwert der Aktien übersteigt. Liegt die Barabfindung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten unter den Anschaffungskosten oder dem Buchwert der Aktien, entsteht ein Veräußerungsverlust.

Die steuerliche Behandlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts hängt davon ab, ob die Aktien vor der Veräußerung dem Privat- oder dem Betriebsvermögen des betreffenden Minderheitsaktionärs zuzuordnen sind.

(i) Aktien im Privatvermögen

Ist der Minderheitsaktionär eine natürliche Person, die in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtig ist, also in Deutschland einen Wohnsitz oder ihren gewöhnlichen Aufenthalt hat, und sind die Aktien dem Privatvermögen zuzuordnen, unterliegt der Gewinn aus der Veräußerung von Aktien der Einkommensteuer.

Der Gewinn wird in Abhängigkeit davon, ob die Beteiligung des Minderheitsaktionärs zu irgendeinem Zeitpunkt innerhalb der letzten fünf Jahre vor der Veräußerung unmittelbar oder mittelbar mindestens 1 % am Grundkapital von Encavis betragen hat ("**Wesentliche Beteiligung**"), unterschiedlich besteuert. Eine Wesentliche Beteiligung liegt auch dann vor, wenn der Minderheitsaktionär die Aktien innerhalb der Fünfjahresfrist unentgeltlich erworben hat und sein unmittelbarer Rechtsvorgänger oder, bei mehrfacher unentgeltlicher Übertragung, einer der Rechtsvorgänger zu irgendeinem Zeitpunkt innerhalb der letzten fünf Jahre vor der Veräußerung eine Wesentliche Beteiligung innehatte.

Keine Wesentliche Beteiligung

Bei Minderheitsaktionären, deren Beteiligung keine Wesentliche Beteiligung darstellt, unterliegt der Gewinn einem einheitlichen Steuersatz von 25 % (zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % darauf, d.h. eine Gesamtsteuerbelastung von 26,375 %, und ggf. Kirchensteuer) (sog. Abgeltungsteuer).

Der Minderheitsaktionär kann vom Veräußerungsgewinn und etwaigen sonstigen Kapitaleinkünften insgesamt einen Sparer-Pauschbetrag in Höhe von derzeit EUR 1.000 (bzw. EUR 2.000 bei zusammen veranlagten natürlichen Personen) in Abzug bringen; ein Abzug tatsächlich angefallener Werbungskosten ist ausgeschlossen.

Die Abgeltungsteuer auf den Veräußerungsgewinn wird grundsätzlich im Wege des Kapitalertragsteuerabzugs durch die auszahlende Stelle (inländisches Kreditinstitut, inländisches Finanzdienstleistungsinstitut, inländisches Wertpapierinstitut, einschließlich inländischer Zweigstellen ausländischer Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute) erhoben, die die Aktien verwahrt oder verwaltet oder deren Veräußerung durchführt und die Kapitalerträge auszahlt oder gutschreibt ("**Inländische Zahlstelle**"). Werden die Aktien seit ihrem Erwerb von der Inländischen Zahlstelle verwahrt oder verwaltet, bemisst sich der Kapitalertragsteuereinbehalt nach dem Unterschiedsbetrag zwischen den Einnahmen aus der Veräußerung nach Abzug der Aufwendungen, die im unmittelbaren sachlichen Zusammenhang mit der Veräußerung stehen, und den Anschaffungskosten für die Aktien. Hat sich die Inländische Zahlstelle seit dem Erwerb der Aktien geändert und sind die Anschaffungskosten nicht nachgewiesen bzw. ist nach den gesetzlichen Regelungen ein solcher Nachweis nicht zulässig, ist die Kapitalertragsteuer auf 30 % des Bruttoverkaufserlöses zu erheben. In diesem Fall ist der Aktionär berechtigt und, falls der tatsächliche Gewinn 30 % des Bruttoerlöses übersteigt, verpflichtet, die Anschaffungskosten der Aktien in seiner jährlichen Steuererklärung nachzuweisen.

Zusätzlich ist von der Inländischen Zahlstelle automatisch Kirchensteuer einzubehalten, es sei denn, der Minderheitsaktionär hat nach amtlich vorgeschriebenem Vordruck schriftlich beim

Bundeszentralamt für Steuern beantragt, dass der automatisierte Abruf von Daten zu seiner steuererhebenden Religionsgemeinschaft unterbleibt (sog. Sperrvermerk).

Der Steuerabzug durch die Inländische Zahlstelle hat abgeltende Wirkung, d. h. mit dem Steuerabzug ist die Einkommensteuerschuld des Minderheitsaktionärs im Hinblick auf den Veräußerungsgewinn abgegolten; der Minderheitsaktionär muss den Gewinn grundsätzlich nicht in der Einkommensteuererklärung angeben. Unterbleibt der Steuerabzug jedoch (zum Beispiel in Ermangelung einer Inländischen Zahlstelle), hat der Aktionär den Veräußerungsgewinn in seiner Einkommensteuererklärung anzugeben. Auch die Einrichtung eines Sperrvermerks, wie oben beschrieben, verpflichtet den Kirchensteuerpflichtigen zur Abgabe einer Steuererklärung zum Zwecke der Veranlagung wegen Kirchensteuer. Anstelle der Abgeltungsteuer kann der Minderheitsaktionär in seiner jährlichen Steuererklärung beantragen, dass seine Kapitaleinkünfte (einschließlich des Veräußerungsgewinns) der allgemeinen progressiven Einkommensteuer unterworfen werden, wenn dies für ihn zu einer niedrigeren Belastung führt (sog. Günstigerprüfung).

Veräußerungsverluste aus Aktien dürfen ausschließlich mit Veräußerungsgewinnen aus Aktien, nicht aber mit anderen Einkünften aus Kapitalvermögen, etwa bezogenen Dividenden, und auch nicht mit Einkünften anderer Einkunftsarten verrechnet werden (sog. Verlustverrechnungsbeschränkung). Nicht ausgeglichene Veräußerungsverluste aus Aktien können allein in künftige Veranlagungszeiträume vorgetragen, nicht aber zurückgetragen werden; diese Beträge werden gesondert festgestellt. Beim Bundesverfassungsgericht ist ein Verfahren anhängig, das sich mit der Frage beschäftigt, ob eine solche Beschränkung des Verlustausgleichs verfassungswidrig ist.

Wesentliche Beteiligung

Der Gewinn aus der Veräußerung einer Wesentlichen Beteiligung unterliegt nicht der Abgeltungsteuer. Der Gewinn ist nur in Höhe von 60 % einkommensteuerpflichtig und unterliegt dem persönlichen progressiven Einkommensteuertarif des betreffenden Minderheitsaktionärs (zuzüglich Solidaritätszuschlag, der nur erhoben wird, wenn die zu veranlagende Einkommenssteuer (im Falle einer Veranlagung im Veranlagungszeitraum 2025 EUR 19.950 bzw. EUR 39.900 bei gemeinsam veranlagten natürlichen Personen übersteigt, sowie ggf. Kirchensteuer, bzw. im Fall einer Veranlagung im Veranlagungszeitraum 2026 EUR 20.350 bzw. EUR 40.700 bei gemeinsam veranlagten natürlichen Personen übersteigt, sowie ggf. Kirchensteuer). Verluste sowie Aufwendungen, die in wirtschaftlichem Zusammenhang mit der Veräußerung stehen, sind grundsätzlich zu 60 % abziehbar (sog. Teileinkünfteverfahren). Soweit eine Inländische Zahlstelle im Hinblick auf den Veräußerungsgewinn einen Steuerabzug (Kapitalertragsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer) vornimmt, hat dieser keine abgeltende Wirkung. Der Minderheitsaktionär muss den Veräußerungsgewinn in seiner Einkommensteuererklärung angeben. Die abgezogene Steuer wird bei der Steuerveranlagung des Minderheitsaktionärs auf dessen Steuerschuld angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhangs erstattet. Der Sparer-Pauschbetrag wird nicht gewährt.

(ii) Aktien im Betriebsvermögen

Bei Aktien im Betriebsvermögen richtet sich die steuerliche Behandlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts danach, ob der Minderheitsaktionär eine Körperschaft, ein Einzelunternehmer oder eine gewerblich tätige oder gewerblich geprägte Personengesellschaft (sog. Mitunternehmerschaft) ist. Diese Unterscheidung hat auch Bedeutung für die Frage, ob der Veräußerungsgewinn dem Kapitalertragsteuerabzug unterliegt (siehe unten).

Minderheitsaktionär ist eine Körperschaft

Der Gewinn aus der Veräußerung der Aktien ist im Ergebnis grundsätzlich zu 95 % von der Körperschaftsteuer und dem Solidaritätszuschlag sowie der Gewerbesteuer befreit. 5 % des Gewinns gelten pauschal als nicht abzugsfähige Betriebsausgaben und unterliegen daher bei einer nicht steuerbefreiten Körperschaft der Körperschaftsteuer zu einem Steuersatz in Höhe von 15 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag (Gesamtbelastung 15,825 %) und, wenn die Aktien einer in

Deutschland gelegenen Betriebsstätte zuzurechnen sind, der Gewerbesteuer. Eine Mindestbeteiligungsgrenze oder eine Mindesthaltezeit ist nicht zu beachten. Veräußerungsverluste und andere Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den veräußerten Aktien stehen, dürfen steuerlich nicht abgezogen werden.

Minderheitsaktionär ist natürliche Person (Einzelunternehmer)

Sind die Aktien Betriebsvermögen einer natürlichen Person (Einzelunternehmer), unterliegt der Gewinn der Einkommensteuer. Es gilt das oben beschriebene Teileinkünfteverfahren. Der Veräußerungsgewinn ist zu 60 % einkommensteuerpflichtig und unterliegt dem persönlichen progressiven Einkommensteuertarif des Aktionärs (zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer hierauf). Veräußerungsverluste und Aufwendungen, die mit dem Gewinn in wirtschaftlichem Zusammenhang stehen, können zu 60 % berücksichtigt werden. Gehören die Aktien zum Vermögen einer in Deutschland gelegenen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs des Minderheitsaktionärs, unterliegt der Veräußerungsgewinn auch der Gewerbesteuer, allerdings auch hier nur zu 60 %. Die Gewerbesteuer wird nach einem pauschalierten Verfahren vollständig oder teilweise auf die Einkommensteuer des Minderheitsaktionärs angerechnet.

Minderheitsaktionär ist eine Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft)

Ist der Minderheitsaktionär eine gewerblich tätige oder gewerblich geprägte Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft), die nicht die Behandlung als Kapitalgesellschaft für die Zwecke der Körperschaftsteuer beantragt, wird die Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer nicht auf Ebene der Personengesellschaft, sondern auf Ebene ihrer Gesellschafter erhoben. Die Besteuerung richtet sich danach, ob der jeweilige Gesellschafter eine Körperschaft oder natürliche Person ist. Ist der Gesellschafter eine Körperschaft, so wird der Veräußerungsgewinn nach den auf Körperschaften anwendbaren Grundsätzen besteuert (siehe oben). Ist der Gesellschafter eine natürliche Person, finden die für natürliche Personen (Einzelunternehmer) geltenden Grundsätze Anwendung (siehe oben).

Bei Zurechnung der Aktien zu einer inländischen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs der Personengesellschaft unterliegt der Veräußerungsgewinn außerdem der Gewerbesteuer auf Ebene der Personengesellschaft. Soweit er im Gewinnanteil einer natürlichen Person als Gesellschafter der Personengesellschaft enthalten ist, ist er zu 60 %, soweit er im Gewinnanteil einer Körperschaft enthalten ist, ist er in der Regel nur zu 5 % gewerbesteuerpflichtig. Veräußerungsverluste und andere Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den veräußerten Aktien stehen, bleiben für Zwecke der Gewerbesteuer unberücksichtigt, soweit sie auf den Gewinnanteil einer Körperschaft entfallen, während sie zu 60 % abziehbar sind, soweit sie auf den Gewinnanteil einer natürlichen Person entfallen. Soweit natürliche Personen an der Personengesellschaft beteiligt sind, wird die auf der Ebene der Personengesellschaft anfallende Gewerbesteuer grundsätzlich im Wege eines pauschalierten Anrechnungsverfahrens vollständig oder teilweise auf ihre persönliche Einkommensteuer angerechnet.

Kapitalertragsteuer

Bei Veräußerungsgewinnen aus Aktien, die von unbeschränkt steuerpflichtigen Körperschaften gehalten werden, erfolgt grundsätzlich kein abgeltender Kapitalertragsteuerabzug. Dasselbe gilt bei natürlichen Personen oder Personengesellschaften, wenn der Veräußerungsgewinn zu den Betriebseinnahmen eines inländischen Betriebs gehört und der Minderheitsaktionär dies gegenüber der Inländischen Zahlstelle nach amtlich vorgeschriebenem Vordruck erklärt und bestimmte weitere Voraussetzungen erfüllt werden.

Anderenfalls hat eine Inländische Zahlstelle Kapitalertragsteuer in Höhe von 25 % (zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % hierauf sowie ggf. Kirchensteuer hierauf) einzubehalten. Die einbehaltene Kapitalertragsteuer und der einbehaltene Solidaritätszuschlag haben bei Aktien im Betriebsvermögen keine abgeltende Wirkung; sie werden grundsätzlich auf die Steuerschuld

(einschließlich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer) angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhangs erstattet.

8. ERLÄUTERUNG UND BEGRÜNDUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

8.1 Vorbemerkung

Mit Wirksamwerden des Verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out werden die Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung ausgeschlossen. Die Höhe der Barabfindung wird von Elbe BidCo gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG festgelegt. Die Barabfindung muss die Verhältnisse von Encavis als übertragende Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Über die Übertragung der Encavis-Aktien der Minderheitsaktionäre von Encavis auf Elbe BidCo soll die ordentliche Hauptversammlung von Encavis am 16. Juli 2025 beschließen.

Elbe BidCo beauftragte zu ihrer Unterstützung bei der Festlegung der den Minderheitsaktionären zu gewährenden angemessenen Barabfindung A&M als neutralen Gutachter, eine Gutachterliche Stellungnahme zum Unternehmenswert von Encavis sowie der Höhe der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG zum Bewertungsstichtag, dem 16. Juli 2025, zu erstellen. A&M führte ihre Arbeiten im Zeitraum vom 3. Februar 2025 bis 30. Mai 2025 durch und legte Elbe BidCo ihre Gutachterliche Stellungnahme am 30. Mai 2025 vor.

Der Vorstand von Elbe BidCo legte die den Minderheitsaktionären zu gewährende angemessene Barabfindung nach eigener Prüfung auf der Grundlage dieser Gutachterlichen Stellungnahme fest. Die wesentlichen Erwägungen zur Bemessung der Barabfindung werden nachfolgend zusammengefasst. Zur näheren Erläuterung und Begründung der im Sinne von § 327a Abs. 1 AktG angemessenen Barabfindung wird auf die Gutachterliche Stellungnahme verwiesen. Elbe BidCo macht sich die Ausführungen zur Unternehmensbewertung von Encavis sowie der Ermittlung der angemessenen Barabfindung in der Gutachterlichen Stellungnahme inhaltlich in vollem Umfang zu eigen. Die diesem Übertragungsbericht in vollständiger Fassung als **Anlage 9** beigefügte Gutachterliche Stellungnahme bildet einen integralen Bestandteil dieses Übertragungsberichts.

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

Elbe BidCo legte die den Minderheitsaktionären zu zahlende, angemessene Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG auf

EUR 17,23 je Stückaktie von Encavis

fest. Für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung wurde der relevante Börsenkurs von Encavis herangezogen und zusätzlich eine Ertragswertermittlung nach dem in der Rechtsprechung und in der Betriebswirtschaftslehre anerkannten Ertragswertverfahren auf Grundlage der "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S1 i.d.F. vom 2. April 2008) sowie eine Plausibilisierung anhand kapitalmarktgestützter Multiplikatoren durchgeführt.

Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts und des Bundesgerichtshofs sind die von Elbe BidCo in der Vergangenheit für den Erwerb von Encavis-Aktien gezahlten Preise ungeeignet, um die Höhe der Barabfindung zugunsten der Minderheitsaktionäre zu bestimmen, unabhängig davon, ob die Vorerwerbspreise im Zusammenhang mit einem öffentlichen Übernahmeangebot stehen oder nicht (vgl. Bundesverfassungsgericht, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94; Bundesgerichtshof, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09). Aus diesem Grund sind Vorerwerbspreise auch vorliegend nicht relevant.

Nach Auffassung von Elbe BidCo ist die von ihr ermittelte Barabfindung aus den folgenden Gründen angemessen:

(a) Börsenkurs und Referenzzeitraum

Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts darf ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des wahren Unternehmenswertes nicht unberücksichtigt bleiben und bildet bei der Ermittlung von Abfindungen im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen grundsätzlich die Wertuntergrenze (vgl. Bundesverfassungsgericht, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94).

Nach der jüngsten Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs kann der Börsenkurs einer börsennotierten Gesellschaft darüber hinausgehend eine geeignete Grundlage für die Ermittlung der beim Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags an die außenstehenden Aktionäre zu gewährenden Abfindung darstellen, wenn er das Ergebnis einer informationseffizienten Bewertung durch einen funktionierenden Kapitalmarkt ist und die jeweilige Aktie uneingeschränkt verkehrsfähig ist. Um festzustellen, ob diese Voraussetzungen erfüllt sind, untersucht die Rechtsprechung die Liquidität der Aktie, vor allem im Hinblick auf Handelsvolumina und -umsätze, Bid-Ask-Spreads und Streubesitz sowie die Informationsverfügbarkeit und Informationsverarbeitung (vgl. Bundesgerichtshof, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21 – "WCM"; Bundesgerichtshof, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22 – "Kabel Deutschland").

Das Oberlandesgericht Frankfurt am Main hat zudem entschieden, dass der Börsenkurs auch für die Ermittlung der im Zusammenhang mit dem Squeeze-out der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG zu gewährenden angemessenen Barabfindung maßgeblich sein kann. Zur Plausibilisierung des Börsenkurses hat es ergänzend den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten objektivierten und niedrigeren Unternehmenswert berücksichtigt und den Börsenkurs, der im Wesentlichen das vorausgehende Übernahmeangebot reflektierte, als Wertobergrenze eingestuft (vgl. OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 9. Februar 2024 – 21 W 129/22 – "ISRA Vision").

(i) Aussagekraft des Börsenkurses

A&M hat als von Elbe BidCo beauftragter Bewertungsgutachter festgestellt, dass der Börsenkurs von Encavis eine uneingeschränkt optimale Liquidität aufweist und damit uneingeschränkt verkehrsfähig ist. Jedoch war die Informationsverarbeitung vor dem Hintergrund der Ankündigung des Übernahmeangebots eingeschränkt. So hat sich die Entwicklung des Börsenkurses seit der Übernahme fast ausschließlich am Übernahmeangebot orientiert und reflektiert damit die Entwicklung sinkender Marktbewertungen der Vergleichsunternehmen nicht mehr ausreichend. Insofern ist nach den Untersuchungen von A&M der Börsenkurs im relevanten Referenzzeitraum (wie unten in Ziffer 8.2(a)(iii) beschrieben) sowohl nach ökonomischen als auch nach juristischen, aus der Rechtsprechung abgeleiteten Kriterien hinreichend aussagekräftig und beträgt:

EUR 17,23 je Stückaktie von Encavis

Ergänzend zu den vorgenannten ökonomischen sowie juristischen, aus der Rechtsprechung abgeleiteten Kriterien konnten auch keine Hinweise auf Marktmissbrauch oder Verstöße gegen Offenlegungspflichten festgestellt werden. Daher stellt der Börsenkurs eine geeignete Grundlage für die Ermittlung der Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG dar.

(ii) Durchschnittskurs

Elbe BidCo geht – in Übereinstimmung mit der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs – davon aus, dass nicht der Börsenkurs zu einem bestimmten Stichtag, sondern der über einen Zeitraum von drei Monaten gebildete volumengewichtete durchschnittliche Börsenkurs maßgeblich ist (vgl. Bundesgerichtshof, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21 – "WCM"; Bundesgerichtshof, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22 – "Kabel Deutschland"; Bundesgerichtshof, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – "Stollwerck").

(iii) Maßgeblicher Referenzzeitraum

Der Bundesgerichtshof hat entschieden, dass der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu liegende Börsenwert der Aktie grundsätzlich auf Grundlage eines volumengewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln ist (vgl. Bundesgerichtshof, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22 – "Kabel Deutschland"; Bundesgerichtshof, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – "Stollwerck"). Mit Schreiben vom 31. Januar 2025 hat Elbe BidCo gegenüber Encavis die Absicht einer Konzernverschmelzung erklärt und ein Verlangen nach Ausschluss der Minderheitsaktionäre im Zusammenhang mit der Verschmelzung übermittelt. Encavis hat dies mit einer entsprechenden Ad-hoc-Mitteilung vom 31. Januar 2025 über das elektronische Informationsverbreitungssystem EQS öffentlich bekannt gemacht. Die Bekanntmachung wurde am 31. Januar 2025 vor Börsenschluss veröffentlicht. Maßgeblicher Referenzzeitraum ist danach der Zeitraum vom 31. Oktober 2024 bis einschließlich 30. Januar 2025.

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("**BaFin**") hat Elbe BidCo mit Schreiben vom 21. Februar 2025 den auf der Grundlage von § 5 Abs. 3 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 (*WpÜG-AngebotsVO*) ermittelten durchschnittlichen Börsenkurs für den Dreimonatszeitraum vor dem 31. Januar 2025 (also bis einschließlich 30. Januar 2025) mit EUR 17,23 je Encavis-Aktie mitgeteilt.

Der Bundesgerichtshof hat festgestellt, dass die Minderheitsaktionäre vor Fällen geschützt werden müssen, in denen der zum Zeitpunkt der Bekanntgabe ermittelte Börsenwert zugunsten des jeweiligen Hauptaktionärs festgehalten, die angekündigte Maßnahme dann aber nicht oder nur verzögert umgesetzt wird. In diesen Fällen könnten die Minderheitsaktionäre von einer positiven Börsenkursentwicklung ausgeschlossen werden. Um dies zu verhindern, soll der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen (weiteren) Börsenkursentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochgerechnet werden, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein "längerer Zeitraum" (im vom Bundesgerichtshof konkret entschiedenen Fall ein Zeitraum von siebeneinhalb Monaten) verstreicht und eine Anpassung aufgrund der Entwicklung der Börsenkurse erforderlich erscheint (vgl. Bundesgerichtshof, Beschluss vom 19. Juli 2010, II ZB 18/09 – "Stollwerck"). Vorliegend werden zwischen der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme am 31. Januar 2025 und der ordentlichen Hauptversammlung von Encavis am 16. Juli 2025, die über die Übertragung der Encavis-Aktien der Minderheitsaktionäre auf Elbe BidCo beschließt, weniger als sechs Monate liegen. Ein Zeitraum von sechs bis sieben Monaten wird als üblich angesehen und stellt keinen "längeren Zeitraum" dar. Ein Ausnahmefall, der möglicherweise eine Hochrechnung rechtfertigen könnte, liegt hier daher nicht vor. Eine Hochrechnung des Börsenkurses war nicht vorzunehmen.

(b) Unternehmensbewertung von Encavis nach dem Ertragswertverfahren

Darüber hinaus ermittelte A&M den objektivierte Unternehmenswert von Encavis nach dem in der Rechtsprechung und in der Betriebswirtschaftslehre anerkannten Ertragswertverfahren auf Grundlage der "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S1 i.d.F. vom 2. April 2008). Die Bewertung erfolgte auf den Bewertungsstichtag 16. Juli 2025, den voraussichtlichen Tag der ordentlichen Hauptversammlung von Encavis, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre von Encavis auf Elbe BidCo als Hauptaktionärin beschließen soll. Die Bewertung basierte im Wesentlichen auf historischen Daten und Plandaten von Encavis sowie Informationen über die Gesellschaft.

In ihrer Gutachterlichen Stellungnahme kommt A&M zu dem Ergebnis, dass der nach IDW S1 in der Fassung vom 2. April 2008 ermittelte objektivierte Unternehmenswert von Encavis zum 16. Juli 2025 rund

EUR 2.221 Millionen

beträgt. Umgelegt auf 161.722.524 Encavis-Aktien ergibt dies einen anteiligen Unternehmenswert in Höhe von

EUR 13,73 je Encavis-Aktie.

(c) Plausibilisierung des Unternehmenswerts anhand von Multiplikatoren

A&M plausibilisierte den Wert von Encavis zudem auf Basis kapitalmarkgestützter Multiplikatoren. Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert von Encavis liegt innerhalb der Bandbreite der sich aus der multiplikatorbasierten Bewertung ergebenden Unternehmenswerte und wird damit durch diese Betrachtung gestützt. Insoweit wird auf die weitergehenden Ausführungen in der Gutachterlichen Stellungnahme (beigefügt als **Anlage 9**) verwiesen.

(d) Zusammenfassung

Die Ergebnisse der Gutachterlichen Stellungnahme zur Ermittlung des Ertragswerts von Encavis sowie der den Minderheitsaktionären zu gewährenden, angemessenen Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG fassen wir wie folgt zusammen:

- Der volumengewichtete durchschnittliche Börsenkurs der Encavis-Aktien im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Absicht, die Minderheitsaktionäre von Encavis auszuschließen, betrug EUR 17,23 je Encavis-Aktie.
- Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte objektive Unternehmenswert von Encavis zum 16. Juli 2025 beträgt rund EUR 2.221 Millionen. Umgelegt auf 161.722.524 Encavis-Aktien ergibt dies einen anteiligen Unternehmenswert in Höhe von EUR 13,73 je Encavis-Aktie.
- Die angemessene Barabfindung für die Minderheitsaktionäre im Rahmen des Verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs entspricht dem volumengewichteten durchschnittlichen Börsenkurs als Wertuntergrenze und beträgt demnach EUR 17,23 je Encavis-Aktie.

9. ÜBERPRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

Die Angemessenheit der Barabfindung wurde gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG von dem gerichtlich bestellten sachverständigen Prüfer RSM Ebner Stolz geprüft und bestätigt. RSM Ebner Stolz wird über das Ergebnis der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4, 293e AktG einen gesonderten Prüfungsbericht erstatten.

Die ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre können die Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327f Satz 2 AktG in einem Spruchverfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz gerichtlich überprüfen lassen. Der Antrag auf gerichtliche Entscheidung im Spruchverfahren kann nur binnen drei Monaten seit dem Tag gestellt werden, an dem der Übertragungsbeschluss wirksam geworden ist. Der Antragsteller muss den Antrag innerhalb der vorgenannten Frist begründen und konkrete Einwendungen gegen den als Grundlage für die Barabfindung ermittelten Unternehmenswert vorbringen. Die Entscheidung im Spruchverfahren wirkt für und gegen alle Minderheitsaktionäre, die gemäß § 62 Abs. 1 und 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG aus der Encavis ausgeschlossen wurden. Sollte das Gericht im Spruchverfahren eine Erhöhung der Barabfindung beschließen, kommt diese Erhöhung allen Minderheitsaktionären zugute, auch wenn sie keinen Antrag auf Durchführung eines Spruchverfahrens gestellt haben.

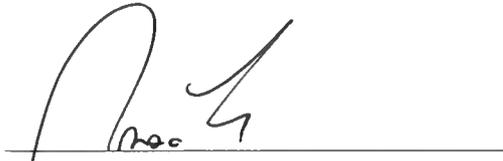
10. ERGÄNZENDE INFORMATIONEN

Für weitergehende Informationen zu der im Zusammenhang mit der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre erfolgenden Verschmelzung von Encavis auf Elbe BidCo wird auf den gemeinsamen Verschmelzungsbericht der Vorstände von Elbe BidCo und Encavis verwiesen.

[Unterschriftenseite folgt]

München, den 2. Juni 2025

Elbe BidCo AG
Der Vorstand

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Marco Fontana', is written over a horizontal line.

Marco Fontana
Vorstandsmitglied

M. Scott

Marjan Scott Fredericks
Vorstandsmitglied

Anlage 1

Depotbescheinigung der UniCredit Bank GmbH vom 2. Juni 2025 über die Anzahl der von der Elbe BidCo AG an der ENCAVIS AG gehaltenen Aktien

Elbe BidCo AG
Wiesenhüttenstr. 11
60329 Frankfurt am Main

UniCredit Bank GmbH
Harald Stegmaier
Andreas Lattke
Arabellastrasse 14
81925 München

München, 02.06.2025

Bestätigung des Depotbestands der Elbe BidCo AG

Sehr geehrte Damen und Herren,

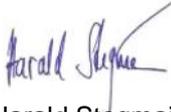
hiermit bestätigen wir, dass für die Elbe BidCo AG per 02.06.2025 auf dem bei uns geführten Depots, lautend auf Elbe BidCo AG, auf den Inhaber lautende Stückaktien der ENCAVIS AG wie folgt eingebucht sind:

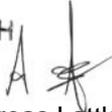
Name des Wertpapiers	AWKN	Stückzahl
ENCAVIS AG INHABER-AKTIEN O.N.	609500	152.259.755,00

Bei noch offenen Fragen stehe ich Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

UniCredit Bank GmbH


Harald Stegmaier

UniCredit Bank GmbH
Corporates
Arabellastr. 12
81925 München

Andreas Lattke

Members of the Executive Board:
Marion Höllinger (Spokeswoman),
René Babinsky, Marion Bayer-Schiller
Martin Brinckmann, Artur Gruca,
Marco Iannaccone, Georgiana Lazar- O'Callaghan
Pierpaolo Montana, Ljubisa Tesić

Chairman of the Supervisory Board:
Andrea Orcel

UniCredit Bank GmbH
Legal Status: GmbH
Registered Office: Munich
Listed in the Court Register: Munich HR B 289472
Tax-Id.No.: 143/102/30007
VAT Reg.No.: DE 129 273 380
www.unicreditgroup.eu

Anlage 2

Übertragungsverlangen der Elbe BidCo AG an den Vorstand der ENCAVIS AG vom 31. Januar 2025

Elbe BidCo AG

Von:

Elbe BidCo AG
Wiesenhüttenstraße 11
60329 Frankfurt am Main
Deutschland

An:

ENCAVIS AG
Große Elbstraße 59
22767 Hamburg
Deutschland

31. Januar 2025

Absicht der Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out der Minderheitsaktionäre der ENCAVIS AG im Zusammenhang mit der Verschmelzung der ENCAVIS AG auf die Elbe BidCo AG (§ 62 Abs. 1 und 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG)

Intention of the implementation of a merger squeeze-out of minority shareholders of ENCAVIS AG in connection with the merger of ENCAVIS AG into Elbe BidCo AG (Sec. 62 para. 1 and para. 5 of the German Transformation Act in conjunction with Secs. 327a *et seq.* of the German Stock Corporation Act)

Sehr geehrter Herr Dr. Husmann,
sehr geehrter Herr Schirru,

Dear Mr Husmann,
Dear Mr Schirru,

die Elbe BidCo AG, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 262997 ("**Elbe BidCo**"), hält gegenwärtig 141.877.423 der insgesamt 161.722.524 auf den Inhaber lautenden Stückaktien der ENCAVIS AG ("**Encavis**") und damit rund 87,73% aller Stückaktien an Encavis. Zudem ist das Delisting-Erwerbangebot der Elbe BidCo an die Aktionäre von Encavis bislang für insgesamt mindestens 5.479.092 auf den Inhaber lautende Stückaktien an Encavis (dies entspricht rund 3,39% aller Stückaktien an Encavis) angenommen worden. Auf dieser Basis wird die Elbe BidCo nach Abwicklung des Delisting-Erwerbsangebots unmittelbar mindestens 147.356.515 der auf den Inhaber lautenden Stückaktien der Encavis halten, was rund 91,12% der Stückaktien und des Grundkapitals von Encavis entspricht. Die Abwicklung des Delisting-Erwerbangebots

Elbe BidCo AG, registered with the commercial register of the local court of Munich under registration no. HRB 262997 ("**Elbe BidCo**"), currently holds 141,877,423 out of 161,722,524 no-par value bearer shares in ENCAVIS AG ("**Encavis**") corresponding to approx. 87.73% of the outstanding shares in Encavis. In addition, Elbe BidCo's delisting offer has been accepted for a total of at least 5,479,092 no-par value bearer shares in Encavis (corresponding to approx. 3.39% of all outstanding shares in Encavis). On that basis, following consummation of the delisting offer, Elbe BidCo will directly hold at least 147,356,515 no-par value bearer shares in Encavis, corresponding to approximately 91.12% of the no-par value bearer shares and share capital of Encavis. The settlement of the delisting offer is not subject to

ist nicht von Bedingungen abhängig und wird voraussichtlich am 18. Februar 2025 stattfinden.

Die Elbe BidCo beabsichtigt, zum Zwecke der Vereinfachung der Konzernstruktur eine Verschmelzung von Encavis (als übertragender Rechtsträger) auf die Elbe BidCo (als übernehmender Rechtsträger) durchzuführen. Im Zusammenhang mit der Verschmelzung soll ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre von Encavis nach § 62 Abs. 1 und 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG erfolgen (verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out).

Nach § 62 Abs. 1, Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG kann die Hauptversammlung einer übertragenden Aktiengesellschaft innerhalb von drei Monaten nach Abschluss eines Verschmelzungsvertrags mit einer übernehmenden Aktiengesellschaft, der mindestens Aktien in Höhe von neun Zehnteln des Grundkapitals der übertragenden Gesellschaft gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

Die Elbe BidCo als übernehmende Gesellschaft ist im Rahmen der Verschmelzung aufgrund ihres nach der Abwicklung des Delisting-Erwerbsangebot bestehenden Anteilsbesitzes von rund 91,12% des Grundkapitals daher zugleich Hauptaktionärin von Encavis als übertragender Gesellschaft im Sinne von § 62 Abs. 5 S. 1 UmwG.

Vor diesem Hintergrund schlagen wir vor, in Verhandlungen über den Abschluss eines entsprechenden Verschmelzungsvertrags einzutreten.

any conditions and is expected to be consummated on 18 February 2025.

Elbe BidCo intends to implement a merger of Encavis (as transferring legal entity) into Elbe BidCo (as acquiring legal entity) to simplify the group structure. In connection with the merger, the minority shareholders of Encavis shall be squeezed-out pursuant to Sec. 62 para. 1 and para. 5 of the German Transformation Act in conjunction with Secs. 327a *et seq.* of the German Stock Corporation Act (merger squeeze-out).

Pursuant to Sec. 62 para. 1 and para. 5 German Transformation Act in conjunction with Secs. 327a *et seq.* of the German Stock Corporation Act, the general meeting of a transferring stock corporation may, within three months following the conclusion of a merger agreement with an acquiring stock corporation owning at least 90% of the total share capital of the transferring company (principal shareholder), resolve to transfer the shares of the remaining shareholders (minority shareholders) to the principal shareholder in exchange for an adequate cash compensation.

In the context of the merger, Elbe BidCo (as acquiring legal entity) is – based on its future shareholding of approximately 91.12% of the share capital of Encavis following the settlement of the delisting offer – at the same time the principal shareholder of Encavis (as transferring legal entity) within the meaning of Sec. 62 para. 5 sentence 1 German Transformation Act.

Against this background, we propose to enter into negotiations on the conclusion of a corresponding merger agreement.

Kurz nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags soll die Hauptversammlung von Encavis gemäß § 62 Abs. 1 und 5 UmwG i.V.m. §§ 327a Abs. 1 S. 1 AktG die Übertragung sämtlicher Encavis Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Elbe BidCo gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

Wir bitten Sie, alle für den Abschluss eines Verschmelzungsvertrags und die Beschlussfassung der Hauptversammlung nach § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen und uns alle für die Festlegung der Barabfindung im Rahmen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre notwendigen Unterlagen zur Verfügung zu stellen und Auskünfte zu erteilen (§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 1 S. 2 AktG).

Unmittelbar nach dem Erreichen der Beteiligung in Höhe von mindestens 90% des Grundkapitals der Encavis, d.h. nach Abwicklung des Delisting-Erwerbsangebots und der in diesem Zusammenhang erfolgten dinglichen Übertragung der im Delisting-Erwerbsangebot angebotenen Encavis Aktien, wird Elbe BidCo

- das gestellte Verlangen nach § 62 Abs. 1 und 5 UmwG i.V.m. §§ 327a Abs. 1 Satz 1 AktG wiederholen,

Shortly after the conclusion of such merger agreement, the general meeting of Encavis shall resolve on the transfer of all Encavis shares held by the minority shareholders to Elbe BidCo in exchange for an adequate cash compensation pursuant to Sec. 62 para. 1 and para. 5 German Transformation Act in conjunction with Sec. 327a para. 1 sentence 1 German Stock Corporation Act.

We kindly request you to provide all information required for the conclusion of a merger agreement and the adoption of a resolution of the general meeting pursuant to Sec. 62 para. 5 sentence 8 German Transformation Act in conjunction with Secs. 327a *et seq.* German Stock Corporation Act, and to provide us with all documents and information necessary for the determination of the cash compensation in connection with the squeeze-out of minority shareholders (Sec. 62 para. 5 sentence 8 German Transformation Act in conjunction with Sec. 327b para. 1 sentence 2 German Stock Corporation Act).

Immediately after attaining a shareholding of at least 90% of the share capital in Encavis, *i.e.* after the settlement of the delisting offer and the *in rem* transfer of the Encavis shares tendered into the delisting offer in the context therewith, Elbe BidCo will

- repeat the request pursuant to Section 62 para. 1 and para 5 German Transformation Act in conjunction with Sections 327a para. 1 sentence 1 German Stock Corporation Act,

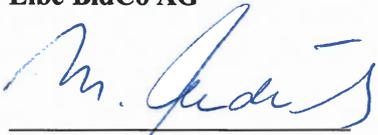
- sich gesondert bei Ihnen wegen des weiteren Vorgehens, insbesondere hinsichtlich (i) des Entwurfs eines Verschmelzungsvertrags, (ii) der Ermittlung der angemessenen Barabfindung, (iii) des gemäß § 327c Abs. 2 AktG erforderlichen Übertragungsberichts, (iv) der Bestellung eines sachverständigen Prüfers für die Angemessenheit der Barabfindung (§ 327c Abs. 2 S. 2 AktG) sowie (v) des Verschmelzungsvertrags (§§ 60, 10 UmwG), melden und
- zu gegebener Zeit ein dieses Schreiben konkretisierendes Squeeze-out Verlangen hinsichtlich der Beschlussfassung der Hauptversammlung der Encavis zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre, einschließlich einer Indikation zur Höhe der angemessenen Barabfindung, übermitteln.
- reach out to you separately regarding the further procedure, in particular with respect to (i) the draft of a merger agreement, (ii) the determination of the appropriate cash compensation, (iii) the transfer report required pursuant to Sec. 327c para. 2 German Stock Corporation Act, (iv) the appointment of an auditor regarding the cash compensation (Sec. 327c para. 2 sentence 2 German Stock Corporation Act) as well as (v) the merger agreement (Secs. 60 and 10 German Transformation Act) and
- submit in due course a squeeze-out request concretizing this letter with regard to the resolution of Encavis' general meeting on the squeeze-out of the minority shareholders, including an indication of the amount of the appropriate cash compensation.

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

We kindly ask you to confirm receipt of this document in writing.

Mit freundlichen Grüßen

Elbe BidCo AG

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

Marjan Fredericks
Mitglied des Vorstands
Member of the Management Board

Anlage 3

Ad-hoc-Mitteilung der ENCAVIS AG vom 31. Januar 2025

ENCAVIS AG

ENCAVIS AG: 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

ENCAVIS AG / Schlagwort(e): Squeeze-Out/Squeeze-Out

ENCAVIS AG: 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

31.01.2025 / 17:01 CET/CEST

Veröffentlichung einer Insiderinformation nach Artikel 17 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, übermittelt durch EQS News - ein Service der EQS Group.

Für den Inhalt der Mitteilung ist der Emittent / Herausgeber verantwortlich.

Veröffentlichung einer Insiderinformation nach Artikel 17 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014

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

Hamburg, 31. Januar 2025 – Die ENCAVIS AG (ISIN: DE0006095003, Börsenkürzel: ECV) („Encavis“ oder die „Gesellschaft“) gibt bekannt, dass die Elbe BidCo AG dem Vorstand der Gesellschaft heute die Absicht mitgeteilt hat, einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out der verbleibenden Minderheitsaktionäre der Gesellschaft nach § 62 Absatz 1 und 5 Umwandlungsgesetz in Verbindung mit §§ 327a ff. Aktiengesetz durchzuführen. Die Elbe BidCo AG hat zudem vorgeschlagen, mit dem Vorstand der Gesellschaft in Verhandlungen über einen Verschmelzungsvertrag einzutreten.

Die Elbe BidCo AG hält derzeit circa 87,73 % der Encavis-Aktien. Nach im Bundesanzeiger veröffentlichten Angaben der Elbe BidCo AG wurde zudem das von ihr an die Encavis-Aktionäre gerichtete Delisting-Erwerbsangebot („**Delisting-Erwerbsangebot**“) nach heutigem Stand in Höhe von circa 3,39 % angenommen, sodass sich die Elbe BidCo AG insgesamt bereits circa 91,12 % der Encavis-Aktien gesichert hat. Die Annahmefrist für das Delisting-Erwerbsangebot wird mit Ablauf des 31. Januar 2025 enden, wobei die endgültigen Ergebnisse voraussichtlich am

5. Februar 2025 veröffentlicht werden und kurz darauf die Abwicklung des Delisting-Erwerbsangebots erfolgt.

Die Elbe BidCo AG hat zudem mitgeteilt, unmittelbar nach Abwicklung des Delisting-Erwerbsangebots das Verlangen zu wiederholen, dass die Hauptversammlung der Gesellschaft innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrages die Übertragung der Encavis-Aktien der verbleibenden Minderheitsaktionäre auf die Elbe BidCo AG als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt. Die Höhe der Barabfindung wird zu einem späteren Zeitpunkt festgelegt.

* * *

Kontakt / Mitteilende Person:

ENCAVIS AG

Dr. Oliver Prüfer

Press Officer & Manager Public Relations

Tel.: + 49 (0)40 37 85 62 133

E-Mail: oliver.pruefer@encavis.com

www.encavis.com

Ende der Insiderinformation

31.01.2025 CET/CEST Die EQS Distributionsservices umfassen gesetzliche Meldepflichten, Corporate News/Finanznachrichten und Pressemitteilungen.

Medienarchiv unter <https://eqs-news.com>

Sprache:	Deutsch
Unternehmen:	ENCAVIS AG Große Elbstraße 59 22767 Hamburg Deutschland
Telefon:	+49 4037 85 62 -0
Fax:	+49 4037 85 62 -129

E-Mail: info@encavis.com
Internet: <https://www.encavis.com>
ISIN: DE0006095003
WKN: 609500
EQS News ID: 2079213

Ende der Mitteilung

EQS News-Service

2079213 31.01.2025 CET/CEST

Anlage 4

Wiederholendes Übertragungsverlangen der Elbe BidCo AG an den Vorstand der ENCAVIS AG vom
18. Februar 2025

Elbe BidCo AG

Von:

Elbe BidCo AG
Wiesenhüttenstraße 11
60329 Frankfurt am Main
Deutschland

An:

ENCAVIS AG
Große Elbstraße 59
22767 Hamburg
Deutschland

18. Februar 2025

Absicht der Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out der Minderheitsaktionäre der ENCAVIS AG im Zusammenhang mit der Verschmelzung der ENCAVIS AG auf die Elbe BidCo AG (§ 62 Abs. 1 und 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG)

Intention of the implementation of a merger squeeze-out of minority shareholders of ENCAVIS AG in connection with the merger of ENCAVIS AG into Elbe BidCo AG (Sec. 62 para. 1 and para. 5 of the German Transformation Act in conjunction with Secs. 327a *et seq.* of the German Stock Corporation Act)

Sehr geehrter Herr Dr. Husmann,
sehr geehrter Herr Schirru,

Dear Mr Husmann,
Dear Mr Schirru.

wir nehmen Bezug auf unser Schreiben vom 31. Januar 2025:

Reference is made to our letter dated 31 January 2025.

In diesem Schreiben haben wir die ENCAVIS AG ("**Encavis**") über die Absicht der Elbe BidCo AG ("**Elbe BidCo**") zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out der Minderheitsaktionäre der Encavis im Zusammenhang mit der Verschmelzung der Encavis als übertragendem Rechtsträger auf die Elbe BidCo als übernehmenden Rechtsträger (§ 62 Abs. 1 und 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG) informiert.

In this letter we have informed ENCAVIS AG ("**Encavis**") on Elbe BidCo AG's ("**Elbe BidCo**") intention of the implementation of a merger squeeze-out of minority shareholders of Encavis in connection with the merger of Encavis as transferring entity into Elbe BidCo as acquiring entity (Sec. 62 para. 1 and para. 5 of the German Transformation Act in conjunction with Secs. 327a *et seq.* of the German Stock Corporation Act).

Wir haben ebenfalls in unserem Schreiben vom 31. Januar 2025 angekündigt, dass darin gestellte und daher bekannte Verlangen nach § 62 Abs. 1 und 5 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG unmittelbar nach dem Erreichen der Beteiligung in Höhe von mindestens 90% des Grundkapitals der Encavis,

In our letter dated 31 January 2025, we have informed you that – immediately after attaining a shareholding of at least 90% of the share capital in Encavis, *i.e.* after the settlement of the delisting offer and the *in rem* transfer of the Encavis shares tendered

d.h. nach Abwicklung des Delisting-Erwerbsangebots und der in diesem Zusammenhang erfolgten dinglichen Übertragung der im Delisting-Erwerbsangebot angebotenen Encavis-Aktien, zu wiederholen.

Die Abwicklung des nicht von Bedingungen abhängigen Delisting-Erwerbsangebots der Elbe BidCo an die Aktionäre von Encavis und der damit einhergehenden dinglichen Übertragung der im Delisting-Erwerbsangebot von den Encavis-Aktionären angebotenen Encavis-Aktien erfolgte am **18. Februar 2025**.

Die Elbe BidCo AG, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 262997, hält gegenwärtig unmittelbar 152.259.755 der insgesamt 161.722.524 auf den Inhaber lautenden Stückaktien der ENCAVIS AG und damit rund 94,15% aller Stückaktien und des Grundkapitals von Encavis.

Wie bereits in unserem Schreiben vom 31. Januar 2025 dargelegt, beabsichtigt die Elbe BidCo, zum Zwecke der Vereinfachung der Konzernstruktur eine Verschmelzung von Encavis (als übertragender Rechtsträger) auf die Elbe BidCo (als übernehmender Rechtsträger) durchzuführen. Im Zusammenhang mit der Verschmelzung soll ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre von Encavis nach § 62 Abs. 1 und 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG erfolgen (verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out).

into the delisting offer in the context therewith – we will repeat our request pursuant to Section 62 para. 1 and para 5 German Transformation Act in conjunction with Sections 327a para. 1 sentence 1 German Stock Corporation Act contained therein.

On **18 February 2025**, the settlement of Elbe BidCo's unconditional delisting offer and the *in rem* transfer of the Encavis shares tendered into the delisting offer in the context therewith occurred.

Elbe BidCo AG, registered with the commercial register of the local court of Munich under registration no. HRB 262997, currently holds 152,259,755 out of 161,722,524 no-par value bearer shares in ENCAVIS AG corresponding to approx. 94.15% of the outstanding no-par value bearer shares and share capital of Encavis.

As set out in our letter dated 31 January 2025, Elbe BidCo intends to implement a merger of Encavis (as transferring legal entity) into Elbe BidCo (as acquiring legal entity) to simplify the group structure. In connection with the merger, the minority shareholders of Encavis shall be squeezed-out pursuant to Sec. 62 para. 1 and para. 5 of the German Transformation Act in conjunction with Secs. 327a *et seq.* of the German Stock Corporation Act (merger squeeze-out).

Nach § 62 Abs. 1, Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG kann die Hauptversammlung einer übertragenden Aktiengesellschaft innerhalb von drei Monaten nach Abschluss eines Verschmelzungsvertrags mit einer übernehmenden Aktiengesellschaft, der mindestens Aktien in Höhe von neun Zehnteln des Grundkapitals der übertragenden Gesellschaft (Hauptaktionär) gehören, die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

Die Elbe BidCo als übernehmende Gesellschaft ist im Rahmen der Verschmelzung aufgrund ihres bestehenden Anteilbesitzes von rund 94,15% des Grundkapitals daher zugleich Hauptaktionärin von Encavis als übertragender Gesellschaft im Sinne von § 62 Abs. 5 S. 1 UmwG.

Vor diesem Hintergrund wiederholen wir unseren bereits im Schreiben vom 31. Januar 2025 mitgeteilten Vorschlag, in Verhandlungen über den Abschluss eines entsprechenden Verschmelzungsvertrags einzutreten.

Auf Basis der vorstehenden Ausführungen ist das Verlangen der Elbe BidCo dahin gerichtet, die Hauptversammlung der Encavis innerhalb von drei (3) Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags gemäß § 62 Abs. 1 und 5 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 S. 1 AktG über die Übertragung sämtlicher Encavis-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Elbe BidCo gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen.

Pursuant to Sec. 62 para. 1 and para. 5 German Transformation Act in conjunction with Secs. 327a *et seqq* of the German Stock Corporation Act, the general meeting of a transferring stock corporation may, within three months following the conclusion of a merger agreement with an acquiring stock corporation owning at least 90% of the total share capital of the transferring company (principal shareholder), resolve to transfer the shares of the remaining shareholders (minority shareholders) to the principal shareholder in exchange for an adequate cash compensation.

In the context of the merger, Elbe BidCo (as acquiring legal entity) is – based on its shareholding of approximately 94.15% of Encavis' share capital– at the same time the principal shareholder of Encavis (as transferring legal entity) within the meaning of Sec. 62 para. 5 sentence 1 German Transformation Act.

Against this background, we hereby repeat our proposal – already set out in our letter dated 31 January 2025 – to enter into negotiations on the conclusion of a corresponding merger agreement.

Based on the above, Elbe BidCo's request is aimed at having the general meeting of Encavis resolve within three (3) months after the conclusion of the merger agreement in accordance with Sec. 62 para. 1 and para. 5 German Transformation Act in conjunction with Sec. 327a para. 1 sentence 1 of the German Stock Corporation Act on the transfer of all Encavis shares to Elbe BidCo in exchange for an adequate cash compensation.

Wir bitten Sie, alle für den Abschluss eines Verschmelzungsvertrags und die Beschlussfassung der Hauptversammlung nach § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen und uns alle für die Festlegung der Barabfindung im Rahmen des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre notwendigen Unterlagen zur Verfügung zu stellen und Auskünfte zu erteilen (§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 1 S. 2 AktG).

Wegen des weiteren Vorgehens, insbesondere hinsichtlich (i) des Entwurfs eines Verschmelzungsvertrags, (ii) der Ermittlung der angemessenen Barabfindung, (iii) des gemäß § 327c Abs. 2 AktG erforderlichen Übertragungsberichts, (iv) der Bestellung eines sachverständigen Prüfers für die Angemessenheit der Barabfindung (§ 327c Abs. 2 S. 2 AktG) sowie (v) des Verschmelzungsvertrags (§§ 60, 10 UmwG), werden wir uns gesondert bei Ihnen melden.

Zudem werden wir zu gegebener Zeit ein dieses und unser Schreiben vom 31. Januar 2025 konkretisierendes Squeeze-out Verlangen hinsichtlich der Beschlussfassung der Hauptversammlung der Encavis zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre, einschließlich einer Indikation zur Höhe der angemessenen Barabfindung, übermitteln.

We kindly request you to provide all information required for the conclusion of a merger agreement and the adoption of a resolution of the general meeting pursuant to Sec. 62 para. 5 sentence 8 German Transformation Act in conjunction with Secs. 327a *et seq.* German Stock Corporation Act, and to provide us with all documents and information necessary for the determination of the cash compensation in connection with the squeeze-out of minority shareholders (Sec. 62 para. 5 sentence 8 German Transformation Act in conjunction with Sec. 327b para. 1 sentence 2 German Stock Corporation Act).

We will reach out separately regarding the further procedure, in particular with respect to (i) the draft of a merger agreement, (ii) the determination of the appropriate cash compensation, (iii) the transfer report required pursuant to Sec. 327c para. 2 German Stock Corporation Act, (iv) the appointment of an auditor regarding the cash compensation (Sec. 327c para. 2 sentence 2 German Stock Corporation Act) as well as (v) the merger agreement (Secs. 60 and 10 German Transformation Act).

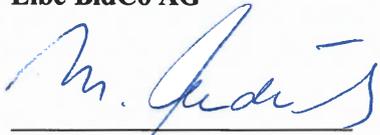
In addition, we will submit in due course a squeeze-out request concretizing this letter and the letter dated 31 January 2025 with regard to the resolution of Encavis' general meeting on the squeeze-out of the minority shareholders, including an indication of the amount of the appropriate cash compensation.

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

We kindly ask you to confirm receipt of this document in writing.

Mit freundlichen Grüßen

Elbe BidCo AG

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

Marjan Fredericks
Mitglied des Vorstands
Member of the Management Board

Anlage 5

Mitteilung der ENCAVIS AG vom 18. Februar 2025

ENCAVIS AG

ENCAVIS AG: Elbe BidCo AG stellt förmliches Verlangen zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out der Minderheitsaktionäre der ENCAVIS AG

ENCAVIS AG / Schlagwort(e): Squeeze-Out/Squeeze-Out

ENCAVIS AG: Elbe BidCo AG stellt förmliches Verlangen zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out der Minderheitsaktionäre der ENCAVIS AG

18.02.2025 / 15:32 CET/CEST

Für den Inhalt der Mitteilung ist der Emittent / Herausgeber verantwortlich.

Corporate News

Elbe BidCo AG stellt förmliches Verlangen zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out der Minderheitsaktionäre der ENCAVIS AG

Hamburg, 18. Februar 2025 – Die Elbe BidCo AG hat dem Vorstand der ENCAVIS AG („Encavis“ oder die „Gesellschaft“) heute mitgeteilt, dass die Elbe BidCo AG nach der heute erfolgten Abwicklung des an die Encavis-Aktionäre gerichteten Delisting-Erwerbsangebots derzeit insgesamt 94,15 % der Encavis-Aktien hält.

Vor diesem Hintergrund hat die Elbe BidCo AG dem Vorstand der Gesellschaft heute, entsprechend ihrer vorherigen Mitteilung gegenüber der Gesellschaft vom 31. Januar 2025, das förmliche Verlangen zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out der verbleibenden Minderheitsaktionäre der Gesellschaft gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung nach § 62 Absatz 1 und 5 Umwandlungsgesetz in Verbindung mit §§ 327a ff. Aktiengesetz wiederholend übermittelt. Die Elbe BidCo AG hat darin erneut ihren vorherigen Vorschlag bekräftigt, mit dem Vorstand der Gesellschaft in Verhandlungen über einen Verschmelzungsvertrag einzutreten.

Die Höhe der angemessenen Barabfindung, die die Elbe BidCo AG als Hauptaktionärin den Minderheitsaktionären der Encavis für die Übertragung ihrer Aktien gewähren wird, wird zu einem späteren Zeitpunkt festgelegt. Die Elbe BidCo AG hat angekündigt, der Encavis die Höhe der Barabfindung mit einem weiteren Schreiben mitzuteilen, dem sogenannten konkretisierten Verlangen, sobald diese festgelegt worden ist.

Über ENCAVIS:

Die Encavis AG ist ein Produzent von Strom aus Erneuerbaren Energien. Als einer der führenden unabhängigen Stromerzeuger (IPP) erwirbt und betreibt ENCAVIS (Onshore-)Wind- und Solarparks in zwölf Ländern Europas. Die Anlagen zur nachhaltigen Energieerzeugung erwirtschaften stabile Erträge durch garantierte Einspeisevergütungen (FIT) oder langfristige Stromabnahmeverträge (PPA). Die Gesamterzeugungskapazität des Encavis-Konzerns beträgt aktuell rund 3,7 Gigawatt (GW), davon rund 2,4 GW durch die Encavis AG, das entspricht einer Einsparung von rund 0,8 Millionen Tonnen CO₂ pro Jahr allein durch die Encavis AG. Zudem sind aktuell im Konzern mehr als 1,3 GW an Kapazitäten im Bau, davon gut 900 MW im Eigenbestand.

Innerhalb des Encavis-Konzerns ist die Encavis Asset Management AG auf den Bereich der institutionellen Investoren spezialisiert. Die auch zum Encavis-Konzern gehörende Stern Energy S.p.A. mit Hauptsitz in Parma, Italien, ist ein spezialisierter Anbieter technischer Dienstleistungen für die europaweite Errichtung, den Betrieb, die Wartung sowie das Revamping und Repowering von Photovoltaik-Anlagen.

ENCAVIS ist Unterzeichner der UN Global Compact sowie des UN PRI-Netzwerks. Die Umwelt-, Sozial- und Governance-Leistungen der ENCAVIS AG wurden von zwei der weltweit führenden ESG Research- und Ratingagenturen ausgezeichnet. MSCI ESG Ratings bewertet die Nachhaltigkeitsleistung mit einem "AA"-Level, die international ebenfalls renommierte ISS ESG verleiht ENCAVIS den „Prime“- Status (A-), das Carbon Disclosure Project (CDP) verleiht ENCAVIS ihr Klima-Rating „B“ und Sustainalytics vergibt ein „geringes Risiko“ innerhalb ihres ESG-Risiko-Ratings.

www.encavis.com

Kontakt:

ENCAVIS AG

Dr. Oliver Prüfer

Press Officer & Manager Public Relations

Tel.: + 49 (0)40 37 85 62 133

E-Mail: oliver.pruefer@encavis.com

Für den Inhalt der Mitteilung ist der Emittent / Herausgeber verantwortlich.

Die EQS Distributionsservices umfassen gesetzliche Meldepflichten, Corporate News/Finanznachrichten und Pressemitteilungen.

Medienarchiv unter <https://eqs-news.com>

2088121 18.02.2025 CET/CEST

Anlage 6

Konkretisierendes Übertragungsverlangen der Elbe BidCo AG an den Vorstand der ENCAVIS AG vom
2. Juni 2025

Elbe BidCo AG
Wiesenhüttenstraße 11
60329 Frankfurt am Main

Per Bote / Vorab per E-Mail

ENCAVIS AG
- Vorstand –
Große Elbstraße 59
22767 Hamburg

Frankfurt am Main, den 2. Juni 2025

Konkretisierendes Verlangen nach § 62 Abs. 1 und 5 Umwandlungsgesetz in Verbindung mit §§ 327a ff. Aktiengesetz zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre der ENCAVIS AG im Zusammenhang mit der Verschmelzung der ENCAVIS AG auf die Elbe BidCo AG (verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out)

- Verbindliche Fassung -

Die englische Fassung dieses Dokuments dient allein der Vereinfachung. Im Falle von Abweichungen zwischen der deutschen und der englischen Fassung hat die deutsche Fassung Vorrang.

Sehr geehrter Herr Dr. Husmann,
sehr geehrter Herr Schirru,

die Elbe BidCo AG, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 262997 ("**Elbe BidCo**"), hält derzeit gemäß der diesem Schreiben als **Anlage 1** beigefügten Depotbestätigung der UniCredit Bank GmbH, unmittelbar 152.259.755 der insgesamt 161.722.524 auf den Inhaber lautenden Stückaktien der ENCAVIS AG ("**Encavis**"). Der Anteilsbesitz der Elbe BidCo entspricht rund 94,15 % des Grundkapitals von Encavis. Die Elbe BidCo ist damit Hauptaktionärin der Encavis im Sinne von § 62 Abs. 5 Satz 1 Umwandlungsgesetz (UmwG). Die Elbe BidCo beabsichtigt nicht, vor Wirksamwerden der Verschmelzung der Encavis

- Convenience Translation -

The English version of this document is for convenience purposes only. In the event of any inconsistency between the German and the English version, the German version shall prevail.

Dear Dr. Husmann,
Dear Mr. Schirru,

Elbe BidCo AG, registered with the commercial register (*Handelsregister*) of the local court (*Amtsgericht*) of Munich under registration no. HRB 262997 ("**Elbe BidCo**"), currently directly holds 152,259,755 of the total of 161,722,524 non-par value bearer shares (auf den Inhaber lautende Stückaktien) in ENCAVIS AG ("**Encavis**") as indicated in the attached depositary account statement by UniCredit Bank GmbH as **Annex 1** to this letter. The shareholding of Elbe BidCo corresponds to approximately 94.15% of the share capital of Encavis. Accordingly, Elbe BidCo is principal shareholder of Encavis within the

auf die Elbe BidCo über die von ihr gehaltenen Aktien der Encavis zu verfügen.

Mit Schreiben vom 31. Januar 2025 und nach Abwicklung des Delisting-Erwerbsangebots der Elbe BidCo wiederholendem Schreiben vom 18. Februar 2025, haben wir Sie über unsere Absicht informiert, zum Zwecke der Vereinfachung der Konzernstruktur die Encavis als übertragenden Rechtsträger auf die Elbe BidCo als übernehmenden Rechtsträger zu verschmelzen und im Zusammenhang mit der Verschmelzung die Minderheitsaktionäre der Encavis gemäß § 62 Abs. 1 und 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. Aktiengesetz (AktG) gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung auszuschließen.

Hierzu werden die Elbe BidCo und die Encavis voraussichtlich am 3. Juni 2025 den Verschmelzungsvertrag abschließen, auf dessen aufgestellten Entwurf wir uns verständigt hatten. Gemäß dem Entwurf des Verschmelzungsvertrags wird die Encavis ihr Vermögen als Ganzes mit allen Rechten und Pflichten unter Auflösung ohne Abwicklung nach §§ 2 Nr. 1, 60 ff. UmwG auf die Elbe BidCo übertragen (Verschmelzung durch Aufnahme). Nach § 62 Abs. 5 Satz 2 UmwG enthält der Verschmelzungsvertrag die Angabe, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Encavis als übertragender Gesellschaft erfolgen soll.

Nach § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG kann die Hauptversammlung der Encavis innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Verschmelzungsvertrags zwischen der Elbe BidCo und der Encavis einen Beschluss nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG fassen, d.h. die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre der Encavis (Minderheitsaktionäre) auf die Elbe BidCo als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Gemäß § 62 Abs. 5 Satz 7

meaning of Sec. 62 para. 5 sentence 1 of the German Transformation Act (*UmwG*). Elbe BidCo has no intention to dispose of its Encavis shares before effectiveness of the merger of Encavis and Elbe BidCo.

In our letter dated 31 January 2025 and after settlement of the public delisting takeover offer of Elbe BidCo re-iterated letter dated 18 February 2025, we informed you of our intention to merge Encavis as the transferring legal entity with Elbe BidCo as the acquiring legal entity for the purpose of simplifying the group structure and, in connection with the merger, to exclude the minority shareholders of Encavis pursuant to section 62 paras. 1 and 5 UmwG in conjunction with Secs. 327a et seq. of the German Stock Corporation Act (*AktG*) against payment of an appropriate cash compensation.

Accordingly, Elbe BidCo and Encavis will enter into the merger agreement on 3 June 2025 on which draft we had agreed and set-up. Pursuant to draft of the merger agreement, Encavis will transfer to Elbe BidCo its assets as a whole with all rights and obligations under dissolution without liquidation pursuant to Secs. 2 no. 1, 60 et seq. UmwG (merger by absorption). Pursuant to sec. 62 para. 5 sentence 2 UmwG, the merger agreement contains the statement that in connection with the merger, the minority shareholders of Encavis as the transferring company shall be excluded.

Pursuant to Sec. 62 para. 5 sentence 1 UmwG, the general meeting of Encavis may pass a resolution pursuant to Sec. 327a para. 1 sentence 1 AktG within three months upon the conclusion of the merger agreement between Elbe BidCo and Encavis, i.e. resolve to transfer the shares of the remaining shareholders of Encavis (minority shareholders) to Elbe BidCo as principal shareholder in return for appropriate cash compensation. Pursuant to Sec. 62 para. 5 sentence 7

UmwG wird die Eintragung des Übertragungsbeschlusses mit dem Vermerk versehen, dass der Übertragungsbeschluss erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister des Sitzes der Elbe BidCo wirksam wird.

Wir fordern Sie hiermit gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG in Bestätigung und Konkretisierung unserer durch Schreiben vom 31. Januar 2025 und nach Abwicklung des Delisting-Erwerbsangebots der Elbe BidCo wiederholendem Schreiben vom 18. Februar 2025 an den Vorstand der Encavis mitgeteilten Absicht zur Herbeiführung eines Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der Encavis auf, nach Erhalt des Originals der Gewährleistungserklärung der UniCredit Bank GmbH mit Sitz in München ("**UniCredit**") (siehe hierzu unten), die ordentliche Hauptversammlung der Encavis auf einen Termin einzuberufen, der nicht später als drei Monate nach dem Abschluss des Verschmelzungsvertrags zwischen der Elbe BidCo und der Encavis liegt, und folgenden Tagesordnungspunkt auf die Tagesordnung dieser Hauptversammlung zu setzen:

"Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der ENCAVIS AG auf die Elbe BidCo AG als Hauptaktionärin der ENCAVIS AG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 UmwG in Verbindung mit §§ 327a ff. AktG (verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out)"

Die Elbe BidCo als Hauptaktionärin hat mittlerweile gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die an die Minderheitsaktionäre der Encavis zu zahlende angemessene Barabfindung auf EUR 17,23 je auf den Inhaber lautender Stückaktie der Encavis festgelegt.

Der vorgesehene Übertragungsbeschluss soll daher wie folgt lauten:

UmwG, the resolution to transfer the shares of the remaining shareholders of Encavis to Elbe BidCo shall be entered in the commercial register with the note that it shall only become effective upon entry of the merger in the commercial register of Elbe BidCo.

Pursuant to Section 327a para. 1 sentence 1 AktG, we hereby request you, in confirmation and specification of our intention to pursue a squeeze-out of the minority shareholders of Encavis as communicated to the management board of Encavis in our letter dated 31 January 2025 and after settlement of the public delisting takeover offer of Elbe BidCo in our re-iterated letter dated 18. February 2025, to convene, upon receipt of the original letter of guarantee from UniCredit Bank GmbH, having its registered office in Munich, Germany ("**UniCredit**") (see below), the general meeting of Encavis to be held on a date not later than three months after the conclusion of the merger agreement between Elbe BidCo and Encavis and to include the following item on the agenda of such general meeting:

"Resolution on the transfer of the shares of the minority shareholders of ENCAVIS AG to Elbe BidCo AG as principal shareholder of ENCAVIS AG in return for appropriate cash compensation pursuant to Sec. 62 para. 5 UmwG in conjunction with Secs. 327a et seq. AktG (merger squeeze-out)".

In the meantime, Elbe BidCo as principal shareholder has, pursuant to Sec. 62 para. 5 sentence 8 UmwG in conjunction with Sec. 327b para. 1 sentence 1 AktG, has determined the appropriate cash compensation to be paid to the minority shareholders of Encavis at EUR 17.23 per no-par value bearer share in Encavis.

The proposed transfer resolution shall therefore read as follows:

"Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der ENCAVIS AG (Minderheitsaktionäre) werden gemäß § 62 Abs. 5 des Umwandlungsgesetzes in Verbindung mit den §§ 327a ff. des Aktiengesetzes gegen Gewährung einer von der Elbe BidCo AG mit Sitz in München (Hauptaktionärin) zu gewährenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 17,23 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der ENCAVIS AG auf die Elbe BidCo AG als Hauptaktionärin übertragen."

"The no-par value bearer shares of the remaining shareholders of ENCAVIS AG (minority shareholders) shall be transferred to Elbe BidCo AG as principal shareholder pursuant to Section 62 para. 5 of the German Transformation Act (Umwandlungsgesetz) in conjunction with Sections 327a et seq. of the German Stock Corporation Act (Aktiengesetz) in return for an appropriate cash compensation to be granted by Elbe BidCo AG with registered office in Munich (principal shareholder) in the amount of EUR 17.23 per no-par value bearer share of ENCAVIS AG."

Eine Erklärung der UniCredit, durch die diese gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 3 AktG die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Elbe BidCo übernimmt, den Minderheitsaktionären unverzüglich nach Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses gemäß § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG i.V.m. § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG, d.h. nachdem zum einen der Übertragungsbeschluss in das Handelsregister der Encavis und zum anderen die Verschmelzung in das Handelsregister der Elbe BidCo eingetragen worden ist, die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 17,23 je auf die Elbe BidCo übergegangene Stückaktie der Encavis zu zahlen, ist diesem Schreiben als **Anlage 2** beigelegt.

A declaration by UniCredit pursuant to § 62 para. 5 sentence 8 UmwG in conjunction with Sec. 327b para. 3 AktG. 327b under which UniCredit guarantees the fulfillment of Elbe BidCo's obligation to pay the stipulated cash compensation in the amount of EUR 17.23 per no-par value share of Encavis transferred to Elbe BidCo the minority shareholders immediately after the transfer resolution has become effective pursuant to Sec. 62 para. 5 sentence 7 UmwG in conjunction with Sec. 327e para. 3 sentence 1 AktG, i.e. after the transfer resolution has been registered with the commercial register of Encavis and the merger has been entered in the commercial register of Elbe BidCo, is attached to this letter as **Annex 2**.

Einen von der Elbe BidCo erstatteten Übertragungsbericht an die Hauptversammlung der Encavis, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt werden und die Angemessenheit der festgesetzten Barabfindung erläutert und begründet wird, lassen wir Ihnen zur Vorbereitung der Hauptversammlung gesondert zukommen.

A transfer report (*Übertragungsbericht*) prepared by Elbe BidCo for the general meeting of Encavis, in which the conditions for the transfer of the shares of the minority shareholders are set out and the appropriateness of the cash compensation determined is explained and justified, will be sent to you separately in preparation for the general meeting.

Ein Handelsregisterauszug der Elbe BidCo vom heutigen Tag ist diesem Schreiben zum Nachweis der Rechtsform der Elbe BidCo sowie der Vertretungsberechtigung als **Anlage 3** beigelegt.

An excerpt from the commercial register of Elbe BidCo dated as of today is attached to this letter as **Annex 3** as proof of the legal form of Elbe BidCo and its power of representation.

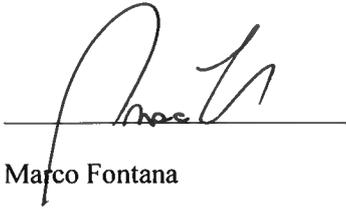
Wir bitten Sie, uns den Eingang dieses Schreibens schriftlich zu bestätigen.

We kindly ask you to confirm the receipt of this letter in writing.

* * * * *

(Unterschriftenseite folgt)

Kind regards,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Marco Fontana', is written over a horizontal line. The signature is stylized and cursive.

Marco Fontana

Mitglied des Vorstands
Member of the Management Board

ANLAGE 1

Depotbestätigung der UniCredit Bank GmbH

Elbe BidCo AG
Wiesenhüttenstr. 11
60329 Frankfurt am Main

UniCredit Bank GmbH
Harald Stegmaier
Andreas Lattke
Arabellastrasse 14
81925 München

München, 02.06.2025

Bestätigung des Depotbestands der Elbe BidCo AG

Sehr geehrte Damen und Herren,

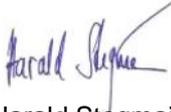
hiermit bestätigen wir, dass für die Elbe BidCo AG per 02.06.2025 auf dem bei uns geführten Depots, lautend auf Elbe BidCo AG, auf den Inhaber lautende Stückaktien der ENCAVIS AG wie folgt eingebucht sind:

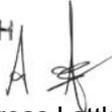
Name des Wertpapiers	AWKN	Stückzahl
ENCAVIS AG INHABER-AKTIEN O.N.	609500	152.259.755,00

Bei noch offenen Fragen stehe ich Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

UniCredit Bank GmbH


Harald Stegmaier

UniCredit Bank GmbH
Corporates
Arabellastr. 12
81925 München

Andreas Lattke

Members of the Executive Board:
Marion Höllinger (Spokeswoman),
René Babinsky, Marion Bayer-Schiller
Martin Brinckmann, Artur Gruca,
Marco Iannaccone, Georgiana Lazar- O'Callaghan
Pierpaolo Montana, Ljubisa Tesić

Chairman of the Supervisory Board:
Andrea Orcel

UniCredit Bank GmbH
Legal Status: GmbH
Registered Office: Munich
Listed in the Court Register: Munich HR B 289472
Tax-Id.No.: 143/102/30007
VAT Reg.No.: DE 129 273 380
www.unicreditgroup.eu

ANLAGE 2

Gewährleistungserklärung der UniCredit Bank GmbH
(§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 3 AktG)

Elbe BidCo AG
Wiesenhüttenstr. 11
60329 Frankfurt am Main

UniCredit Bank GmbH
FTC Guarantees
Arabellastr. 12
81925 München
Telefon: +49 89/378-0
SWIFT: HYVEDEMMXXX
E-Mail: guarantees@unicredit.de

Ihr Gesprächspartner
Udo Schüpfer

Telefon
+49 89 378 41761

Datum
02.06.2025

zur Übermittlung an
den Vorstand der
ENCAVIS AG
Große Elbstraße 59
22767 Hamburg

Gewährleistungserklärung gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m § 327b Abs. 3 AktG für die Barabfindungsverpflichtung der Elbe BidCo AG zugunsten der Minderheitsaktionäre der ENCAVIS AG

Sehr geehrte Damen und Herren,

Sie - die Elbe BidCo AG mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 262997; im Folgenden auch die „Hauptaktionärin“ - haben uns mitgeteilt, dass Ihnen unmittelbar 152.259.755 der insgesamt 161.722.524 auf den Inhaber lautenden Stückaktien der ENCAVIS AG mit Sitz in Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 63197, und damit etwa 94,15% des Grundkapitals der ENCAVIS AG, gehören, mithin Aktien in Höhe von mehr als 90% des Grundkapitals der ENCAVIS AG. Die ENCAVIS AG hält keine eigenen Aktien. Die Elbe BidCo AG ist damit Hauptaktionärin der ENCAVIS AG im Sinne von § 62 Abs. 1 und 5 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 S. 1 AktG.

Sie haben uns ferner mitgeteilt, dass die Elbe BidCo AG und die ENCAVIS AG voraussichtlich am 3. Juni 2025 einen Verschmelzungsvertrag schließen werden, mit welchem die ENCAVIS AG als übertragende Gesellschaft ihr Vermögen als Ganzes mit allen Rechten und Pflichten unter Auflösung ohne Abwicklung nach §§ 2 Nr. 1, 20 Abs. 1 Nr. 1, Nr. 2, 60 ff. UmwG auf die Elbe BidCo AG als übernehmende Gesellschaft überträgt (Verschmelzung durch Aufnahme) und dass der Verschmelzungsvertrag gem. § 62 Abs. 5 S. 2 UmwG die Angabe enthält, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung ein Ausschluss der übrigen Aktionäre der ENCAVIS AG (nachfolgend „Minderheitsaktionäre“) als übertragender Gesellschaft erfolgen soll.

Sie haben uns weiter mitgeteilt, dass auf Verlangen der Elbe BidCo AG in der ordentlichen Hauptversammlung der ENCAVIS AG, die für den 16. Juli 2025 geplant ist, gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m § 327a Abs. 1 AktG

über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre an die Elbe BidCo AG gegen Gewährung einer von der Elbe BidCo AG festgelegten Barabfindung in Höhe von EURO 17,23 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der ENCAVIS AG Beschluss gefasst werden soll.

Dies vorausgeschickt übernehmen wir, die UniCredit Bank GmbH mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 289472, ein im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugtes Kreditinstitut, hiermit nach § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m § 327b Abs. 3 AktG gegenüber jedem Minderheitsaktionär der ENCAVIS AG unbedingt und unwiderruflich die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin, jedem Minderheitsaktionär der ENCAVIS AG unverzüglich die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung in Höhe von EURO 17,23 je auf die Hauptaktionärin übertragene auf den Inhaber lautende Stückaktie der ENCAVIS AG zu zahlen, nachdem sowohl (i) der Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung der ENCAVIS AG im Handelsregister des Sitzes der ENCAVIS AG als auch (ii) die Verschmelzung der ENCAVIS AG auf die Elbe BidCo AG im Handelsregister des Sitzes der Elbe BidCo AG eingetragen sind und damit der Übertragungsbeschluss gemäß § 62 Abs. 5 S. 7, 8 UmwG i.V.m. § 327e Abs. 3 S. 1 AktG wirksam geworden ist.

Diese Gewährleistung umfasst auch die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin zur Zahlung von Zinsen gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 2 AktG in Höhe von jährlich fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz gemäß § 247 BGB ab Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister des Sitzes der ENCAVIS AG.

Diese Gewährleistungserklärung wird als selbständiges Garantieverprechen abgegeben und stellt einen echten Vertrag zugunsten Dritter dar (§ 328 Abs. 1 BGB), aus dem jedem Minderheitsaktionär der ENCAVIS AG ein direkter Zahlungsanspruch gegenüber der UniCredit Bank GmbH zusteht. Wir können aus dieser Erklärung nur insoweit in Anspruch genommen werden, als der Anspruch auf Barabfindung jeweils besteht und nicht verjährt ist. Im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär sind Einwendungen und Einreden aus dem Verhältnis der UniCredit Bank GmbH zur Hauptaktionärin ausgeschlossen.

Diese Gewährleistungserklärung im Sinne von § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 3 AktG unterliegt ausschließlich dem Recht der Bundesrepublik Deutschland.

Mit freundlichen Grüßen

UniCredit Bank GmbH



UVZnr. 2682 / F / 2025

Beglaubigt wird die Echtheit der vorstehenden, vor mir anerkannten Unterschriften von

Herrn Hartmut **Barchet**, geboren am 28.01.1975,
und
Herrn Jan **Hesseler**, geboren am 14.11.1969,
beide persönlich bekannt,
beide geschäftsansässig in Arabellastraße 12, 81925 München.

Aufgrund Einsicht in das Handelsregister des Amtsgerichts München vom 02.06.2025 bescheinige ich, dass dort unter HRB 289472 die

UniCredit Bank GmbH
mit dem Sitz in München

eingetragen und Herr Hartmut **Barchet** und Herr Jan **Hesseler** als Prokuristen gemeinsam zu deren Vertretung berechtigt sind.

Weiter bescheinige ich, dass diese Gesellschaft früher als **Bayerische Hypo- und Vereinsbank Aktiengesellschaft** firmierte und die Änderung der Firma in **UniCredit Bank AG** von der Hauptversammlung am 30.09.2009 beschlossen und am 15.12.2009 in das Handelsregister eingetragen wurde.

Außerdem bescheinige ich, dass die UniCredit Bank GmbH früher als **UniCredit Bank AG** firmierte und die Änderung der Firma in **UniCredit Bank GmbH** mit Gesellschaftsvertrag vom 11.12.2023 im Rahmen des Formwechsels in eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung beschlossen und am 15.12.2023 in das Handelsregister eingetragen wurde.

Die vorstehende unterschriebene Anmeldung bzw. Erklärung habe ich nach § 378 Abs. 3 Satz 1 FamFG bzw. § 15 Abs 3 Satz 1 GBO geprüft.

München, den 02.06.2025



Dr. Sebastian Franck
Notar

ANLAGE 3

Handelsregisterauszug der Elbe BidCo AG

Handelsregister B des Amtsgerichts München	Abteilung B Wiedergabe des aktuellen Registerinhalts Abruf vom 02.06.2025 09:51	Nummer der Firma: HRB 262997
	Seite 1 von 2	

1. Anzahl der bisherigen Eintragungen:

6

2. a) Firma:

Elbe BidCo AG

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

München

Geschäftsanschrift: Wiesenhüttenstraße 11, 60329 Frankfurt am Main

c) Gegenstand des Unternehmens:

Erwerb und Veräußerung sowie Halten und Verwalten von Beteiligungen an anderen Gesellschaften sowie Verwaltung eigenen Vermögens.

3. Grund- oder Stammkapital:

111.000,00 EUR

4. a) Allgemeine Vertretungsregelung:

Ist nur ein Vorstandsmitglied bestellt, so vertritt es die Gesellschaft allein. Sind mehrere Vorstandsmitglieder bestellt, so wird die Gesellschaft durch zwei Vorstandsmitglieder oder durch ein Vorstandsmitglied gemeinsam mit einem Prokuristen vertreten.

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

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

Vorstand: Fontana, Marco, London, *08.09.1984

Vorstand: Fredericks, Marjan Scott, Frankfurt am Main, *24.02.1984

5. Prokura:

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

Aktiengesellschaft

Satzung vom 22.01.2021

Zuletzt geändert durch Beschluss vom 27.11.2024

b) Sonstige Rechtsverhältnisse:

Die Gesellschaft hat am 27.11.2024 im Wege der Nachgründung einen Einbringungs- und Abtretungsvertrag mit der Alleinaktionärin geschlossen. Die Hauptversammlung vom 27.11.2024 hat diesem Vertrag zugestimmt.

Handelsregister B des Amtsgerichts München	Abteilung B Wiedergabe des aktuellen Registerinhalts Abruf vom 02.06.2025 09:51	Nummer der Firma: HRB 262997
	Seite 2 von 2	

7. a) Tag der letzten Eintragung:

27.02.2025

Anlage 7

Mitteilung der ENCAVIS AG vom 2. Juni 2025

ENCAVIS AG

Elbe BidCo AG übermittelt konkretisiertes Squeeze-out-Verlangen und legt Barabfindung für Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der ENCAVIS AG auf EUR 17,23 fest

Corporate | 2 June 2025 19:16

ENCAVIS AG / Schlagwort(e): Squeeze-Out/Squeeze-Out

Elbe BidCo AG übermittelt konkretisiertes Squeeze-out-Verlangen und legt Barabfindung für Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der ENCAVIS AG auf EUR 17,23 fest

02.06.2025 / 19:16 CET/CEST

Für den Inhalt der Mitteilung ist der Emittent / Herausgeber verantwortlich.

Corporate News

Elbe BidCo AG übermittelt konkretisiertes Squeeze-out-Verlangen und legt Barabfindung für Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der ENCAVIS AG auf EUR 17,23 fest

Hamburg, 2. Juni 2025 – Die Elbe BidCo AG („Elbe BidCo“) hat heute das gegenüber dem Vorstand der ENCAVIS AG („Gesellschaft“) am 31. Januar 2025 und nach Abwicklung des öffentlichen Delisting-Erwerbsangebots am 18. Februar 2025 wiederholend gestellte Verlangen gerichtet auf die Einberufung einer Hauptversammlung zur Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf die Elbe BidCo gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit der Verschmelzung der Gesellschaft auf die Elbe BidCo gemäß § 62 Abs. 1 und 5 des Umwandlungsgesetzes in Verbindung mit §§ 327a ff. des Aktiengesetzes (verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out) konkretisiert.

In diesem Zusammenhang hat die Elbe BidCo dem Vorstand der Gesellschaft mitgeteilt, dass sie circa 94,15 % des Grundkapitals der Gesellschaft hält, somit Hauptaktionärin der Gesellschaft im Sinne von § 62 Abs. 5 Satz 1 des Umwandlungsgesetzes ist und die

angemessene Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf EUR 17,23 je auf den Inhaber lautender Stückaktie der Gesellschaft festgelegt hat. Der gerichtlich bestellte sachverständige Prüfer für die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung hat die Angemessenheit der von der Elbe BidCo festgelegten Barabfindung bestätigt.

Der Abschluss und die notarielle Beurkundung des Verschmelzungsvertrags zwischen der Gesellschaft und der Elbe BidCo werden in Kürze, voraussichtlich am 3. Juni 2025, erfolgen. Der Verschmelzungsvertrag wird die Angabe enthalten, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft erfolgen soll.

Die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf die Elbe BidCo gegen Gewährung einer Barabfindung von EUR 17,23 je auf den Inhaber lautender Stückaktie der Gesellschaft soll in der ordentlichen Hauptversammlung der Gesellschaft beschlossen werden, die voraussichtlich am 16. Juli 2025 stattfinden wird.

Das Wirksamwerden des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out hängt von dem zustimmenden Beschluss der Hauptversammlung der Gesellschaft sowie der Eintragung des Übertragungsbeschlusses und der Verschmelzung in das Handelsregister am Sitz der Gesellschaft sowie der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister am Sitz der Elbe BidCo ab.

Über ENCAVIS

Die Encavis AG zählt zu den führenden konzernunabhängigen Stromerzeugern aus Erneuerbaren Energien in Europa. Das Unternehmen betreibt Onshore-Wind- und Freiflächen-Solarparks in zwölf europäischen Ländern, darunter Deutschland, Italien, Spanien, Dänemark und die Niederlande. Mit einer installierten Gesamtleistung von über 3,8 GW trägt der Encavis-Konzern maßgeblich zur nachhaltigen Energieversorgung bei.

Zum Encavis-Konzern gehören zudem die Encavis Asset Management AG, die institutionellen Investoren Beteiligungsmöglichkeiten an Erneuerbare-Energien-Anlagen bietet, sowie die Stern Energy S.p.A., ein europaweit tätiger Spezialist für technische Dienstleistungen rund um Photovoltaik-Anlagen.

Weitere Informationen finden Sie unter www.encavis.com.

Medienkontakt

Dr. Oliver Prüfer

Press Officer & Manager Public Relations

Tel.: + 49 (0)40 37 85 62 133

E-Mail: oliver.pruefer@encavis.com

02.06.2025 CET/CEST Veröffentlichung einer Corporate News/Finanznachricht,
übermittelt durch EQS News - ein Service der EQS Group.

Für den Inhalt der Mitteilung ist der Emittent / Herausgeber verantwortlich.

Die EQS Distributionsservices umfassen gesetzliche Meldepflichten, Corporate
News/Finanznachrichten und Pressemitteilungen.

Medienarchiv unter <https://eqs-news.com>

2149150 02.06.2025 CET/CEST

Anlage 8

Entwurf des Verschmelzungsvertrags zwischen der Elbe BidCo AG und der ENCAVIS AG vom 2. Juni 2025

[*Date*]

Elbe BidCo AG
(als übernehmender Rechtsträger)

und

ENCAVIS AG
(als übertragender Rechtsträger)

Verschmelzungsvertrag

Verschmelzungsvertrag

zwischen der

- (1) **Elbe BidCo AG**, mit Sitz in München, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 262997 als übernehmende Gesellschaft ("**Elbe BidCo**" oder "**Übernehmende Gesellschaft**")

und der

- (2) **ENCAVIS AG**, mit Sitz in Hamburg, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 63197 ("**Encavis**" oder "**Übertragende Gesellschaft**")

- nachfolgend auch einzeln als "**Partei**" und gemeinsam als "**Parteien**" bezeichnet -

VORBEMERKUNGEN

- (A) Die Elbe BidCo ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Sitz in München, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 262997. Die Geschäftsanschrift lautet Wiesenhüttenstraße 11, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland. Das im Handelsregister eingetragene Grundkapital der Elbe BidCo beträgt EUR 111.000,00 und ist eingeteilt in 111.000 auf den Namen lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie ("**Elbe BidCo-Aktien**"). Die Elbe BidCo-Aktien sind weder zum Handel im regulierten Markt einer Wertpapierbörse zugelassen, noch werden sie im Freiverkehr einer Wertpapierbörse gehandelt. Das Geschäftsjahr der Elbe BidCo ist das Kalenderjahr.
- (B) Die alleinige Aktionärin der Elbe BidCo ist die Elbe MidCo GmbH & Co. KG, eine nach deutschem Recht gegründete Kommanditgesellschaft mit Sitz in Frankfurt am Main, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter der Registernummer HRA 53913 ("**Elbe MidCo KG**"). Die alleinige Komplementärin der Elbe MidCo KG ist die Elbe FinCo 2 GmbH, eine nach deutschem Recht gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Frankfurt am Main, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts

Merger Agreement

between

- (1) **Elbe BidCo AG**, with registered office in Munich, Germany, registered with the commercial register of the local court of Munich under HRB 262997 ("**Elbe BidCo**" or the "**Acquiring Company**");

and

- (2) **ENCAVIS AG**, with registered office in Hamburg, Germany, registered with the commercial register of the local court of Hamburg under HRB 63197 ("**Encavis**" or the "**Transferring Company**")

- hereinafter also individually referred to as a "**Party**" and collectively as the "**Parties**" -

WHEREAS

- (A) Elbe BidCo is a stock corporation incorporated under German law with registered office in Munich, Germany, registered with the commercial register of the local court of Munich under HRB 262997. Its business address is at Wiesenhüttenstraße 11, 60329 Frankfurt am Main, Germany. The registered share capital of Elbe BidCo amounts to EUR 111,000.00 and is divided into 111,000 no-par value registered shares, each representing a notional interest in the share capital of EUR 1.00 ("**Elbe BidCo Shares**"). The Elbe BidCo Shares are not admitted to trading on the regulated market of any stock exchange, nor are they traded on the regulated unofficial market of any stock exchange. The financial year of Elbe BidCo is the calendar year.
- (B) The sole shareholder of Elbe BidCo is Elbe MidCo GmbH & Co. KG, a limited partnership established under the laws of Germany, with its registered office in Frankfurt am Main, Germany, registered with the commercial register of the local court of Frankfurt am Main under HRA 53913 ("**Elbe MidCo KG**"). The sole general partner of Elbe MidCo KG is Elbe FinCo 2 GmbH, a limited liability company incorporated under the laws of Germany, with its registered office in Frankfurt am Main, Germany, registered with the commercial

Frankfurt am Main unter HRB 133853 ("**Elbe FinCo 2**").

(C) Die Encavis ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 63197. Die Geschäftsanschrift lautet Große Elbstraße 59, 22767 Hamburg, Deutschland. Das Grundkapital von Encavis beträgt EUR 161.722.524,00 und ist eingeteilt in 161.722.524 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie ("**Encavis-Aktien**"). Es bestehen keine unterschiedlichen Aktiengattungen. Encavis hält zum heutigen Tag keine eigenen Aktien. Das Geschäftsjahr von Encavis ist das Kalenderjahr. Die Encavis-Aktien werden nicht im regulierten Markt gehandelt; sie sind seit Ablauf des 31. Januar 2025 jeweils nicht mehr zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse und der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg (Börse Hamburg) zugelassen (zusammen "**Delisting**"). Die Encavis-Aktien sind derzeit allein zum Handel im Freiverkehr der Börse Hamburg einbezogen.

(D) Elbe BidCo hält ausweislich der dieser Urkunde als **Anlage (D)** beigefügten Depotbestätigung der UniCredit Bank GmbH, München, derzeit unmittelbar 152.259.755 der insgesamt 161.722.524 Encavis-Aktien. Dies entspricht einem Anteil von rund 94,15 % des Grundkapitals und der Stimmrechte von Encavis. Elbe BidCo ist damit Hauptaktionärin von Encavis im Sinne des § 62 Abs. 5 Satz 1 Umwandlungsgesetz ("**UmwG**"). Elbe BidCo und Encavis beabsichtigen, das Vermögen von Encavis als Ganzes im Wege der Verschmelzung durch Aufnahme gemäß §§ 2 Nr. 1, 4 ff., 60 ff. UmwG auf Elbe BidCo zu übertragen. Im Zusammenhang mit der Verschmelzung soll ein Ausschluss der übrigen Aktionäre von Encavis ("**Minderheitsaktionäre**") gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. Aktiengesetz ("**AktG**") erfolgen. Zu diesem Zweck soll die Hauptversammlung von Encavis innerhalb von drei Monaten nach Abschluss dieses Verschmelzungsvertrages über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf Elbe BidCo gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

register of the local court of Frankfurt am Main unter HRB 133853 ("**Elbe FinCo 2**").

(C) Encavis is a stock corporation under German law with registered office in Hamburg, Germany, registered with the commercial register of the local court of Hamburg under HRB 63197. Its business address is Große Elbstraße 59, 22767 Hamburg, Germany. The share capital of Encavis amounts to EUR 161,722,524.00 and is divided into 161,722,524 no-par value bearer shares, each representing a notional interest in the share capital of EUR 1.00 ("**Encavis Shares**"). There are no different classes of shares. As of today's date, Encavis holds no treasury shares. The financial year of Encavis is the calendar year. The Encavis Shares are no longer traded in the regulated market; upon expiry of 31 January 2025, the Encavis Shares are no longer admitted to trading on the regulated market of neither the Frankfurt Stock Exchange (Frankfurter Wertpapierbörse) nor the Hanseatic Stock Exchange Hamburg (Börse Hamburg) (jointly the "**Delisting**"). The Encavis Shares are currently only included in trading in the open market (*Freiverkehr*) of Börse Hamburg.

(D) As set forth in the depositary account statement of UniCredit Bank GmbH, Munich, attached hereto as **Annex (D)**, Elbe BidCo currently directly holds 152,259,755 out of 161,722,524 Encavis Shares in issue. This corresponds to approximately 94.15 % of the share capital and voting rights in Encavis. Accordingly, Elbe BidCo is the main shareholder of Encavis within the meaning of section 62 para. 5 sentence 1 of the German Transformation Act (*Umwandlungsgesetz* – "**UmwG**"). Elbe BidCo and Encavis intend to transfer the entire assets of Encavis to Elbe BidCo by way of a merger by absorption pursuant to sections 2 no. 1, 4 *et seq.*, 60 *et seq.* UmwG. In connection with the merger, it is intended to effect a squeeze-out of the remaining shareholders of Encavis ("**Minority Shareholders**") pursuant to section 62 para. 5 in conjunction with sections 327a *et seq.* German Stock Corporation Act (*Aktiengesetz*, "**AktG**"). For this purpose, it is intended that the general meeting of Encavis will resolve on the transfer of the shares of the Minority Shareholders to Elbe BidCo against payment of an adequate cash compensation within three months of the conclusion of this merger agreement.

(E) Die Verschmelzung soll nur wirksam werden, wenn gleichzeitig auch der Ausschluss der Minderheitsaktionäre und damit die Übertragung aller Encavis-Aktien der Minderheitsaktionäre auf Elbe BidCo als Hauptaktionärin wirksam wird, was durch eine aufschiebende Bedingung für die Wirksamkeit dieses Verschmelzungsvertrages sichergestellt wird. Umgekehrt werden auch der Ausschluss der Minderheitsaktionäre und damit die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf Elbe BidCo als Hauptaktionärin gemäß § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG nur gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister des Sitzes der Elbe BidCo wirksam. Da Elbe BidCo folglich bei Wirksamwerden der Verschmelzung die alleinige Aktionärin von Encavis sein wird, unterbleibt eine Gewährung von Anteilen an der Elbe BidCo an die Minderheitsaktionäre von Encavis. Eine Kapitalerhöhung von Elbe BidCo zur Durchführung der Verschmelzung findet somit nicht statt. Es bedarf daher auch keines Treuhänders nach § 71 UmwG.

(E) The merger shall take effect only if the squeeze-out of the Minority Shareholders and thus the transfer of all Encavis Shares held by the Minority Shareholders to Elbe BidCo as main shareholder takes effect at the same time, which is ensured by a condition precedent regarding the effectiveness of this merger agreement. In turn, the squeeze-out of the Minority Shareholders and thus the transfer of the shares of the Minority Shareholders to Elbe BidCo as main shareholder in accordance with section 62 para. 5 sentence 7 UmwG will only take effect concurrently with the registration of the merger with the commercial register at the place of the registered office of Elbe BidCo. Since Elbe BidCo will consequently be the sole shareholder of Encavis when the merger takes effect, no shares in Elbe BidCo will be issued to the Minority Shareholders of Encavis. Thus, no capital increase of Elbe BidCo will be effected to implement the merger. There is therefore no need for a trustee pursuant to section 71 UmwG either.

Dies vorausgeschickt, vereinbaren die Parteien das Folgende:

Now, therefore, the Parties agree as follows:

1. VERMÖGENSÜBERTRAGUNG

Encavis überträgt ihr Vermögen als Ganzes mit allen Rechten und Pflichten unter Auflösung ohne Abwicklung nach §§ 2 Nr. 1, 4 ff., 60 ff. UmwG auf Elbe BidCo nach näherer Maßgabe der Bestimmungen dieses Verschmelzungsvertrages (Verschmelzung durch Aufnahme). Mit der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister des Sitzes der Übernehmenden Gesellschaft gehen auch die Verbindlichkeiten von Encavis auf Elbe BidCo über (§ 20 Abs. 1 Nr. 1 UmwG).

1. TRANSFER OF ASSETS

Encavis shall transfer its entire assets, including all rights and obligations, by way of dissolution without liquidation pursuant to sections 2 no. 1, 4 *et seqq.*, 60 *et seqq.* UmwG to Elbe BidCo in accordance with the provisions of this merger agreement (merger by absorption). Upon registration of the merger with the commercial register of the Acquiring Company, all liabilities of Encavis will be assumed by Elbe BidCo (section 20 para. 1 no. 1 UmwG).

2. SCHLUSSBILANZ, VERSCHMELZUNGSSTICHTAG

2.1 Der Verschmelzung wird – vorbehaltlich der in Ziffer 2.3 (*Stichtagsänderung*) dieses Verschmelzungsvertrages getroffenen Regelung – die von der PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München, geprüfte und mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehene Bilanz von Encavis als Übertragende Gesellschaft zum 31. Dezember 2024 als Schlussbilanz zugrunde gelegt (zugleich steuerlicher Übertragungstichtag).

2. CLOSING BALANCE SHEET, MERGER EFFECTIVE DATE

2.1 Subject to the provisions in section 2.3 of this merger agreement (change of the effective date), the merger shall be based on the balance sheet of Encavis as Transferring Company as of 31 December 2024, which was audited and issued with an unqualified audit opinion by PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Munich, as the closing balance sheet (the balance sheet date is also the transfer date for tax purposes).

- 2.2 Die Übernahme des Vermögens von Encavis als Übertragende Gesellschaft durch Elbe BidCo als Übernehmende Gesellschaft erfolgt – vorbehaltlich der in Ziffer 2.3 (*Stichtagsänderung*) dieses Verschmelzungsvertrages getroffenen Regelung – im Innenverhältnis zwischen den Parteien mit Wirkung zum Ablauf des 31. Dezember 2024. Vom Beginn des 1. Januar 2025 ("**Verschmelzungstichtag**") an gelten alle Handlungen und Geschäfte der Übertragenden Gesellschaft als für Rechnung der Übernehmenden Gesellschaft vorgenommen.
- 2.2 Subject to the provisions in section 2.3 of this merger agreement (change of the effective date), the transfer of the assets and liabilities of Encavis as Transferring Company to Elbe BidCo as Acquiring Company shall take effect as between the Parties at the end of 31 December 2024. From the beginning of 1 January 2025 ("**Merger Effective Date**"), all actions and transactions of the Transferring Company shall be treated as being those of the Acquiring Company.
- 2.3 Falls die Verschmelzung nicht bis zum Ablauf des 31. März 2026 durch Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der Elbe BidCo als Übernehmender Gesellschaft wirksam geworden ist, wird der Verschmelzung abweichend von Ziffer 2.1 dieses Verschmelzungsvertrages die Bilanz von Encavis als Übertragende Gesellschaft zum Stichtag 31. Dezember 2025 als Schlussbilanz zugrunde gelegt und der Verschmelzungstichtag abweichend von Ziffer 2.2 dieses Verschmelzungsertrages auf den Beginn des 1. Januar 2026 verschoben. Bei einer weiteren Verzögerung des Wirksamwerdens der Verschmelzung über den 31. März des jeweiligen Folgejahres hinaus, verschieben sich die Stichtage entsprechend der vorstehenden Regelung jeweils um ein Jahr.
- 2.3 If the merger has not become effective by the end of 31 March 2026 by registration with the commercial register at the place of the registered office of Elbe BidCo as Acquiring Company, the merger shall be based, notwithstanding section 2.1 of this merger agreement, on the balance sheet of Encavis as Transferring Company as of 31 December 2025 as closing balance sheet, and the Merger Effective Date shall be postponed, notwithstanding section 2.2 of this merger agreement, to the beginning of 1 January 2026. If the effectiveness of the merger is further delayed beyond 31 March of the respective subsequent year, the effective dates shall be postponed in each case by one year in accordance with the above provisions.
- 3. AUSSCHLUSS DER MINDERHEITSAKTIONÄRE DER ÜBERTRAGENDEN GESELLSCHAFT**
- 3. SQUEEZE-OUT OF THE MINORITY SHAREHOLDERS OF THE TRANSFERRING COMPANY**
- 3.1 Im Zusammenhang mit der Verschmelzung von Encavis auf Elbe BidCo soll ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre von Encavis gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG erfolgen. Ausweislich der dieser Urkunde als **Anlage (D)** beigefügten Depotbestätigung der UniCredit Bank GmbH, München, hält Elbe BidCo derzeit unmittelbar 152.259.755 der insgesamt 161.722.524 Encavis-Aktien. Dies entspricht einem Anteil von rund 94,15 % des Grundkapitals von Encavis. Die Elbe BidCo ist damit Hauptaktionärin im Sinne des § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG.
- 3.1 It is intended to effect a squeeze-out of the Minority Shareholders of Encavis pursuant to section 62 para. 5 UmwG in conjunction with sections 327a et seqq. AktG in connection with the merger of Encavis into Elbe BidCo. As set forth in the depositary account statement of UniCredit Bank GmbH, Munich, attached hereto as **Annex (D)**, Elbe BidCo currently directly holds 152,259,755 out of 161,722,524 Encavis Shares in issue. This corresponds to approximately 94.15 % of the share capital in Encavis. Accordingly, Elbe BidCo is the main shareholder of Encavis within the meaning of section 62 para. 5 sentence 1 UmwG.
- 3.2 Es ist beabsichtigt, dass die Hauptversammlung von Encavis innerhalb von drei Monaten nach Abschluss dieses Verschmelzungsertrages einen Beschluss nach § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG ("**Übertragungsbeschluss**") über die Übertragung der Aktien der
- 3.2 It is intended that the general meeting of Encavis will, within three months following conclusion of this merger agreement, adopt a resolution pursuant to section 62 para.5 sentence 1 UmwG in conjunction with section 327a para.1 sentence 1 AktG ("**Squeeze-Out Resolution**")

Minderheitsaktionäre von Encavis auf Elbe BidCo als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer von der Elbe BidCo zu zahlenden angemessenen, in dem Übertragungsbeschluss betragsmäßig zu bestimmenden Barabfindung fasst. Die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister des Sitzes der Übertragenden Gesellschaft ist mit dem Vermerk zu versehen, dass er erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister des Sitzes der Übernehmenden Gesellschaft wirksam wird (§ 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG).

4. KEINE GEGENLEISTUNG

4.1 Die Elbe BidCo als Übernehmende Gesellschaft wird mit Wirksamwerden der Verschmelzung sämtliche Encavis-Aktien halten. Das wird durch die aufschiebende Bedingung für die Wirksamkeit dieses Verschmelzungsertrages gemäß Ziffer 7.1 dieses Verschmelzungsertrages und die gesetzliche Bestimmung in § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG sichergestellt. Somit sind den Anteilseignern von Encavis gemäß § 20 Abs. 1 Nr. 3 Satz 1 Halbsatz 2 UmwG im Rahmen der Verschmelzung keine Anteile an der Elbe BidCo als Gegenleistung zu gewähren. Die Elbe BidCo als Übernehmende Gesellschaft darf gemäß § 68 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 UmwG ihr Grundkapital zur Durchführung der Verschmelzung nicht erhöhen. Dementsprechend entfallen gemäß § 5 Abs. 2 UmwG alle in § 5 Abs. 1 Nr. 2 bis 5 UmwG vorgesehenen Angaben zum Umtausch der Anteile.

4.2 Die Elbe BidCo wird bei Wirksamwerden der Verschmelzung alleinige Aktionärin von Encavis sein, so dass ein Barabfindungsangebot im Verschmelzungsvertrag (§ 29 UmwG) nicht erforderlich ist. Höchst vorsorglich erklärt Elbe BidCo hiermit den Verzicht auf ein Barabfindungsangebot im Verschmelzungsvertrag (§ 29 UmwG) sowie die Prüfung der Angemessenheit des Barabfindungsangebotes und auf einen diesbezüglichen Prüfungsbericht (§ 30 Abs. 2 UmwG).

5. BESONDERE RECHTE UND VORTEILE

5.1 Vorbehaltlich des in Ziffer 3 dieses Verschmelzungsertrages genannten Sachverhalts (*Ausschluss der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung*) werden keine Rechte i.S.v. § 5 Abs. 1 Nr. 7 UmwG für einzelne Aktionäre, (ehemalige) Anleihegläubiger, Aktienoptionsbegünstigte oder Inhaber sonstiger

regarding the transfer of the shares of the Minority Shareholders of Encavis to Elbe BidCo as main shareholder against payment of an adequate cash compensation by Elbe BidCo in the amount to be determined in the Squeeze-Out Resolution. The registration of the Squeeze-Out Resolution with the commercial register at the place of the registered office of the Transferring Company shall contain a note that the Squeeze-Out Resolution will only become effective concurrently with the registration of the merger with the commercial register at the place of the registered office of the Acquiring Company (section 62 para. 5 sentence 7 UmwG).

4. NO CONSIDERATION

4.1 When the merger takes effect, Elbe BidCo as Acquiring Company will hold all shares in Encavis. This is ensured by the condition precedent regarding the effectiveness of this merger agreement pursuant to section 7.1 of this merger agreement and the statutory provision in section 62 para. 5 sentence 7 UmwG. Therefore, pursuant to section 20 para. 1 no. 3 sentence 1 half-sentence 2 UmwG, no shares in Elbe BidCo have to be granted as consideration to the shareholders of Encavis in connection with the merger. Pursuant to section 68 para. 1 sentence 1 no. 1 UmwG, Elbe BidCo as Acquiring Company must not increase its share capital to implement the merger. Therefore, pursuant to section 5 para. 2 UmwG, the information on the exchange of shares pursuant to section 5 para. 1 nos. 2 to 5 UmwG is not required.

4.2 Elbe BidCo will be the sole shareholder of Encavis upon effectiveness of the merger, such that no offer of a cash compensation in the merger agreement (section 29 UmwG) is required. As a precautionary measure, Elbe BidCo hereby waives the offer of a cash compensation in the merger agreement (section 29 UmwG) as well as the audit of the appropriateness of the cash compensation offer and an audit report in this regard (section 30 para. 2 UmwG).

5. SPECIAL RIGHTS AND BENEFITS

5.1 Subject to the facts and circumstances set forth in section 3 of this merger agreement (*squeeze-out of the Minority Shareholders against payment of an adequate compensation*) no rights within the meaning of section 5 para. 1 no. 7 UmwG will be granted to individual shareholders, (former) bondholders, Stock Option

besonderer Rechte gewährt. Es sind auch keine Maßnahmen im Sinne der vorgenannten Vorschrift für solche Personen vorgesehen.

5.2 Vorbehaltlich der in den Bestimmungen der Ziffern 5.3 bis 5.5 dieses Verschmelzungsertrages vorsorglich genannten Sachverhalte werden keine besonderen Vorteile i.S.v. § 5 Abs. 1 Nr. 8 UmwG für ein Vorstands- oder Aufsichtsratsmitglied eines an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträgers, für die Abschlussprüfer oder für eine sonstige in dieser Vorschrift genannte Person gewährt. Es sind auch keine Maßnahmen im Sinne der vorgenannten Vorschrift für solche Personen vorgesehen.

5.3 Zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Verschmelzungsvertrags besteht der Vorstand der Encavis aus Dr. Christoph Husmann und Mario Schirru. Mit dem Wirksamwerden der Verschmelzung endet die Organstellung der Vorstandsmitglieder von Encavis. Die mit Encavis abgeschlossenen Vorstandsdienstverträge, einschließlich der darin getroffenen Vergütungsregeln sowie sonstige vergütungsrelevante Vereinbarungen wie Bonus- oder Pensionsvereinbarungen der Vorstandsmitglieder von Encavis sowie etwaige sonstige Verträge zwischen den Vorstandsmitgliedern und Encavis gehen mit Wirksamwerden der Verschmelzung im Wege der Gesamtrechtsnachfolge auf Elbe BidCo über. Dies betrifft den Vorstandsdienstvertrag von Dr. Christoph Husmann und den diesbezüglichen Aufhebungsvertrag (vgl. Ziffer 5.4 dieses Vertrages) sowie den Vorstandsdienstvertrag von Mario Schirru, die mit Wirkung zum 1. Oktober 2014 bzw. 1. August 2022 erstmals als Vorstandsmitglieder von Encavis bestellt wurden. Weder die Übertragung der Encavis-Aktien der Minderheitsaktionäre an die Elbe BidCo (Squeeze-out) noch die Verschmelzung unter diesem Verschmelzungsertrag begründen Bonuszahlungen an die Vorstandsmitglieder unter den unter dieser Ziffer 5.3 bezeichneten Vorstandsdienstverträgen.

5.4 Encavis und Dr. Christoph Husmann haben sich in einem Aufhebungsvertrag vom 6. März 2025 ("**Aufhebungsvertrag**") darauf verständigt, dass der Vorstandsdienstvertrag von Dr. Christoph Husmann zum Ablauf des 31. Dezembers 2025 ("**Beendigungszeitpunkt**") aufgehoben wird. Zudem hat sich Dr. Christoph Husmann gegenüber

Beneficiaries or holders of other special rights, and no measures within the meaning of the aforementioned provision are intended with regard to such persons.

5.2 Subject to the facts and circumstances set forth as a matter of precaution in section 5.3 to 5.7 of this merger agreement, no special benefits within the meaning of section 5 para. 1 no. 8 UmwG will be granted to members of the management board or of the supervisory board of any of the entities involved in the merger or to the auditors or to any other person referred to in that provision, and no measures within the meaning of the aforementioned provision are intended with regard to such persons.

5.3 At the time of the conclusion of this agreement, the management board of Encavis consists of Dr. Christoph Husmann and Mario Schirru. Upon the effectiveness of the merger, the board positions of the members of the management board of Encavis will end. The management board service agreements, including the remuneration arrangements and other arrangements relating to remuneration, such as bonus and pension agreements, entered into between the management board members and Encavis as well as any other contracts between the management board members and Encavis will be transferred to Elbe BidCo by way of universal succession upon effectiveness of the merger. This relates to the management board service agreement with Dr. Christoph Husmann and the respective termination agreement, respectively (cf. section 5.4 of this agreement) as well as the management board service agreement of Mario Schirru, which have been appointed as members of the management board of Encavis effective 1 October 2014 resp. 1 August 2022 for the first time. Neither the transfer of the Encavis Shares of the Minority Shareholders to Elbe BidCo (Squeeze-Out) nor the merger under this merger agreement give rise to bonus payments to the management board members under the management board service contracts referred to in this section 5.3.

5.4 On 6 March 2025, Encavis and Dr Christoph Husmann concluded a termination agreement ("**Termination Agreement**") pursuant to which the service agreement of Dr. Christoph Husmann will end with the expiry of 31 December 2025 ("**Termination Date**"). Pursuant to the Termination Agreement, Dr Christoph

Encavis im Aufhebungsvertrag verpflichtet, das Amt als Vorstand von Encavis mit Ablauf des Tages, an dem die Hauptversammlung von Encavis über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf Elbe BidCo gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt, niederzulegen. Dr. Christoph Husmann steht unter den Bedingungen des Aufhebungsvertrags eine Abfindungszahlung zu, die sich an der Restlaufzeit seines Vorstandsdienssvertrags bemisst. Der Aufhebungsvertrag geht mit Wirksamwerden der Verschmelzung im Wege der Gesamtrechtsnachfolge auf Elbe BidCo über. Der Abschluss des Aufhebungsvertrags erfolgte ohne Rücksicht auf und unabhängig von der Verschmelzung. Besondere Vorteile i.S.v. § 5 Abs. 1 Nr. 8 UmwG sollen nicht gewährt werden.

5.5 Zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Verschmelzungsvertrags besteht der Vorstand der Elbe BidCo aus Marco Fontana und Marjan Scott Fredericks. Unbeschadet der Zuständigkeit des Aufsichtsrats der Elbe BidCo ist beabsichtigt, dass Marco Fontana und Marjan Scott Fredericks nach Wirksamwerden der Verschmelzung aus dem Vorstand der Elbe BidCo ausscheiden werden. Marco Fontana und Marjan Scott Fredericks werden im Zusammenhang mit ihrem Ausscheiden aus dem Vorstand der Elbe BidCo keine Abfindung oder andere besondere Vorteile i.S.d. § 5 Abs. 1 Nr. 8 UmwG gewährt. Unbeschadet der Zuständigkeit des Aufsichtsrats der Elbe BidCo ist zudem beabsichtigt, dass das derzeitige Mitglied des Vorstands von Encavis, Mario Schirru, nach Wirksamwerden der Verschmelzung künftig Mitglied des Vorstands der Elbe BidCo wird. Mario Schirru soll im Vorstand der Elbe BidCo entsprechend diejenige Funktion übernehmen, die er bis zum Wirksamwerden der Verschmelzung bei Encavis innehatte. Unbeschadet der Zuständigkeit der Gesellschafterversammlung der Elbe FinCo 2, ist zudem beabsichtigt, dass Mario Schirru zugleich auch als Geschäftsführer der Elbe FinCo 2 bestellt wird. Es ist außerdem beabsichtigt, dass Elbe FinCo 2 mit Mario Schirru einen neuen Dienstvertrag mit im Wesentlichen zu den derzeit zwischen Encavis und Mario Schirru vereinbarten Bedingungen abschließt. Unter Berücksichtigung des Delistings ist vorgesehen, dass die Bedingungen der langfristigen Incentivierung als variabler Vergütungsbestandteil der Gesamtvergütung von Mario Schirru angepasst wird. Details hierzu wurden bislang noch nicht vereinbart. Die Anpassung des Dienstvertrags, die Bestellung als Geschäftsführer der

Husmann undertook to resign from his position as a member of the management board of Encavis at the end of the day on which Encavis' general meeting will resolve on the transfer of the shares of the Minority Shareholders to Elbe BidCo against payment of an adequate cash compensation. Subject to the terms and conditions of the Termination Agreement, Dr Christoph Husmann is entitled to a severance considering the remaining term of his service agreement. The Termination Agreement will be transferred to Elbe BidCo by way of universal succession upon effectiveness of the merger. The conclusion of the Termination Agreement was carried out without regard to and independently of the merger. Special benefits within the meaning of section 5 para. 1 no. 8 UmwG shall not be granted.

5.5 At the time of the conclusion of this merger agreement, the management board of Elbe BidCo consists of Marco Fontana and Marjan Scott Fredericks. Without prejudice to the competence of the supervisory board of Elbe BidCo, it is intended that Marco Fontana and Marjan Scott Fredericks will resign from the management board of Elbe BidCo after the merger has become effective. Marco Fontana and Marjan Scott Fredericks will not be granted any severance payment or other special benefits within the meaning of section 5 para. 1 no. 8 UmwG in connection with their resignation from the management board of Elbe BidCo. Without prejudice to the competence of the supervisory board of Elbe BidCo, it is also intended that the current member of the management board of Encavis, Mario Schirru, will be appointed as future member of the management board of Elbe BidCo after the merger takes effect. Mario Schirru shall assume the same position and be assigned with the same task and responsibilities in the management board of Elbe BidCo as he had as member of the management board of Encavis until the merger takes effect. Without prejudice to the competence of the shareholder's meeting of Elbe FinCo 2, it is further intended that Mario Schirru will be appointed as managing director of Elbe FinCo 2. It is also intended that Elbe FinCo 2 shall conclude a new service agreement with Mario Schirru substantially on the terms and conditions currently agreed between Encavis and Mario Schirru. Considering the Delisting, the terms and conditions of the long-term incentive component as a variable component of the overall compensation shall be revised. Details

Elbe FinCo 2 und die Anpassung der langfristigen Incentivierung erfolgen allesamt ohne Rücksicht auf und unabhängig von der Verschmelzung. Besondere Vorteile i.S.v. § 5 Abs. 1 Nr. 8 UmwG sollen nicht gewährt werden.

5.6 Zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Verschmelzungsvertrags besteht der Aufsichtsrat von Encavis aus sechs Mitgliedern: Marco Fontana, Boris Scukanec Hopinski, Tobias Krauss, Dr. Johannes Teyssen, Prof. Dr. Martin Viessmann und Prof. Dr. Fritz Vahrenholt (vgl. Ziffer 6.13 dieses Verschmelzungsertrages). Mit dem Wirksamwerden der Verschmelzung endet die Organstellung der Aufsichtsratsmitglieder von Encavis. Eine Entschädigung erhalten die Aufsichtsratsmitglieder von Encavis hierfür nicht.

5.7 Zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Verschmelzungsvertrags besteht der Aufsichtsrat von Elbe BidCo aus drei Mitgliedern: Andrew Michael Furze, Gianfranco Maraffio und Christian Krumb. Mit dem Wirksamwerden der Verschmelzung bleibt die Organstellung der Aufsichtsratsmitglieder der Elbe BidCo unverändert bestehen. Eine Änderung der Besetzung des Aufsichtsrats der Elbe BidCo ist derzeit nicht beabsichtigt.

6. FOLGEN DER VERSCHMELZUNG FÜR DIE ARBEITNEHMER UND IHRE VERTRETUNGEN

6.1 Elbe BidCo beschäftigt keine Arbeitnehmer und es bestehen dementsprechend auch keine Arbeitnehmervertretungsorganen. Insoweit hat die Verschmelzung keinerlei Auswirkungen. Ein Konzernbetriebsrat ist bei Elbe BidCo nicht errichtet. Bei Elbe BidCo bestehen keine mit Arbeitnehmervertretungsorganen abgeschlossenen Vereinbarungen. Elbe BidCo ist nicht Mitglied in einem Arbeitgeberverband und bringt auch nicht anderweitig Tarifverträge zur Anwendung, sodass die Verschmelzung auch insoweit keine Auswirkungen hat.

6.2 Die drei Mitglieder des Aufsichtsrats der Elbe BidCo werden allein durch die Hauptversammlung gewählt. Da Elbe BidCo keine Arbeitnehmer beschäftigt und ihr weder nach dem Gesetz über die Drittelbeteiligung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat ("**DrittelbG**") noch nach dem Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer ("**MitbestG**")

hereto have not yet been agreed. The conclusion of the new service contract, the appointment as managing director of Elbe FinCo 2, and the adjustment of the long-term incentives are all carried out without regard to and independently of the merger. Special benefits within the meaning of section 5 para. 1 no. 8 UmwG shall not be granted.

5.6 At the time of the conclusion of this merger agreement, the supervisory board of Encavis consists of six members: Marco Fontana, Boris Scukanec Hopinski, Tobias Krauss, Dr. Johannes Teyssen, Prof. Dr. Martin Viessmann and Prof. Dr. Fritz Vahrenholt (cf. section 6.13 of this merger agreement). Upon the effectiveness of the merger, the board positions of the members of the supervisory board of Encavis will end. The members of the supervisory board of Encavis do not receive any compensation for this.

5.7 At the time of the conclusion of this merger agreement, the supervisory board of Elbe BidCo consists of three members: Andrew Michael Furze, Gianfranco Maraffio and Christian Krumb. Upon the effectiveness of the merger, the position of the supervisory board members of Elbe BidCo remains unchanged. Changes to the composition of the supervisory board of Elbe BidCo are currently not intended.

6. CONSEQUENCES OF THE MERGER FOR THE EMPLOYEES AND THEIR REPRESENTATIVE BODIES

6.1 Elbe BidCo has no employees and accordingly there are no employee representative bodies. Therefore, the merger will not have any consequences in this respect. A group works council (*Konzernbetriebsrat*) has not been established at Elbe BidCo. No agreements with employee representative bodies are in place at Elbe BidCo. Elbe BidCo is not a member of an employers' association, nor does it in any other way implement or apply collective bargaining agreements, so that the merger will not have any consequences in this respect, either.

6.2 The three members of the supervisory board of Elbe BidCo are elected solely by the general meeting. As Elbe BidCo has no employees and no employees are attributable to Elbe BidCo under the German Act on the One-Third Participation of Employees in the Supervisory Board (*Drittelbeteiligungsgesetz* – "**DrittelbG**") or

Arbeitnehmer zuzurechnen sind, sind keine Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat vorhanden. Auch nach Wirksamwerden der Verschmelzung setzt sich der Aufsichtsrat der Elbe BidCo nicht nach den Vorschriften des DrittelbG oder des MitbestG zusammen.

6.3 Für die Arbeitnehmer von Encavis und deren Vertretungen hat die Verschmelzung die in Ziffer 6.4 bis 6.14 dieses Verschmelzungsertrages beschriebenen Folgen. Es sind keine Maßnahmen i.S.d. § 5 Abs. 1 Nr. 9 UmwG für die Arbeitnehmer von Encavis und ihre Vertretungen vorgesehen.

6.4 Encavis hat zum Verschmelzungstichtag 138 Arbeitnehmer im Inland (Deutschland). Die Verschmelzung und der damit verbundene vollständige Übergang der Leitungsmacht über sämtliche Betriebe von Encavis auf Elbe BidCo begründen einen Betriebsübergang, sodass sämtliche Arbeitsverhältnisse, die zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Verschmelzung (durch Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister des Sitzes von Elbe BidCo) mit Encavis bestehen, nach Maßgabe des § 35a Abs. 2 UmwG i.V.m. § 613a Bürgerliches Gesetzbuch ("**BGB**") auf Elbe BidCo kraft Gesetzes übergehen. Elbe BidCo tritt mit Wirksamwerden der Verschmelzung als neue Arbeitgeberin in sämtliche Rechte und Pflichten aus den in diesem Zeitpunkt mit Encavis bestehenden Arbeitsverhältnissen unter Anerkennung der bei Encavis erworbenen Betriebszugehörigkeit ein und führt die Arbeitsverhältnisse fort. Eine Kündigung der bei Wirksamwerden der Verschmelzung übergehenden Arbeitsverhältnisse wegen des Betriebsübergangs ist gemäß § 35a Abs. 2 UmwG i.V.m. § 613a Abs. 4 Satz 1 BGB unwirksam. Das Recht zu einer Kündigung aus anderen Gründen bleibt gemäß § 35a Abs. 2 UmwG i.V.m. § 613a Abs. 4 Satz 2 BGB unberührt.

6.5 Die individualvertraglichen Arbeitsbedingungen der übergehenden Arbeitnehmer bleiben unverändert, einschließlich etwaiger betrieblicher Übungen, Gesamtzusagen und Einheitsregelungen. Dies gilt auch für den Arbeitsort sowie bestehende Direktionsrechte des Arbeitgebers, die nach dem

under the German Act on the Co-Determination of Employees (*Mitbestimmungsgesetz* – "**MitbestG**") the supervisory board does not consist of any employee representatives. After the merger becomes effective, the supervisory board will still not have to be composed in accordance with the provisions of the DrittelbG or the MitbestG.

6.3 For the employees of Encavis and their representative bodies, the merger will have the consequences described in sections 6.4 to 6.14 of this merger agreement. No measures within the meaning of section 5 para. 1 no. 9 UmwG are intended with regard to the employees of Encavis and their representative bodies.

6.4 Encavis has 138 employees in Germany as of the Merger Effective Date. The merger and the associated complete transfer of the leadership and management over all establishments (*Betriebe*) of Encavis to Elbe BidCo constitute a transfer of undertaking (*Betriebsübergang*). As a consequence, all employment relationships existing with Encavis at the time when the merger takes effect (by registration of the merger with the commercial register at the place of the registered office of Elbe BidCo) will be transferred to Elbe BidCo by operation of law in accordance with section 35a para. 2 UmwG in conjunction with section 613a of the German Civil Code (*Bürgerliches Gesetzbuch* – "**BGB**"). When the merger takes effect, Elbe BidCo will, as the new employer, take over all rights and obligations arising from the employment relationships with Encavis existing at this time, recognising the length of service of the relevant employees at Encavis, and will continue these employment relationships. Pursuant to section 35a para. 2 UmwG in conjunction with section 613a para. 4 sentence 1 BGB, a termination of the employment relationships transferred upon effectiveness of the merger by the employer due to the transfer of undertaking is invalid. Pursuant to section 35a para. 2 UmwG in conjunction with section 613a para. 4 sentence 2 BGB, the right to terminate an employment relationship for other reasons will remain unaffected.

6.5 The individual contractually agreed employment conditions of the transferred employees will remain unchanged, including any company practices (*betriebliche Übungen*), general commitments by the employer (*Gesamtzusagen*) and general terms (*Einheitsregelungen*), if

Übergang allein durch Elbe BidCo, vertreten durch ihren Vorstand, ausgeübt werden. Alle Rechte und Pflichten, die auf erdienter Betriebszugehörigkeit beruhen, bestehen bei Elbe BidCo fort. Dies gilt insbesondere für die Berechnung von Kündigungsfristen und etwaige Anwartschaften auf Jubiläumszahlungen der übergehenden Arbeitnehmer.

6.6 Mit dem Wirksamwerden der Verschmelzung gehen auch alle Rechte und Pflichten aus etwaigen bei Encavis bestehenden Pensionszusagen (einschließlich Verpflichtungen aus laufenden Leistungen gegenüber Pensionären und unverfallbare Anwartschaften gegenüber früheren Arbeitnehmern von Encavis) auf Elbe BidCo über. Soweit für Grund und Höhe von Leistungen aus etwaigen Versorgungszusagen die Dauer der Betriebszugehörigkeit maßgeblich ist, werden die bei Encavis erreichten oder von ihr insoweit anerkannten Dienstzeiten bei Elbe BidCo angerechnet. Bei etwaigen Anpassungen von zugesagten laufenden Leistungen aus Versorgungszusagen nach § 16 Abs. 1 des Gesetzes zur Verbesserung der betrieblichen Altersversorgung (Betriebsrentengesetz) ist zukünftig die wirtschaftliche Lage von Elbe BidCo zu berücksichtigen.

6.7 Da Encavis mit Wirksamkeit der Verschmelzung gemäß § 20 Abs. 1 Nr. 2 UmwG erlischt, entfällt gemäß § 613a Abs. 3 BGB eine zusätzliche gesamtschuldnerische Haftung von Encavis im Sinne von § 613a Abs. 2 BGB.

6.8 Die von dem Betriebsübergang betroffenen Arbeitnehmer von Encavis werden nach Maßgabe des § 613a Abs. 5 BGB über den Betriebsübergang vor dessen Wirksamkeit unterrichtet. Ein Widerspruchsrecht der Arbeitnehmer von Encavis gegen den Übergang ihrer Arbeitsverhältnisse nach § 613a Abs. 6 BGB auf Elbe BidCo besteht nach der Rechtsprechung des Bundesarbeitsgerichts nicht, da nach Wirksamwerden der Verschmelzung Encavis als bisheriger Arbeitgeber nicht mehr existiert und das Arbeitsverhältnis mit Encavis deshalb nicht mehr fortgesetzt werden kann. Das Recht der Arbeitnehmer zur ordentlichen Kündigung bleibt unberührt. Darüber hinaus haben die Arbeitnehmer von Encavis wegen des Arbeitgeberwechsels ein Sonderkündigungsrecht nach § 626 Abs. 1 BGB, das sie innerhalb von zwei

applicabel. This also applies to the place of work and any rights of the employer to issue instructions which, after the transfer, will be exercised solely by Elbe BidCo, represented by its management board. All rights and obligations arising from the length of service will continue at Elbe BidCo. This applies in particular to the calculation of the notice periods for termination and entitlements (if any) of the transferred employees to jubilee payments.

6.6 In addition, all rights and obligations arising from pension commitments that may exist at Encavis (including ongoing commitments towards pensioners and vested pension entitlements of former employees of Encavis) will be transferred to Elbe BidCo when the merger takes effect. To the extent that the length of service is relevant for the right to receive, or the amount of, benefits under any pension commitments, periods of employment reached at Encavis or recognised by Encavis will be taken into account by Elbe BidCo. In the future, adjustments (if any) to committed current benefits under pension commitments pursuant to section 16 para. 1 of the German Occupational Retirement Pensions Improvement Act (*Betriebsrentengesetz*) will refer to the economic situation of Elbe BidCo.

6.7 As Encavis will cease to exist upon effectiveness of the merger pursuant to section 20 para. 1 no. 2 UmwG, an additional joint and several liability of Encavis within the meaning of section 613a para. 2 BGB is not applicable in accordance with section 613a para. 3 BGB.

6.8 The employees of Encavis affected by the transfer of undertaking will be informed of the transfer of undertaking prior to effectiveness of the transfer in accordance with section 613a para. 5 BGB. According to the case law of the Federal Labour Court (*Bundesarbeitsgericht*), the employees of Encavis do not have the right to object to the transfer of their employment relationships to Elbe BidCo pursuant to section 613a para. 6 BGB because Encavis, as their previous employer, will cease to exist after the merger has taken effect and the employment relationship with Encavis can therefore no longer be continued. The right of the employees to ordinarily terminate the employment relationship with notice remains unaffected. In addition, the employees of Encavis have a special right to termination without notice for cause due to the change of

Wochen nach Kenntnis von dem Wirksamwerden der Verschmelzung ausüben können.

employer pursuant to section 626 para. 1 BGB, which they may exercise within two weeks after becoming aware of the effectiveness of the merger.

- 6.9 Die Verschmelzung als solche führt nicht zu einer Veränderung der bisherigen betrieblichen Struktur von Encavis. Die bestehenden Betriebe werden nach Wirksamwerden der Verschmelzung von Elbe BidCo unverändert fortgeführt. Eine Betriebsänderung nach § 111 Betriebsverfassungsgesetz ("**BetrVG**") wird durch die Verschmelzung und den damit verbundenen Betriebsübergang nicht bewirkt.
- 6.9 The merger as such does not lead to a change to the current operational structure of Encavis. After the merger has taken effect, the existing establishments (*Betriebe*) will be continued unchanged by Elbe BidCo. The merger and the related transfer of undertaking will not result in any substantial change in operations (*Betriebsänderung*) within the meaning of section 111 of the German Works Constitution Act (*Betriebsverfassungsgesetz* – "**BetrVG**").
- 6.10 Bei Encavis besteht zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Verschmelzung kein Betriebsrat. Auch bestehen bei Encavis keine sonstigen Arbeitnehmervertretungen.
- 6.10 No works council (*Betriebsrat*) is existing at Encavis at the time of the merger becoming effective. Also, there are no other employee representative bodies at Encavis.
- 6.11 Encavis ist an keine Betriebsvereinbarungen und an keine Tarifverträge gebunden. Folglich gehen keine derartigen Vereinbarungen auf Elbe BidCo über, bei der ebenfalls keine Betriebsvereinbarungen oder Tarifverträge bestehen.
- 6.11 Encavis is not bound by any works agreements (*Betriebsvereinbarungen*) or collective bargaining agreements (*Tarifverträge*). Consequently, no such agreements will be transferred to Elbe BidCo which is also not bound by any works agreements or collective bargaining agreements.
- 6.12 Die Vorschrift des § 112a Abs. 1 Satz 1 BetrVG (sog. Sozialplanprivileg) findet keine Anwendung bei Elbe BidCo, da diese im Rahmen einer konzerninternen Umstrukturierung erworben wurde (vgl. § 112a Abs. 2 Satz 2 BetrVG).
- 6.12 Section 112a para.1 sentence 1 BetrVG (so-called social plan privilege (*Sozialplanprivileg*)) does not apply to Elbe BidCo, as it was acquired as part of an internal group reorganisation (cf. section 112a para. 2 sentence 2 BetrVG).
- 6.13 Encavis verfügt über einen Aufsichtsrat, der nach den Regelungen der Satzung aus neun Mitgliedern besteht, aktuell jedoch lediglich aus sechs Mitgliedern zusammengesetzt ist, von denen sämtliche Mitglieder Anteilseignervertreter sind und die grundsätzlich allein durch die Hauptversammlung gewählt werden. Die fünf Aufsichtsratsmitglieder Marco Fontana, Boris Scukanec Hopinski, Tobias Krauss, Dr. Johannes Teysen und Prof. Dr. Martin Viessmann sind vom Amtsgericht Hamburg – Registergericht – jeweils mit Beschluss vom 24. Februar 2025 bis zum Ablauf der nächsten ordentlichen oder außerordentlichen Hauptversammlung der Encavis, auf der ein neuer Aufsichtsrat gewählt werden kann, zu Mitgliedern des Aufsichtsrats bestellt worden. Darüber hinaus ist derzeit Prof. Dr. Fritz Vahrenholt Mitglied des Aufsichtsrats, der sein Amt allerdings mit Wirkung zum Ablauf des 30. Juni 2025 niedergelegt hat. Es ist beabsichtigt, in der nächsten ordentlichen Hauptversammlung von Encavis, in der auch über den Übertragungsbeschluss Beschluss gefasst
- 6.13 Encavis has a supervisory board which, in accordance with the provisions of the articles of association, consists of nine members, but is currently composed of six members only, all of which are shareholder representatives and are in general elected solely by the general meeting. The five supervisory board members Marco Fontana, Boris Scukanec Hopinski, Tobias Krauss, Dr. Johannes Teysen und Prof. Dr. Martin Viessmann have each been appointed as members of the supervisory board by resolution (*Beschluss*) of the local court of Hamburg – commercial court – dated 24 February 2025 until the end of next annual or extraordinary general meeting of Encavis that can elect a new supervisory board. In addition, Prof. Dr. Fritz Vahrenholt is currently a member of the supervisory board who has, however, resigned from office with effect as of the end of 30 June 2025. It is envisaged to elect a new supervisory board of Encavis at the next annual general meeting of Encavis, which shall also

werden soll, eine Neuwahl des Aufsichtsrats von Encavis vorzunehmen. Unbeschadet der Zuständigkeit der Hauptversammlung von Encavis ist beabsichtigt, die folgenden sechs Mitglieder in den Aufsichtsrat der Encavis zu bestellen: Marco Fontana, Boris Scukanec Hopinski, Tobias Krauss, Dr. Johannes Teysen, Prof. Dr. Martin Viessmann und Kevin Devlin. Mit Wirksamwerden der Verschmelzung endet die Organstellung der bis dahin amtierenden Aufsichtsratsmitglieder von Encavis.

6.14 Die Verschmelzung wirkt sich nicht unmittelbar auf Arbeitnehmer, die bei von Encavis abhängigen Unternehmen beschäftigt sind, aus. Die Arbeitsverhältnisse der Arbeitnehmer der abhängigen Unternehmen werden durch die Verschmelzung nicht berührt. Die Verschmelzung hat weder auf etwaige Arbeitnehmervertretungsorgane noch auf etwaige zwischen den von Encavis abhängigen Unternehmen und etwaigen Arbeitnehmervertretungsorgane abgeschlossenen Vereinbarungen Auswirkungen. Die Verschmelzung hat auch keine Auswirkungen auf die Geltung von etwaigen Tarifverträgen in abhängigen Unternehmen.

7. AUFSCHIEBENDE BEDINGUNG, WIRKSAMWERDEN, RÜCKTRITTSVORBEHALT

7.1 Die Wirksamkeit dieses Verschmelzungsvertrages steht unter der aufschiebenden Bedingung, dass der Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung von Encavis nach § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG im Handelsregister des Sitzes von Encavis (mit dem Vermerk nach § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG, dass der Übertragungsbeschluss erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung im Register des Sitzes von Elbe BidCo wirksam wird), eingetragen wird.

7.2 Die Verschmelzung wird mit Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der Elbe BidCo wirksam. Einer Zustimmung der Hauptversammlung von Encavis zu diesem Verschmelzungsertrag bedarf es zum Wirksamwerden der Verschmelzung nach § 62 Abs. 4 Satz 1 und 2 UmwG nicht, da die Wirksamkeit dieses Verschmelzungsertrages nach Ziffer 7.1 dieses Verschmelzungsertrages unter der aufschiebenden Bedingung steht, dass ein Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung von Encavis als Übertragender Gesellschaft nach

resolve upon the Squeeze-Out Resolution. Without prejudice to the competence of the general meeting of Encavis, it is intended to appoint the following six individuals as members of the supervisory board of Encavis: Marco Fontana, Boris Scukanec Hopinski, Tobias Krauss, Dr. Johannes Teysen, Prof. Dr. Martin Viessmann, and Kevin Devlin. By the time the merger takes effect, the board positions of the supervisory board members of Encavis incumbent until then will end.

6.14 The merger will not directly affect the employees of any entities controlled by Encavis. The employment relationships of employees of controlled entities will not be affected by the merger. The merger has no effect on any employee representative bodies or on any agreements concluded between the entities controlled by Encavis and any employee representative bodies. The merger will neither affect the applicability of any collective bargaining agreements within controlled entities.

7. CONDITION PRECEDENT, EFFECTIVENESS, RIGHT OF WITHDRAWAL

7.1 The effectiveness of this merger agreement is subject to the condition precedent that the Squeeze-Out Resolution of the general meeting of Encavis pursuant to section 62 para. 5 sentence 1 UmwG in conjunction with section 327a para. 1 sentence 1 AktG is registered with the commercial register at the place of the registered office of Encavis (with the note pursuant to section 62 para. 5 sentence 7 UmwG that the Squeeze-Out Resolution will only become effective concurrently with the registration of the merger with the commercial register at the place of the registered office of Elbe BidCo).

7.2 The merger will become effective upon its registration with the commercial register at the place of the registered office of Elbe BidCo. Pursuant to section 62 para. 4 sentences 1 and 2 UmwG, an approval of this merger agreement by the general meeting of Encavis is not required for the merger to become effective because, pursuant to section 7.1 of this merger agreement, the effectiveness of this merger agreement is subject to the condition precedent that the general meeting of Encavis as

§ 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG gefasst und der Beschluss mit einem Vermerk nach § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG in das Handelsregister des Sitzes von Encavis eingetragen worden ist.

7.3 Einer Zustimmung der Hauptversammlung der Elbe BidCo zu diesem Verschmelzungsertrag bedarf es gemäß § 62 Abs. 1 i.V.m. Abs. 2 Satz 1 UmwG nur dann, wenn Aktionäre der Elbe BidCo, deren Anteile zusammen 5 % des Grundkapitals der Elbe BidCo erreichen, die Einberufung einer Hauptversammlung verlangen, in der über die Zustimmung zu der Verschmelzung beschlossen wird. Die alleinige Aktionärin der Elbe BidCo, Elbe MidCo KG, hat gegenüber Elbe BidCo erklärt, von diesem Recht keinen Gebrauch zu machen.

7.4 Jede Partei kann von diesem Verschmelzungsertrag zurücktreten, wenn die Verschmelzung nicht bis zum Ablauf des 30. Juni 2026 und nicht vor Ausübung des Rücktrittsrechts durch Eintragung in das Handelsregister des Sitzes der Elbe BidCo und Eintritt der aufschiebenden Bedingung nach Ziffer 7.1 dieses Verschmelzungsertrages wirksam geworden ist. Die Erklärung des Rücktritts erfolgt durch eingeschriebenen Brief. Jede Partei kann durch eine ausdrückliche und schriftlich abgegebene Erklärung auf ihr Rücktrittsrecht verzichten.

8. SCHLUSSBESTIMMUNGEN

8.1 Die **Anlage (D)** zu diesem Verschmelzungsvertrag ist Vertragsbestandteil.

8.2 Zum Vermögen von Encavis gehört kein Grundvermögen.

8.3 Sämtliche zum Zeitpunkt der Verschmelzung bestehenden Zulassungen und Genehmigungen gehen im Rahmen des rechtlich Zulässigen, soweit vorhanden, durch die Verschmelzung im Wege der Gesamtrechtsnachfolge auf Elbe BidCo über. Die Parteien werden rechtzeitig alle zur Dokumentation des Übergangs der Zulassungen und Genehmigungen auf Elbe BidCo gegebenenfalls erforderlichen oder zweckdienlichen ergänzenden Notifizierungen vornehmen und Erklärungen abgeben.

Transferring Company adopts a Squeeze-Out Resolution pursuant to section 62 para. 5 sentence 1 UmwG in conjunction with section 327a para. 1 sentence 1 AktG and this resolution is registered with the commercial register at the place of the registered office of Encavis with a note pursuant to section 62 para. 5 sentence 7 UmwG.

7.3 Pursuant to section 62 para. 1 in conjunction with section 62 para. 2 sentence 1 UmwG, an approval of this merger agreement by the general meeting of Elbe BidCo is required only if shareholders of Elbe BidCo whose shares in aggregate reach 5 % of the share capital of Elbe BidCo request to convene a general meeting that resolves on the approval of the merger. The sole shareholder of Elbe BidCo, Elbe MidCo KG, has declared to Elbe BidCo that it will not make use of this right.

7.4 Each Party may withdraw from this merger agreement if the merger has not become effective by the end of 30 June 2026 and has not become effective before the exercise of the right of withdrawal by registration of the merger with the commercial register at the place of the registered office of Elbe BidCo and occurrence of the condition precedent pursuant to section 7.1 of this merger agreement. The withdrawal must be declared by registered letter (*eingeschriebenem Brief*). Each Party may waive its right of withdrawal by expressly declaring its waiver in writing.

8. FINAL PROVISIONS

8.1 The **Annex (D)** to this merger agreement constitutes an integral part of this agreement.

8.2 The assets of Encavis do not include real property.

8.3 All authorisations and permits, if any, shall be, to the extent legally permissible, transferred to Elbe BidCo by way of universal succession upon the merger. The parties shall duly make any supplementary notifications and declarations that may be required or appropriate to document the transfer of authorisations and permits to Elbe BidCo.

- 8.4 Unbeschadet der Zuständigkeit der Hauptversammlung der Elbe BidCo ist beabsichtigt, dass die Firma der Elbe BidCo unmittelbar nach Wirksamwerden der Verschmelzung in "ENCAVIS AG" geändert und die Geschäftsanschrift der Elbe BidCo von diesem Zeitpunkt an in Hamburg sein wird.
- 8.5 Die derzeit bei Encavis bestehenden Prokuren und Handlungsvollmachten gehen im Rahmen der Verschmelzung auf Elbe BidCo über und werden nach Wirksamwerden der Verschmelzung vorsorglich erneut erteilt sowie im Hinblick auf die Prokuren zur Eintragung zum Handelsregister des Sitzes der Elbe BidCo angemeldet.
- 8.6 Die Parteien werden alle Erklärungen abgeben, alle Urkunden ausstellen und alle sonstigen Handlungen vornehmen, die im Zusammenhang mit der Übertragung des Vermögens von Encavis zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Verschmelzung auf Elbe BidCo oder der Berichtigung von öffentlichen Registern oder sonstigen Verzeichnissen etwa noch erforderlich oder zweckdienlich sind. Encavis gewährt Elbe BidCo Vollmacht im rechtlich weitestgehenden Umfang zur Abgabe aller Erklärungen, die zur Erfüllung dieser Verpflichtungen erforderlich oder hilfreich sind. Diese Vollmacht gilt über das Wirksamwerden der Verschmelzung hinaus.
- 8.7 Die durch die Beurkundung und den Vollzug dieses Verschmelzungsertrages entstehenden Kosten und Steuern werden von Elbe BidCo getragen. Gleiches gilt für die Kosten und Steuern des gerichtlich bestellten Angemessenheits- und Verschmelzungsprüfers RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft sowie des Bewertungsgutachters Alvarez & Marsal Deutschland GmbH. Im Übrigen trägt jede Partei vorbehaltlich einer anderweitigen Vereinbarung ihre Kosten selbst. Diese Regelungen gelten auch, falls die Verschmelzung wegen des Rücktritts einer Partei nach Ziffer 7.4 dieses Verschmelzungsertrages oder aus einem anderen Grund nicht wirksam wird.
- 8.8 Falls einzelne Bestimmungen dieses Vertrages unwirksam sein oder werden sollten oder nicht durchgeführt werden können, wird dadurch die Wirksamkeit des Vertrages im Übrigen nicht berührt. Die Parteien verpflichten sich, anstelle der unwirksamen oder undurchführbaren Bestimmung
- 8.4 Without prejudice to the competence of the general meeting of Elbe BidCo, it is intended that the name of Elbe BidCo will be changed to "ENCAVIS AG" immediately after the merger takes effect and that the business address of Elbe BidCo will be in Hamburg from this point in time onwards.
- 8.5 The procurations and powers of attorney currently existing at Encavis shall be transferred to Elbe BidCo as part of the merger. After the merger has become effective, these procurations and powers of attorney will be granted again as a precautionary measure and, with regard to the procurations, filed for registration with the commercial register at the place of the registered office of Elbe BidCo.
- 8.6 The Parties will make all declarations, issue all documents and perform all other acts that may still be required or appropriate in connection with the transfer of the assets of Encavis at the time when the merger into Elbe BidCo becomes effective or in connection with the amendment of public registers or other directories. Encavis grants Elbe BidCo power of attorney to the fullest extent permitted by law to make any declarations that are necessary or useful to fulfil these obligations. This power of attorney shall continue to be valid beyond the effectiveness of the merger.
- 8.7 The costs and taxes incurred in connection with the notarisation and closing of this merger agreement shall be borne by Elbe BidCo. The same applies to the costs and taxes of the court appointed adequacy and joint merger auditor RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft as well as the valuation expert Alvarez & Marsal Deutschland GmbH. Apart from that, and subject to any agreement to the contrary, each Party shall bear its own costs. These provisions shall also apply if the merger does not become effective due to a withdrawal of any Party pursuant to section 7.4 of this merger agreement or for any other reason.
- 8.8 Should any provisions of this agreement be or become invalid or unenforceable, this shall not affect the validity of the remaining provisions of this agreement. The Parties undertake to replace any such invalid or unenforceable provision with a provision that is valid and enforceable

eine Regelung zu treffen, die wirksam und durchführbar ist und dem in rechtlich zulässiger Weise am nächsten kommt, was die Parteien mit der unwirksamen oder undurchführbaren Bestimmung wirtschaftlich beabsichtigt haben oder beabsichtigt hätten, wenn sie die Unwirksamkeit oder Undurchführbarkeit bedacht hätten. Entsprechendes gilt, wenn Vertragslücken zu schließen sind. § 139 BGB wird ausdrücklich insgesamt abbedungen (keine bloße Beweislastumkehr).

8.9 Dieser Vertrag unterliegt deutschem Recht und soll nach deutschem Rechtsverständnis ausgelegt werden. Er wird in deutscher und englischer Sprache ausgefertigt. Im Falle von Abweichungen zwischen der deutschen Fassung und der englischen Fassung hat die deutsche Fassung Vorrang.

and, to the extent permitted by law, comes closest to the economic result that the Parties intended or would have intended with the invalid or unenforceable provision had they been aware of the invalidity or unenforceability. The same applies if this agreement contains any gaps to be filled. Section 139 BGB is expressly waived in its entirety (no mere reversal of the burden of proof).

8.9 This agreement shall be governed and construed in accordance with the laws of Germany. It shall be executed in both German and English language. In the event of any inconsistency between the German version and the English version, the German version shall prevail.

Anlage (D)

Depotbestätigung der UniCredit Bank GmbH über die von Elbe BidCo AG gehaltenen Aktien
an ENCAVIS AG

Anlage 9

Gutachterliche Stellungnahme der Alvarez & Marsal Deutschland GmbH, München, Deutschland vom 30. Mai 2025 zum Unternehmenswert der ENCAVIS AG und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 1 AktG zum Bewertungsstichtag 16. Juli 2025

GUTACHTLICHE STELLUNGNAHME

zum Unternehmenswert der

ENCAVIS AG, Hamburg

und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG zum 16. Juli 2025 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung

30. Mai 2025



Alvarez & Marsal Deutschland GmbH

Abkürzungsverzeichnis.....	3
1 Auftrag und Auftragsdurchführung	10
1.1 Auftrag.....	10
1.2 Auftragsdurchführung.....	10
2 Bewertungsmethoden	12
2.1 Börsenkurs	12
2.2 Ertragswertverfahren und Discounted Cash Flow-Methode	13
2.3 Vergleichsorientiertes Multiplikator-Bewertungsverfahren.....	15
2.4 Liquidations- und Substanzwertverfahren.....	16
3 Bewertungsobjekt.....	17
3.1 Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	17
3.2 Wirtschaftliche Verhältnisse	19
3.2.1 Unternehmenshistorie.....	19
3.2.2 Geschäftsmodell	20
3.2.3 Erzeugungsportfolio	21
3.2.4 Strategie.....	24
3.2.5 Markt- und Wettbewerbsumfeld	25
3.2.6 Vergleichsgruppe	29
4 Vergangenheitsanalyse	32
4.1 Vermögenslage	32
4.2 Ertragslage	33
4.3 Bereinigungen der Ertragslage	38
5 Planungsanalyse	42
5.1 Planungsprozess und Aufbau der Planung.....	42
5.2 Planungstreue	42
5.3 Planungsrechnung	43
5.3.1 Umsatzerlöse	44
5.3.2 EBITDA	48
5.3.3 Investitionen und Abschreibungen.....	50
6 Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse	52
6.1 Übergangsphase.....	52
6.2 Nachhaltiges Ergebnis	53
6.3 Nachhaltiges Investitions- und Abschreibungsniveau	54
6.4 Netto-Umlaufvermögen	54
6.5 Finanzergebnis.....	55
6.6 Unternehmenssteuern.....	57
6.7 Minderheitenanteil.....	57
6.8 Nettoeinnahmen	58
7 Kapitalkosten	59
7.1 Basiszinssatz	59
7.2 Marktrisikoprämie	60
7.3 Betafaktor	62

7.4	Wachstumsabschlag	66
7.5	Kapitalisierungszinssatz	66
8	Unternehmenswert und Wert je Aktie	68
8.1	Ertragswert	68
8.2	Sonderwerte	68
8.3	Plausibilisierung anhand von Börsenmultiplikatoren	69
8.4	Plausibilisierung anhand von Transaktionsmultiplikatoren	70
8.5	Liquidationswert	71
8.6	Abfindungsermittlung anhand des Börsenkurses	71
8.6.1	Analyse des Börsenkurses in Abhängigkeit von dessen Funktion	71
8.6.2	Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung (Verkehrsfähigkeit)	73
8.6.3	Börsenkurs als maßgebliche Bewertungsmethode	75
9	Zusammenfassung	85
	Anhangsverzeichnis	87
	Anlagenverzeichnis	107

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abkürzung	Definition
A&M	Alvarez & Marsal Deutschland GmbH
AG	Aktiengesellschaft
A	Actual ("Ist")
Abs.	Absatz
Acciona Energías	Corporación Acciona Energías Renovables, S.A.
Adj.	Adjustment ("Anpassung")
Agri-Photovoltaik	Gleichzeitige Nutzung von Acker- und Weideflächen für die Stromproduktion aus Solarenergie
AktG	Aktiengesetz
aLuL	aus Lieferungen und Leistungen
AM	Asset Management
ang.	angepasst
Ank.	Ankündigung
APV	Adjusted Present Value
Aufl.	Auflage
Aurora	Aurora Energy Research
Az.	Aktenzeichen
B.V.	Besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid ("GmbH")
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAS	Bid-Ask Spread ("Geld-Brief-Spanne")
BESS	Battery Energy Storage System ("Batterie-Speicherkraftwerk")
Bestandsportfolio	Bereits in Betrieb befindliche Parks des Encavis-Konzerns
BGH	Bundesgerichtshof
Bspw.	beispielsweise
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CapEx	Capital expenditures ("Investitionen")
CDAX	Composite DAX
CfD	Contract for Difference
Co.	Company
COD	Commercial Operation Date
COVID-19	Coronavirus Disease 2019
CO2	Kohlenstoffdioxid
CRE	Commission de Régulation de l'Énergie
d.h.	das heißt
DCF	Discounted Cashflow

Abkürzung	Definition
DE	Deutschland
Detailplanungszeitraum	Budget-Jahr GJ25 und die Folgejahre GJ26-30
Dez	Dezember
DK	Dänemark
durchsch.	Durchschnitt, durchschnittlich
E	Estimate ("Schätzung")
e.V.	eingetragener Verein
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes ("Ergebnis vor Zinsen und Steuern")
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization ("Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen")
EBT	Earnings Before Taxes ("Ergebnis vor Steuern")
EDP Renováveis	EDP Renováveis, S.A.
EEG	Erneuerbare-Energien-Gesetz
Elbe BidCo	Elbe BidCo AG
Encavis	Encavis AG, Hamburg zusammen mit ihren unmittelbaren und mittelbaren Tochtergesellschaften
Encavis AG	Encavis AG, Hamburg
Encavis-Konzern	Encavis AG, Hamburg zusammen mit ihren unmittelbaren und mittelbaren Tochtergesellschaften
Encavis-Region	Deutschland, Spanien, Italien, Frankreich, Dänemark, die Niederlande, Großbritannien, Litauen, Finnland und Schweden
EPC-Agreement	Engineering, Procurement and Construction Agreement
ERG	ERG S.p.A.
Ersatzinvestitionen	Die in der Übergangsphase zum Erhalt der langfristigen Zielkapazität von 7,0 GW notwendigen Investitionen
ES	Spanien
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EV	Enterprise Value ("Gesamtunternehmenswert")
Falck Renewables	Falck Renewables S.p.A.
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
ff.	fortfolgend
FI	Finnland
Finanzverb.	Finanzverbindlichkeit
FiT	Feed-in Tariffs
Fort.	Fortschreibung
FR	Frankreich
Gesellschaft	Encavis AG, Hamburg
GG	Guernsey
ggf.	gegebenenfalls

Abkürzung	Definition
GJ	Geschäftsjahr
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung und Compagnie Kommanditgesellschaft
Going Concern	Fortführungsannahme
GR	Griechenland
Greencoat	Greencoat Renewables PLC
Grenzkraftwerk	Das zuletzt für die Nachfragedeckung benötigte Kraftwerk
GSE	Gestore dei Servizi Energetici S.p.A.
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
GW	Gigawatt
GWh	Gigawattstunde
Hauptaktionärin	Elbe BidCo AG
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister Abteilung B
HWAG	Hanseatisches Wertpapierhandelshaus AG
i.d.F.	in der Fassung
i.d.R.	in der Regel
i.H.v.	in Höhe von
i.S.	im Sinne
i.V.m.	in Verbindung mit
i.W.	im Wesentlichen
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)
IEA	International Energy Agency ("Internationale Energieagentur")
IFRS	International Financial Reporting Standards
Impl. EV	Implicit EV ("Impliziter Gesamtunternehmenswert")
IPP	Independent Power Producer ("Unabhängiger Stromproduzent")
IPP-Bereich	Geschäftssegmente "PV Parks" und "Windparks" zusammen
IR	Irland
ISIN	International Securities Identification Number
ISRA Vision	Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out bei ISRA Vision AG
IT	Italien
IWF	Internationaler Währungsfonds
KapZins	Kapitalisierungszinssatz
KDH	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag bei Kabel Deutschland Holding AG
KKR	Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. und deren verbundene Unternehmen
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
kW	Kilowatt

Abkürzung	Definition
LCCC	Low Carbon Contracts Company
L.P.	Limited Partnership
LG	Landgericht
Load Factor	Durchschnittliche Stromerzeugung der Solar- und Windkraftanlagen (GWh/GW)
LT	Litauen
LTECV	Loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte
LTM	Last Twelve Months
Management	Management der Encavis AG und die von ihm benannten Auskunftspersonen
Marktpreis	Großhandelspreis für Strom
MC	Market capitalization ("Marktkapitalisierung")
MCP	Market-Clearing-Price
MDAX	Mid-Cap-DAX
MiFiD	Markets in Financial Instruments Directive
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II
Minderheitenanteil	Anteil der Encavis-Konzernminderheiten
Minderheitsaktionäre	die übrigen Aktionäre der Encavis AG, Hamburg
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
MRP	Marktrisikoprämie
MW	Megawatt
MWh	Megawattstunde
N/A	Not Applicable („nicht anwendbar“)
N/M	Not Meaningful ("nicht aussagekräftig")
NECP	National Energy and Climate Plan ("Nationaler Energie- und Klimaplan")
Neoen	Neoen S.A
Net Debt	Netto-Finanzverbindlichkeiten
NextEnergy	NextEnergy Solar Fund Limited
NL	die Niederlande
Nr.	Nummer
NRW	Nordrhein-Westfalen
Ø	Mittelwert
O&M	Operations & Maintenance
o.g.	oben genannt
OCF	Operating Cash Flow ("Operativer Cashflow")
Octopus	Octopus Renewables Infrastructure Trust plc
Okt	Oktober
OLG	Oberlandesgericht
OLR	Offtaker of Last Resort

Abkürzung	Definition
Opdenergy	Opdenergy Holding S.A.
OpEx	Operational expenditures ("Operative Kosten", "Betriebskosten")
p.a.	per annum
Peer Group	geeignete Gruppe von Vergleichsunternehmen
pers.	persönlich
pers. ESt.	persönliche Ertragsteuer
Pipeline	konkretisierte Pipeline-Projekte des Encavis-Konzerns
Plan-GuV	Encavis-Konzern-GuV im Detailplanungszeitraum
PLC	Public Limited Company
PNIEC	Plan Nacional Integrado de Energía y Clima ("Integrierte Nationale Energie- und Klimaplan")
PPA	Power Purchase Agreements
PV	Photovoltaik, Energiegewinnung durch Sonne
rd.	rund
RED III	Renewable Energy Directive III
REER	Régimen Económico de Energías Renovables ("Wirtschaftsregime der Erneuerbaren Energien")
Rn.	Randnummer
ROC	Renewable Obligation Certificate
RtB	Ready-to-Build
Rz.	Randziffer
S&P	Standard and Poor's
S.	Seite
S.A.	Sociedad Anónima ("AG")
S.p.A.	Società per azioni ("AG")
SA	Société Anonyme ("AG")
SDAX	Small-Cap-DAX
SDE	de stimuleringsregeling duurzame energieproductie ("Anreizsystem für nachhaltige Energieerzeugung")
SDP	Strategic Development Partner ("strategischer Projektentwicklungspartner")
SE	Schweden
Slitevind	Slitevind AB
sog.	sogenannt
Solaria Energía	Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.
SolZ	Solidaritätszuschlag
Sondereffekte	Nicht nachhaltige Ergebniseffekte
Stern Energy	Stern Energy S.p.A.
Stern-Teilkonzern	Stern Energy zusammen mit ihren Tochtergesellschaften
tägl.	täglich
Tax-CAPM	Tax-Capital Asset Pricing Model

Abkürzung	Definition
TCF	Total Cash Flow
TERNA ENERGY	TERNA ENERGY Industrial Commercial Technical Societe Anonyme
TEUR	Tausend Euro
Tion Renewables	Tion Renewables AG
TLG/WCM	Beherrschungsvertrag zwischen der TLG Immobilien AG und der WCM AG
Trade Working Capital	Netto-Umlaufvermögen
TRIG	The Renewables Infrastructure Group Limited
Tsd.	Tausend
Trans	Technisches Übergangsjahr
TV	Terminal Value ("Ewige Rente")
TV-Jahr	GJ31
TWh	Terawattstunde
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem
u.U.	unter Umständen
U/C	Under Construction
Überg.	Übergangsphase
Übergangsphase	Planjahre GJ31-66
Übern. Anteile	Übernommene Anteile
UK	Großbritannien
UmwG	Umwandlungsgesetz
Unternehmensplanung	Konsolidierte Mehrjahres-Unternehmensplanung des Encavis-Konzerns vom 14. April 2025
usw.	und so weiter
v.	vor
Vergangenheitszeitraum	Historische Geschäftsjahre GJ22-24
vgl.	vergleiche
Volitalia	Volitalia SA
VWAP	volumengewichteter Durchschnittskurs
WACC	Weighted Average Cost of Capital
Wachstumsportfolio	nicht konkretisierte Wachstumsprojekte des Encavis-Konzerns
WBaT	Wertbeitrag aus Thesaurierung
wir	Alvarez & Marsal Deutschland GmbH
WKN	Wertpapierkennnummer
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜGAngebV	Angebotsverordnung
XETRA	Börslicher Handelsplatz der Deutschen Börse AG
YieldCo	Investmentgesellschaft ohne eigenes Entwicklungsgeschäft

Abkürzung	Definition
z.B.	zum Beispiel
zit.	zitiert
zzgl.	zuzüglich

1 AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

1.1 Auftrag

- 1 Die Elbe BidCo AG, Frankfurt am Main („**Elbe BidCo**“, „**Hauptaktionärin**“), eine Holdinggesellschaft, die von durch Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. und deren verbundene Unternehmen (zusammen „**KKR**“) beratene und verwaltete Investmentfonds, Vehikel und Accounts kontrolliert wird, hat die Alvarez & Marsal Deutschland GmbH („**wir**“, „**A&M**“) beauftragt, eine gutachtliche Stellungnahme („**Gutachtliche Stellungnahme**“) zum objektivierten Unternehmenswert der ENCAVIS AG, Hamburg („**Encavis AG**“, „**Gesellschaft**“, zusammen mit ihren unmittelbaren und mittelbaren Tochtergesellschaften „**Encavis-Konzern**“, „**Encavis**“) und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327a Abs. 1 AktG zu erstatten.
- 2 Die Elbe BidCo hält unmittelbar rd. 94,15% der Aktien der Encavis AG und beabsichtigt, die Gesellschaft auf sich zu verschmelzen. In diesem Zusammenhang sollen die übrigen Aktionäre („**Minderheitsaktionäre**“) der Encavis AG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung ausgeschlossen werden (§ 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG; verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out).
- 3 Der Beschluss über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre soll auf der Hauptversammlung der Encavis AG am 16. Juli 2025 gefasst werden. Dieser Tag ist der maßgebliche Bewertungsstichtag („**Bewertungsstichtag**“).

1.2 Auftragsdurchführung

- 4 Wir haben unsere Arbeiten unter Beachtung des IDW S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Hauptfachausschusses des Instituts der Wirtschaftsprüfer vom 2. April 2008 (IDW S 1 i.d.F. 2008) („**IDW S 1**“) durchgeführt. Entsprechend dem Bewertungsanlass haben wir den Unternehmenswert der Encavis AG in der Funktion eines neutralen Gutachters zum 16. Juli 2025 bestimmt. In der Funktion des neutralen Gutachters wird der Wirtschaftsprüfer als Sachverständiger tätig, der mit nachvollziehbarer Methodik einen von den individuellen Wertvorstellungen betroffenen Parteien unabhängigen Wert – den objektivierten Unternehmenswert – ermittelt.¹ Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren.²
- 5 Die Bewertungsarbeiten haben wir in den Monaten Februar 2025 bis Mai 2025 in unseren Geschäftsräumen in Frankfurt am Main sowie aus dem häuslichen Arbeitszimmer durchgeführt. Hierfür standen uns i.W. folgende Unterlagen zur Verfügung:
 - Mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehener Konzernabschluss sowie Konzernlagebericht nach International Financial Reporting Standards (IFRS) der Encavis AG für die Geschäftsjahre (GJ) 2022-24;
 - Mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehener Jahresabschluss nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) der Encavis AG für GJ22-24;
 - Bericht des Vorstandes über Beziehungen zu verbundenen Unternehmen für die Zeit vom 4. Dezember 2024 bis 31. Dezember 2024 (Abhängigkeitsbericht);
 - Konsolidierte Mehrjahres-Unternehmensplanung des Encavis-Konzerns vom 14. April 2025 („**Unternehmensplanung**“); und
 - Weitere bewertungsrelevante Unterlagen und Informationen sowie Protokolle der Aufsichtsratssitzungen aus den letzten drei Jahren.
- 6 Auskünfte zum Unternehmen wurden uns durch das Management der Encavis AG und die von ihm benannten Auskunftspersonen (zusammen „**Management**“) erteilt oder aus den uns zur Verfügung gestellten Unterlagen entnommen.

¹ IDW S 1, Tz. 12.

² IDW S 1, Tz. 29.

- 7 Das Management hat uns eine Vollständigkeitserklärung ausgehändigt, in der bestätigt wird, dass uns alle für die Bewertung notwendigen Informationen zur Verfügung gestellt wurden, dass diese richtig sind, dass die Unternehmensplanung den Erwartungen des Managements entspricht und dass diese ohne Einflussnahme oder Weisung der Hauptaktionärin aufgestellt wurde.
- 8 Darüber hinaus haben wir für unsere Arbeiten auf öffentlich zugängliche Informationen und auf Kapitalmarktdaten der Finanzinformationsdienstleister S&P Capital IQ und Bloomberg zurückgegriffen. Der Stichtag für die verwendeten Kapitalmarktdaten ist der 16. Mai 2025.
- Haftungsausschluss**
- 9 Unsere Untersuchung umfasste insbesondere die Überprüfung der Planungsunterlagen auf ihre Plausibilität. Eigene Prüfungshandlungen im Sinne der §§ 316 ff. HGB haben wir nicht vorgenommen. Diese gehörten nicht zu unserem Auftrag.
- 10 Die vorliegende Gutachtliche Stellungnahme ist ausschließlich für die eingangs dargestellten Zwecke erstellt. Die Verwendung umfasst auch die Überlassung der Gutachtlichen Stellungnahme im Rahmen der Berichterstattung der Hauptaktionärin an die Aktionäre der Encavis AG im Zusammenhang mit der Hauptversammlung; die im Rahmen der Prüfung der Angemessenheit der Abfindung erforderliche Einsichtnahme durch die gerichtlich bestellte Prüferin gemäß § 293c Abs. 1 Satz 3 AktG; sowie die Vorlage in sich der Hauptversammlung eventuell anschließenden Gerichtsverfahren.
- 11 Die Gutachtliche Stellungnahme ist darüber hinaus nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für einen anderen als die genannten Zwecke bestimmt. Ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung darf diese außerhalb der vorstehenden Zwecke nicht an Dritte weitergegeben werden. Die Einwilligung wird nicht aus unbilligen Gründen untersagt werden.
- 12 Wir weisen darauf hin, dass ein Unternehmenswert grundsätzlich zeitpunktbezogen auf einen festgesetzten Bewertungsstichtag ermittelt wird. Die Erwartungen der an einer Unternehmensbewertung interessierten Parteien über die künftigen finanziellen Überschüsse sowohl des Bewertungsobjekts als auch der bestmöglichen Alternativinvestition hängen von dem Umfang der im Zeitablauf zufließenden Informationen ab. Der Unternehmenswert der Encavis AG wurde zum Bewertungsstichtag 16. Juli 2025 ermittelt.
- 13 Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage A&M-001 beigefügten Allgemeinen Geschäftsbedingungen (*Standard Terms of Business for Valuation Services*) der Alvarez & Marsal Deutschland GmbH in der Fassung vom Mai 2020 maßgeblich.
- 14 Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen i.H.v. plus/minus einer Einheit (EUR Mio., % usw.) auftreten.

2 BEWERTUNGSMETHODEN

15 Die im Folgenden wiedergegebenen Bewertungsgrundsätze gelten heute in der Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW), insbesondere in dem „IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)“ gefunden.

2.1 Börsenkurs³

16 Der IDW S 1 beschreibt in Tz. 16, dass z.B. bei Abfindung und Ausgleich gemäß §§ 304, 305 AktG der Verkehrswert von börsennotierten Aktien nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln ist.

17 Nach höchstrichterlicher Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts („BVerfG“) und des Bundesgerichtshofs („BGH“) zu – an einem organisierten Kapitalmarkt – börsennotierten Aktiengesellschaften darf die Bemessung der Abfindung nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung erfolgen, wenn der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt (Beschluss des BVerfG vom 27. April 1999 - 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff.; Beschluss des BGH vom 12. März 2001 - II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 ff.).

18 Hinsichtlich der Frage nach dem relevanten Referenzzeitraum hat der BGH mit Beschluss vom 19. Juli 2010 - II ZB 18/09 entschieden, dass der der Abfindung als Untergrenze zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich auf Basis eines nach dem Handelsvolumen gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln ist.⁴

19 Es kann jedoch nicht davon ausgegangen werden, dass der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktien widerspiegelt, wenn (BGH, Beschluss vom 12. März 2001, Aktenzeichen II ZB 15/00):

- Über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel mit den Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat;
- Der einzelne außenstehende Aktionär aufgrund einer Marktmenge nicht in der Lage war, seine Aktien zum Börsenkurs zu veräußern; oder
- Eine Manipulation des Börsenpreises vorlag.

20 In diesem Fall kommt der Börsenwert nicht als Wertuntergrenze in Betracht. Dies gilt sowohl bei einer Barabfindung als auch bei der Abfindung in Aktien (ebenfalls BGH, Urteil vom 12. März 2001, Aktenzeichen II ZB 15/00).

21 Ferner besagt § 5 Abs. 4 der WpÜGAngebV, dass der Börsenwert als Wertuntergrenze nur dann nicht anwendbar ist, wenn folgende Bedingungen kumulativ erfüllt sind:

- Es konnte an weniger als einem Drittel der Handelstage im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ein Börsenkurs festgestellt werden;
- Es bestehen im Betrachtungszeitraum bei mehreren nacheinander festgestellten Börsenkursen Abweichungen um mehr als 5%.

³ Für die Analysen und die Aufarbeitung der Forschung sowie Rechtsprechung zur Bedeutung des Börsenkurses als Bewertungsmethode vgl. Laas, Riabinova, NZG 2025; S. 435 ff.

⁴ Der BGH bezieht sich in seiner Begründung unter anderem auf die normative Wertung in § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung („WpÜGAngebV“), wonach es für den Mindestangebotspreis bei Übernahme- und Pflichtangeboten auf den gewichteten Durchschnittskurs der drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots bzw. vor Veröffentlichung des Erreichens der Kontrollschwelle ankommt. Auch mit dem Börsenkurs soll, so der BGH, der Verkehrswert der Aktie ermittelt werden, den sie ohne die anstehende Strukturmaßnahme hätte. Ab Bekanntwerden der Maßnahme wird diese aber in den Kurs eingepreist, sodass dieser Kurs nicht mehr den Verkehrswert ohne die Maßnahme widerspiegelt. Außerdem ist – wie der BGH betont – der Durchschnittskurs aus dem Dreimonatszeitraum vor der beschlussfassenden Hauptversammlung aus technischen Gründen schon deshalb kaum praktikabel, weil die Abfindung mit der Einberufung bekannt gegeben werden muss, der Kurs unmittelbar vor der Hauptversammlung wegen der zu beachtenden Einberufungsfrist (§ 123 Abs. 1 AktG) zu diesem Zeitpunkt aber noch gar nicht feststehen kann.

- 22 Das OLG Karlsruhe hat eine analoge Anwendbarkeit dieser Kriterien für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen bestätigt (OLG Karlsruhe vom 22. Juni 2015, Az. 12a W5/15).
- 23 In den jüngsten BGH-Beschlüssen vom 21. Februar 2023, Az. II ZB 12/21, und vom 31. Januar 2024, Az. II ZB 5/22, wurde der Börsenkurs zur Bestimmung der Ausgleichszahlung nach § 304 AktG und der Abfindung nach § 305 AktG für geeignet befunden. Somit wird in diesen Urteilen dem Börsenkurs eine deutlich höhere Bedeutung als eigenständige Bewertungsmethode und nicht nur als Untergrenze der Abfindung beigemessen. Wird der Börsenkurs als alleinige maßgebliche Bewertungsmethode angewendet, werden an ihn erheblich höhere Anforderungen gestellt als lediglich die Verkehrsfähigkeit der Aktie und der Ausschluss einer Marktengpass nach Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜGAngeV.
- 24 Die Eignung des Börsenkurses als Bewertungsmethode bedingt, dass mit diesem der volle Ersatz des „wahren“ Wertes bestimmt werden kann. „Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann, so dass der Börsenkurs keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaubt, kann der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.“⁵ Dies wiederum setzt die Aussagekraft des Börsenkurses voraus. Für die Untersuchung der Aussagekraft des Börsenkurses wurden noch keine allgemein gültigen Standards entwickelt.⁶ In der aktuellen Rechtsprechung werden folgende Analysen zur Beurteilung der Aussagekraft des Börsenkurses diskutiert:
- Analyse der Verkehrsfähigkeit
 - Analyse der Aktienliquidität
 - Analyse der Informationsverfügbarkeit und Informationsverarbeitung

2.2 Ertragswertverfahren und Discounted Cash Flow-Methode

- 25 Der Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der finanziellen Überschüsse an die Unternehmensigner (sog. Zukunftserfolgswert) zuzüglich des Werts etwaiger nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte. Die Wertermittlung erfolgt grundsätzlich unter der Annahme der Fortführung des Unternehmens. Zur Ableitung des Barwerts der finanziellen Überschüsse werden Kapitalkosten verwendet, welche die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentieren. Die Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner hängen in erster Linie von der Fähigkeit des Unternehmens ab, finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften.⁷
- 26 In der theoretischen und praktischen Anwendung kommen hierbei das Ertragswertverfahren und die Varianten der DCF-Methode zur Verwendung. Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (sog. Liquidationswert), den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht (Abschnitt 2.4).⁸
- 27 Der Zukunftserfolgswert ergibt sich grundsätzlich aus den finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Wertbestimmend sind aber nur diejenigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens, die in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (sog. Zuflussprinzip).
- 28 Der Unternehmenswert lässt sich rechentechnisch direkt (einstufig) durch Nettokapitalisierung ermitteln, indem die um Fremdkapitalkosten verminderten finanziellen Überschüsse in einem Schritt diskontiert werden (z.B. Ertragswertverfahren). Alternativ kann der Wert des Eigenkapitals auch indirekt durch Brutto-Kapitalisierung nach dem Konzept der durchschnittlichen gewogenen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital, WACC) mit dem sog. WACC-

⁵ Vgl. BGH, Urt. v. 31.1.24, Tz. 26 juris.

⁶ Zu den Handlungsempfehlungen vgl. Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 435 ff.

⁷ IDW S 1, Rz. 25.

⁸ IDW S 1, Rz. 101.

Ansatz, dem Adjusted Present Value- oder dem Total Cashflow-Ansatz (APV-Ansatz bzw. TCF-Ansatz) ermittelt werden. Bei der direkten Ermittlung werden die finanziellen Überschüsse um die Fremdkapitalkosten vermindert und danach in einem Schritt diskontiert. Bei der indirekten Ermittlung werden die finanziellen Überschüsse aus der Geschäftstätigkeit diskontiert und anschließend der so ermittelte Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value) um den Marktwert der verzinslichen Verbindlichkeiten gekürzt.

- 29 Bei der Abfindungsbemessung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wird von der Rechtsprechung regelmäßig auf die Wertrelevanz persönlicher Steuern hingewiesen, sodass die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals unter der Annahme der unmittelbaren Typisierung gemäß IDW S 1 erfolgte, d.h. unter Berücksichtigung typisierter persönlicher Einkommensteuern aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner (Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern).

Vorgehensweise bei der Bewertung anhand der Ertragswertmethode

- 30 Der Wert des Eigenkapitals kann gemäß IDW S 1, wie zuvor beschrieben, nach der Ertragswert-Methode oder auf Basis einer oder mehrerer Varianten der DCF-Methode ermittelt werden.⁹ Bei sachgerechter Anwendung und konsistenten Annahmen hat die Wahl der Bewertungsmethode keinen Einfluss auf den Wert des Eigenkapitals: Gemäß IDW S 1 sind die auf Kapitalwertkalkülen beruhenden Bewertungsmethoden zueinander gleichwertig.¹⁰
- 31 Die Planung der finanziellen Überschüsse wird hierbei üblicherweise in mindestens zwei Phasen vorgenommen. Die erste, sogenannte Detailplanungsphase umfasst häufig einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren und basiert in der Regel auf einer hinreichend detaillierten Planungsrechnung. Kann eine hinreichend detaillierte Planungsrechnung auch für einen längeren Zeitraum erstellt werden, verlängert sich der Zeitraum der Detailplanungsphase entsprechend.
- 32 Für den Fall, dass sich das zu bewertende Unternehmen zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht in einem zum Ansatz der Fortführungsphase notwendigen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befindet, sind im Rahmen einer zweiten Phase, der sog. „Konvergenzphase“ bzw. „Übergangsphase“, entsprechende Annahmen zur Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse zu treffen.
- 33 In der zweiten oder dritten Phase, der Fortführungsphase (auch bekannt als „Terminal Value“ oder „Ewige Rente“), wird für das zu bewertende Unternehmen ein Gleichgewichts- oder Beharrungszustand unterstellt. In diesem Zustand wird angenommen, dass sich die jährlichen Überschüsse konstant oder konstant wachsend verhalten.¹¹
- 34 Bei Anwendung der Ertragswertmethode wird der Ertragswert direkt durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Ausschüttungen mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten zum Bewertungsstichtag berechnet.
- 35 Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswert-Methode nach IDW S 1 sind Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote erforderlich. Die konsistente Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen erfordert eine bewertungstechnische Aufteilung der finanziellen Überschüsse (nach Gewinnthesaurierung, d.h. notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm und zur Kapitalstruktur) in einen Dividendenanteil einerseits und einen fiktiv thesaurierten Anteil andererseits. Diese Unterscheidung ist notwendig, da Dividenden und Kursgewinne (fiktive Thesaurierungen) mit unterschiedlichen effektiven Steuersätzen auf Ebene der Anteilseigner belastet werden.
- 36 Sollten Sachverhalte im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, so sind diese gesondert zu bewerten. Als Sonderwerte kommen insbesondere nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte in Frage. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögenswerte, die nicht zur Erzielung von finanziellen Überschüssen im Rahmen der eigentlichen operativen Unternehmensaufgabe erforderlich sind. Hierzu zählen

⁹ IDW S 1, Rz. 7.

¹⁰ IDW S 1, Rz. 101.

¹¹ IDW S 1, Rz. 75ff.

beispielsweise nicht betriebsnotwendige liquide Mittel, nicht mehr genutzte Betriebsgrundstücke oder Kunstgegenstände.

37 Weiterhin können u.a. auch besondere steuerliche Sachverhalte als Sonderwert ermittelt werden. Die Berücksichtigung von Sonderwerten ergänzend zum Ertragswert führt zum Wert des Eigenkapitals des Bewertungsobjekts.

38 Die Ertragswertermittlung beruht auf der vorliegenden Unternehmensplanung (siehe Abschnitt 5), unseren Überlegungen zur Ewigen Rente (siehe Abschnitt 6) und der Ableitung der Kapitalkosten (siehe Abschnitt 7). Eine Zusammenfassung der Ertragswertermittlung erfolgt in Abschnitt 8.

2.3 Vergleichsorientiertes Multiplikator-Bewertungsverfahren

39 Neben dem Ertragswert findet die Ermittlung von Unternehmenswerten mithilfe der Multiplikator-Methode Anwendung.

40 Analog zu Ertragswert- und DCF-Methode können sog. „Enterprise-Multiplikatoren“ und „Equity-Multiplikatoren“ verwendet werden. Bei den Enterprise-Multiplikatoren wird zunächst der Unternehmensgesamtwert ermittelt, welcher durch Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten und Minderheitenanteile sowie Berücksichtigung der Sonderwerte auf den Wert des Eigenkapitals überzuleiten ist. Bei den Equity-Multiplikatoren hingegen ist ein Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten nicht erforderlich.

41 Gemäß den Grundsätzen des IDW S 1 stellt die Multiplikator-Methode keine gleichrangige Methode der Unternehmensbewertung dar, sondern ein vereinfachtes Preisfindungsverfahren. Entsprechend den Grundsätzen des IDW S 1 verwenden wir die Multiplikator-Methode lediglich zur Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse nach der Ertragswert-Methode.¹²

42 Bewertungen auf der Grundlage von Multiplikatoren stellen im Transaktionsgeschäft eine wesentliche Grundlage zur Ableitung eines potenziellen Transaktionspreises dar.

Börsenmultiplikatoren

43 Während bei der Ertragswertmethode die erwarteten Zahlungsströme explizit in die Berechnung des Unternehmenswertes eingehen, basieren die Multiplikatoren in der Regel jeweils auf einer Ertragsgröße eines Basisjahres. Die längerfristigen Ertragserwartungen, der charakteristische Ertragsverlauf und das Risiko finden ihren Niederschlag einerseits im Multiplikator sowie andererseits in der abgeleiteten Umsatz- oder Ergebnisgröße, welche im Vergleich zu der verwendeten Vergleichsgruppe bzw. „Peer Group“ ein repräsentatives Niveau widerspiegelt.

44 Kritische Erfolgsfaktoren einer vergleichenden Marktbewertung sind die prognostizierten Ergebnisgrößen und die Auswahl der Vergleichsunternehmen zur Ableitung der Multiplikatoren. Für die Multiplikatorbewertung legen wir eine Gruppe aus börsennotierten Vergleichsunternehmen sowie die Konsensschätzungen von Aktienanalysten zu Ergebnis- und weiteren Bezugsgrößen zugrunde. Unter Berücksichtigung der Geschäftstätigkeit des Bewertungsobjektes stellen wir zur Ableitung der Multiplikatoren auf den EBITDA als Bezugsgröße ab.

45 Wir haben eine Plausibilisierung des Ertragswerts mithilfe von EV/EBITDA-Multiplikatoren durchgeführt (siehe Abschnitt 8.3). Hierbei werden die Gesamtunternehmenswerte der Vergleichsunternehmen in Relation zu den prognostizierten zukünftigen EBITDA-Werten gesetzt.

Transaktionsmultiplikatoren

46 Neben der Bewertung anhand von Börsenmultiplikatoren können alternativ Transaktionsmultiplikatoren verwendet werden. Der Unternehmenswert wird hierbei mithilfe beobachtbarer Transaktionen von Vergleichsunternehmen bestimmt, welche nicht zwingend börsennotiert sein müssen. Zur Ableitung dieser Multiplikatoren wird der bei vergleichbaren Transaktionen gezahlte Kaufpreis – anstelle der Marktkapitalisierung (bzw. des auf dieser Basis ermittelten Unternehmensgesamtwerts) – ins Verhältnis zu einer Bezugsgröße gesetzt.

47 Im Rahmen der Analyse der auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist einschränkend darauf hinzuweisen, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise durch die subjektiven Interessenlagen der Transaktionspartner beeinflusst werden. Die Transaktionspreise können

¹² IDW S 1, Rz. 143 ff.

beispielsweise Synergieeffekte und andere subjektive Erwartungshaltungen berücksichtigen, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion realisierbar werden. Ferner sind Interdependenzen zwischen gezahlten Preisen und der Kaufvertragsgestaltung (zum Beispiel Garantien etc.) vorhanden. So können gezahlte Kaufpreise für Mehrheitsanteile Zu- oder Abschläge für bspw. sog. Übernahmeprämien enthalten. Dies ist in der Praxis häufig beobachtbar, lässt sich jedoch in der Regel nicht einzeln quantifizieren oder separieren.

- 48 Darüber hinaus ist bei Transaktionsmultiplikatoren auf den Zeitbezug der Transaktion zum Bewertungsstichtag zu achten. Transaktionspreise mit zeitlich großem Abstand zum Bewertungsstichtag sind nur eingeschränkt übertragbar, da sie zum Teil großen (Markt-)Schwankungen unterliegen können. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes – insbesondere gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren – für die Unternehmensbewertung eingeschränkt.
- 49 Zur weiteren Plausibilisierung der Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren haben wir eine Bewertung anhand von Transaktionsmultiplikatoren durchgeführt (siehe Abschnitt 8.4).

2.4 Liquidations- und Substanzwertverfahren

- 50 Im Gegensatz zu den Gesamtbewertungsverfahren stellen Liquidationswerte und Substanzwerte sog. Einzelbewertungsverfahren dar. Insbesondere bei schlechter Ergebnislage kann der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben, den Fortführungswert übersteigen.
- 51 In diesem Falle bildet grundsätzlich der Liquidationswert des Unternehmens die Wertuntergrenze für den Unternehmenswert; nur bei Vorliegen eines rechtlichen oder tatsächlichen Zwangs zur Unternehmensfortführung ist gleichwohl auf den Fortführungswert des Unternehmens abzustellen. Der Liquidationswert ist demnach den Ergebnissen anderer Bewertungsmethoden gegenüberzustellen.¹³
- 52 Der Liquidationswert wird ermittelt als Barwert der Nettoerlöse, die sich aus der Veräußerung der Vermögensgegenstände abzüglich Schulden und Liquidationskosten ergeben. Dabei ist ggf. zu berücksichtigen, dass zukünftig entstehende Ertragsteuern diesen Barwert mindern.
- 53 Im Gegensatz zum Liquidationswert als Verkaufs- oder Zerschlagungswert handelt es sich bei dem Substanzwert um den Gebrauchswert der betrieblichen Substanz. Der Substanzwert ergibt sich als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen immateriellen und materiellen Werte (und Schulden). Er ist insoweit Ausdruck vorgeleisteter Ausgaben, die durch den Verzicht auf den Aufbau eines identischen Unternehmens erspart bleiben. Dem Alter der Substanz ist durch Abschläge vom Rekonstruktionsneuwert Rechnung zu tragen, die sich aus dem Verhältnis der Restnutzungszeit zur Gesamtnutzungszeit der Vermögensteile bzw. aus dem Verhältnis des Restnutzungspotenzials zum Gesamtnutzungspotenzial ergeben (Rekonstruktionszeitwert).
- 54 Aufgrund der Schwierigkeiten, die sich in der Praxis bei der Ermittlung nicht bilanzierungsfähiger, vor allem immaterieller Werte ergeben, wird i.d.R. ein Substanzwert i.S. eines (Netto-)Teilrekonstruktionszeitwerts ermittelt. Dem Substanzwert, verstanden als (Netto-)Teilrekonstruktionszeitwert, fehlt grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen. Daher kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts keine eigenständige Bedeutung zu.¹⁴ Im vorliegenden Fall haben wir einen überschlägigen Liquidationswert bestimmt.

¹³ IDW S 1, Tz. 5, 140f.

¹⁴ u.a. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 207; IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6.

3 **BEWERTUNGSOBJEKT**

3.1 **Rechtliche und steuerliche Verhältnisse**

55 Die Encavis AG ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Sitz in Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 63197, geschäftsansässig in Große Elbstraße 59, 22767 Hamburg, Deutschland.

56 Der Vorstand der Encavis AG besteht aus zwei Mitgliedern:

- Dr. Christoph Husmann (Sprecher des Vorstands und Chief Financial Officer); und
- Mario Schirru (Vorstandsmitglied, Chief Investment Officer und Chief Operating Officer).

57 Der Aufsichtsrat besteht aus sechs Mitgliedern. Den Vorsitz des Aufsichtsrats hat Dr. Johannes Teysen inne.

58 Die Satzung ist gültig in der Fassung vom 17. Juni 2024.

59 Gegenstand des Unternehmens ist gemäß § 2 der Satzung a) das Betreiben von Anlagen zur Produktion von Energie aus erneuerbaren Energieträgern im In- und Ausland durch die Gesellschaft selbst oder durch ihre Tochtergesellschaft als freier Stromproduzent; b) das Betreiben von Anlagen zur Speicherung von Energie; c) die Vermarktung von Energie; d) Versorgung und Handel mit Energie; e) 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; f) der Erwerb, das Halten, die Verwaltung und die Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen; g) die Erbringung von Dienstleistungen auf den vorgenannten Gebieten.

60 Das Geschäftsjahr (GJ) entspricht dem Kalenderjahr.

Kapitalverhältnisse

61 Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt EUR 161.722.524,00, eingeteilt in 161.722.524 auf den Inhaber lautende Stückaktien.

62 Die Aktie der Gesellschaft war unter der ISIN DE0006095003 (WKN 609500) 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 Hamburger Wertpapierbörse zugelassen. Darüber hinaus wurden die Aktien der Encavis AG 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.¹⁵ Die Encavis AG-Aktien waren bis zum 28. November 2024 im SDAX der Deutschen Börse enthalten.

63 Am 6. Dezember 2024 wurde das beabsichtigte Delisting der Aktien der Encavis AG bekannt gegeben. Das öffentliche Delisting-Erwerbsangebot wurde am 23. Dezember 2024 veröffentlicht. Mit Ablauf des 31. Januar 2025 wurde der Handel mit den Encavis-Aktien an der Frankfurter Wertpapierbörse und der Börse Hamburg auf Antrag der Gesellschaft eingestellt. Die Aktie wird aber weiterhin mit vergleichsweise geringen Handelsumsätzen im Freiverkehr an der Börse Hamburg gehandelt. Dieser Handel wird von der Gesellschaft weder veranlasst noch unterstützt.

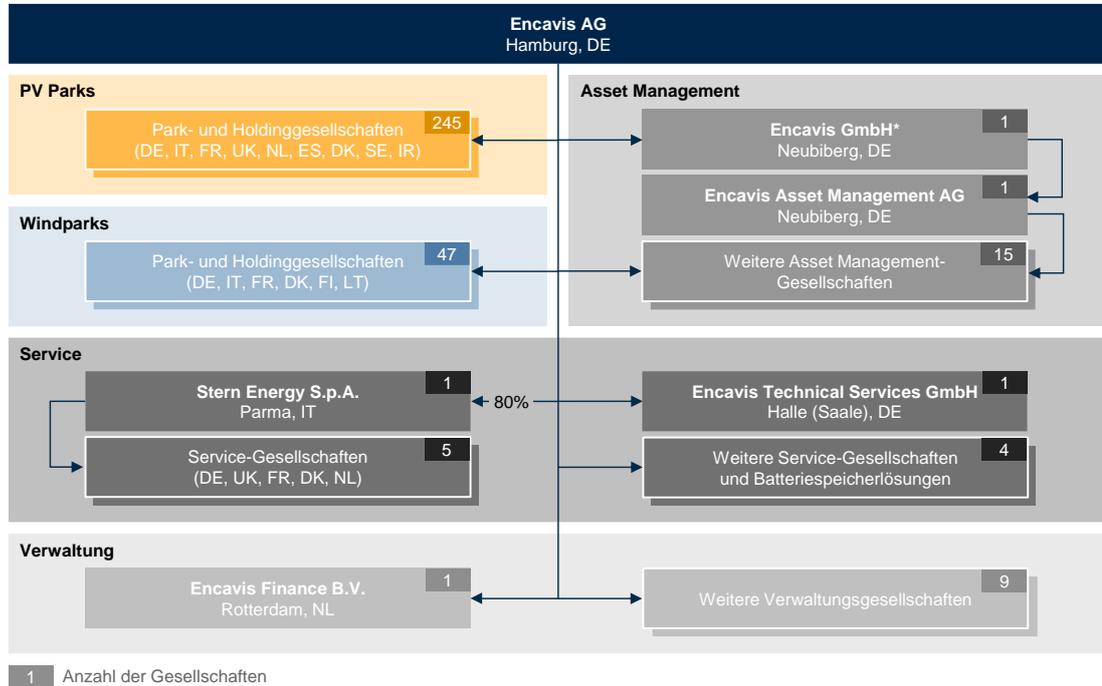
64 Die Hauptaktionärin hält rd. 94,15% der Aktien der Encavis AG. Die übrigen Anteile sind dem Streubesitz zuzuordnen.

¹⁵ Der Teilbereich *Berlin Second Regulated Market* der Börse Berlin ist nach § 54 Abs. 1 der Börsenordnung der Börse Berlin Teil des Freiverkehrs, aber ein geregelter Markt im Sinne von Titel III der Richtlinie (EU) 65/2014 (MiFiD II).

Struktur des Encavis-Konzerns

65 Das Bewertungsobjekt umfasst den Encavis-Konzern. Nachfolgende Abbildung zeigt die vereinfachte Konzernstruktur von Encavis:

Abbildung 1: Konzernstruktur



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Anmerkung: Die Beteiligungsquote liegt bei 100%, sofern nicht anders angegeben, mit Ausnahme einzelner Gesellschaften in den Segmenten PV Parks und Windparks.

(*) Die Encavis GmbH wird dem Segment Asset Management und dem Verwaltungsbereich zugeordnet.

66 Die Encavis AG ist das Mutterunternehmen des Encavis-Konzerns. Neben der Encavis AG werden zum 31. Dezember 2024 (Dez24) insgesamt 330 Tochterunternehmen unmittelbar oder mittelbar in den Konzernabschluss einbezogen.

67 Der Encavis-Konzern setzt sich aus vier berichtspflichtigen Segmenten und dem Verwaltungsbereich zusammen:

- **PV Parks:** Das Segment umfasst sämtliche Eigenbestands-Solarparks in Deutschland (DE), Italien (IT), Frankreich (FR), Großbritannien (UK), den Niederlanden (NL), Spanien (ES), Dänemark (DK) und Schweden (SE) sowie etwaige Holdinggesellschaften (insgesamt 245 Gesellschaften).
- **Windparks:** In diesem Segment sind sämtliche Eigenbestands-Windparks in DE, IT, FR, DN, Finnland (FN) und Litauen (LT) sowie die dazugehörigen Holdinggesellschaften enthalten (insgesamt 47 Gesellschaften).
- **Service:** Das Segment besteht aus der Encavis Technical Services GmbH sowie der italienischen Stern Energy S.p.A. nebst ihren Landesgesellschaften für Services in DE, UK, FR, den NL und DN („**Stern Energy**“, zusammen mit ihren Tochtergesellschaften „**Stern-Teilkonzern**“). Zudem sind in diesem Segment weitere Service-Gesellschaften und Batteriespeicherlösungen (Battery Energy Storage System, **BESS**) enthalten.
- **Asset Management:** Dieses Segment umfasst die Geschäftsaktivitäten der Encavis Asset Management AG sowie diejenigen Aktivitäten der Encavis GmbH, die das Geschäftsfeld des Asset Managements betreffen, sowie sonstige diesem Geschäftsfeld zugeordnete Gesellschaften.
- **Verwaltung:** Das Segment Verwaltung besteht neben der Muttergesellschaft (Encavis AG) aus der Encavis GmbH (ebenfalls dem Segment Asset Management zugeordnet), der Encavis Finance B.V. sowie sonstigen der Verwaltung zugeordnete Gesellschaften.

68 Zum Dez24 beschäftigte der Encavis-Konzern neben dem Vorstand 423 Mitarbeiter. Ein Großteil der Belegschaft wird den Bereichen Technik/Verwaltung (208) und Asset Management (77) zugeordnet. Die übrigen Mitarbeiter verteilen sich auf die Bereichen Finance, Operations, Stab, Investment und Corporate Finance/Project Finance.

Steuerliche Verhältnisse

69 Die Encavis AG unterliegt dem deutschen Steuerrecht und wird beim Finanzamt Hamburg-Altona geführt. Die letzte steuerliche Außenprüfung wurde zuletzt im Mai 2025 für den Veranlagungszeitraum 2016-19 durchgeführt.

70 Die steuerlichen Verlustvorträge innerhalb des Encavis-Konzerns belaufen sich zum Dez24 auf EUR 176 Mio. und wurden bei der Unternehmensbewertung werterhöhend berücksichtigt (siehe Abschnitt 6.6).

71 Das steuerliche Einlagekonto beträgt zum Dez24 nach den Berechnungen der Encavis AG EUR 626 Mio. Im Rahmen der Unternehmensbewertung hat sich aus dem steuerlichen Einlagekonto kein Wertbeitrag ergeben (siehe Abschnitt 8.2).

3.2 Wirtschaftliche Verhältnisse

3.2.1 Unternehmenshistorie

72 Der Encavis-Konzern entstand durch den Zusammenschluss der Capital Stage AG und der CHORUS Clean Energy AG im Jahr 2017 und die anschließende Umfirmierung der Capital Stage AG in die Encavis AG zu Beginn des Jahres 2018.

- Die Capital Stage AG hat ihren Ursprung in der Einbringung der Beteiligungen der Futura Capitalis AG in die Hanseatisches Wertpapierhandelshaus AG (HWAG) im Jahr 2001 und die anschließende Umfirmierung der HWAG in die Capital Stage AG. Als börsennotierte Private-Equity-Gesellschaft konzentrierte sich die Capital Stage AG ursprünglich auf die Investition in Unternehmensbeteiligungen im Bereich der erneuerbaren Energien. Seit dem Jahr 2009 fokussierte sich das Unternehmen zunehmend auf den Erwerb und Betrieb eigener Solar- und Windparks in Europa.
- Die CHORUS Clean Energy AG entstammt der CHORUS-Gruppe, welche ihren Ursprung in der 1998 als Vertriebsgesellschaft gegründeten CHORUS GmbH hat. Nach dem initialen Aufbau des Fonds-Geschäfts vollzog die Gruppe im Jahr 2006 einen strategischen Wechsel hin zu Investitionen in Projekte aus dem Bereich der erneuerbaren Energien und baute daraufhin das eigene Solar- und Windparkportfolio auf. Im Jahr 2014 wurde die CHORUS Clean Energy AG gegründet, die das Vermögen der CHORUS-Fonds und der Gesellschafter der CHORUS GmbH übernommen hat; am 7. Oktober 2015 erfolgte schließlich der Börsengang der CHORUS Clean Energy AG.

73 Seit der Umfirmierung der Capital Stage AG in die Encavis AG im Jahr 2018 hat das Unternehmen ein Erzeugungsportfolio von mehr als 250 Solar- und Windparks in zehn Ländern mit einer Stromerzeugungskapazität von 2,4 Gigawatt (**GW**) zum Ende des Jahres 2024 aufgebaut.

74 Im Jahr 2019 erwarb die Encavis AG 30% der Anteile an der Stern Energy S.p.A. (Stern Energy), einem Anbieter technischer Dienstleistungen für den Betrieb und die Wartung (Operations & Maintenance, **O&M**) von Solaranlagen, um das O&M-Geschäft des Encavis-Konzerns zu stärken. Im Oktober 2022 hat die Gesellschaft ihren Anteil an der Stern Energy auf 80% erhöht.

75 Im August 2023 kündigte die Encavis den Erwerb eines baureifen Batterieprojekts (BESS) in Hettstedt, Sachsen-Anhalt, zur Optimierung der Vermarktung des Stromes der eigenen Solar- und Windparks in Deutschland an; das Projekt befindet sich derzeit noch im Bau.

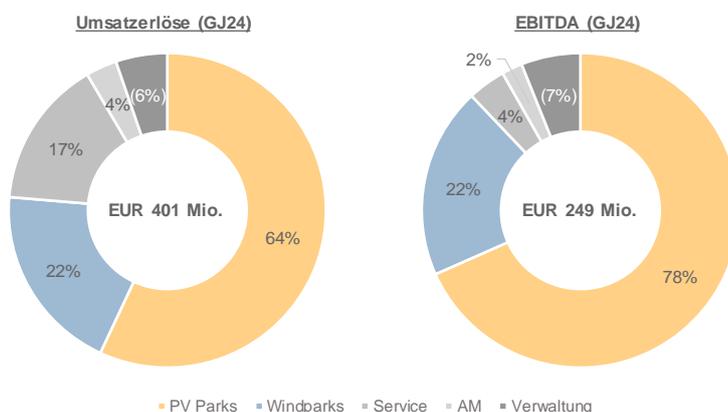
76 Mit dem freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot der Elbe BidCo vom 24. April 2024 und dem Delisting-Erwerbsangebot der Elbe BidCo vom 23. Dezember 2024 gab KKR bekannt, die vollständige Übernahme der Encavis AG anzustreben und das Unternehmen von der Börse nehmen zu wollen. Das Übernahmeangebot und das Delisting-Erwerbsangebot wurden jeweils

zu einem Preis von EUR 17,50 je Encavis-Aktie („Angebotspreis“) unterbreitet.¹⁶ Seit Ablauf des 31. Januar 2025 sind die Encavis-Aktien nicht mehr zum Handel im regulierten Markt zugelassen.

3.2.2 Geschäftsmodell

- 77 Der Encavis-Konzern ist ein unabhängiger Produzent von Strom aus erneuerbaren Energien (Independent Power Producer, **IPP**). Als einer der führenden Stromerzeuger in Europa erwirbt und betreibt Encavis Solar- und Windparks, vornehmlich in den Ländern DE, ES, DK, FR und NL. Die Vermarktung des erzeugten Stroms erfolgt i.W. über drei Absatzkanäle:
- Gesetzlich garantierte Einspeisevergütungen bzw. Stromeinspeiseverträge (Feed-in Tariffs, **FiT**), die über einen Zeitraum von zehn bis 20 Jahren einen garantierten Abnahmepreis zusichern;
 - Langfristige Stromabnahmeverträge (Power Purchase Agreements, **PPA**) mit Energieversorgern und privatwirtschaftlichen Großkunden, die eine Preisfixierung für typischerweise zehn bis 15 Jahren umfassen; sowie
 - Direktvermarktung an der Strombörse, insbesondere in Regionen, in denen FiT bzw. PPAs weniger verbreitet sind oder nach Ablauf der entsprechenden Stromeinspeiseverträge bzw. PPAs.
- 78 Die Wachstumsstrategie der Gesellschaft umfasst i) den Erwerb bereits in Betrieb befindlicher Solar- und Windparks und ii) die Entwicklung neuer Solar- und Windprojekte. Das Erzeugungssportfolio setzt sich aus den in Betrieb befindlichen Anlagen (Commercial Operation Date, **COD**) zusammen und wird um Projekte in der Entwicklungsphase, baureife (Ready-to-Build, **RtB**) und im Bau befindliche Projekte (Under Construction, **U/C**) ergänzt.
- 79 Des Weiteren erbringt Encavis O&M-Dienstleistungen für konzernerneigene und konzernfremde Solaranlagen und bietet darüber hinaus Asset Management-Dienstleistungen für institutionelle Investoren an.
- 80 Nachfolgende Abbildung zeigt den Aufriss der Umsatzerlöse und EBITDA des Encavis-Konzerns im GJ24 nach Segment.

Abbildung 2: Umsatzerlöse/EBITDA nach Segment¹⁷



Quelle: Encavis-Geschäftsbericht 2024; A&M Analyse.

- 81 Der Encavis-Konzern ist in vier operative Segmente unterteilt:
- **PV Parks:** Die Geschäftstätigkeit des Segments PV Parks bezieht sich auf den Erwerb, die Entwicklung und den Betrieb von Freiflächen-Photovoltaikanlagen (installierte

¹⁶ Angebotsunterlage vom 24. April 2024: Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (Barangebot) der Elbe BidCo AG an die Aktionäre der Encavis AG zum Erwerb ihrer auf den Inhaber lautenden Stückaktien der Encavis AG; Angebotsunterlage vom 23. Dezember 2024: Öffentliches Delisting-Erwerbsangebot (Barangebot) der Elbe BidCo AG an die Aktionäre der Encavis AG zum Erwerb sämtlicher nicht unmittelbar von der Bieterin gehaltenen auf den Inhaber lautenden Stückaktien.

¹⁷ Bereinigte Zahlen (siehe Abschnitt 4.3).

Kapazität von 1,8 GW zum Dez24). Im Fokus der Geschäftstätigkeit steht die Produktion und Vermarktung von Strom.

- **Windparks:** Das Segment Windparks konzentriert sich auf den Erwerb, die Entwicklung und den Betrieb von Onshore-Windparks (installierte Kapazität von 0,6 GW zum Dez24). Die wesentliche Geschäftstätigkeit besteht wiederum aus der Stromerzeugung und Vermarktung von Strom.
- **Service:** Dieses Segment umfasst die technische Betriebsführung und Wartung (O&M), die kaufmännische Betriebsführung, Neuinstallationen, Durchführung von Verbesserungsmaßnahmen von Solaranlagen (Revamping¹⁸ und Repowering¹⁹) sowie das Projektentwicklungsgeschäft. Die Serviceleistungen werden für konzerneigene und konzernfremde Solaranlagen erbracht. Darüber hinaus wird dem Segment Service das neue Geschäftsfeld der Batteriespeicherlösungen zugerechnet.
- **Asset Management:** Das Segment Asset Management umfasst die Projektstrukturierung, PPA-Strukturierung, Finanzierungsstrukturierung, Anlagenmanagement und -beratung sowie Projektentwicklungsmanagement für professionelle Investoren im Bereich der erneuerbaren Energien (Gesamtinvestitionsvolumen von EUR 2,3 Mrd. bzw. verwaltetes Solar- und Windportfolio von 1,4 GW zum Dez24).

82 Das Segment PV Parks und das Segment Windparks werden zusammen als **IPP-Bereich** bezeichnet. Auf den IPP-Bereich entfallen 85% der Umsatzerlöse (GJ24) des Encavis-Konzerns.

3.2.3 Erzeugungspotfolio

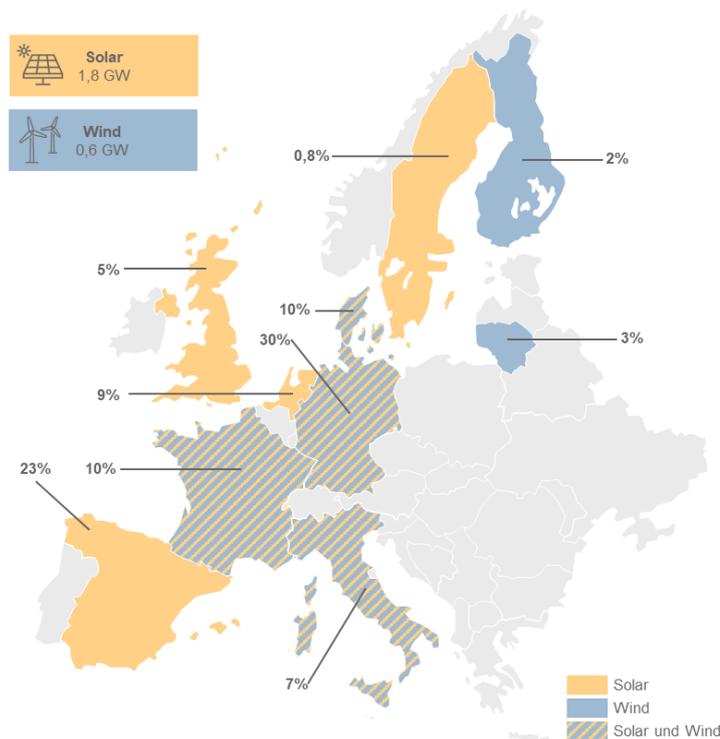
Installierte Kapazität und produzierte Strommenge

83 Das Erzeugungspotfolio umfasst zum Dez24 über 200 Solarparks und über 50 Onshore-Windparks mit einer installierten Gesamtleistung von 2,4 GW in den Ländern DE, ES, DK, FR, NL, IT, UK, LT, FT und SE („**Encavis-Region**“).

84 Nachfolgende Abbildung zeigt die geographische Verteilung des Portfolios und die Anteile der einzelnen Länder an der installierten Gesamtleistung in der Encavis-Region.

¹⁸ Kraftwerkserneuerung von Wind- und Solarparks zur Steigerung der Stromerzeugungsleistung.

¹⁹ Kraftwerkserneuerung von Wind- und Solarparks zum Erhalt der bestehenden Stromerzeugungsleistung.

Abbildung 3: Erzeugungspotfolio

Quelle: Unternehmensinformationen, A&M Analyse.

85 Die wichtigsten geographischen Märkte von Encavis sind DE (30% der installierten Gesamtleistung zum Dez24), ES (23%), DK (10%), FR (10%) und NL (9%). Die Encavis-Region zeichnet sich grundsätzlich durch ein stabiles wirtschaftliches Umfeld und verlässliche Investitions- und Rahmenbedingungen aus.

86 Das Erzeugungspotfolio umfasst eine installierte Gesamtleistung von 2,4 GW, die sich auf eine Solarkapazität von 1,8 GW (75%) und einer Windkapazität von 0,6 GW (25%) verteilt. Die produzierte Strommenge belief sich im GJ24 auf 3.305 Gigawattstunden (**GWh**); davon entfielen 2.019 GWh auf Solarparks und 1.286 GWh auf Windparks.

87 Die durchschnittliche Kapazität eines Solarparks beträgt 9,0 MW, die eines Windparks 12,1 MW. Das nach der Kapazität gewichtete Durchschnittsalter der Anlagen beläuft sich auf 6,6 Jahre im Solarbereich bzw. 6,8 Jahre im Windbereich, die Restlaufzeit beträgt 21,0 Jahre (Solar) bzw. 23,6 Jahre (Wind).

88 Die Leistung der Solar- und Windparks ist von meteorologischen Gegebenheiten in den jeweiligen Regionen abhängig, die das Ergebnis des Encavis-Konzerns beeinflussen können, insbesondere im Segment Windparks.

Wachstumsstrategie

89 Die Encavis-Region umfasst europäische Kernmärkte, die bereits seit längerem auf erneuerbare Energien ausgerichtet sind und über einen entsprechenden Bestand an Wind- und Solarparks verfügen.

90 Der Encavis-Konzern verfolgt eine „Buy-and-Hold“-Strategie, die auf die Akquisition von Projekten in der Entwicklungsphase, baureifen (RtB) bzw. im Bau befindlichen (U/C) Projekten und bereits ans Netz angeschlossenen (COD) Anlagen sowie den anschließenden Betrieb der Anlagen bis zum Ende der technischen oder wirtschaftlichen Nutzungsdauer ausgerichtet ist.

91 Im Solarbereich geht Encavis strategische Partnerschaften mit lokalen Projektentwicklern (Strategic Development Partner, **SDP**) ein, die die Verantwortung für den Entwicklungsprozess bis zum Erreichen des RtB-Stadiums übernehmen, während Encavis oftmals bereits vorher das volle Eigentum an den Projekten übernimmt. Das Projektentwicklungsrisiko verbleibt i.d.R. bis zum Erreichen der Baureife beim SDP. Ab Erreichen des RtB-Stadiums kontrolliert Encavis

die letzten Phasen der Strukturierung (Verhandlung von PPAs, Finanzierungsvereinbarungen und Bauverträgen bzw. EPC-Agreements²⁰).

- 92 Im Onshore-Windbereich verfolgt Encavis die Strategie, baureife bzw. schlüsselfertige Projekte oder bereits bestehende Anlagen zu erwerben, da das Entwicklungsrisiko bei Onshore-Windparks höher ist und durch einen längeren Entwicklungsprozess gekennzeichnet ist.

Entwicklungsprojekte

- 93 Das Erzeugungsportfolio soll bis zum Ende des GJ28 eine installierte Gesamtleistung von 6,8 GW erreichen (siehe Abschnitt 5.3). Davon entfallen 1,4 GW auf bereits konkretisierte Pipeline-Projekte. Ein Großteil der Pipeline bezieht sich auf neue Solarparks in DK, DE und ES.

- 94 Zu den wesentlichen Entwicklungsprojekten, die in den GJ25-28 ans Netz angeschlossen werden sollen, zählen folgende Projekte:

- ein Solarpark in Dietfurt, Bayern, DE, mit einer Kapazität von 62 MW (voraussichtliche Inbetriebnahme in 3Q25);
- drei Solarparks in der Nähe von Córdoba, ES, mit einer Gesamtkapazität von 95 MW (voraussichtliche Inbetriebnahme in 4Q25);
- ein Solarpark in Andalusien, ES, mit einer Kapazität von 109 MW (voraussichtliche Inbetriebnahme in 4Q25);
- zwei Solarparks in der Nähe von Aalborg, DK, mit einer Gesamtkapazitäten von 274 MW (voraussichtliche Inbetriebnahme in 3Q-4Q26); und
- zwei Solarparks in Jütland, DK, mit einer Gesamtkapazität von 356 MW (voraussichtliche Inbetriebnahme in 1Q28).

Vermarktungsmodelle

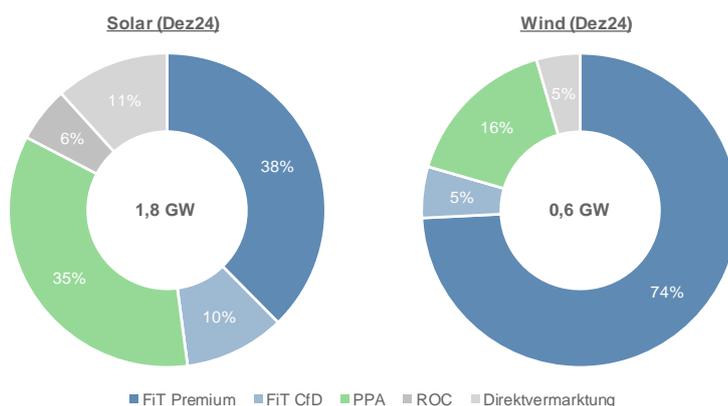
- 95 Die Vermarktungsmodelle für den von Encavis produzierten Strom sind durch die regulatorischen Rahmenbedingungen innerhalb der Encavis-Region bedingt. Eine Übersicht der regulatorischen Rahmenbedingungen in ausgewählten Ländern ist Anhang A&M-001 „Regulatorische Rahmenbedingungen“ zu entnehmen.

- 96 Die folgenden Vermarktungsmodelle sind für den Encavis-Konzern relevant:

- **Marktprämienmodell (FiT Premium):** Verkauf von Strom an der Strombörse und Vereinnahmung einer zusätzlichen Prämie zu einem – i.d.R. über ein Auktionsverfahren bestimmten – Referenzwert, sofern der Marktpreis diesen Referenzwert unterschreitet.
- **Contract for Difference (FiT CfD):** Anders als beim Marktprämienmodell besteht bei einer Überschreitung des Referenzpreises eine Verpflichtung, die Differenz zum Referenzpreis zurückzuzahlen.
- **Stromabnahmeverträge (PPA):** Langfristige Verträge mit gewerblichen oder industriellen Abnehmern; beinhalten eine Preisfixierung.
- **Renewable Obligation Certificates (ROC):** Handelbare Förderzertifikate für den am Markt verkauften grünen Strom, die Stromversorger als Nachweis für die Deckung der staatlich vorgegebenen Versorgungspflichten mit Strom aus erneuerbaren Energien benötigen.
- **Direktvermarktung:** Verkauf an der Strombörse, wobei die Preise durch das Merit-Order-Modell (siehe Abschnitt 3.2.5) bestimmt werden; i.d.R. erhält Encavis den Monatsmittelwert der erzielten Preise abzüglich eines Abschlags für die Vergütung des Direktvermarkters.

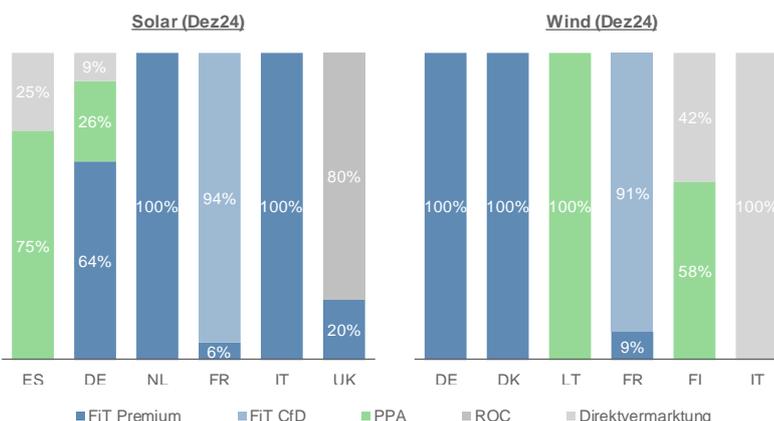
- 97 Nachfolgende Abbildung zeigt den Anteil der unterschiedlichen Vermarktungsmodelle an der Solar- bzw. Windkapazität des Erzeugungsportfolios von Encavis.

²⁰ Engineering, Procurement and Construction Agreement: Form der Projektabwicklung, bei der der Auftragnehmer eine Anlage in einem oft vordefinierten Zeit- und Kostenrahmen schlüsselfertig an den Auftraggeber übergibt.

Abbildung 4: Erzeugungsportfolio (Kapazität) nach Vermarktungsmodell

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 98 Nahezu die gesamte Stromproduktion (88% der Solarkapazität bzw. 96% der Windkapazität) ist vertraglich gesichert und nur ein geringer Teil des produzierten Stroms wird über die Strombörse vermarktet.
- 99 Für einen großen Teil des Erzeugungsportfolios (38% Solar und 74% Wind) bestehen Marktprämienmodelle. Diese beinhalten hohe historische Tarife (insbesondere in DE, IT und FR) – i.d.R. in Form fester Einspeisevergütungen – sodass die Umsatzbeiträge der FIT Premium-Modelle über den Anteilen an der Gesamtkapazität liegen. Die durchschnittliche Restlaufzeit der FIT Premium-Verträge beträgt 10,3 Jahre.
- 100 Darüber hinaus entfällt ein wesentlicher Teil der Gesamtkapazität auf PPAs, insbesondere im Solarbereich (35% Solar und 16% Wind). Die durchschnittliche Restlaufzeit der PPAs beläuft sich auf 6,9 Jahre.
- 101 Nachfolgende Abbildung zeigt die Anwendung der Vermarktungsmodelle für ausgewählte Länder des Erzeugungsportfolios.

Abbildung 5: Erzeugungsportfolio (Kapazität) nach Vermarktungsmodell und Land

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 102 Die Anwendung der Vermarktungsmodelle hängt stark von der jeweiligen Region ab. Beispielsweise wird das gesamte Solarportfolio in NL und IT bzw. das gesamte Windportfolio in DE und DK vollständig über das Marktprämienmodell vergütet. Für das gesamte Windportfolio in LT bestehen hingegen langfristige Stromabnahmeverträge.

3.2.4 Strategie

- 103 Nach Angaben des Managements wird sich der Encavis-Konzern auch zukünftig i.W. auf die Segmente PV-Freiflächenanlagen und Onshore-Windkraftanlagen konzentrieren. Dabei soll eine zunehmende geographische Diversifizierung (z.B. Zubau von Solarkapazität in DK und

Windkapazität in ES) die Abhängigkeit von der Sonneneinstrahlung beziehungsweise dem Windaufkommen in einzelnen Regionen senken.

104 Im Segment Service ist eine geographische Expansion in weitere Märkte (z.B. ES) vorgesehen, um die technischen Dienstleistungen von Encavis weiter zu stärken und das O&M-Geschäft zu einer führenden Plattform für Solarservices für Drittkunden in Europa auszubauen. Weiterhin sollen margenstärkere Dienstleistungen (z.B. Revamping und Repowering, Neuinstallationen) in den Vordergrund treten.

105 Das zum Segment Service zugehörige neue Geschäftsfeld der Batteriespeicherlösungen (BESS) soll zur technologischen Differenzierung des Encavis-Konzerns beitragen. Die BESS-Projekte sind nicht an spezifische Solar- oder Windparks des Konzerns gebunden. Durch den Aufbau von BESS-Kapazitäten sollen negative Strompreise in Zukunft vermieden werden.

106 Das Segment Asset Management soll sich künftig auf den Verkauf von Minderheitsbeteiligungen an eigenen Bestandparks an Fondsinvestoren konzentrieren, um freie Mittel für das Unternehmenswachstums zu generieren. Vor diesem Hintergrund sollen auch die Investment Teams aus dem IPP-Bereich und dem Segment Asset Management zusammengelegt werden.

3.2.5 Markt- und Wettbewerbsumfeld

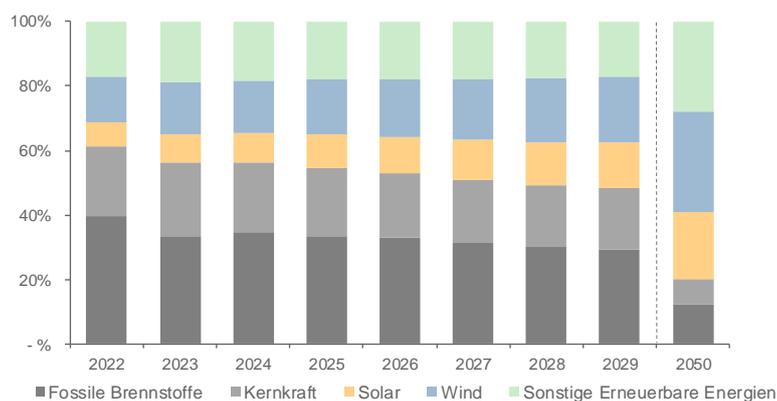
107 Encavis ist auf dem europäischen Markt für erneuerbare Energien tätig, der die Erzeugung und Vermarktung von Strom aus Photovoltaik- und Windkraftanlagen sowie die damit verbundenen Tätigkeiten umfasst. Im Folgenden betrachten wir die Preis- und Mengenentwicklung im Markt für erneuerbare Energien in Europa und der Encavis-Region.

Entwicklung der installierten Kapazität

108 Der europäische Markt für erneuerbare Energien ist wesentlich durch regulatorische Maßnahmen geprägt. Eine wichtige Grundlage ist dabei der im Jahr 2019 von der Europäischen Kommission vorgestellte „EU-Green-Deal“ mit dem Ziel, Klimaneutralität in der Europäischen Union (EU) zu erreichen und den Anteil der erneuerbaren Energien an der Gesamtenergiemenge bis zum Jahr 2050 auf über 80% zu steigern.

109 Nachfolgende Abbildung zeigt die historische und prognostizierte Entwicklung des EU-Energiemix im Zeitraum 2022-50 auf Grundlage von Daten des Statistikportals Statista.

Abbildung 6: EU-Energiemix (% Stromerzeugung)



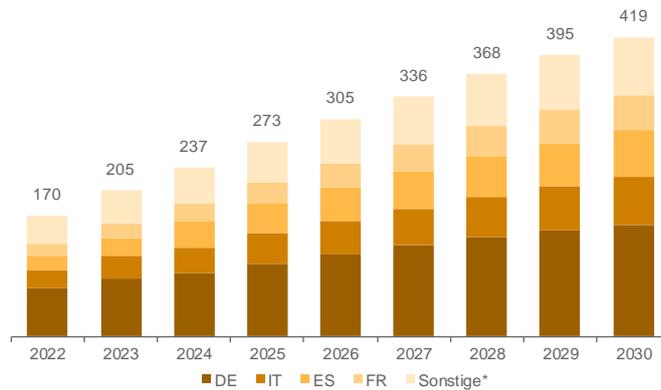
Quelle: Statista (Feb25); A&M Analyse.

110 Der Anteil der erneuerbaren Energien (Solar, Wind und sonstige erneuerbare Energien) an der gesamten produzierten Strommenge ist von 39% im Jahr 2022 auf 44% im Jahr 2024 angestiegen. Ein wesentlicher Grund für die Veränderung im Energiemix war der russische Angriffskrieg auf die Ukraine im Jahr 2022 und der damit unterbrochene Gasbezug aus Russland.

111 Darüber hinaus erhöhte die EU im Jahr 2023 im Rahmen der EU-Erneuerbaren-Richtlinie (Renewable Energy Directive, **RED III**) den verbindlichen Anteil der erneuerbaren Energien am EU-Energiemix bis zum Jahr 2030 auf mindestens 42,5% (von bisher 32%) und beschleunigte Genehmigungsverfahren für entsprechende Projekte.

- 112 Auf nationaler Ebene hat DE als größter Energieverbraucher in der EU (Anteil von 19% (515 TWh) im Jahr 2023)²¹ im Juli 2024 einen Gesetzentwurf zur Umsetzung der RED III eingebracht (als Ergänzung zum zuletzt im Jahr 2023 novellierten Erneuerbaren-Energien-Gesetz, **EEG**). Kernelement ist die Ausweisung von sogenannten Beschleunigungsgebieten für Windenergieanlagen an Land sowie für Photovoltaikanlagen, einschließlich zugehöriger Energiespeicher; dies soll ebenso wie die vorgenommenen Änderungen des Baugesetzbuches und des Raumordnungsgesetzes zu einer deutlichen Beschleunigung der Genehmigungsverfahren beitragen.
- 113 Nachfolgende Abbildung stellt die historische und prognostizierte Entwicklung der installierten Solarkapazität in der Encavis-Region im Zeitraum 2022-30 auf Grundlage von Daten des auf den Energiesektor spezialisierten Beratungs- und Marktforschungsunternehmens Aurora Energy Research („Aurora“) dar.

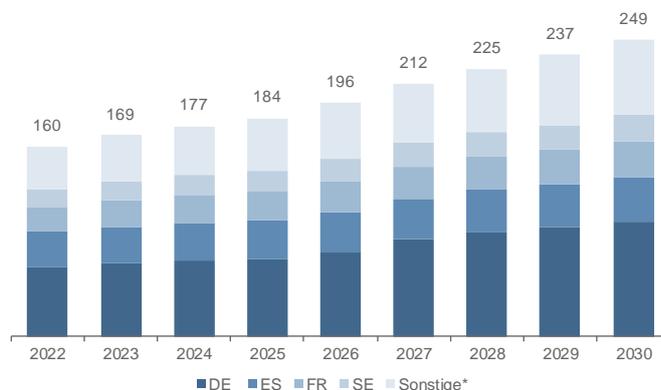
Abbildung 7: Installierte Solarkapazität (GW)



Quelle: Statista; Aurora (Apr25); A&M Analyse. (*) DK, UK, NL und SE.

- 114 Insgesamt erwartet Aurora für die Encavis-Region einen Anstieg der installierten Solarkapazität von 237 GW im Jahr 2024 auf 419 GW im Jahr 2030. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum (Compound Annual Growth Rate, CAGR) i.H.v. 10,0% für den Zeitraum 2024-30. Das Wachstum wird hauptsächlich durch die Länder DE, IT, ES und FR getrieben.
- 115 Nachfolgende Abbildung zeigt die entsprechende Entwicklung der installierten Windkapazität in der Encavis-Region.

Abbildung 8: Installierte Windkapazität (GW)



Quelle: Statista; Aurora (Apr25); A&M Analyse. (*) IT, DK, UK, FI und LT.

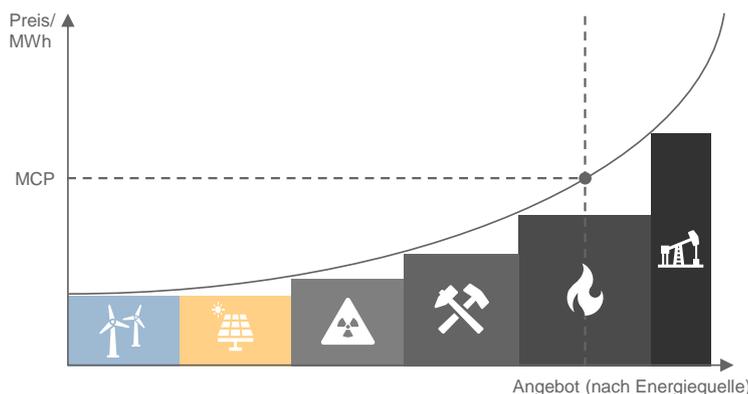
²¹ Ember (Okt24): European Electricity Review 2024.

- 116 Die Onshore-Windkapazität für die Encavis-Region soll von 177 GW im Jahr 2024 auf 249 GW im Jahr 2030 (CAGR 2024-30 von 5,9%) steigen, vor allem bedingt durch den zusätzlichen Ausbau der Windenergie in DE, ES, FR und SE.
- 117 Neben den zuvor genannten politischen Zielen und den damit einhergehenden regulatorischen Erleichterungen zur Beschleunigung von Genehmigungsverfahren wirkt sich auch eine steigende PPA-Nachfrage positiv auf den Kapazitätsausbau aus. Getrieben von sinkenden Subventionen, der weiter steigenden Nachfrage nach grünem Strom und dem Bedürfnis nach einer stabilen und sicheren Energieversorgung nimmt die Bedeutung von PPAs zu.
- 118 Die Produzenten von Strom aus erneuerbaren Energien profitieren durch die steigenden Stromnachfrage infolge der zunehmenden Elektrifizierung industrieller Prozesse („grüner Stahl“, „grüner Wasserstoff“) und der Mobilität (z.B. Elektroautos).
- 119 Zusätzliche Chancen für den Ausbau der erneuerbaren Energien ergeben sich aus technologischem Fortschritt: Der Solarbereich profitiert z.B. von einer steigenden Leistungsfähigkeit von Photovoltaik-Modulen; der Onshore-Windbereich von optimierten Anlagen für Binnenstandorte (z.B. höhere Türme und größere Roteren, neue Turbinentechnologie). Des Weiteren kommen neue Flächennutzungsmodelle bei der Stromproduktion aus erneuerbaren Energien zum Tragen, z.B. die Erschließung von ehemaligen Militärfeldern oder Deponien im Solarbereich oder die gleichzeitige Nutzung von Acker- und Weideflächen für die Stromproduktion („Agri-Photovoltaik“). Dabei kann die gesellschaftliche Akzeptanz von Solar- und Windkraftanlagen z.B. durch Bürgerwindprojekte und Pachtmodelle für Landwirte gesteigert werden.
- 120 Trotz der beschriebenen politischen, technischen und gesellschaftlichen Fortschritte bestehen weiterhin erhebliche Herausforderungen für den weiteren Zubau von Solar- und Windparks. Nach Angaben der Internationalen Energieagentur (IEA) leidet der Markt für erneuerbare Energien nach wie vor an unzureichenden Investitionen in die Netzinfrastruktur und schwerfälligen Verwaltungs- und Genehmigungsverfahren. Darüber hinaus belasten eine eingeschränkte Akzeptanz und Zielkonflikte mit Naturschutz oder Landwirtschaft in einzelnen Regionen (z.B. Bayern (DE) oder Ostmitteleuropa) den Ausbau der erneuerbaren Energien.

Merit-Order-Modell

- 121 Der Großhandelspreis für Strom („Marktpreis“) wird durch das **Merit-Order-Modell** bestimmt. Nachfolgende Abbildung veranschaulicht die Preisbildung an der Strombörse entsprechend dem Merit-Order-Modell.

Abbildung 9: Merit-Order-Modell



Quelle: European Wind Energy Association; A&M Analyse.

- 122 Nach dem Prinzip der Merit-Order (deutsch: „Reihenfolge nach Verdienst“) speisen zunächst die Kraftwerke mit den niedrigsten Grenzkosten ihren Strom ins Netz ein (z.B. Solar- und Windkraftanlagen), gefolgt von Kraftwerken mit höheren Grenzkosten (z.B. Kern-, Kohle-, Gas-, und Ölkraftwerke), bis die Nachfrage vollständig gedeckt ist. Die Grenzkosten werden ausschließlich durch variable Kosten bestimmt, ohne Berücksichtigung von Fixkosten wie Bau- oder Rückbaukosten.
- 123 Das Kraftwerk, das zuletzt benötigt wird, um die Nachfrage zu decken („Grenzkraftwerk“), hat die höchsten Grenzkosten und wirkt „preisbestimmend“. Gemäß dem Einheitspreisprinzip

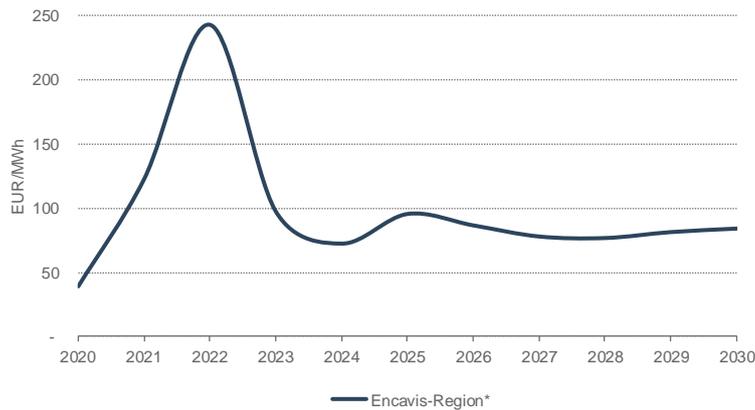
erhalten auch die Anlagen mit niedrigeren Grenzkosten den Marktpreis, der die Stromnachfrage und das Stromangebot ausgleicht (Market-Clearing-Price, **MCP**).

- 124 Gemäß dem Merit-Order-Effekt führt der Ausbau der kostengünstigeren erneuerbaren Energien zur Verdrängung konventioneller Kraftwerke, wodurch die Grenzkosten der letzten erzeugten Strommenge sinken und die Marktpreise für Strom niedriger werden (teilweise durch Inflation ausgeglichen).

Strompreisentwicklung

- 125 Nachfolgende Abbildung zeigt die historische und prognostizierte Entwicklung der durchschnittlichen Großhandelspreise für Strom in der Encavis-Region (gewichtet nach der Kapazität von Encavis zum Ende des GJ24) für den Zeitraum 2020-30.

Abbildung 10: Realer Strommarktpreis (Basisjahr 2024)



Quelle: Statista (Mar25); Aurora (Apr25); A&M Analyse.

(*) Auf Grundlage der gewichteten Gesamtkapazität des Encavis-Konzerns zum Dez24.

- 126 Die Abbildung zeigt den extremen Strompreisanstieg zwischen dem Jahr 2020 (EUR 39/MWh) und 2022 (EUR 242/MWh). Der Anstieg der Strompreise im Jahr 2021 war durch den wieder steigenden Energiebedarf nach dem Ende der Hochphase der Covid 19-Pandemie bedingt. Im Jahr 2022 führten der russische Angriffskrieg auf die Ukraine und die darauffolgende Energiekrise in Europa zu einem weiteren verstärkten Preisanstieg. Im Jahr 2024 stabilisierte sich der Strompreis wieder bei EUR 72/MWh.
- 127 Für das Jahr 2025 wird aufgrund der teilweise wetterbedingten Überproduktion von Strom im Vorjahr ein leichter Anstieg der realen Strompreise erwartet. Für das Jahr 2030 wird entsprechend den Daten von Aurora ein durchschnittlicher Großhandelspreis für Strom in der Encavis-Region i.H.v. EUR 84/MWh erwartet. Der Strompreis wird dabei durch i) die steigende Stromnachfrage infolge der Elektrifizierung industrieller Prozesse und der zunehmenden E-Mobilität (preiserhöhend) sowie ii) den Ausbau der erneuerbaren Energien (preissenkend) bestimmt.
- 128 In der Praxis unterscheiden sich die realisierten Marktpreise für Solar- und Windenergie. Der realisierte Marktpreis für Windenergie ist typischerweise höher als der Preis für Solarenergie, da Windenergie nachts oder im Winter erzeugt wird, wenn die Nachfrage und die Strompreise hoch sind. Im Gegensatz dazu wird Solarenergie überwiegend tagsüber und im Sommer erzeugt, wenn die Nachfrage und die Strompreise niedriger sind.

Wettbewerbsumfeld

- 129 Nachfolgende Abbildung zeigt die wichtigsten Wettbewerber im europäischen Solar- und Windmarkt. Die gezeigten Wettbewerber beruhen auf dem im Rahmen der Übernahme durch KKR erstellten Commercial Due Diligence-Bericht und eigenen Recherchen.

Abbildung 11: Wettbewerbsumfeld

Encavis-Konzern				Distribution
Energieerzeugung (IPP)	Projektentwicklung	O&M	Asset Management	

Quelle: A&M Analyse.

- 130 Der Markt für erneuerbare Energien umfasst i.W. die folgenden wirtschaftlichen Aktivitäten:
- **Energieerzeugung (IPP):** Produktion und Vermarktung von Strom aus erneuerbaren Energien;
 - **Projektentwicklung:** Planung, Entwicklung und Bau neuer Anlagen (einschließlich Finanzierung, Anlagengenehmigung und PPA-Strukturierung);
 - **Technische Betriebsführung und Wartung (O&M)** und damit verbundene Dienstleistungen;
 - **Asset Management:** Verwaltung der Investitionen Dritter in erneuerbare Energieanlagen;
 - **Distribution:** Kauf- und Weiterverkauf von grünem Strom.
- 131 Die verschiedenen Geschäftsaktivitäten unterscheiden sich hinsichtlich der damit verbundenen Risiken. Grundsätzlich sind die Risiken in der Projektentwicklung höher (z.B. regulatorische (Freigabe-)Risiken, Finanzierungsrisiken, Akzeptanzrisiken in der Bevölkerung, technische Realisierbarkeit von Projekten) als im Betrieb bestehender Anlagen (mit bereits abgeschlossenen Verträgen).
- 132 Aus der oben dargestellten Abbildung gehen drei Gruppen von Marktteilnehmern hervor: i) Unternehmen, die sich auf eine einzige Geschäftsaktivität spezialisieren (z.B. Energieerzeugung, Distribution); ii) Unternehmen, die sich auf mehrere Tätigkeitsfelder konzentrieren (einschließlich Projektentwicklung); und iii) Unternehmen, die die gesamte Wertschöpfungskette im Markt für erneuerbare Energien abdecken. Der Encavis-Konzern gehört zur zweiten Kategorie, ist jedoch in geringerem Maße in der Projektentwicklung tätig als vergleichbare Wettbewerber. Nach Angaben des Managements beteiligt sich der Encavis-Konzern erst in späteren Stadien an der Projektentwicklung, i.d.R. nachdem die Projekte die Baureife erreicht haben (RtB-Stadium). Dementsprechend trägt der Encavis-Konzern ein geringeres Entwicklungsrisiko als die in der Projektentwicklung tätigen Wettbewerbsunternehmen.
- 133 Aufgrund der fehlenden Börsennotierung bzw. unzureichenden Aktienliquidität konnten nicht alle Wettbewerber in die Vergleichsgruppe aufgenommen werden (siehe Folgeabschnitt).

3.2.6 Vergleichsgruppe

- 134 Im Rahmen der Unternehmensbewertung ist die Ableitung einer geeigneten Gruppe von Vergleichsunternehmen („Peer Group“) von erheblicher Bedeutung. Die Peer Group hat dabei unterschiedliche Zwecke zu erfüllen:
- **Kapitalkosten (siehe Abschnitt 7.3):** Bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten erfolgt die Bestimmung eines angemessenen Betafaktors über eine Gruppe börsennotierter Vergleichsunternehmen, sofern das Bewertungsobjekt nicht börsennotiert ist oder die

zugrundeliegenden Kapitalmarktdaten eines börsennotierten Bewertungsobjekts nicht aussagekräftig sind.

- **Multiplikatorverfahren (siehe Abschnitt 8.3):** Zur Untersuchung der Plausibilität von ermittelten Unternehmenswerten nach dem Ertragswertverfahren bzw. nach dem DCF-Verfahren können vereinfachte Preisfindungen durch die Anwendung von Multiplikatorverfahren herangezogen werden.²² In der Praxis kommen dabei häufig Ergebnismultiplikatoren wie beispielsweise EV/EBITDA zum Einsatz. Diese können aus den Kurs- und Fundamentaldaten der Peer Group-Unternehmen abgeleitet werden.
- **Wachstums- und Margen-Analysen (siehe Abschnitt 5.3):** Die der Unternehmensplanung zugrunde liegenden prognostizierten finanziellen Überschüsse sind im Rahmen von Plausibilitätsüberlegungen zu überprüfen.²³ Insbesondere erfordert der IDW Praxishinweis 2/2017 eine externe Plausibilisierung der geplanten Ergebnisgrößen. Als Anhaltspunkt für die Plausibilität der geplanten Überschüsse kann insbesondere ein Vergleich des geplanten Wachstums und der geplanten Margen mit dem Wachstum und den Margen der Peer-Unternehmen dienen.

135 Bei der Definition der Peer Group kommen grundsätzlich Unternehmen der gleichen Branche und mit einem ähnlichen Produkt- und Tätigkeitsspektrum infrage. Eine absolute Deckungsgleichheit der Vergleichsunternehmen mit dem zu bewertenden Unternehmen ist weder möglich noch erforderlich. Allerdings sollten die künftigen Zahlungsüberschüsse der Vergleichsunternehmen und des Bewertungsobjekts aus einem weitgehend übereinstimmenden Geschäftsmodell resultieren, das mit einem vergleichbaren operativen Risiko einhergeht.

136 Im Hinblick auf die Ableitung von Kapitalkosten (und der damit verbundenen Ermittlung der Bewertungsparameter wie der Betafaktoren) und die marktorientierte Bewertung (wie die Multiplikator-Methode) ist die Verfügbarkeit von Kapitalmarktdaten unabdingbar. Aus diesem Grund werden in der Bewertungspraxis vorrangig börsennotierte Unternehmen als Vergleichsunternehmen herangezogen, da diese im Vergleich zu nicht-börsengelisteden Gesellschaften weitreichende relevante Daten und Informationen veröffentlichen.

137 Für die Grundgesamtheit (Long List) der infrage kommenden Unternehmen haben wir mehrere Quellen herangezogen:

- Die im Rahmen der Commercial Due Diligence und eigener Recherchen identifizierten Wettbewerber (siehe Abschnitt 3.2.5);
- Alle börsennotierten Unternehmen der Branchen „Renewable Electricity“ (Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien) in Europa aus der S&P Capital IQ-Datenbank.

138 Auf dieser Grundlage haben wir 80 börsennotierte Unternehmen identifiziert (nach Ausschluss von Duplikaten).

139 Im zweiten Schritt haben wir nur Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von mindestens EUR 100 Mio. zum Bewertungsstichtag berücksichtigt. Die EUR 100 Mio.-Grenze wurde gewählt, da eine zu geringe Marktkapitalisierung zu einem eingeschränkten Handel der Aktie und einer Entkoppelung der wirtschaftlichen Fundamentalentwicklungen vom Aktienkurs führen kann. Nachdem wir diese Unternehmensmindestgröße definiert haben, beschränkt sich die Liste potenzieller Peer-Unternehmen auf 42.

140 Des Weiteren wurden alle von uns identifizierten Vergleichsunternehmen in Hinblick auf eine ausreichende Liquidität der Aktien überprüft:

- Dabei haben wir nur solche Unternehmen berücksichtigt, die einen Streubesitzanteil von mindestens 10% aufweisen.
- Als Maßstab für die Liquidität wird in der Praxis häufig die Spanne zwischen dem Geldkurs (Kaufpreis) und dem Briefkurs (Verkaufspreis) zugrunde gelegt. Im Rahmen der Bewertung haben wir nur solche Vergleichsunternehmen berücksichtigt, deren Geld-

²² IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 143 und Tz. 164 ff.

²³ IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 68, 81, 107, 108.

/Briefspanne in einem 2-Jahreszeitraum vor dem Bewertungsstichtag durchschnittlich weniger als 1,25%²⁴ betrug.

- Als weiteres Liquiditätskriterium haben wir festgelegt, dass innerhalb der letzten 2 Jahre die Aktien der Vergleichsunternehmen an 90% der Handelstage gehandelt werden sollten.
- 141 Nach diesen Filterschritten reduzierte sich die Anzahl potenzieller Vergleichsunternehmen auf 33.
- 142 Die verbliebenen Unternehmen wurden einer genauen Untersuchung ihres Geschäftsmodells unterzogen. Dabei wurden nur diejenigen Unternehmen berücksichtigt, deren Tätigkeitsspektrum weitgehend deckungsgleich mit dem des Encavis-Konzerns ist (Stromerzeugung aus Solar-/Windkraft, technische Betriebs-/Wartungsleistungen und Asset Management, siehe Abschnitt 3.2.5). Wir haben auch reine Stromproduzenten ohne Entwicklungstätigkeit in die Peer Group aufgenommen, da der Encavis-Konzern im Vergleich zu den berücksichtigten Wettbewerbern, die Projektentwicklung betreiben, in geringerem Maße in das Entwicklungsgeschäft involviert ist.
- 143 Insbesondere haben wir diejenigen Unternehmen eliminiert, die einen Großteil ihrer Umsatzerlöse in den folgenden Bereichen erwirtschaften: i) Energieerzeugung aus anderen Energiequellen (z.B. Wasserkraft, Kraft-Wärme-Kopplung, fossile Energieträger); ii) Energieerzeugung vollständig außerhalb Europas, iii) Vertrieb und Handel von Strom; iv) Entwicklung und Bau von Solar-/Windparks.
- 144 Zusammenfassend erachten wir auf Basis unserer vorstehenden Filterkriterien und Analysen die nachfolgend genannten neun Peer-Unternehmen als vergleichbar zum Encavis-Konzern:
- Corporación Acciona Energías Renovables, S.A., Spanien („**Acciona Energías**“);
 - EDP Renováveis, S.A., Spanien („**EDP Renováveis**“);
 - ERG S.p.A., Italien („**ERG**“);
 - Greencoat Renewables PLC, Irland („**Greencoat**“);
 - NextEnergy Solar Fund Limited, Guernsey („**NextEnergy**“);
 - Octopus Renewables Infrastructure Trust plc, Vereinigtes Königreich („**ORIT**“);
 - Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A., Spanien („**Solaria Energía**“);
 - The Renewables Infrastructure Group Limited, Guernsey („**TRIG**“); und
 - Voltalia SA, Frankreich („**Voltalia**“).
- 145 Die Unternehmensprofile der Peer-Unternehmen sind im Anhang A&M-003 „Peer Group – Unternehmensprofile“ aufgeführt.

²⁴ 1,25% als Obergrenze: LG München I, Beschluss v. 30.05.2018, Az. 5HK O 10044/1, Rn. 149 (zit. nach Bayern.Recht).

4 VERGANGENHEITSANALYSE

146 Die Analyse der historischen Vermögens- und Ertragslage stellt einen wesentlichen Bestandteil der Plausibilitätsbeurteilung der Planung dar. Die Vergangenheitsanalyse bezieht sich auf die GJ22-24 („Vergangenheitszeitraum“).

147 Die nach IFRS aufgestellten, mit einem unbeschränkten Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlüsse und Lageberichte des Encavis-Konzerns für die GJ22-24 bilden die Grundlage unserer Analysen für diesen Zeitraum.

4.1 Vermögenslage

148 Nachfolgende Tabelle zeigt die Vermögenslage des Encavis-Konzerns im Zeitraum Dez22-24. Die Kennziffern-Spalte („% Total“) weist den durchschnittlichen Anteil an der Bilanzsumme zum Dez24 aus.²⁵

Tabelle 1: Encavis-Konzern – Vermögenslage

EUR Mio.	Ist Dez22	Ist Dez23	Ist Dez24	% Total Dez24
Geschäfts- oder Firmenwerte	107	107	107	2,7%
Immaterielle Vermögenswerte	447	430	402	10,2%
Sachanlagen*	2.305	2.431	2.685	68,4%
Finanzanlagen	10	19	12	0,3%
Anlagevermögen	2.869	2.987	3.205	81,7%
Vorräte	6	5	7	0,2%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	70	77	74	1,9%
Sonstige Vermögenswerte	94	120	147	3,8%
Liquide Mittel	344	376	478	12,2%
Umlaufvermögen	513	577	706	18,0%
Aktive latente Steuern	23	9	12	0,3%
Aktiva	3.406	3.574	3.924	100,0%
Eigenkapital der Encavis-Aktionäre	706	934	766	19,5%
Minderheitenanteile	5	7	9	0,2%
Eigenkapital	711	941	775	19,8%
Projektfinanzierung**	1.356	1.348	1.517	38,7%
Konzernfinanzierung	699	874	1.214	30,9%
Finanzielle Verbindlichkeiten	2.056	2.222	2.732	69,6%
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	37	32	43	1,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	459	239	252	6,4%
Operative Verbindlichkeiten	496	271	295	7,5%
Passive latente Steuern	143	140	123	3,1%
Passiva	3.406	3.574	3.924	100,0%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

(*) Einschließlich Nutzungsrechte; (**) Einschließlich Leasingverbindlichkeiten.

149 Der Anstieg der Bilanzsumme von EUR 3.406 Mio. zum Dez22 auf EUR 3.924 Mio. zum Dez24 ist i.W. auf den Ausbau des Erzeugungsportfolios (Sachanlagen) und die zusätzliche Finanzierung (Liquide Mittel bzw. Konzernfinanzierung) aus dem nach der Übernahme durch KKR ausgegebenen Gesellschafterdarlehen im GJ24 zurückzuführen.

150 Im Folgenden gehen wir auf die Entwicklung der wesentlichen Bilanzposten ein.

Aktiva

151 Die Aktivseite ist wesentlich durch den Bestand der Sachanlagen geprägt (68,4% der Bilanzsumme zum Dez24). Diese betreffen i.W. die im Bestand befindlichen Photovoltaik- und Windkraftanlagen, Grundstücke und Anlagen im Bau. Der Anstieg der Sachanlagen im Vergangenheitszeitraum hängt i.W. mit dem Portfolioausbau und der Erweiterung der installierten Gesamtleistung von 2,0 GW (Dez22) über 2,1 GW (Dez23) auf 2,4 GW (Dez24) zusammen. Im

²⁵ Für Bewertungszwecke wurde die Konzernbilanz umgegliedert. Der Bestand der liquiden Mittel und des Eigenkapitals sowie die Bilanzsumme blieben gegenüber der Darstellung im Konzernabschluss unverändert (mit Ausnahme der Umgliederung der Hybrid-Wandelanleihe zum Dez22-23 aus dem Eigenkapital in die Konzernfinanzierung).

GJ23 wurde das Erzeugungsportfolio um drei in Betrieb befindliche Windparks in DE und FI erweitert; im GJ24 wurden zehn Wind- und Solarkraftanlagen in ES, DE und SE in das Portfolio aufgenommen.

- 152 Einen weiteren wesentlichen Bilanzposten bilden die immateriellen Vermögenswerte (10,2%). Diese beziehen sich hauptsächlich auf Stromeinspeiseverträge und die bis zum Baubeginn der Anlagen verbuchten Projektrechte. Der Rückgang im Zeitraum Dez22-24 ist hauptsächlich auf die Abschreibungen der – i.W. in den Jahren zwischen 2008-12 abgeschlossenen – hochprofitablen Stromeinspeiseverträge in den Ländern DE, IT und FR zurückzuführen.
- 153 Die liquiden Mittel belaufen sich zum Ende des GJ24 auf EUR 478 Mio. (12,2%). Darin enthalten sind Kapitaldienst- und Projektreserven, die im Rahmen der Projektfinanzierung bei den Solar- und Windparks als Sicherheiten hinterlegt sind, sowie weitere verfügbare beschränkte liquide Mittel (insgesamt EUR 102 Mio.). Die übrigen liquiden Mittel teilen sich nach Angaben des Managements in einen operativ notwendigen Bestand i.H.v. EUR 169 Mio. und einen überschüssigen Kassenbestand i.H.v. EUR 207 Mio. auf.²⁶
- 154 Darüber hinaus bestehen die Aktiva aus Geschäfts- oder Firmenwerten (i.W. aus der im GJ22 erworbenen Stern Energy), Finanzanlagen (i.W. Minderheitsbeteiligungen und Ausleihungen an assoziierte Unternehmen), Vorräten (vor allem Ersatzteile und Handelswaren im Segment Service), Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (aLuL) (hauptsächlich im Segment Asset Management), sonstigen Vermögenswerten und aktiven latenten Steuern.
- 155 In den sonstigen Vermögenswerten sind i.W. Forderungen aus Ertragsteuern, Umsatzsteuerforderungen, in Arbeit befindliche Aufträge (hauptsächlich im Segment Service) und Derivate (aus Swaps und PPAs) enthalten.

Passiva

- 156 Das bilanzielle Eigenkapital beläuft sich zum Dez24 auf EUR 775 Mio. (19,8% der Bilanzsumme); die hierin enthaltenen Minderheitenanteile betragen EUR 9 Mio. (0,2%).²⁷ Der Anstieg des Eigenkapitals im GJ23 ist maßgeblich durch die Wertveränderung der (in den sonstigen Verbindlichkeiten erfassten) PPA-Derivate infolge der deutlich geringeren Strompreise (siehe Abschnitt 3.2.5) bedingt; der Rückgang im GJ24 reflektiert die Wertminderungen auf Sachanlagen aufgrund der gesunkenen Strompreisprognosen.
- 157 Die finanziellen Verbindlichkeiten (69,6%) unterscheiden sich in Projektfinanzierung (projektbezogenes Fremdkapital der Parkgesellschaften bzw. Zwischenholdings) und Konzernfinanzierung (Kapitalbeschaffung des Konzerns). Der leichte Rückgang der Projektfinanzierung im GJ23 wurde durch die Aufnahme eines Grünen Schuldscheindarlehen (Konzernfinanzierung) i.H.v. EUR 210 Mio. für weitere Wachstumsprojekte ausgeglichen. Der weitere Anstieg der Konzernfinanzierung im GJ24 ist i.W. auf das von der Elbe BidCo an die Encavis AG gewährte Gesellschafterdarlehen i.H.v. EUR 322 Mio. zurückzuführen.
- 158 Die operativen Verbindlichkeiten (7,5%) bilden Verbindlichkeiten aLuL und sonstige Verbindlichkeiten ab. Die sonstigen Verbindlichkeiten beinhalten u.a. PPA-Derivate, Rückstellungen für Rückbauverpflichtungen und Verbindlichkeiten aus Ertragsteuern. Der Rückgang der operativen Verbindlichkeiten im GJ23 ist i.W. auf die Wertveränderung der PPA-Derivate zurückzuführen (siehe oben).
- 159 Die in den sonstigen Verbindlichkeiten ebenfalls enthaltenen Verbindlichkeiten gegenüber nicht beherrschenden Gesellschaftern, Verbindlichkeiten Put Option (Akquisition der Stern Energy) und Verbindlichkeiten aus Preisobergrenze (laufendes Verfahren gegen italienische Behörden) sind zum Vorteil der Minderheitsaktionäre nicht in die Unternehmensbewertung eingegangen (siehe Abschnitt 8.2).

4.2 Ertragslage

- 160 Die Analyse der vom Bewertungsobjekt in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse bildet die Grundlage für die Schätzung zukünftiger leistungs- und finanzwirtschaftlicher Entwicklungen

²⁶ Der überschüssige Kassenbestand fließt im Rahmen der Unternehmensbewertung vollständig der Finanzierung des Unternehmenswachstums zu (siehe Abschnitt 6.3).

²⁷ Die zum Dez22-23 im Eigenkapital verbuchte Hybrid-Wandelanleihe wurde entsprechend der Ausweisänderung zum Dez24 in die Konzernfinanzierung umgliedert.

und für die Vornahme von Plausibilitätsüberlegungen hinsichtlich der geplanten zukünftigen Ergebnisse und finanziellen Überschüsse.²⁸

161 Dabei ist die historische Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) um nicht nachhaltige Ergebniseffekte (auch: „Sondereffekte“) zu bereinigen. Eine Übersicht zu den vorgenommenen Bereinigungen der historischen Ertragslage findet sich in Abschnitt 4.3

162 Die Tabellen in diesem Abschnitt beziehen sich auf den Vergangenheitszeitraum GJ22-24. Die Konzern-GuV ist nach dem Gesamtkostenverfahren gegliedert.

163 Die zusammenfassenden Kennzahlen für den Vergangenheitszeitraum (Spalte „Ist Ø 22-24“) sind wie folgt definiert:

- Der CAGR für den Vergangenheitszeitraum bezieht sich auf das geometrische Mittel des Wachstums der GJ22-24.
- Die durchschnittlichen Margen für den Vergangenheitszeitraum entsprechen dem arithmetischen Mittel der GJ22-24.

164 Nachfolgende Tabelle zeigt die unbereinigte Ertragslage des Encavis-Konzerns für den Vergangenheitszeitraum GJ22-24.²⁹

Tabelle 2: Encavis-Konzern – Unbereinigte Ertragslage

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist Ø 22-24
Umsatzerlöse	487	470	408	
Wachstum in %	N/A	(3,6%)	(13,2%)	(8,5%)
Betriebs- und Verwaltungskosten	(111)	(137)	(160)	
EBITDA	377	333	248	
in % der Umsatzerlöse	77,3%	70,8%	60,8%	69,6%
Abschreibungen Wertminderungen	(153) (62)	(164) (5)	(165) (168)	
EBIT	162	163	(85)	
in % der Umsatzerlöse	33,2%	34,7%	(20,9%)	15,7%
Finanzergebnis	(45)	(71)	(91)	
EBT	116	92	(176)	
Ertragsteuern	(33)	(33)	2	
Konzernergebnis	84	59	(174)	
davon: Encavis-Aktionäre	78	53	(178)	
davon: Minderheitenanteil	5	5	4	

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

165 Die Entwicklung der unbereinigten Ertragslage im Vergangenheitszeitraum lässt sich wie folgt beschreiben:

- Die Umsatzerlöse sind im Vergangenheitszeitraum um durchschnittlich 8,5% p.a. zurückgegangen, hauptsächlich getrieben durch die stark rückläufigen Strompreise nach dem Höhepunkt der Energiekrise im GJ22 (Preiseffekt), verstärkt durch ungünstige meteorologische Bedingungen und verspätete Inbetriebnahmen (Mengeneffekt).
- Die unbereinigte EBITDA-Marge ist im Vergangenheitszeitraum von 77,3% (GJ22) auf 60,8% (GJ24) gesunken, i.W. bedingt durch den preisbedingten Rückgang der Umsatzerlöse, die Einbeziehung des margenschwächeren Servicegeschäfts der Stern Energy (GJ23) und Einmaleffekte aus der Übernahme durch KKR (GJ24).
- Das Konzernergebnis war durch die steigende Zinslast und die Wertminderungen auf Sachanlagen (gestiegenen Kapitalmarktkosten und gesunkenen Strompreisprognosen) belastet und infolgedessen im GJ24 negativ (EUR -174 Mio.).

²⁸ IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 72.

²⁹ Für Bewertungszwecke wurde die Konzern-GuV entsprechend der Struktur der Planungsrechnung umgegliedert. Für die ausgewiesenen Umsatzerlöse und das EBITDA ergeben sich keine Änderungen gegenüber dem Konzernabschluss.

166 Im Folgenden gehen wir auf die Entwicklung der einzelnen GuV-Posten im Vergangenheitszeitraum ein und stellen anschließend die vorgenommenen Bereinigungen und die Überleitung auf das von uns bereinigte EBITDA dar.

Umsatzerlöse

167 Die Umsatzerlöse des Encavis-Konzerns setzen sich i.W. zusammen aus der Einspeisung von Strom in das Stromnetz, der Betriebsführung von Parks für Dritte und weiteren Erlösen aus dem Service-Bereich und dem Asset Management. Neben der Preisentwicklung am Markt ist die produzierte Strommenge ein wichtiger Umsatztreiber; diese wird wiederum durch die installierte Kapazität getrieben.

Installierte Kapazität und Energieproduktion

168 Nachfolgende Tabelle zeigt die installierte Kapazität, die Energieproduktion und die Umsatzerlöse auf Segmentebene im Vergangenheitszeitraum; die Kennziffernspalte weist den CAGR der Ist-Jahre GJ22-24 aus.

Tabelle 3: Encavis-Konzern – Installierte Kapazität und Energieproduktion

	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist Ø 22-24
Installierte Kapazität, Jahresdurchschnitt (GW)	2,0	2,1	2,3	7,7%
PV Parks	1,6	1,6	1,7	5,2%
Windparks	0,4	0,5	0,6	16,8%
Energieproduktion (GWh)	3.133	3.354	3.305	2,7%
PV Parks	2.137	2.106	2.019	(2,8%)
Windparks	997	1.248	1.286	13,6%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

169 Der Jahresdurchschnittswert der installierten Kapazität ist von 2,0 GW im GJ22 auf 2,3 GW im GJ24 angestiegen (CAGR von 7,7%). Die produzierte Energiemenge verzeichnete hingegen nur einen Anstieg von 3.133 GWh im GJ22 auf 3.305 GWh im GJ24 (CAGR von 2,7%). Grund hierfür waren die äußerst schlechten Wetterbedingungen (insbesondere im Solarbereich im GJ24), die zu einer Reduktion der produzierten Strommenge führten. Darüber hinaus wurde die Entwicklung der Energieproduktion durch verspätete Inbetriebnahmen im GJ24 – sowohl im Solar- als auch im Windbereich – negativ beeinflusst.

Umsatzerlöse

170 Nachfolgende Tabelle zeigt den Umsatzverlauf auf Segmentebene im Vergangenheitszeitraum GJ22-24; die Kennziffernspalte weist wiederum den CAGR der Ist-Jahre GJ22-24 aus.

Tabelle 4: Encavis-Konzern – Umsatzerlöse (unbereinigt)

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist Ø 22-24
Umsatzerlöse	487	470	408	(8,5%)
PV Parks	122	99	87	(15,5%)
Windparks	335	300	255	(12,7%)
Service	13	55	68	131,9%
Asset Management	24	29	14	(23,2%)
Verwaltung/Konsolidierung	(6)	(13)	(17)	69,3%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

171 Die Umsatzerlöse sind zunächst leicht von EUR 487 Mio. im GJ22 auf EUR 470 Mio. im GJ23 zurückgegangen und verzeichneten danach einen deutlichen Rückgang auf EUR 408 Mio. im GJ24. Der Rückgang der Umsatzerlöse im Vergangenheitszeitraum wird größtenteils vom Solar- und Windparkportfolio getragen.

172 Das GJ22 war geprägt durch sehr hohe Strompreise infolge des russischen Angriffskriegs auf die Ukraine und die dadurch ausgelöste Energiekrise in Deutschland und Europa – und gleichzeitig durch sehr günstige Wetterbedingungen. Der preis- und wetterbedingte Rückgang in den GJ23-24 konnte nicht durch die neu erworbenen bzw. neu ans Netz angeschlossenen Solar-

und Windparks sowie die Umsätze des volleinbezogenen Stern-Teilkonzerns³⁰ kompensiert werden. Weiterhin führte die marktbedingt schwache Entwicklung im Asset Management zu rückläufigen Umsatzerlösen im GJ24.

173 Im Einzelnen haben sich die operativen Segmente wie folgt entwickelt:

- Das Segment PV Parks musste aufgrund der stark rückläufigen Strompreise in Europa und der verschlechterten Wetterbedingungen Umsatzrückgänge in den GJ23-24 hinnehmen. Darüber hinaus haben sich im GJ24 teilweise technisch bedingte Verzögerungen bei der Inbetriebnahme von Solarparks ergeben. Weiterhin kam es im GJ24 aufgrund von negativen Strompreisen erstmals zu Abschaltungen von Solarparks in ES. Die im GJ24 nicht mehr enthaltene nachträgliche Vergütung von Solarparks in NL (für das GJ22 im GJ23) wirkte sich ebenfalls umsatzmindernd aus.
- Das Segment Windparks wurde ähnlich wie das Segment PV Parks durch eine ungünstige Kombination aus ungewöhnlich schlechtem Wetter und geringen Preisen – sowie verspätete Inbetriebnahmen – belastet. Weiterhin mussten im GJ24 Windkraftanlagen in FI aufgrund negativer Preise zeitweise vom Netz genommen werden.
- Im Segment Service kam es im GJ23 durch die Einbeziehung des Stern-Teilkonzerns zu einem deutlichen Umsatzsprung. Der weitere Anstieg der Umsatzerlöse im GJ24 ist hauptsächlich auf die Ausweitung der Aktivitäten im Revamping und Repowering zurückzuführen.
- Das Segment Asset Management musste aufgrund der schwierigen Marktbedingungen im GJ24 einen starken Umsatzrückgang hinnehmen. Nach Angaben des Managements führte die große Verunsicherung der Investoren infolge volatiler Strompreise und steigender Zinsen zu einem weitgehenden Ausbleiben des Neugeschäfts im GJ24.

EBITDA

174 Das EBITDA ergibt sich aus den Umsätzen abzüglich der Betriebs- und Verwaltungskosten. Die Betriebs- und Verwaltungskosten beinhalten Materialaufwand, Personalaufwand, Kosten für den Betrieb der Solar- und Windparks, Kosten des laufenden Geschäftsbetriebs, Rechts-, Beratungs- und Fremdleistungen sowie sonstige Aufwendungen/Erträge.

175 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der Betriebs- und Verwaltungskosten und des EBITDA im Vergangenheitszeitraum.

Tabelle 5: Encavis-Konzern – EBITDA (unbereinigt)

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist Ø 22-24
Umsatzerlöse	487	470	408	
<i>Wachstum in %</i>	<i>N/A</i>	<i>(3,6%)</i>	<i>(13,2%)</i>	<i>(8,5%)</i>
Betriebs- und Verwaltungskosten	(111)	(137)	(160)	
Materialaufwand	(10)	(31)	(29)	
Personalaufwand	(27)	(35)	(47)	
Kosten Solar- und Windparks	(94)	(74)	(70)	
Kosten des laufenden Geschäftsbetriebs	(6)	(11)	(12)	
Rechts-, Beratungskosten und Fremdleistungen	(12)	(26)	(41)	
Sonstige Aufwendungen/Erträge	38	40	39	
EBITDA	377	333	248	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>77,3%</i>	<i>70,8%</i>	<i>60,8%</i>	<i>69,6%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

176 Insgesamt hat sich das EBITDA von EUR 377 Mio. im GJ22 auf EUR 248 Mio. im GJ24 verringert. Die EBITDA-Marge ist im gleichen Zeitraum von 77,3% auf 60,8% gesunken. Einen wesentlichen Einfluss hatten dabei i) der preisbedingte Rückgang der Umsatzerlöse (siehe oben), ii) die Einbeziehung des margenschwächeren Stern-Teilkonzerns (GJ23) und iii) Einmalkosten aus der Übernahme durch KKR (GJ24).

³⁰ Im GJ22 ging der Stern-Teilkonzern nur für den Zeitraum nach dem Mehrheitserwerb im Oktober 2022 auf konsolidierter Basis in die Ertragslage des Encavis-Konzerns ein.

Materialaufwand

- 177 Der Materialaufwand enthält vor allem den Materialverbrauch im Servicegeschäft, Aufwendungen im Zusammenhang mit der Direktvermarktung des produzierten Stroms sowie Aufwendungen für Bezugsstrom in den Solar- und Windparks.
- 178 Der Anstieg im GJ23 ist i.W. auf die Erweiterung des Servicegeschäfts durch die volle Einbeziehung des Stern-Teilkonzerns zurückzuführen (nach der Konsolidierung im Oktober 2022). Darüber hinaus haben gestiegene Direktvermarktungskosten (insbesondere im Segment Windparks) zu einer Erhöhung des Materialaufwands geführt. Der leichte Rückgang im GJ24 ist i.W. durch gesunkene Direktvermarktungskosten bedingt.

Personalaufwand

- 179 Der Anstieg des Personalaufwands im Vergangenheitszeitraum spiegelt den wachstumsinduzierten Ausbau der Belegschaft wider. Die Mitarbeiterzahl ist von 303 zum Dez22 über 394 zum Dez23 auf 423 zum Dez24 angestiegen; durchschnittlich waren 193 Mitarbeitende im GJ22, 368 im GJ23 und 413 im GJ24 beschäftigt. Der Anstieg im GJ23 steht i.W. im Zusammenhang mit dem Erwerb des Stern-Teilkonzerns (siehe oben).
- 180 Darüber hinaus hat die Übernahme durch KKR im GJ24 zu zusätzlichen Kosten (insbesondere Retention-Boni) geführt, welche auch die vollständige Ausübung der Mitarbeiteraktienoptionen im GJ24 betreffen. Im Rahmen der von uns durchgeführten Bereinigungen wurden diese Kosten eliminiert (siehe Abschnitt 4.3).

Kosten Solar- und Windparks

- 181 Die Kosten für den Betrieb der Solar- und Windparks beinhalten u.a. Aufwendungen für Reparaturen und Instandhaltung sowie für die technische und kaufmännische Betriebsführung, Versicherungen und verschiedene sonstige Kosten. In den GJ22-23 waren in diesem Posten auch Abschöpfungsbeträge im Zusammenhang mit der europaweiten Deckelung der Strompreise („Aufwendungen aus der Strompreisobergrenze“) inkludiert.³¹
- 182 Im Vergangenheitszeitraum verbuchte der Encavis-Konzern erhöhte Aufwendungen für Reparaturen, Instandhaltung und Wartung aufgrund der verstärkten Durchführung von Revamping-Maßnahmen während der Hochpreisphase am Strommarkt.
- 183 Weiterhin haben sich die Kosten der technischen und kaufmännischen Betriebsführung im GJ23 aufgrund der Konsolidierung des Stern-Teilkonzerns (und damit der zuvor fremdbezogenen Leistungen) reduziert.

Kosten des laufenden Geschäftsbetriebs

- 184 Die Kosten des laufenden Geschäftsbetriebs beziehen sich i.W. auf das Servicegeschäft. Der Anstieg im GJ23 ist wiederum auf die Konsolidierung des Stern-Teilkonzerns zurückzuführen und wirkt sich gegenläufig zur Reduktion der Kosten der technischen und kaufmännischen Betriebsführung aus (siehe oben).

Rechts-, Beratungskosten und Fremdleistungen

- 185 Die Rechts-, Beratungskosten und Fremdleistungen sind im GJ23 aufgrund der Konsolidierung des Stern-Teilkonzerns (Fremdleistungen) und im GJ24 aufgrund der Übernahme durch KRR angestiegen. Die mit der Übernahme von KKR verbundenen Kosten wurden im Rahmen der von uns durchgeführten Bereinigungen eliminiert (siehe Abschnitt 4.3).

Sonstige Aufwendungen/Erträge

- 186 Die sonstigen Aufwendungen/Erträge beinhalten hauptsächlich allgemeine Verwaltungskosten (u.a. Abschluss- und Prüfungskosten, Aufsichtsratsvergütung, Miete und Raumkosten), sonstige Erträge und (in geringem Umfang) aktivierte Eigenleistungen (i.W. Erweiterungen und Verbesserungen für Solaranlagen des Eigenbestands und selbsterstellte Software).

³¹ Im Rahmen der von uns durchgeführten Bereinigungen wurden die Aufwendungen aus der Strompreisobergrenze mit den Umsatzerlösen saldiert (siehe Abschnitt 4.3).

187 Die sonstigen Erträge setzen sich zum größten Teil aus nicht operativen Erträgen (u.a. Erträge aus der Übergangsbilanzierung³², Erträge aus Entkonsolidierung) und als operativ eingestufte Wertaufholungen auf Sachanlagen. Diese Ertragsbestandteile wurden im Rahmen der von uns durchgeführten Bereinigungen eliminiert (siehe Abschnitt 4.3).

Konzernergebnis

188 Das Konzernergebnis resultiert aus dem EBITDA abzüglich Abschreibungen, Wertminderungen, Finanzergebnis und Steuern.

189 Die Abschreibungen und Wertminderungen beziehen sich auf Sachanlagen (einschließlich Nutzungsrechte) und immaterielle Vermögenswerte. Die Wertminderungen auf Sachanlagen sind im GJ24 aufgrund einer Verschlechterung der langfristigen Strompreisprognosen und einer deutlichen Erhöhung der Zinsen drastisch angestiegen und haben das Ergebnis wesentlich belastet.

190 Das Finanzergebnis ist im Vergangenheitszeitraum entsprechend dem Anstieg der Projekt- und Konzernfinanzierung (siehe Abschnitt 4.1), wie auch dem Anstieg der Zinsen, kontinuierlich angestiegen.

191 Der im Konzernergebnis erfasste Steuerertrag i.H.v. EUR 2 Mio. im GJ24 setzt sich aus einer tatsächlichen Steuerbelastung i.H.v. EUR 18 Mio. und einem latenten Steuerertrag i.H.v. EUR 20 Mio. zusammen.

192 Insgesamt ist das Konzernergebnis aufgrund der zuvor beschriebenen Umsatz- und Margeneffekte, der Ergebniswirkung der Wertminderungen und der gestiegenen Zinsaufwendungen von EUR +84 Mio. im G22 über EUR +59 Mio. im GJ23 auf EUR -174 Mio. im GJ24 zurückgegangen.

4.3 Bereinigungen der Ertragslage

193 Um anhand der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse des Encavis-Konzerns eine Schätzgrundlage für die zukünftige Entwicklung zu erhalten und um die Planungsrechnung plausibilisieren zu können, ist die historische Ertragslage um nicht nachhaltige Ergebniseinflüsse zu bereinigen.

194 Gemäß IDW S 1 sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die operativen Überschüsse (E-BITDA und EBIT) zu bereinigen, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen zu verdeutlichen.³³ Durchgeführte Bereinigungen von außerordentlichen Einflüssen sind explizit zu erläutern.

195 Die vorliegende Unternehmensplanung (siehe Abschnitt 5) bildete keine (nicht zahlungswirksamen) IFRS-Bewertungseffekte ab (z.B. Aufwendungen und Erträge aus der Fortentwicklung von PPAs; Wertminderungen und Wertaufholungen auf Sachanlagen). Dementsprechend haben wir diese Sachverhalte aus der historischen Ertragslage des Encavis-Konzerns eliminiert.

196 Die Bereinigungen dienen nur der Beurteilung der Planzahlen und haben keinen Ergebniseffekt im Rahmen der Ertragswertermittlung.

Bereinigte Umsatzerlöse

197 Nachfolgende Tabelle fasst die von uns vorgenommenen Bereinigungen der Umsatzerlöse für den Vergangenheitszeitraum GJ22-24 zusammen.

³² Aufwertung der Anteile an assoziierten Unternehmen im Rahmen des Mehrheitserwerbs an der Stern Energy.

³³ IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 73.

Tabelle 6: Encavis-Konzern – Bereinigungen Umsatzerlöse

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist Ø 22-24
Umsatzerlöse, unbereinigt	487	470	408	
<i>Wachstum in %</i>	<i>N/A</i>	<i>(3,6%)</i>	<i>(13,2%)</i>	<i>(8,5%)</i>
Operative Bereinigungen (Geschäftsbericht)				
Nicht operative Umsatzerlöse	-	(9)	(7)	
Saldierung	(25)	(12)	(0)	
Aufwendungen aus der Strompreisobergrenze	(25)	(12)	(0)	
Umsatzerlöse Bereinigungen	(25)	(21)	(7)	
<i>davon Umkehrungen</i>	<i>-</i>	<i>9</i>	<i>7</i>	
Umsatzerlöse, bereinigt	462	449	401	
<i>Wachstum in %</i>	<i>N/A</i>	<i>(2,9%)</i>	<i>(10,7%)</i>	<i>(6,9%)</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

198 Die Bereinigungen der Umsatzerlöse unterteilen sich wie folgt:

- **Operative Bereinigungen (Geschäftsbericht):** Die im Geschäftsbericht ausgewiesenen operativen Bereinigungen der Umsatzerlöse beziehen sich auf PPA-Bewertungseffekte.
- **Saldierung:** Wir haben eine Saldierung der Umsatzerlöse mit den Aufwendungen aus der Strompreisobergrenze vorgenommen. Die Aufwendungen aus der Strompreisobergrenze wurden aus den Kosten für den Betrieb der Solar- und Windparks in die Umsatzerlöse umgegliedert, da diese Kosten effektiv einer Minderung der Umsatzerlöse entsprechen. Das EBITDA bleibt durch die Saldierung unberührt.

199 Der durchschnittliche Umsatzrückgang im Vergangenheitszeitraum beträgt -6,9% p.a. auf bereinigter Basis, gegenüber -8,5% p.a. auf unbereinigter Basis. Für das letzte Ist-Jahr GJ24 ergibt sich eine Korrektur der Umsatzerlöse auf EUR 401 Mio.

Bereinigtes EBITDA

200 Nachfolgende Tabelle fasst die von uns vorgenommenen Bereinigungen des EBITDA für den Vergangenheitszeitraum zusammen:

Tabelle 7: Encavis-Konzern – Bereinigungen EBITDA

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist Ø 22-24
EBITDA, unbereinigt	377	333	248	
<i>in % der Umsatzerlöse, unbereinigt</i>	<i>77,3%</i>	<i>70,8%</i>	<i>60,8%</i>	<i>69,6%</i>
Operative Bereinigungen (Geschäftsbericht)	(26)	(13)	(12)	
Nicht operative Umsatzerlöse	-	(9)	(7)	
Sonstige nicht operative Erträge	(31)	(9)	(16)	
Sonstige nicht operative Aufwendungen	4	5	10	
Einmaleffekte	7	(0)	35	
Sonderreparaturen	7	13	15	
Verkaufsgewinn	-	(13)	-	
Übernahme durch KKR	-	-	20	
IFRS Bereinigungen	(10)	(12)	(21)	
Wertaufholungen auf Sachanlagen	-	(1)	(10)	
Umkehrung IFRS 16	(10)	(11)	(12)	
EBITDA Bereinigungen	(29)	(25)	1	
<i>davon Umkehrungen</i>	<i>29</i>	<i>25</i>	<i>(1)</i>	
EBITDA, bereinigt	347	307	249	
<i>in % der Umsatzerlöse, bereinigt</i>	<i>75,0%</i>	<i>68,4%</i>	<i>62,1%</i>	<i>68,5%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

201 Die EBITDA-Bereinigungen ergeben sich aus den operativen Bereinigungen (Geschäftsbericht), Einmaleffekten und IFRS Bereinigungen:

- **Operative Bereinigungen (Geschäftsbericht):** Die operativen Bereinigungen aus dem Geschäftsbericht umfassen nicht operative Umsatzerlöse (siehe oben), sonstige nicht operative Erträge (i.W. Erträge aus der Übergangsbilanzierung, Erträge aus der

Entkonsolidierung und nicht zahlungswirksame Erträge aus der Fortentwicklung von PPAs) und sonstige nicht operative Aufwendungen (hauptsächlich Aufwendungen aus der Fortentwicklung von PPAs). Diese nicht wiederkehrenden bzw. nicht zahlungswirksamen Effekte sind nicht in die Planungsrechnung eingegangen und wurden daher bereinigt.

- **Einmaleffekte:** Darüber hinaus haben wir die Kosten für Sonderreparaturen im Solarbereich (i.W. Revamping und Repowering; Wiederaufbau von zwei PV-Parks in FR nach einem Waldbrand), den Verkaufsgewinn aus der Veräußerung von zwei deutschen Windparkgesellschaften sowie die mit der Übernahme durch KKR verbundenen Personalaufwendungen (i.W. Retention-Boni und Ausübung von Mitarbeiteraktienoptionen) und Beratungskosten bereinigt.
- **IFRS Bereinigungen:** Die Unternehmensplanung berücksichtigt keine Wertaufholungseffekte und keine Abbildung der Pachtkosten nach IFRS 16. Um eine vergleichbare Basis zur Unternehmensplanung zu schaffen, haben wir diese IFRS-Effekte bereinigt.

202 Im Ergebnis beträgt die von uns bereinigte EBITDA-Marge der GJ22-24 durchschnittlich 68,5% und liegt damit 1,1%-Punkte unter der unbereinigten EBITDA-Marge. Für das letzte Ist-Jahr GJ24 ergibt sich eine positive Margenanpassung i.H.v. 1,3%-Punkten.

Bereinigungen/Umkehrungen

203 Neben den Bereinigungen des EBITDA haben wir auch die außerordentlichen bzw. nicht in der Unternehmensplanung abgebildeten Ergebnisbestandteile innerhalb der Abschreibungen (Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte), der Wertminderungen und des Finanzergebnisses bereinigt. Nachfolgende Tabelle fasst die entsprechenden Bereinigungen/Umkehrungen zusammen:

Tabelle 8: Encavis-Konzern – Bereinigungen/Umkehrungen

EUR Mio.	Ist	Ist	Ist	Ist
	GJ22	GJ23	GJ24	Ø 22-24
EBITDA Bereinigungen	(29)	(25)	1	
<i>davon Umkehrungen</i>	29	25	(1)	
Abschreibungen Bereinigungen	52	53	52	
<i>davon Umkehrungen</i>	(52)	(53)	(52)	
Wertminderungen Bereinigungen	62	5	168	
<i>davon Umkehrungen</i>	(62)	(5)	(168)	
Finanzergebnis Bereinigungen	(10)	14	19	
<i>davon Umkehrungen</i>	10	(14)	(19)	
Gesamt Bereinigungen	75	46	240	
<i>davon Umkehrungen</i>	(75)	(46)	(240)	

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Bereinigte Ertragslage

204 Wir haben die zuvor diskutierten EBITDA-Bereinigungen auf die einzelnen GuV-Posten verteilt. Nachfolgende Tabelle zeigt die von uns bereinigte Ertragslage im Vergangenheitszeitraum GJ22-24:

Tabelle 9: Encavis-Konzern – Bereinigte Ertragslage

EUR Mio.	Ist GJ22	Ist GJ23	Ist GJ24	Ist Ø 22-24
Umsatzerlöse	462	449	401	
<i>Wachstum in %</i>	<i>N/A</i>	<i>(2,9%)</i>	<i>(10,7%)</i>	<i>(6,9%)</i>
Betriebs- und Verwaltungskosten	(115)	(142)	(152)	
EBITDA	347	307	249	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>75,0%</i>	<i>68,4%</i>	<i>62,1%</i>	<i>68,5%</i>
Abschreibungen	(101)	(111)	(113)	
Wertminderungen	-	-	-	
EBIT	246	196	136	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>53,2%</i>	<i>43,6%</i>	<i>33,9%</i>	<i>43,6%</i>
Finanzergebnis	(55)	(58)	(72)	
Bereinigungen/Umkehrungen	(75)	(46)	(240)	
EBT	116	92	(176)	
Ertragsteuern	(33)	(33)	2	
Konzernergebnis	84	59	(174)	
<i>davon: Encavis-Aktionäre</i>	<i>78</i>	<i>53</i>	<i>(178)</i>	
<i>davon: Minderheitenanteil</i>	<i>5</i>	<i>5</i>	<i>4</i>	

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 205 Die durchgeführten Bereinigungen der historischen Ertragslage werden dem EBT mit negativem Vorzeichen als „Bereinigungen/Umkehrungen“ hinzugerechnet, sodass das EBT, die Ertragsteuern und das Konzernergebnis von den durchgeführten Bereinigungen unberührt bleiben.

5 PLANUNGSANALYSE

5.1 Planungsprozess und Aufbau der Planung

- 206 Die Ermittlung des Unternehmenswerts gründet auf der vom Management erstellten Planungsrechnung für den Encavis-Konzern.
- 207 Die vorliegende Planung umfasst das Budget-Jahr GJ25 und die Folgejahre GJ26-30 (zusammen: „**Detailplanungszeitraum**“) und besteht aus der Konzern-GuV („**Plan-GuV**“), ergänzt um eine Investitions- und Finanzierungsplanung.
- 208 Im Rahmen des regelmäßigen Planungs- und Budgetprozesses des Encavis-Konzerns wird jährlich das Budget für das jeweilige Folgejahr aufgestellt. Das Budget basiert dabei auf einer Prognose der bereits in Betrieb befindlichen Parks („**Bestandsportfolio**“) und der konkretisierten Pipeline-Projekte („**Pipeline**“).
- 209 Eine Mehrjahresplanung bezogen auf die fünf Folgejahre nach dem Budget-Jahr, welche auch die nicht konkretisierten Projekte („**Wachstumsportfolio**“) enthält, wird nur bei Ereignissen erstellt, die für die Entwicklung des Konzerns von wesentlicher Bedeutung sind.
- 210 Die uns vorgelegte vom Vorstand beschlossene und vom Aufsichtsrat genehmigte Mehrjahresplanung wurde infolge der Übernahme durch KKR im Dezember 2024 erarbeitet. Die vorhergehende Mehrjahresplanung wurde nach der Akquisition von Stern Energy im Oktober 2022 erstellt.
- 211 Die Planungsarbeiten für die Mehrjahresplanung beginnen i.d.R. im dritten Quartal eines Jahres mit einer Strategiesitzung des Managements. Die Unternehmensplanung wird anschließend in einem iterativen Prozess unter Einbindung des Controlling-Teams und des Investment-Teams erarbeitet. Dabei werden die „top-down“-Vorgaben des Managements durch das Controlling-Team in eine Planung auf Projekt- bzw. Landesebene überführt, die durch das Investment-Team hinsichtlich ihrer Realisierbarkeit (bezogen auf das Wachstumsportfolio) überprüft wird.
- 212 Die Planung des Bestandsportfolios und der Pipeline findet i.d.R. im August und September statt und erfolgt auf Ebene der einzelnen Park- bzw. Projektgesellschaften. Die Bestandsplanung basiert auf den bestehenden Stromeinspeise- bzw. Stromabnahmeverträgen sowie den abgeschlossenen Service- und Finanzierungsverträgen für die Solar- und Windparks.
- 213 Obwohl für das Bestandsportfolio die Plandaten bis zur Abwicklung eines jeden Parks im Controllingssystem hinterlegt sind, ist diese Langfristperspektive nicht Gegenstand des jährlichen Budgetierungsprozesses.
- 214 Das nicht konkretisierte Wachstumsportfolio wird – im Rahmen der Erstellung einer Mehrjahresplanung – i.d.R. im vierten Quartal eines Jahres auf Länderebene geplant. Dabei werden die Wachstumspotentiale in den einzelnen Regionen unter Einbindung des Investment-Teams abgeschätzt. Die Planungsarbeiten für das Segment Service und das Segment Asset Management finden ebenfalls zum Jahresende statt. Die einzelnen Planungsbestandteile werden anschließend in der Konzernplanung zusammengeführt.
- 215 Die uns vorliegende Unternehmensplanung wurde am 14. April 2025 vom Vorstand der Encavis AG verabschiedet und am 16. April 2025 durch den Aufsichtsrat genehmigt.

5.2 Planungstreue

- 216 Aus der Analyse der Planungstreue in der Vergangenheit lassen sich gegebenenfalls Rückschlüsse über die zukünftige Planungsgenauigkeit ziehen. Zur Beurteilung der historischen Planungstreue haben wir einen Plan-Ist-Vergleich für die letzten drei Geschäftsjahre (GJ22-24) vorgenommen. Die Analyse der Planungstreue gründet auf den von uns bereinigten Umsatzerlösen und dem EBITDA.³⁴ Darüber hinaus haben wir die budgetierte Stromproduktion der tatsächlich produzierten Strommenge gegenübergestellt.

³⁴ Für die Analyse der Planungstreue wurden die vorgenommenen IFRS 16-Bereinigungen bezogen auf Pachtverhältnisse wieder umgekehrt.

- 217 Nachfolgende Tabelle zeigt die prozentuale Abweichung der tatsächlich eingetretenen Ergebnisgrößen von den budgetierten Ergebnisgrößen. Eine positive bzw. negative Abweichung bedeutet, dass die tatsächlich eingetretenen Werte oberhalb bzw. unterhalb des Budgets lagen. Die Kennziffernspalte („Ist Ø 22-24“) weist die durchschnittliche jährliche Abweichung im Zeitraum GJ22-24 aus.

Tabelle 10: Encavis-Konzern – Plan-Ist-Vergleich

%	Ist	Ist	Ist	Ist
	GJ22	GJ23	GJ24	Ø 22-24
Energieproduktion	(2%)	(4%)	(12%)	(6%)
davon: PV Parks	1%	(3%)	(8%)	(3%)
davon: Wind Parks	(8%)	(6%)	(18%)	(10%)
Umsatzerlöse	22%	2%	(13%)	4%
EBITDA	25%	3%	(13%)	5%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 218 In der Gesamtschau zeigt der Plan-Ist-Vergleich große Abweichungen der historisch erzielten Umsatzerlöse und des EBITDA gegenüber den budgetierten Werten, in die eine wie auch in die andere Richtung. Das GJ22 war durch den kriegsbedingten Preisanstieg auf den Strommärkten (siehe Abschnitt 3.2.5) geprägt, sodass die Umsatzerlöse und das EBITDA jeweils rd. 22% und 25% über dem Budget lagen. Das Budget für das GJ23 wurde leicht übertroffen. Im GJ24 lagen die Umsatzerlöse und das EBITDA hingegen aufgrund des unerwartet schlechten Wetters und verspäteter Inbetriebnahmen (siehe Abschnitt 4.2) jeweils rd. 13% unter den budgetierten Werten, was sich auch im verfehlten Budget für die Energieproduktion niederschlägt.
- 219 Aufgrund des starken Einflusses externer Faktoren im Zeitraum GJ22-24 lassen sich im vorliegenden Fall nur bedingt Rückschlüsse auf die Planungsgüte ziehen. Von einer systematischen Über- oder Unterschreitung der budgetierten Werte kann jedenfalls auf Grundlage der letzten drei Jahre nicht ausgegangen werden. Insofern kann geschlussfolgert werden, dass sich die vorliegende Planung für Zwecke des Ausschlusses von Minderheitsaktionären und zur Bestimmung der Barabfindung eignet.

5.3 Planungsrechnung

- 220 Die Tabellen bzw. Abbildungen in diesem Abschnitt beziehen sich auf den Detailplanungszeitraum (GJ25-30). Zu Vergleichszwecken zeigen wir auch das letzte Ist-Jahr (GJ24) nach Bereinigungen und die zusammenfassenden Kennzahlen der historischen Ertragslage nach Bereinigungen (Spalte „Ist Ø 22-24“). Für eine Diskussion der vorgenommenen Bereinigungen der historischen Ertragslage verweisen wir auf Abschnitt 4.3.
- 221 Die zusammenfassenden Kennzahlen für den Detailplanungszeitraum (Spalte „Plan Ø 25-30“) sind wie folgt definiert:
- Der CAGR für den Detailplanungszeitraum bezieht sich auf das geometrische Mittel des Wachstums der GJ24-30.
 - Die durchschnittlichen Margen für den Detailplanungszeitraum entsprechen dem arithmetischen Mittel der GJ25-30.
- 222 Nachfolgende Tabelle zeigt die Plan-GuV des Encavis-Konzerns.

Tabelle 11: Encavis-Konzern – Plan-GuV

EUR Mio.	Ist GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	Ist Ø 22-24	Plan Ø 25-30
Umsatzerlöse	401	505	629	765	913	982	1.013		
Wachstum in %	(10,7%)	25,9%	24,7%	21,5%	19,3%	7,6%	3,2%	(6,9%)	16,7%
Betriebs- und Verwaltungskosten	(152)	(185)	(222)	(259)	(304)	(331)	(352)		
EBITDA	249	320	408	506	608	651	661		
in % der Umsatzerlöse	62,1%	63,4%	64,8%	66,2%	66,7%	66,3%	65,3%	68,0%	65,4%
Abschreibungen	(113)	(144)	(181)	(224)	(276)	(290)	(281)		
EBIT	136	176	227	282	332	361	380		
in % der Umsatzerlöse	33,9%	34,9%	36,1%	36,8%	36,4%	36,8%	37,6%	43,1%	36,4%
Finanzergebnis	(72)	(130)	(132)	(167)	(215)	(219)	(200)		
Bereinigungen/Umkehrungen	(240)	-	-	-	-	-	-		
EBT	(176)	46	95	114	117	142	180		
Ertragsteuern	2	(31)	(55)	(55)	(49)	(50)	(56)		
Konzernergebnis	(174)	15	41	59	69	92	124		
davon: Encavis-Aktionäre	(178)	12	36	52	59	80	108		
davon: Minderheitenanteil	4	3	5	7	9	11	15		

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

223 Die Entwicklung der Ertragslage in den GJ25-30 lässt sich wie folgt zusammenfassen:

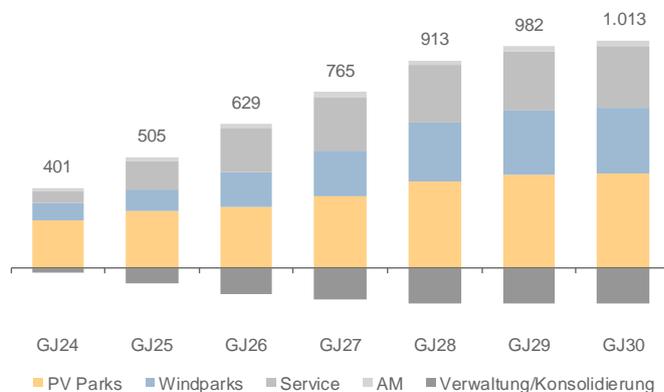
- Die Umsatzerlöse sollen bis zum GJ30 um das Zweieinhalbfache wachsen (CAGR von 16,7%). Das Umsatzwachstum resultiert aus dem geplanten Kapazitätsausbau und einer höheren Produktivität der neuen Anlagen (positiver Mengeneffekt), teilweise kompensiert durch den Rückgang der gewichteten Strompreise aufgrund des weniger profitablen Neugeschäfts (negativer Portfoliomischeffekt).
- Die EBITDA-Marge soll leicht ansteigen von 62,1% im GJ24 auf 65,3% im GJ30. Der negative Preiseffekt im IPP-Bereich wird dabei durch die höhere Produktivität der Anlagen und niedrigere Betriebskostenquoten („OpEx/MW“) aufgewogen. Weiterhin wirken sich der Aufbau des BESS-Geschäfts im Service-Bereich und eine Erholung im Asset Management positiv auf die Margenentwicklung aus.
- Für das GJ25 wird wieder ein positives Konzernergebnis erwartet, das bis zum GJ30 auf EUR 124 Mio. ansteigen soll.

224 Im Folgenden betrachten wir die geplanten Umsatzerlöse, das EBITDA und die Investitionen und Abschreibungen des Encavis-Konzerns in den Jahren GJ25-30.

5.3.1 Umsatzerlöse

225 Nachfolgende Abbildung fasst die Entwicklung der Umsatzerlöse im Detailplanungszeitraum zusammen.

Abbildung 12: Encavis-Konzern – Umsatzerlöse (EUR Mio.)



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

226 Die Umsatzerlöse sollen von EUR 401 Mio. im GJ24 auf EUR 1.013 Mio. im GJ30 ansteigen (CAGR von 16,7%). Der starke Anstieg ist überwiegend auf das geplante Portfoliowachstum zurückzuführen (positiver Mengeneffekt). Weiterhin sollen Anlagen mit einer höheren Produktivität zum Umsatzwachstum beitragen. Ein gegenläufiger Effekt ergibt sich aus dem zunehmenden Anteil des Neugeschäfts, das aufgrund der auslaufenden Fördermodelle weniger profitabel ist als das Bestandsportfolio (Portfoliomischeffekt).

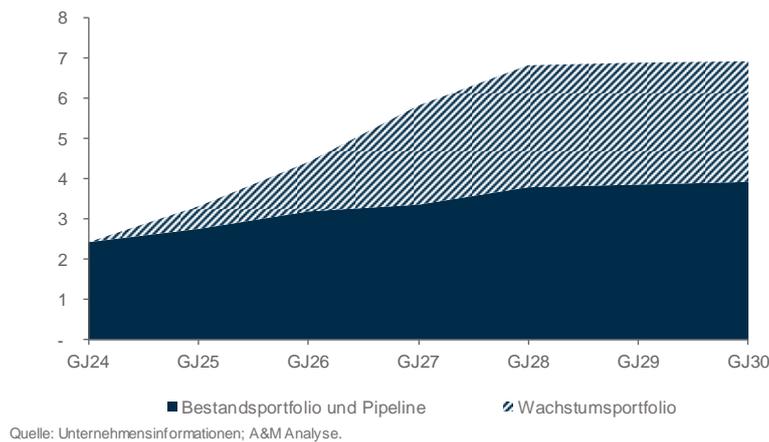
227 Der Anteil des IPP-Bereichs an den Umsatzerlösen (unter Berücksichtigung der Konsolidierung) soll von 85% im GJ24 auf 84% im GJ30 leicht zurückgehen. Grund für die leichte Veränderung ist der Aufbau des neuen Geschäftsfelds der Batteriespeichersysteme (Segment Service). Hieraus wird ein Umsatzbeitrag i.H.v. EUR 54 Mio. im GJ30 erwartet. Das starke Wachstum im Segment Service bezieht sich zu einem großen Teil auf konzerninterne Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Errichtung eigener Solarparks für den geplanten Kapazitätsausbau und konzerninterne O&M-Leistungen (Konsolidierung).

228 Innerhalb des IPP-Bereichs wird ein Rückgang des Solaranteils an den Umsatzerlöse von 75% im GJ24 auf 59% im GJ30 zugunsten des Windanteils erwartet.

Installierte Kapazität

229 Nachfolgende Abbildung stellt die geplante Entwicklung der installierten Gesamtleistung im Detailplanungszeitraum dar.

Abbildung 13: Encavis-Konzern – Installierte Kapazität (GW)



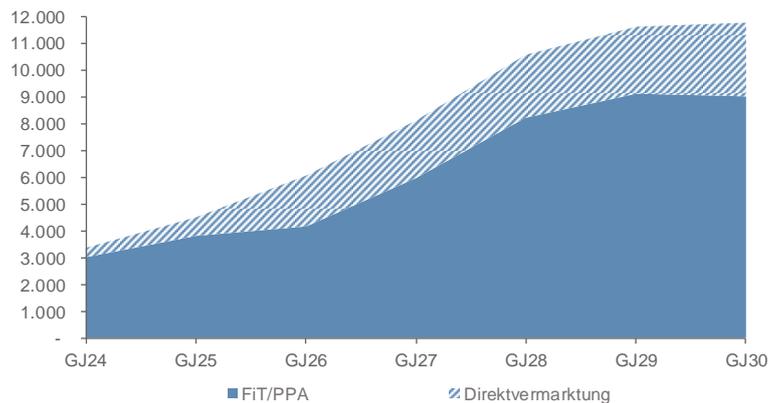
230 Die installierte Kapazität soll von 2,4 GW zum Ende des GJ24 auf 6,8 GW zum Ende des GJ28 anwachsen. Ein wesentlicher Teil des Wachstums (3,0 GW) soll dabei aus dem noch nicht konkretisierten Wachstumsportfolio generiert werden. Die übrige Zusatzkapazität (1,4 GW) bezieht sich auf konkretisierte Pipeline-Projekte.

Marktvergleich

231 Insgesamt weist der geplante Kapazitätsausbau mit einem CAGR von 19,2% p.a. im Zeitraum GJ24-30 ein deutlich höheres Wachstum auf als der Markt (CAGR von 8,3% p.a., siehe Abschnitt 3.2.5). Hieraus ergibt sich ein impliziter Anstieg des Marktanteils des Encavis-Konzerns in der Encavis-Region (gemessen an der installierten Kapazität) von 0,8% (GJ24) auf 1,2% (GJ30) im Solarbereich und von 0,3% (GJ24) auf 0,8% (GJ30) im Windbereich. Vor diesem Hintergrund erscheint der geplante Kapazitätsausbau ambitioniert.

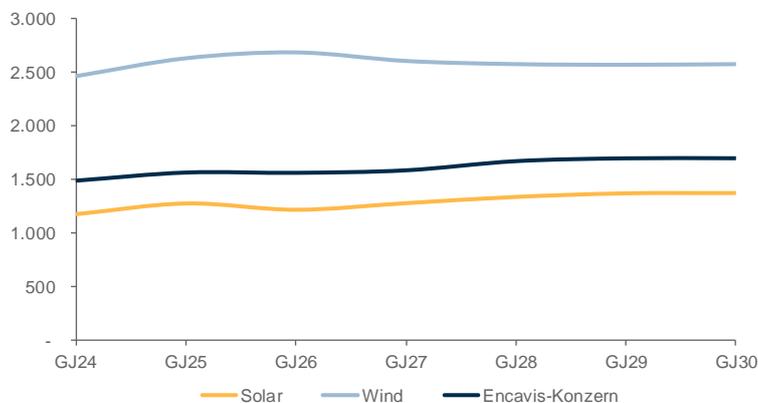
Produzierte Strommenge

232 Nachfolgende Abbildung zeigt die produzierte Strommenge im Detailplanungszeitraum, unterschieden nach der vertraglichen Stromproduktion („FiT/PPA“) und der direkt am Markt vertriebenen Strommenge.

Abbildung 14: Encavis-Konzern – Produzierte Strommenge (GWh)

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 233 Zu Beginn des Planungszeitraums bestehen für einen Großteil des Erzeugungsportfolios feste Einspeisevergütungen bzw. langfristige Stromabnahmeverträge (siehe Abschnitt 3.2.3). Im Planungsverlauf soll die FiT/PPA-Quote von 89,7% (GJ24) auf 76,7% (GJ30) aufgrund des zunehmenden Anteils der Pipeline-Projekte mit geringeren FiT/PPA-Quoten sinken.
- 234 Die produzierte Strommenge soll von 3.395 GWh im GJ24 auf 11.772 GWh im GJ30 steigen. Für das GJ25 wird aufgrund der angenommenen Normalisierung der Wetterbedingungen nach dem GJ24 und dem Rückgang der Negativstunden ein überproportionaler Anstieg der produzierten Strommenge erwartet (gemessen an der durchschnittlichen Kapazität).
- 235 Nachfolgende Abbildung fasst die durchschnittliche Stromerzeugung der Solar- und Windkraftanlagen („Load Factor“) im Detailplanungszeitraum zusammen.

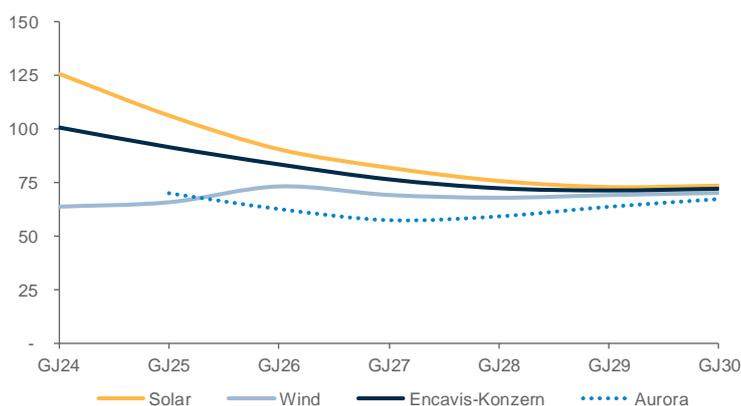
Abbildung 15: Encavis-Konzern – Load Factor (GWh/GW)

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 236 Insgesamt geht die Unternehmensplanung von einer steigenden Produktivität des Erzeugungssportfolios aus. Im Solarbereich soll die durchschnittliche Stromerzeugung bis zum GJ30 um +16% wachsen; im Windbereich ist eine Erhöhung der durchschnittlichen Stromerzeugung um +5% vorgesehen. Der beobachtete Rückgang im GJ27 ist durch den Markteintritt in windärmere Regionen (ES, IT) bedingt, der zu einer Diversifizierung des Erzeugungssportfolios beitragen soll.

Gewichteter Strompreis

- 237 Nachfolgende Abbildung stellt die Entwicklung des nach der Kapazität gewichteten Strompreises im IPP-Bereich („Durchschnittspreis“) den Strompreisprognosen von Aurora gegenüber.

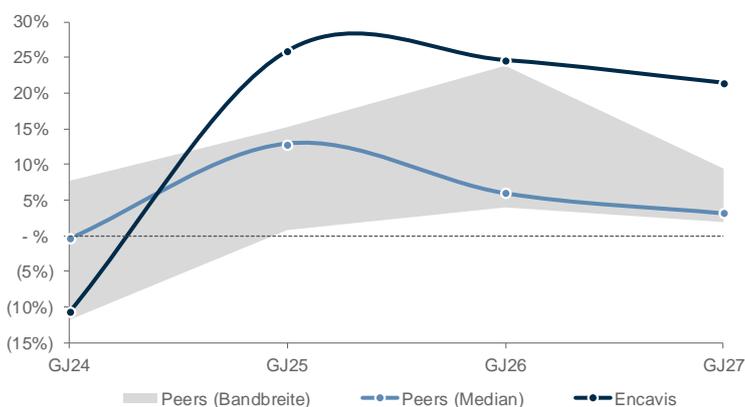
Abbildung 16: Encavis-Konzern – Gewichteter Strompreis (EUR/MWh)

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 238 Aus der Abbildung geht ein signifikanter Rückgang des gewichteten Strompreises im Solarportfolio von EUR 125/MWh im GJ24 auf EUR 73/MWh GJ30 hervor. Der Preisrückgang ist auf das weniger profitable Neugeschäft gegenüber dem Bestandsgeschäft zurückzuführen. Der Encavis-Konzern konnte in der Vergangenheit von Fördermodellen (hohe Einspeisevergütungen) im Solarbereich profitieren, die noch im Bestandsportfolio reflektiert sind. Für das Neugeschäft wurden Vertragsabschlüsse nahe an den aktuellen bzw. prognostizierten Marktbedingungen angenommen. Mit dem zunehmenden Anteil des Neugeschäfts im Planungsverlauf sinkt somit der gewichtete Durchschnittspreis, den das Portfolio erzielt.

Peer-Vergleich

- 239 Zu Plausibilisierungszwecken haben wir das geplante Wachstum der Umsatzerlöse mit den Konsensschätzungen für die Peer-Unternehmen verglichen. Die der Analyse zugrundeliegenden Kennzahlen-Prognosen für die Vergleichsunternehmen wurden der S&P Capital IQ-Datenbank entnommen. Aufgrund der fehlenden Datenverfügbarkeit konnten nicht alle Peer-Unternehmen im Rahmen des Benchmarkings berücksichtigt werden.³⁵ Weiterhin beschränken wir den Peer-Vergleich auf die Jahre GJ25-27 aufgrund der fehlenden belastbaren Prognosen für den Zeitraum nach GJ27.
- 240 Nachfolgende Abbildung stellt die Wachstumsraten der Umsatzerlöse des Encavis-Konzerns dem Wachstum der Peer-Unternehmen im Zeitraum GJ24-27 gegenüber.

Abbildung 17: Peer-Vergleich – Umsatzwachstum

Quelle: Unternehmensinformationen; S&P Capital IQ; A&M Analyse.

³⁵ Für die folgenden Peer-Unternehmen lagen keine belastbaren Finanzdaten vor: Greencoat, NextEnergy, ORIT und TRIG.

241 Die Analyse des prognostizierten Umsatzwachstums vergleichbarer Unternehmen zeigt, dass der Encavis-Konzern im GJ24 höhere Umsatzverluste zu verzeichnen hatte, dafür aber höhere Wachstumsraten in den Folgejahren GJ25-27 zu erreichen hofft.

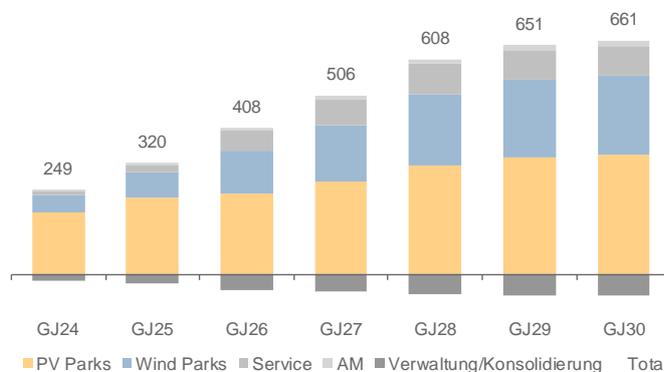
242 Die Unternehmensplanung geht von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 24,0% für den Zeitraum GJ24-27 (16,7% für den Zeitraum GJ24-30) aus. Für die Peer-Unternehmen (Median) wird für denselben Zeitraum ein durchschnittliches jährliches Wachstum von nur 7,2% erwartet.

243 Ausgehend von der prognostizierten Peer-Entwicklung erscheint die Umsatzplanung des Encavis-Konzerns ambitioniert.

5.3.2 EBITDA

244 Nachfolgende Abbildung fasst die Entwicklung des EBITDA im Detailplanungszeitraum zusammen:

Abbildung 18: Encavis-Konzern – EBITDA (EUR Mio.)

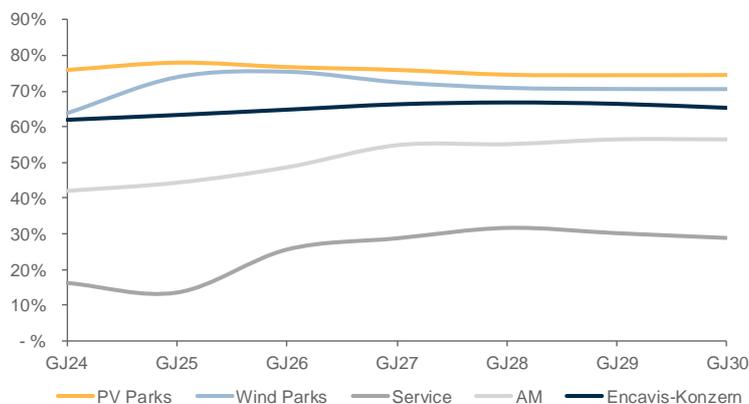


Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

245 Insgesamt soll sich das EBITDA von EUR 249 Mio. (nach Bereinigungen) im GJ24 auf EUR 661 Mio. um mehr als das Zweieinhalbfache erhöhen. Der Anstieg des EBITDA ist wiederum maßgeblich durch den Portfolioausbau im IPP-Bereich getrieben. Darüber hinaus soll der Service-Bereich mit dem Aufbau des BESS-Geschäfts zum EBITDA-Anstieg beitragen.

246 Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der EBITDA-Marge im Detailplanungszeitraum auf Segmentebene.

Abbildung 19: Encavis-Konzern – EBITDA-Marge (%)



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

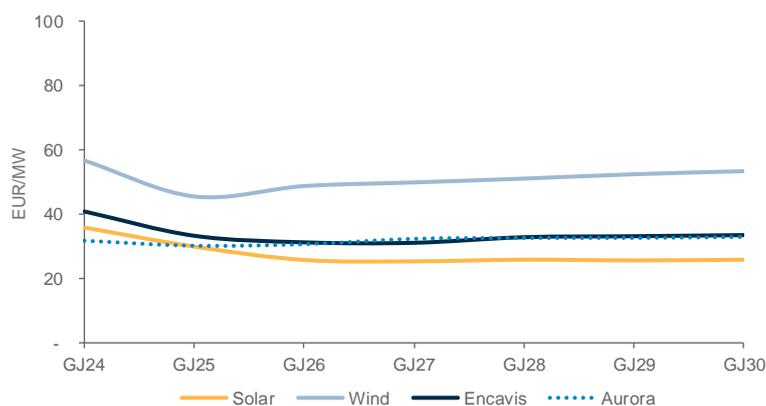
247 Insgesamt geht aus der Unternehmensplanung für den Encavis-Konzern ein Margenanstieg von 62,1% im GJ24 auf 65,3% im GJ30 hervor. Im Einzelnen sollen sich die operativen Segmente wie folgt entwickeln:

- Im Segment PV Parks wird eine leichte Verschlechterung von 75,9% (GJ24) auf 74,4% (GJ30) aufgrund der negativen Portfoliomischeffekte (siehe oben), die nicht vollständig durch sinkende Betriebskostenquoten (siehe unten) aufgefangen werden können, erwartet.
- Im Segment Windparks soll die EBITDA-Marge von 63,9% auf 70,5% steigen, hauptsächlich getrieben durch steigende Strompreise. Diese sind wiederum auf einen erwarteten Rückgang der Negativstunden zurückzuführen, die unter der EEG-Förderung mit niedrigeren Preisen vergütet werden. Der starke Margenanstieg in den ersten beiden Planjahren GJ25-26 ist auf die Inbetriebnahme von Pipeline-Projekten zurückzuführen, für die noch eine EEG-Förderung abgeschlossen werden konnte. Für die noch nicht konkretisierten Windprojekte der Folgejahre werden aufgrund der nicht mehr weitergeführten Fördermodelle niedrigere Strompreise erwartet.
- Für das Segment Service geht das Management von einem deutlichen Margensprung von 16,1% im GJ24 auf 28,7% im GJ30 aus. Dieser soll sich aus Aufbau des neuen Geschäftsfelds der Batteriespeicherlösungen sowie der geplanten Verstärkung des Re-vamping und Repowering und der Neuinstallationen ergeben. Für das GJ25 wird ein temporärer Margenrückgang aufgrund der Anlaufkosten im Geschäftsfeld der Batteriespeicherlösungen erwartet.
- Das Segment Asset Management (AM) zeigt in der Planung eine Margenerhöhung von 42,1% im GJ24 auf 56,6% im GJ30. Insgesamt geht das Management von einer Erholung des Asset Managements nach der schwierigen Geschäftsentwicklung im letzten Ist-Jahr (siehe Abschnitt 4.2) aus. Insgesamt fällt das Segment Asset Management aufgrund des eher geringen Geschäftsvolumens aber nicht stark ins Gewicht.

Operative Kosten

248 Nachfolgende Abbildung stellt die Entwicklung der Betriebskostenquoten (OpEx/MW) im Detailplanungszeitraum den Aurora-Prognosen gegenüber.

Abbildung 20: Encavis-Konzern – Operative Kosten (OpEx/MW)



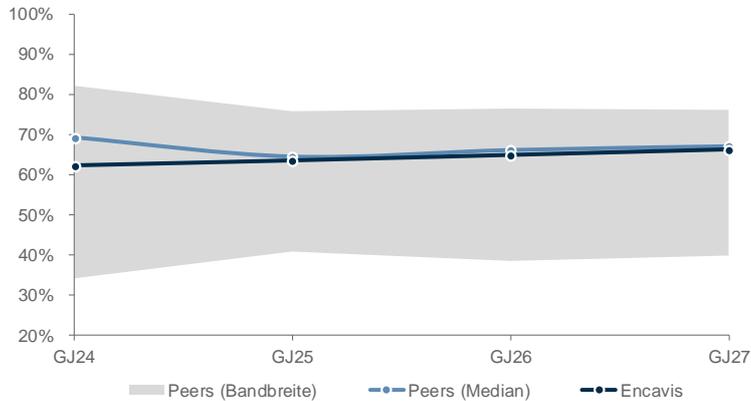
Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

249 Insgesamt verzeichnen die gewichteten Betriebskostenquoten einen Rückgang von EUR 41/MW im GJ24 auf EUR 33/MW im GJ30. Das Management geht im Windbereich von höheren OpEx/MW-Quoten bei den Pipeline-Projekten gegenüber dem Bestandsgeschäft aus; insgesamt sollen diese Projekte aber höhere Margen realisieren. Ab dem GJ26 entsprechen die Betriebskostenquoten in etwa den Aurora-Prognosen.

Peer-Vergleich

250 Zur besseren Einordnung der geplanten EBITDA-Marge des Encavis-Konzerns haben wir diese einem Peer Group-Vergleich unterzogen. Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der EBITDA-Marge des Encavis-Konzerns und die entsprechenden Konsensschätzungen zu den Peer-Unternehmen.

Abbildung 21: Peer-Vergleich – EBITDA-Marge



Quelle: Unternehmensinformationen; S&P Capital IQ; A&M Analyse.

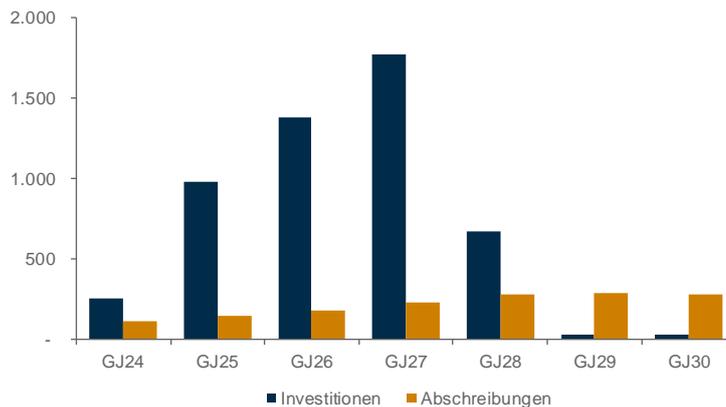
251 Insgesamt bewegen sich die prognostizierten EBITDA-Margen des Encavis-Konzerns in den GJ25-27 auf dem Niveau (Median) der Peer-Unternehmen.

252 Aus der Peer-Analyse zeigt sich, dass die geplante EBITDA-Marge des Encavis-Konzerns in den GJ25-27 plausibel ist.

5.3.3 Investitionen und Abschreibungen

253 Nachfolgende Abbildung stellt die Investitionen und Abschreibungen des Encavis-Konzerns im Detailplanungszeitraum dar.

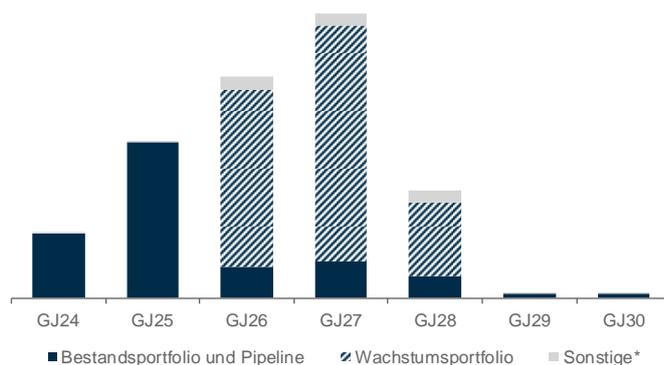
Abbildung 22: Investitionen und Abschreibungen (EUR Mio.)



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

254 Die Investitionen spiegeln mit einem Anstieg von EUR 253 Mio. im GJ24 auf EUR 1.774 Mio. im GJ27 den geplanten Kapazitätsausbau wider. Insgesamt belaufen sich die geplanten Investitionen im Zeitraum GJ25-30 auf EUR 4.867 Mio. Die Abschreibungen steigen im Planungszeitraum infolge der Investitionen kontinuierlich an.

255 Nachfolgende Abbildung zeigt den Aufriss der Investitionen auf die konkretisierten Pipeline-Projekte und das Wachstumspotfolio.

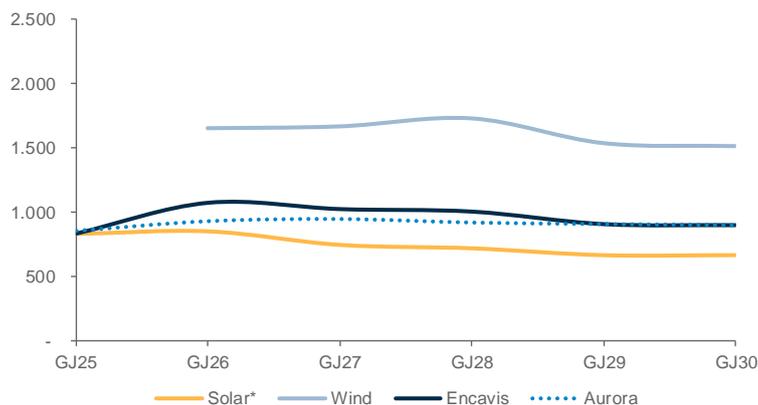
Abbildung 23: Investitionen nach Investitionsstadium (EUR Mio.)

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse. (*) Service und AM.

256 Für die Investitionen im GJ25 bestehen fast ausschließlich konkretisierte Projektpläne. Die Investitionen in den Folgejahren GJ26-28 sollen hingegen zum Großteil in das noch nicht konkretisierte Wachstumsportfolio erfolgen.

Investitionskosten

257 Nachfolgende Abbildung zeigt die den Investitionen zugrundeliegenden Investitionskosten (CapEx/MW) im Planungszeitraum.³⁶

Abbildung 24: Investitionskosten (CapEx/MW)

Quelle: Aurora (Apr25); A&M Analyse. (*) Durchschnitt aus fest installierten und nachgeführten PV-Anlagen.

258 Die Investitionskosten basieren auf den von der Gesellschaft im Markt beobachteten und zum Teil bereits kontrahierten Entwicklungskosten. Insgesamt sind die Investitionskosten in den Jahren GJ25-30 aufgrund der sinkenden realen Kosten leicht rückläufig.

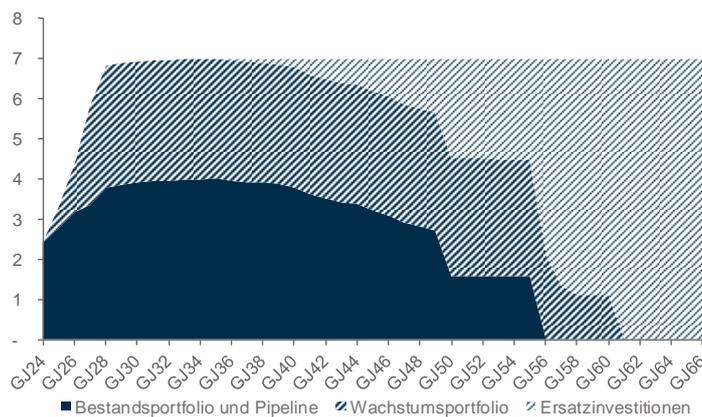
³⁶ Im Windbereich sind keine Investitionen im GJ25 vorgesehen.

6 ABLEITUNG DER ZU KAPITALISIERENDEN ERGEBNISSE

6.1 Übergangsphase

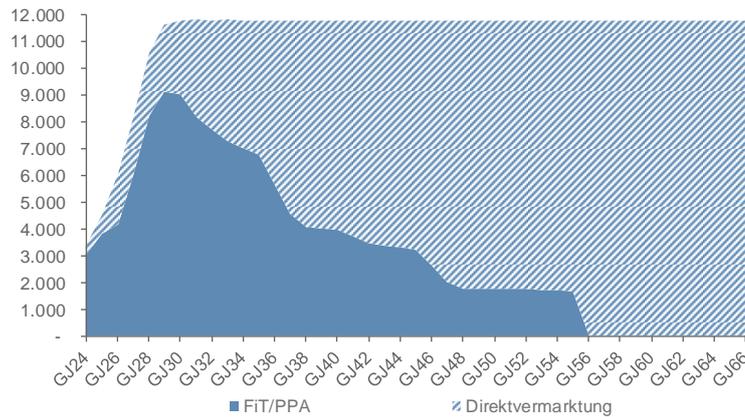
- 259 Die im Detailplanungszeitraum GJ25-30 abgebildeten vertraglichen Verhältnisse sind – aufgrund der in der Vergangenheit vorherrschenden und nicht mehr fortgeführten Fördermodelle – nicht repräsentativ für die Unternehmensentwicklung in den Folgejahren. Wir haben die Unternehmensplanung um eine „**Übergangsphase**“ GJ31-66 ergänzt, die das Auslaufen der bestehenden Stromeinspeise- bzw. Stromabnahmeverträge berücksichtigt, den Übergang auf das erwartete Marktniveau abbildet und damit einen „eingeschwungenen Zustand“ herstellt.
- 260 Die Übergangsphase gründet auf den von der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Prognosen für das Bestandsportfolio, die Pipeline und das Wachstumsportfolio bis zum erwarteten Betriebsende der Anlagen – sowie für den Service- und Asset Management-Bereich – bis zum GJ66.
- 261 Wir haben die Planung der einzelnen Anlagen bis zum jeweiligen Betriebsende in der Übergangsphase um „**Ersatzinvestitionen**“ zum Erhalt der langfristigen Zielkapazität von 7,0 GW erweitert.
- 262 Nachfolgende Abbildung stellt die Entwicklung der installierten Kapazität im Detailplanungszeitraum und der Übergangsphase dar.

Abbildung 25: Encavis-Konzern – Installierte Kapazität (GW), Übergangsphase



Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 263 Nach dem letzten Planjahr GJ30 wurden weitere Kapazitätssteigerungen (0,1 GW) aus konkretisierten bzw. sich anbahnenden Projektvorhaben berücksichtigt. Die langfristige Zielkapazität i.H.v. 7,0 GW soll voraussichtlich zum Ende des GJ34 erreicht werden. Daraufhin sollen im GJ35 die ersten bestehenden Anlagen vom Netz gehen. Zum Erhalt der Zielkapazität von 7,0 GW haben wir in den Übergangsjahren GJ35-66 Ersatzinvestitionen angenommen. Größere Ersatzinvestitionen sind im GJ50 (1,1 GW), GJ56 (2,4 GW) und GJ61 (1,1 GW) vorgesehen.
- 264 Nachfolgende Abbildung zeigt die produzierte Strommenge im Detailplanungszeitraum und der Übergangsphase, unterteilt nach der vertraglichen Stromproduktion („FiT/PPA“) und der direkt am Markt vertriebenen Strommenge.

Abbildung 26: Encavis-Konzern – Produzierte Strommenge (GWh), Übergangsphase

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

- 265 Der Anteil der FIT/PPAs an der produzierten Energiemenge beläuft sich im letzten Planjahr GJ30 auf 76,7%. Im Übergangszeitraum lässt sich ein steigender Anteil der Direktvermarktung beobachten; in den Übergangsjahren GJ56 ff. werden schließlich 100% des produzierten Stroms direkt vermarktet.
- 266 Im GJ34 lässt sich ein leichter Rückgang der produzierten Strommenge gegenüber dem Vorjahr beobachten, der auf die technische Degradierung der Anlagen zurückzuführen ist. Nach dem GJ34 (mit dem Beginn der Ersatzinvestitionen) wurde für das Gesamtportfolio keine technische Degradierung mehr unterstellt.

6.2 Nachhaltiges Ergebnis

- 267 Zur Bestimmung des Unternehmenswerts des Encavis-Konzerns muss die sich an den Detailplanungszeitraum anschließende Übergangsphase um den Zeitraum der sogenannten „Ewigen Rente“ (Terminal Value, TV) ergänzt werden.
- 268 Die Ewige Rente spiegelt den Fortführungswert des Unternehmens nach dem letzten Übergangsjahr GJ66 wider.³⁷ Dabei ist die Grundannahme, dass sich das Unternehmen in einem „eingeschwungenen“ Zustand befindet und alle Ergebniskomponenten mit einer einheitlichen Wachstumsrate wachsen („**Wachstumsabschlag**“, siehe Abschnitt 7.4).
- 269 Im Folgenden haben wir für die Übergangsphase GJ31-66 und die Ewige Rente eine barwertäquivalente Annuität für das GJ31 („**TV-Jahr**“) gebildet. Das ausgewiesene TV-Jahr entspricht daher nicht der tatsächlichen Ergebniserwartung für das GJ31, sondern repräsentiert die künftige Ertragskraft des Encavis-Konzerns über den gesamten Zeitraum GJ31 ff. (Übergangsphase und Ewige Rente). Die Geschäftsentwicklung der GJ31 ff. wird im TV-Jahr GJ31 verdichtet. Aus der verdichteten Darstellung ergeben sich keine Werteffekte im Rahmen der Unternehmensbewertung. Die vollständige Übergangsphase ist im Anhang A&M-002 „Übergangsphase“ abgebildet.
- 270 Das TV-Jahr weist ein nachhaltiges Umsatz- und Margenniveau ausgehend vom GJ31 aus. Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung des EBITDA im Detailplanungshorizont und dem Zeitraum der Ewigen Rente (TV-Jahr).

³⁷

Die Phase der Ewigen Rente beginnt nach einem technischen Übergangsjahr GJ67 ab dem GJ68.

Tabelle 12: Encavis-Konzern – Nachhaltiges Ergebnis

EUR Mio.	Ist GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
Umsatzerlöse	401	505	629	765	913	982	1.013	1.117
<i>Wachstum in %</i>	<i>(10,7%)</i>	<i>25,9%</i>	<i>24,7%</i>	<i>21,5%</i>	<i>19,3%</i>	<i>7,6%</i>	<i>3,2%</i>	<i>10,3%</i>
Betriebs- und Verwaltungskosten	(152)	(185)	(222)	(259)	(304)	(331)	(352)	(393)
EBITDA	249	320	408	506	608	651	661	724
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>62,1%</i>	<i>63,4%</i>	<i>64,8%</i>	<i>66,2%</i>	<i>66,7%</i>	<i>66,3%</i>	<i>65,3%</i>	<i>64,8%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

271 Insgesamt ergibt sich ein nachhaltiges Niveau der Umsatzerlöse i.H.v. EUR 1.117 Mio. und eine nachhaltige EBITDA-Marge i.H.v. 64,8%.

Nachhaltiges Umsatzniveau

272 Das nachhaltige Umsatzniveau i.H.v. EUR 1.117 Mio. entspricht einem Aufschlag i.H.v. 10,3% gegenüber dem letzten Planjahr. Das nachhaltige Umsatzniveau bildet den erwarteten Preisanstieg im Windbereich ab, der den Preisrückgang im Segment PV Parks aufgrund des Auslaufens der – i.W. in den Jahren zwischen 2008-12 abgeschlossenen – Stromeinspeiseverträge in den Ländern DE, IT und FR langfristig kompensieren soll.

Nachhaltige EBITDA-Marge

273 Die nachhaltige EBITDA-Marge i.H.v. 64,8% entspricht einem Rückgang i.H.v. -0,5%-Punkten gegenüber dem letzten Planjahr. Die leichte Margenverschlechterung ist wiederum auf die auslaufenden Vergütungen aus den historischen Fördermodellen zurückzuführen. Der Rückgang der realen OpEx/MW-Quoten im Übergangszeitraum soll sich wiederum stabilisierend auf die Margenentwicklung auswirken.

6.3 Nachhaltiges Investitions- und Abschreibungsniveau

274 Nachfolgende Tabelle zeigt die Investitionen und Abschreibungen des Encavis-Konzerns in den GJ24-31 ff.

Abbildung 27: Encavis-Konzern – Nachhaltiges Investitions- und Abschreibungsniveau

EUR Mio.	Ist GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
Investitionen	253	984	1.378	1.774	674	30	28	248
Abschreibungen	(113)	(144)	(181)	(224)	(276)	(290)	(281)	(236)
<i>in % der Umsatzerlöse</i>								
<i>Investitionen</i>	<i>63,1%</i>	<i>194,9%</i>	<i>218,8%</i>	<i>231,9%</i>	<i>73,9%</i>	<i>3,1%</i>	<i>2,7%</i>	<i>22,1%</i>
<i>Abschreibungen</i>	<i>(28,2%)</i>	<i>(28,5%)</i>	<i>(28,7%)</i>	<i>(29,3%)</i>	<i>(30,3%)</i>	<i>(29,5%)</i>	<i>(27,7%)</i>	<i>(21,1%)</i>

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

275 Im Rahmen der Ertragswertermittlung wird ein Going Concern-Szenario mit einer unendlichen Laufzeit unterstellt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Energieerzeugungsanlagen eine begrenzte Lebensdauer aufweisen und nach dem Ende ihrer Lebensdauer ausgetauscht werden müssen.

276 Das nachhaltige Investitionsniveau bezieht sich i.W. auf die hierfür notwendigen Ersatzinvestitionen und liegt bei EUR 248 Mio. Das nachhaltige Abschreibungsniveau im TV-Jahr GJ31 liegt mit EUR 236 Mio. unter dem nachhaltigen Investitionsniveau, sodass ein nachhaltiges Unternehmenswachstum gewährleistet ist.

6.4 Netto-Umlaufvermögen

277 Das Netto-Umlaufvermögen („**Trade Working Capital**“) entspricht der Differenz aus dem operativen Umlaufvermögen und den Verbindlichkeiten aLuL. Folgende Bilanzposten werden dem Netto-Umlaufvermögen zugerechnet:

- Vorräte
- Forderungen aLuL

– Verbindlichkeiten aLuL

278 Nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung des Trade Working Capital im Detailplanungszeitraum GJ25-30 und im TV-Jahr GJ31.

Abbildung 28: Encavis-Konzern – Netto-Umlaufvermögen

EUR Mio.	Ist GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
Vorräte	7	10	13	16	18	20	21	24
Forderungen aLuL	74	110	141	177	194	210	226	261
Verbindlichkeiten aLuL	(43)	(63)	(81)	(102)	(112)	(121)	(130)	(150)
Trade Working Capital	38	57	73	92	101	109	117	135
Δ Trade Working Capital		19	16	19	9	8	8	2
<i>in % der Umsatzerlöse</i>								
Trade Working Capital	9,6%	11,3%	11,6%	12,0%	11,0%	11,1%	11,6%	12,1%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

279 Insgesamt soll das Netto-Umlaufvermögen von EUR 38 Mio. zum Ende des GJ24 auf EUR 117 Mio. zum Ende des GJ30 steigen. Der Anstieg hängt i.W. mit dem Portfoliowachstum und der Ausweitung des Servicegeschäfts (insbesondere Errichtung eigener Solarparks) zusammen. Der nachhaltige Bestand des Netto-Umlaufvermögens beläuft sich auf EUR 135 Mio. und reflektiert das höhere Geschäftsvolumen im TV-Jahr GJ31.

Operative Kasse und verfügbarsbeschränkte Mittel

280 Die liquiden Mittel des Encavis-Konzerns setzen sich aus frei verwendbaren Mitteln, verfügbarsbeschränkten Mitteln und operativ gebundenen Mitteln zusammen. Bei den verfügbarsbeschränkten Mitteln (EUR 102 Mio. zum Dez24) handelt es sich i.W. um Kapitaldienst- und Projektreserven, die im Rahmen der Projektfinanzierung bei den Solar- und Windparks als Sicherheiten hinterlegt sind. Ein operativer Kassenbestand ist notwendig, um den laufenden Zahlungsverpflichtungen des Unternehmens nachzukommen. Nach Angaben des Managements beläuft sich der operative Kassenbestand zum Ende des GJ24 auf EUR 169 Mio.

281 Zum Vorteil der Minderheitsaktionäre wurde im Detailplanungszeitraum keine zusätzliche Kapitalbindung aus den verfügbarsbeschränkten Mitteln und dem operativen Kassenbestand angenommen.

Sonstige Bilanzposten

282 Die sonstigen Bilanzposten wurden grundsätzlich mit der nachhaltigen Wachstumsrate i.H.v. 1,00% p.a. fortentwickelt. Insgesamt ergibt sich aus den sonstigen Bilanzposten ein Überhang der Verbindlichkeiten zum Vorteil der Minderheitsaktionäre.

6.5 Finanzergebnis

283 Die Netto-Finanzverbindlichkeiten des Encavis-Konzerns umfassen die Projektfinanzierung, Konzernfinanzierung und den überschüssigen Kassenbestand. Darüber hinaus wurde eine Verzinsung des in den Netto-Finanzverbindlichkeiten nicht enthaltenen operativen Kassenbestands angenommen. Nachfolgende Tabelle fasst die Berechnung des Finanzergebnisses im Detailplanungszeitraum GJ25-30 und im TV-Jahr GJ31 zusammen.

Tabelle 13: Encavis-Konzern – Finanzergebnis

EUR Mio.	Ist GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
Netto-Finanzverbindlichkeiten	2.206	2.980	3.753	4.853	5.113	4.796	4.458	3.638
Projektfianzierung*	1.300	1.781	2.133	2.635	2.845	2.669	2.433	1.883
Konzernfinanzierung	1.214	2.018	2.048	2.321	2.370	2.230	2.128	1.849
Überschüssiger Kassenbestand**	(308)	(818)	(427)	(102)	(102)	(102)	(102)	(94)
Operativer Kassenbestand	(169)	(149)						
Finanzergebnis	(72)	(130)	(132)	(167)	(215)	(219)	(200)	(159)
Projektfianzierung		(57)	(75)	(97)	(120)	(123)	(112)	(85)
Konzernfinanzierung		(88)	(86)	(88)	(103)	(104)	(97)	(82)
Überschüssiger Kassenbestand		9	25	13	3	3	3	3
Operativer Kassenbestand		5	5	5	5	5	5	4

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

(*) Exklusive IFRS 16 Verbindlichkeiten aus Pachtverhältnissen.

(**) Inklusive verfügbarsgeschränkter Mittel.

Netto-Finanzverbindlichkeiten

284 Die Netto-Finanzverbindlichkeiten betragen EUR 2.206 Mio. zum Ende des GJ24 und sollen aufgrund der notwendigen Finanzierung des geplanten Kapazitätsausbaus auf EUR 4.458 Mio. zum Ende des GJ30 ansteigen. Der nachhaltige Bestand der Netto-Finanzverbindlichkeiten (EUR 3.638 Mio.) spiegelt die Rückzahlung der Projektfianzierung vor dem Betriebsende der finanzierten Anlagen wider.

285 Der in den Netto-Finanzverbindlichkeiten enthaltene überschüssige Kassenbestand wird bis zum Ende des GJ27 zur Finanzierung des geplanten Unternehmenswachstums verwendet; der Aufbau der überschüssigen Mittel im GJ25 bildet die Vorfinanzierung der Projekte ab. Der in den Jahren GJ27 ff. verbleibende überschüssige Kassenbestand (EUR 102 Mio.) bezieht sich auf die nicht ausschüttungsfähigen verfügbarsbeschränkten Mittel.

Finanzergebnis

286 Das Finanzergebnis ergibt sich aus den Zinsaufwendungen/-erträgen für die Netto-Finanzverbindlichkeiten und den Zinsertrag auf den operativen Kassenbestand. Aus der von der Gesellschaft geplanten Projektfianzierung (basierend auf den aktuellen Verträgen bzw. Marktkonditionen) geht im Detailplanungszeitraum eine durchschnittliche Verzinsung i.H.v. 4,1% p.a. hervor. Die gegenüber der Projektfianzierung nachrangige Konzernfinanzierung wird durchschnittlich mit 4,5% p.a. verzinst. Für den überschüssigen und operativen Kassenbestand wurde eine Verzinsung i.H.v. 3,0% entsprechend dem risikolosen Basiszinssatz vor Steuern angenommen (siehe Abschnitt 7.1).

EBT

287 Das Vorsteuerergebnis ergibt sich aus dem EBITDA nach Abzug der Abschreibungen und des Finanzergebnisses. Nachfolgende Tabelle fasst die Berechnung des EBT zusammen.

Tabelle 14: Encavis-Konzern – Vorsteuerergebnis

EUR Mio.	Ist GJ24	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
EBITDA	249	320	408	506	608	651	661	724
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	62,1%	63,4%	64,8%	66,2%	66,7%	66,3%	65,3%	64,8%
Abschreibungen	(113)	(144)	(181)	(224)	(276)	(290)	(281)	(236)
EBIT	136	176	227	282	332	361	380	488
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	33,9%	34,9%	36,1%	36,8%	36,4%	36,8%	37,6%	43,7%
Finanzergebnis	(72)	(130)	(132)	(167)	(215)	(219)	(200)	(159)
Bereinigungen/Umkkehrungen	(240)	-	-	-	-	-	-	-
EBT	(176)	46	95	114	117	142	180	329

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

288 Insgesamt wird für das Vorsteuerergebnis ein Anstieg von EUR 46 Mio. im GJ25 auf EUR 180 Mio. im GJ30 und weiter auf ein nachhaltiges Niveau i.H.v. EUR 329 Mio. erwartet. Der Anstieg gegenüber dem letzten Planjahr ergibt sich dabei aus

- dem höheren Geschäftsvolumen in den Jahren GJ31 ff.;
- den niedrigeren buchhalterischen Abschreibungen, die sich aus einer – gegenüber der wirtschaftlichen Nutzungsdauer – kürzeren buchhalterischen Nutzungsdauer ergeben; und
- dem geringeren Zinsaufwand aufgrund der Rückzahlung der Projektfinanzierung vor dem Betriebsende der Anlagen.

6.6 Unternehmenssteuern

289 Nachfolgende Tabelle zeigt die Entwicklung der Unternehmenssteuern im Detailplanungszeitraum und dem TV-Jahr.

Tabelle 15: Encavis-Konzern – Unternehmenssteuern

EUR Mio.	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
EBT	46	95	114	117	142	180	329
Ertragsteuern	(31)	(55)	(55)	(49)	(50)	(56)	(95)
<i>Effektive Konzernsteuerquote</i>	68,3%	57,3%	48,5%	41,5%	35,4%	31,4%	28,9%
Konzernergebnis	15	41	59	69	92	124	234

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

290 Insgesamt soll sich die effektive Konzernsteuerquote von 68,3% im GJ25 auf 31,4% im GJ30 und weiter auf 28,9% im TV-Jahr GJ31 reduzieren. Grund für die sehr hohen Konzernsteuerquoten zu Beginn des Detailplanungszeitraums sind die an das EBITDA gebundenen Zinsabzugsbeschränkungen. Mit dem Anstieg des EBITDA und der fortschreitenden Rückzahlung der Projektfinanzierung sinken die effektiven Konzernsteuerquoten.

291 Die steuerlichen Verlustvorträge innerhalb des Encavis-Konzerns (EUR 176 Mio. zum Dez24) wurden bei der Berechnung der Ertragsteuern steuermindernd berücksichtigt.

6.7 Minderheitenanteil

292 Die Unternehmensbewertung der Encavis AG gründet auf den den Aktionären der Encavis AG zustehenden zukünftigen Zahlungsüberschüssen. Dementsprechend ist das Konzernergebnis um den Anteil der Konzernminderheiten („**Minderheitenanteil**“) zu kürzen. Nachfolgende Tabelle stellt die Entwicklung der Minderheitenanteile im Detailplanungszeitraum und für das TV-Jahr GJ31 dar.

Tabelle 16: Encavis-Konzern – Minderheitenanteil

EUR Mio.	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
Konzernergebnis	15	41	59	69	92	124	234
Encavis-Aktionäre	12	36	52	59	80	108	183
Minderheitenanteil	3	5	7	9	11	15	50
Konzernergebnis (100%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Encavis-Aktionäre	82%	88%	89%	87%	88%	88%	78%
Minderheitenanteil	18%	12%	11%	13%	12%	12%	22%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

293 Insgesamt lässt sich zunächst ein Rückgang des Minderheitenanteils im Detailplanungszeitraum beobachten, gefolgt von einem erneuten Anstieg im Jahr der Ewigen Rente. Der Minderheitenanteil i.H.v. 18% zu Beginn des Detailplanungszeitraums bezieht sich auf das Servicegeschäft der Stern Energy. In den Folgejahren wird der Minderheitenanteil durch den wieder steigenden Ergebnisbeitrag des Bestandsgeschäfts im IPP-Bereich und die neuen Pipeline-Projekten verwässert.

294 Für das nicht konkretisierte Neugeschäft und die Ersatzinvestitionen wurden Teilverkäufe angenommen. Mit den zunehmenden Ergebnisbeiträgen des Neugeschäfts und der Ersatzinvestitionen in der Übergangsphase steigt dementsprechend auch der Minderheitenanteil. Insgesamt liegt der Minderheitenanteil im verdichteten TV-Jahr GJ31 bei 22%.

6.8 Nettoeinnahmen

295 Nachfolgende Tabelle fasst die Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse (Nettoeinnahmen) im Detailplanungszeitraum und dem Jahr der Ewigen Rente zusammen.

Tabelle 17: Encavis-Konzern – Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse

EUR Mio.	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
Konzernergebnis (Encavis-Aktionäre)	12	36	52	59	80	108	183
Ausschüttung Konzernergebnis	-	-	-	-	-	1	81
Wertbeitrag aus Thesaurierung (WBaT)	-	-	-	-	-	-	76
Ausschüttung Rücklagen	-	-	-	-	-	-	22
(Wachstums-)Thesaurierung	12	36	52	59	80	107	26
<i>Ausschüttungsquote</i>	- %	- %	- %	- %	- %	1%	44%
Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	6
Pers. Ertragsteuer Ausschüttung	-	-	-	-	-	(0)	(21)
Pers. Ertragsteuer WBaT	-	-	-	-	-	-	(10)
Pers. Ertragsteuer Rücklagen	-	-	-	-	-	-	(6)
Pers. Ertragsteuer Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	(1)
Nettoeinnahmen	-	-	-	-	-	1	142

Quelle: A&M Analyse.

296 Im Detailplanungszeitraum werden (nahezu) keine Ausschüttungen angenommen, zumal aufgrund des hohen Finanzierungsbedarfs in Verbindung mit dem Portfolioausbau keine überschüssigen Mittel zur Verfügung stehen.

297 In der Übergangsphase und Ewigen Rente haben wir eine Ausschüttungsquote i.H.v. 50% bezogen auf das Konzernergebnis der Encavis-Aktionäre angesetzt. Diese entspricht den in der Fachliteratur empfohlenen Bandbreiten und wird auch in der Rechtsprechung anerkannt. Das verdichtete TV-Jahr GJ31 zeigt eine geringere Ausschüttungsquote (44%), da das zukünftige Konzernergebnis in einzelnen Perioden des Übergangszeitraums für die Refinanzierung der Ersatzinvestitionen verwendet wird.³⁸

298 Die nicht ausgeschütteten, aber frei verfügbaren erwirtschafteten Mittel haben wir den Anteilseignern fiktiv zugerechnet (Wertbeitrag aus Thesaurierung). Die über das Konzernergebnis hinausgehenden periodischen Liquiditätsüberschüsse wurden als Ausschüttungen aus den Rücklagen berücksichtigt.

299 Die Wachstumsthesaurierung in der Ewigen Rente bildet ab, dass das Wachstum der GuV-Positionen und des Nettovermögens i.H.v. 1,0% finanziert werden muss.

300 Von der Unternehmensbewertungstheorie und -praxis sowie der Rechtsprechung ist die Notwendigkeit der Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern allgemein anerkannt. Daher sind die wertrelevanten steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner bei der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswertes im Bewertungskalkül sachgerecht zu typisieren.³⁹

301 In Übereinstimmung mit den Empfehlungen des IDW sind wir von der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner ausgegangen.⁴⁰ Gemäß dem seit 2009 in Deutschland geltenden Abgeltungssteuersystem haben wir die Ausschüttungen mit dem Steuersatz i.H.v. 26,38% (Abgeltungssteuer i.H.v. 25% zzgl. Solidaritätszuschlag) besteuert. Für den Wertbeitrag aus Thesaurierung wurde der hälftige Steuersatz veranschlagt. Der niedrigere Steuersatz für Kursgewinne ergibt sich aus der Annahme, dass Kursgewinne erst bei Veräußerung realisiert werden und damit teilweise einem erheblichen Zeitverzug unterliegen. Ebenso wurden die Kursgewinne in der Ewigen Rente mit dem hälftigen Steuersatz besteuert.

³⁸ Anhang A&M-002 zeigt die Entwicklung der Nettoeinnahmen in der vollständigen Übergangsphase.

³⁹ IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 43.

⁴⁰ IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 31, 46.

7 KAPITALKOSTEN

- 302 Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftigen finanziellen Überschüsse mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz orientiert sich an der (erwarteten) Rendite einer im Vergleich zum Bewertungsobjekt adäquaten alternativen Kapitalverwendung. Bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte ist zur Bemessung der Alternativrendite grundsätzlich typisierend von erzielbaren Renditen aus einem Bündel von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) auszugehen und eine Anpassung an die Risikostruktur des Bewertungsobjekts vorzunehmen.
- 303 Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Risiken und Chancen verbunden. Deshalb können die zukünftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit (des Unternehmerrisikos) lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien (Risikozuschläge) auf den quasi-sicheren Basiszinssatz abgelten (die sog. Risikozuschlagsmethode).⁴¹ Um Risikoäquivalenz mit dem zu diskontierenden Zahlungsstrom herzustellen, muss sich die Ermittlung des Risikozuschlags an der Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens orientieren.
- 304 Zur Bemessung des Risikozuschlags für das zu bewertende Unternehmen kann entsprechend der Definition der Alternativinvestition auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden, die ausgehend von der für ein Marktportfolio gegebenen Marktrisikoprämie eine Abschätzung der unternehmensindividuellen Risikoprämie ermöglichen. Entsprechend den berufsständischen Verlautbarungen haben wir zur Bemessung des Risikozuschlags das Tax-CAPM herangezogen.
- 305 Das Tax-CAPM erweitert das nach der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannte CAPM um die explizite Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern bei der Ableitung des Basiszinssatzes und des Risikozuschlags. Die Kürzung des Kapitalisierungszinssatzes um persönliche Ertragsteuern ist nötig, weil im Falle der unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse um persönliche Ertragsteuern vermindert werden und dementsprechend der Kapitalisierungszinssatz ebenfalls nach Abzug der persönlichen Ertragsteuern anzusetzen ist.
- 306 Auf der Grundlage des Tax-CAPM ergeben sich die Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern als Summe aus dem um persönliche Ertragsteuern gekürzten risikofreien Basiszinssatz und der unternehmensspezifischen Risikoprämie, die sich aus dem unternehmensspezifischen Betafaktor und der Marktrisikoprämie nach Steuern ermittelt wird:

$$r_{EK, nSt} = r_f * (1 - T) + \beta * MRP_{nSt}$$

- mit $r_{EK, nSt}$ – Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern,
 r_f – risikofreier Basiszinssatz,
 T – typisierter Steuersatz,
 β – unternehmensspezifischer Betafaktor,
 MRP_{nSt} – Marktrisikoprämie nach Steuern.

- 307 Durch die explizite Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern im Tax-CAPM führt dessen Anwendung im Rahmen der Bewertung zu einer realitätsgerechten Abbildung steuerlicher Zusammenhänge. Das Tax-CAPM ist sowohl in der Wissenschaft als auch unter Bewertungspraktikern allgemein anerkannt und wird auch in der Rechtsprechung nicht beanstandet.
- 308 Im Folgenden wird die Ermittlung der Parameter Basiszins, Marktrisikoprämie und Betafaktor erläutert.

7.1 Basiszinssatz

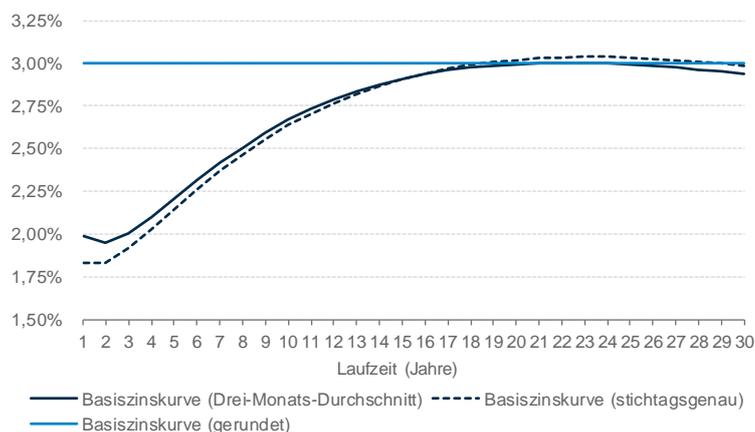
- 309 Der Basiszinssatz repräsentiert eine risikofreie und fristadäquate Alternativanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Die Ermittlung des quasi-risikolosen Basiszinses im

⁴¹ Alternativ kann die Übernahme der unternehmerischen Unsicherheit durch einen Abschlag von den erwarteten finanziellen Überschüssen (die sog. Sicherheitsäquivalenzmethode) erfasst werden.

Rahmen der objektivierten Unternehmensbewertung erfolgt anhand der Zinsstrukturkurven. Die Zinsstrukturkurve beschreibt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko. Mit Blick auf ihren quasi-sicheren Charakter erfüllen in Deutschland Bundesanleihen weitestgehend die Forderung nach Risikofreiheit.

- 310 Die Deutsche Bundesbank veröffentlicht regelmäßig Schätzungen von Zinsstrukturkurven nach der Svensson-Methode. Die von der Deutschen Bundesbank zur Verfügung gestellten Zinsstrukturdaten ermöglichen die Ableitung einer Zinsstrukturkurve für einen dreißigjährigen Zeitraum. Bei der Bewertung eines Unternehmens mit einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer wäre als Basiszinssatz gemäß dem Prinzip der Laufzeitäquivalenz grundsätzlich die am Bewertungsstichtag zu erzielende Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe der öffentlichen Hand heranzuziehen. Da solche Ewigen Anleihen jedoch nicht vorliegen bzw. nicht gehandelt werden, kann hilfsweise für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze auf den Zerobond-Zinssatz mit der längsten verfügbaren Restlaufzeit abgestellt werden.
- 311 Zur Glättung von Schwankungen können die durchschnittlichen Zinsstrukturdaten für die drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Monate verwendet werden.
- 312 Bei unmittelbarer Heranziehung der Zinsstrukturkurve ist der geplante finanzielle Überschuss eines jeden Jahres mit dem entsprechenden laufzeitäquivalenten Zinssatz zu diskontieren. Aus Praktikabilitätsgründen kann aber bei nicht stark schwankenden Zahlungsreihen finanzmathematisch auch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet werden, der zum gleichen Ergebnis führt. Der so ermittelte barwertäquivalente einheitliche Basiszinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW auf 1/4%-Punkte gerundet.
- 313 Wir haben den Basiszinssatz auf Grundlage von Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank abgeleitet und über einen Dreimonatszeitraum vom 15. Februar 2025 bis 16. Mai 2025 geglättet. Zum Zeitpunkt der Erstattung dieser Gutachtlichen Stellungnahme beträgt der auf Grundlage der oben beschriebenen Vorgehensweise errechnete gerundete Basiszinssatz vor Steuern 3,00%.
- 314 Nachfolgende Abbildung zeigt die Zinsstrukturkurve und den barwertäquivalenten Basiszinssatz vor Steuern zum 16. Mai 2025.

Abbildung 29: Basiszinssatz vor Steuern



Quelle: Bundesbank; A&M Analyse.

- 315 Der Basiszinssatz vor Steuern wurde ferner um die pauschalierte Abgeltungssteuer einschließlich des Solidaritätszuschlages gekürzt. Der so ermittelte Basiszinssatz nach persönlichen Einkommensteuern beträgt 2,21%.

7.2 Marktrisikoprämie

Die Empfehlung des FAUB

- 316 Die Marktrisikoprämie ist die marktdurchschnittliche, von Investoren geforderte Überrendite von Aktienanlagen gegenüber der Rendite risikofreier Wertpapiere.

317 Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW veröffentlicht regelmäßig Empfehlungen zur Schätzung der Höhe der Marktrisikoprämie. Die Bandbreitenempfehlungen des FAUB basieren auf einem pluralistischen Ansatz, dem historisch gemessene Aktienrenditen bzw. Marktrisikoprämien, langfristige reale Aktienrenditen sowie ex ante-Analysen impliziter Marktrisikoprämien zugrunde liegen.

318 In seiner Sitzung am 22.10.2019 hat der FAUB beschlossen, seine bisherige Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,00% bis 8,00% und nach persönlichen Steuern auf 5,00% bis 6,50% anzuheben (*Neue Kapitalkostenempfehlungen des FAUB 25.10.2019*).

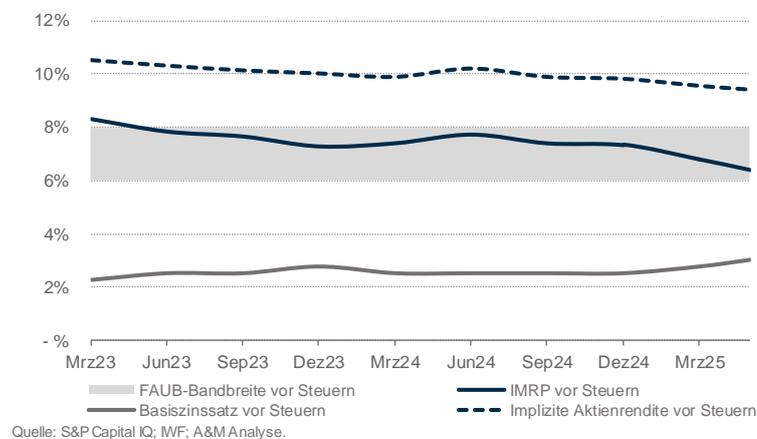
319 Mit der Veröffentlichung des FAUB zu *Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen* vom 25.03.2020 sowie zu *Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen* vom 20.03.2022 wurde der Ansatz der o.g. Bandbreiten der Marktrisikoprämie nochmals bestätigt und seitdem nicht angepasst. Nach der letzten FAUB-Sitzung am 14. Mai 2025 hat sich ebenfalls keine Änderung der Bandbreiten der Marktrisikoprämie ergeben.

Implizite Marktrisikoprämie vor Steuern

320 Da Unternehmensbewertungen zukunftsorientiert erfolgen, erachten wir ex ante-Analysen für die Ableitung impliziter (erwarteter) Aktienrenditen und damit entsprechender Marktrisikoprämien als aussagekräftiger im Vergleich zu ex post-Analysen. Diese Modelle ermöglichen eine stichtagsbezogene zukunftsorientierte Ableitung der Marktrisikoprämie unter der Berücksichtigung der erwarteten Renditen und der Interdependenzen der jeweiligen Renditebestandteile (Basiszinssatz und Risikoprämien).

321 Unsere Ergebnisse für die Marktrisikoprämie vor Steuern für den Zeitraum vom 31. März 2023 bis zum 16. Mai 2025 sind in der folgenden Abbildung zusammengefasst.⁴²

Abbildung 30: Implizite Marktrisikoprämie vor Steuern (CDAX)



322 Wie der Abbildung zu entnehmen ist, bewegen sich die anhand des CDAX ermittelten impliziten Marktrisikoprämien vor Steuern seit Mai 2023 innerhalb der Bandbreite der aktuellen FAUB-Empfehlung zwischen 6,00% und 8,00%.

Implizite Marktrisikoprämie nach Steuern

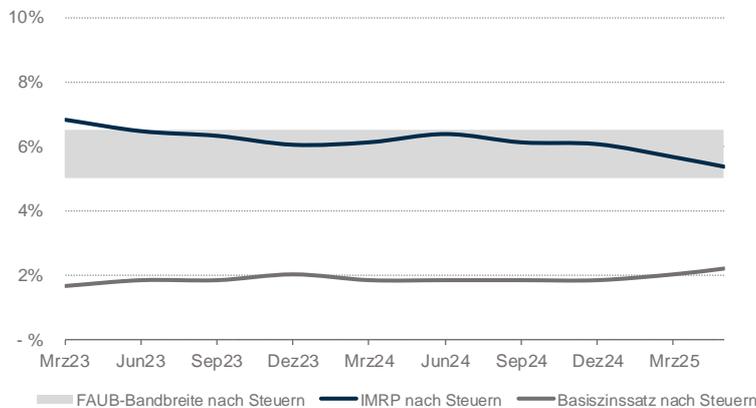
323 Für die Ableitung der Kapitalkosten nach Einkommensteuern wird die erwartete Aktienrendite in eine Kursgewinnrendite (50%) und eine Dividendenrendite (50%) aufgeteilt. Die Steuerbelastung der Dividenden beträgt 26,38%. Die Steuerbelastung auf Kursgewinne wird wiederum vereinfachend mit dem hälftigen Steuersatz für die Dividenden angesetzt. Der niedrigere Steuersatz für Kursgewinne ergibt sich aus der Annahme, dass Kursgewinne erst bei Veräußerung

⁴² Für das von A&M verwendete Modell verweisen wir auf Laas/Makarov: Die Berechnung impliziter Marktrisikoprämien in Zeiten von Krisen, in: WPg 2020, S. 982 ff.

realisiert werden und damit teilweise einem erheblichen Zeitverzug unterliegen. Es ergibt sich eine Einkommensteuerbelastung der impliziten Vorsteuer-Rendite aus Aktien i.H.v. 19,78%.

324 Die Entwicklung der impliziten Marktrisikoprämie nach Steuern anhand des CDAX ist der folgenden Abbildung zu entnehmen.

Abbildung 31: Implizite Marktrisikoprämie nach Steuern



Quelle: S&P Capital IQ; WFF; A&M Analyse.

325 Die vom FAUB empfohlene Bandbreite für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Einkommensteuern liegt zwischen 5,00% und 6,50%. Die Abbildung zeigt, dass sich auch die impliziten Marktrisikoprämien nach Steuern in Zeitraum 31. März 2023 bis 16. Mai 2025 in der vom FAUB empfohlenen Bandbreite bewegen.

326 Üblicherweise wird bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen der Mittelpunkt der vom FAUB empfohlenen Bandbreite i.H.v. 5,75% verwendet. Angesichts der zuletzt gesunkenen impliziten Marktrisikoprämie haben wir bei der Bewertung auf eine niedrigere Marktrisikoprämie i.H.v. 5,50% abgestellt.

7.3 Betafaktor

327 Die Risikoprämie muss auf die Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens angepasst werden. Im Rahmen des CAPM geschieht dies mithilfe des sog. Betafaktors. Der Betafaktor ist das Maß für die Sensitivität der Unternehmensrendite gegenüber den Veränderungen der Gesamtmarktrendite. Er beschreibt, inwiefern der Aktienkurs die Wertentwicklung eines Marktindex nachvollzieht, der das Marktportfolio repräsentiert. Der Betafaktor reflektiert das durch die Wertpapiermischung nicht eliminierbare, sog. systematische, Risiko einer Investition im Verhältnis zur Investition in das Marktportfolio. Er wird wie folgt ermittelt:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(r_M, r_i)}{\text{Var}(r_M)}$$

mit β_i – der unternehmensspezifische Betafaktor,
 r_i – Aktienrendite,
 r_M – Marktrendite bzw. Rendite eines Aktienindexes,
 $\text{Var}(r_M)$ – Varianz der Marktrenditen bzw. Varianz der Renditen des Aktienindexes.

328 Ein Betafaktor größer eins bedeutet, dass die Rendite der betrachteten Aktie überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert. Ein Betafaktor von eins besagt, dass die Rendite der Aktie in gleichem Maße wie der Markt schwankt. Ein positiver Betafaktor kleiner eins drückt aus, dass die Rendite der Aktie zwar in die gleiche Richtung wie die Marktrendite schwankt, aber unterproportional auf deren Änderungen reagiert.

329 Für die Unternehmensbewertung sind zukunftsorientierte Betafaktoren relevant. In der Bewertungspraxis erfolgt aber die Schätzung des künftigen Betafaktors aus den historischen Kapitalmarktdaten.

330 Für börsennotierte Unternehmen können grundsätzlich unternehmenseigene Betafaktoren auf Basis von am Kapitalmarkt beobachteten Renditen hergeleitet werden. Auch in der Rechtsprechung wird der Anwendung des unternehmenseigenen Betafaktors oftmals Vorrang vor der Ermittlung des Betafaktors anhand einer Peer Group eingeräumt. Die unternehmenseigenen Betafaktoren werden anhand einer linearen Regression mit unternehmensspezifischen Aktienrenditen als abhängige Variable und den Renditen eines Aktienindex als unabhängige Variable ermittelt. Falls der historische unternehmenseigene Betafaktor nicht existiert, nicht verlässlich ermittelt werden kann oder sich für die Prognose des künftigen Betafaktors nicht eignet, wird der Betafaktor anhand einer Gruppe der Vergleichsunternehmen geschätzt.

331 Im Folgenden gehen wir auf die Ermittlung des unternehmenseigenen Betafaktors der Encavis AG und des Peer Group-Betafaktors ein.

332 Die empirisch ermittelten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen stellen die sog. verschuldeten („levered“) Betas dar, die neben dem Geschäftsrisiko das durch den Verschuldungsgrad der Unternehmen beeinflusste Kapitalstrukturrisiko ausdrücken. Um Unternehmen mit verschiedenen Kapitalstrukturen vergleichen zu können, werden die verschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen unter Berücksichtigung deren individueller Verschuldungsgrade in die unverschuldeten („unlevered“) Betas überführt. Hierzu wurden in Literatur und Praxis unterschiedliche Anpassungsformeln entwickelt. Die erhaltenen unverschuldeten Betafaktoren werden anschließend zu einem unlevered Betafaktor verdichtet. Dieser wird mit dem Verschuldungsgrad des zu bewertenden Unternehmens „relevered“, um zum gesuchten verschuldeten Betafaktor des zu bewertenden Unternehmens zu gelangen.

Unternehmenseigener Betafaktor

333 Eine wichtige Voraussetzung zur Verwendbarkeit des unternehmenseigenen Betafaktors besteht in der Heranziehung nicht verzerrter Marktdaten. Die Vorbedingung hierzu ist zum einen die regelmäßige Publizität kapitalmarktrelevanter Informationen und zum anderen eine effiziente Verarbeitung der veröffentlichten kapitalmarktrelevanten Informationen in den Börsenkursen.

334 Wir haben die Effizienz der Informationsverarbeitung, die u.a. die zeitnahe Anpassung der Aktienkurse an Änderungen der Rahmenbedingungen beschreibt, anhand der Liquiditätskennzahlen beurteilt. Im Kontext der Betaermittlung gehören hierzu insbesondere:

- die Anzahl der Handelstage, an denen das Wertpapier gehandelt wird,
- das Handelsvolumen,
- der Handelsumsatz,
- der Streubesitz (Free Float),
- das Verhältnis des Handelsvolumens zum Streubesitz und die Handelsquote,
- die Geld-Brief-Spannen (auch Bid-Ask-Spread (BAS) genannt) sowie
- Kriterien zur Bestimmung der Marktenge gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜGAngebV.

335 Die Ergebnisse der von uns durchgeführten Liquiditätsanalyse sind für die Zeiträume von fünf und zwei Jahren vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

Tabelle 18: Liquiditätsanalyse der Aktie der Encavis AG

Kennzahl / Kriterium	Einheit	2 Jahre v. Bekanntgabe	5 Jahre v. Bekanntgabe
Handelstage			
Mögliche Handelstage	Tage	509	1.275
Handelstage mit Handelsvolumen > 0 in % der möglichen Handelstage	Tage %	509 100,0%	1.275 100,0%
Tägliches Handelsvolumen			
Min	Stück	9.808	9.808
Max	Stück	5.081.790	8.317.883
Durchschnitt	Stück	301.543	435.726
Täglicher Handelsumsatz			
Min	EUR	168.670	168.670
Max	EUR	85.474.784	138.910.496
Durchschnitt	EUR	4.653.198	7.119.758
Streubesitz (Free Float)			
Ø-Streubesitz in % der ausstehenden Aktien	%	70,63%	70,13%
Durchschn. Handelsvolumen zum durchschn. Streubesitz und Handelsquote			
Ø-Handelsvolumen zum Ø-Streubesitz	%	0,27%	0,40%
Handelsquote	%	0,19%	0,28%
Relative Geld-Brief-Spanne (BAS)			
Durchschnitt	%	0,13%	0,19%
Median	%	0,12%	0,14%
Anzahl der Tage, an denen			
BAS > 0,50%	Tage	7	46
% der Beobachtungen	% der Beobacht.	1,4%	3,6%
BAS > 0,75%	Tage	2	15
% der Beobachtungen	% der Beobacht.	0,4%	1,2%
BAS > 1,00%	Tage	-	6
% der Beobachtungen	% der Beobacht.	- %	0,5%
Kriterien zur Bestimmung der Marktengte gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngebotsVO			
Handelstage mit Handelsvolumen > 0	%	100,0%	100,0%
Anzahl der Sprünge von +/- 5%	-	10	68
davon nacheinander	-	-	9
Kumulative Erfüllung der Kriterien nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO	-	nein	nein

Quelle: Bloomberg; S&P Global Market Intelligence; Ad hoc-Mitteilungen Encavis AG; A&M Analyse.

- 336 Wie in Kapitel 8.6.3 erläutert, ist die Aktienliquidität der Encavis AG optimal. Für den Zwei-Jahres-Zeitraum beträgt die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne auf Basis der XETRA-Tageschlusskurse 0,13% und für den Fünf-Jahres-Zeitraum 0,19%. Somit liegen die beobachteten Geld-Brief-Spannen innerhalb der Bandbreite, bei dem das OLG Frankfurt eine hohe bis sehr hohe Aktienliquidität festgestellt hat.⁴³ Weiterhin liegen die beobachteten Geld-Brief-Spannen unter dem Grenzwert von 1,25%, bei dem laut dem LG München I die Aktienliquidität grundsätzlich zu bejahen sei.⁴⁴
- 337 Unsere Analysen in Kapitel 8.6.3 liefern jedoch Hinweise auf eine eingeschränkte Aussagekraft des Börsenkurses der Encavis AG in den Zeiträumen, die für die Ermittlung des unternehmens-eigenen Betafaktors relevant sind. Vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme wurde eine effiziente Verarbeitung der kapitalmarktrelevanten Informationen in den Börsenkursen der Encavis AG durch folgende Ereignisse deutlich beeinträchtigt:
- (i) Ankündigung über Gespräche über eine mögliche Transaktion mit KKR am 6. März 2024,
 - (ii) Ankündigung über den Abschluss einer Investorenvereinbarung mit der Elbe BidCo AG, einer von KKR verwalteten Holdinggesellschaft, in Verbindung mit einem freiwilligen

⁴³ OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.04.2021, Az. 21 W 139/19.

⁴⁴ LG München I, Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5 HK O 24402/13.

öffentlichen Übernahmeangebot und Nennung des Angebotspreises i.H.v. EUR 17,50 je Aktie am 14. März 2024,

(iii) Ankündigung des öffentlichen Delisting-Erwerbsangebots am 6. Dezember 2024.

338 Infolge der Ankündigungen über das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot ist der Kurs von EUR 13,45 am 13. März 2024 auf EUR 16,84 am Folgetag anstiegen und verharrte bis zur Ankündigung der Strukturmaßnahme in einem Korridor von EUR 16,75 und EUR 17,46.⁴⁵ Vor dem Hintergrund der Ankündigung des öffentlichen Übernahmeangebots gehen wir davon aus, dass die effektive Informationsverarbeitung sowie Informationsbewertung der Aktie der Encavis AG stark eingeschränkt war. Aus diesem Grund kann im vorliegenden Fall kein belastbarer unternehmenseigener Betafaktor bestimmt werden.

Betafaktor auf Basis der Vergleichsgruppe

339 Da im vorliegenden Fall der eigene Betafaktor der Encavis AG infolge der eingeschränkten Aussagekraft des Börsenkurses nicht zur Anwendung kommen konnte, wurde er anhand einer Peer Group geschätzt. Diese Vorgehensweise steht im Einklang mit den Vorgaben des IDW S 1 und ist auch in der Fachliteratur anerkannt.⁴⁶ Die Bildung der Peer Group wurde im Abschnitt 3.2.6 erläutert.

340 Zur Ableitung des Peer Group-Betafaktors haben wir sowohl einen 2-jährigen Regressionszeitraum mit wöchentlichen Renditen (104 Datenpunkte) als auch einen 5-jährigen Regressionszeitraum mit monatlichen Renditen (60 Datenpunkte) analysiert.⁴⁷ Da sowohl die Encavis AG als auch die Peer Group überwiegend in Europa tätig ist, haben wir neben einer lokalen Perspektive auch eine europäische Sichtweise eingenommen. Als Referenzindizes wurden die folgenden Indizes herangezogen:

- STOXX Europe 600; sowie
- der jeweils breiteste lokale Aktienindex.

341 Die im Rahmen der Regression ermittelten verschuldeten Betafaktoren wurden unter Berücksichtigung der jeweiligen Verschuldungsgrade der Vergleichsunternehmen im Regressionszeitraum in unverschuldete Betafaktoren überführt. Zur Überführung der verschuldeten in die unverschuldeten Betafaktoren haben wir die sog. Harris-Pringle-Anpassung herangezogen. Die unverschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen – sowie die entsprechenden Bestimmtheitsmaße (R^2) – sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst:

Tabelle 19: Betafaktor der Vergleichsunternehmen

	R ² Europa		R ² Lokal		Beta Europa		Beta Lokal		Ø
	5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre	5 Jahre	2 Jahre	
Acciona Energías	14,7%	23,9%	10,4%	16,8%	0,56	0,68	0,40	0,50	0,54
EDP Renováveis	7,5%	15,3%	2,2%	10,0%	0,50	0,69	Insig.	0,49	0,56
ERG	15,0%	18,0%	4,6%	11,5%	0,53	0,50	Insig.	0,32	0,45
Greencoat	8,6%	17,1%	7,1%	7,1%	0,21	0,34	0,15	0,20	0,23
NextEnergy	5,2%	9,0%	4,8%	11,5%	Insig.	0,30	Insig.	0,37	0,33
Octopus	8,7%	9,3%	2,3%	6,1%	0,26	0,34	Insig.	0,31	0,30
Solaria Energía	20,7%	9,7%	11,7%	8,0%	0,96	0,49	0,54	0,40	0,60
TRIG	6,6%	11,5%	2,0%	13,0%	0,20	0,28	Insig.	0,32	0,27
Voltaia	13,0%	12,2%	7,2%	5,6%	0,85	0,79	0,56	0,51	0,68
Mittelwert	11,1%	14,0%	5,8%	9,9%	0,51	0,49	0,42	0,38	0,45
Median	8,7%	12,2%	4,8%	10,0%	0,51	0,49	0,47	0,37	0,46

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

342 Die statistische Signifikanz der Betafaktoren wurde anhand des t-Tests und F-Tests bestimmt. Anhand der in Tabelle 19 dargestellten Bestimmtheitsmaße lässt sich auch erkennen, dass die

⁴⁵ Quelle: XETRA-Tagesschlusskurse von Bloomberg.

⁴⁶ IDW S 1 i.d.F. 2008, Rn. 121; Baetge/Kümmel/Schulz/Wiese, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., NWB, Herne 2019, S. 454 f.; Ihlau/Duscha: Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, 2. Aufl., Springer Gabler, Wiesbaden 2019, S. 217.

⁴⁷ Die Anzahl der verfügbaren Datenpunkte für Acciona Energías im Fünf-Jahres-Zeitraum beträgt 46.

als insignifikant („insig.“) ausgewiesenen Betafaktoren mit sehr geringen Bestimmtheitsmaßen einhergehen.

- 343 Auf Basis des Mittelwerts („Ø“) der Mediane der europäischen und lokalen Betas auf 5- und 2-Jahresbasis ergibt sich ein Betafaktor von 0,46. Im Sinne der Minderheitsaktionäre haben wir einen Betafaktor i.H.v. 0,40 zugrundegelegt.

7.4 Wachstumsabschlag

- 344 Künftiges Wachstum der finanziellen Überschüsse resultiert zum einen aus Thesaurierungen und deren Wiederanlage und zum anderen organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten. Im Detailplanungszeitraum und in der Übergangsphase sind diese Wachstumspotenziale in den finanziellen Überschüssen abgebildet.

- 345 Für die Phase der Ewigen Rente ist das thesaurierungsbedingte Wachstum im sog. Wertbeitrag aus Thesaurierungen in den finanziellen Überschüssen angesetzt. Darüberhinausgehende Wachstumspotenziale werden für die Phase der Ewigen Rente bewertungstechnisch durch einen Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt. Dieser Wachstumsabschlag soll das inflationsbedingte Gewinnwachstum, das im langfristigen Mittel erwartet wird, zum Ausdruck bringen. Das inflationsbedingte Wachstum schlägt sich in der GuV über Preissteigerungen der Erträge und Aufwendungen nieder. Das Nettovermögen beinhaltet den inflationsbedingten Preisanstieg der Ersatzinvestitionen und wächst ebenfalls mit der nachhaltigen Wachstumsrate.

- 346 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 ausfiel. Aktuell liegt die Inflationsrate leicht oberhalb dieses Inflationsziels von 2,0%. Weiterhin haben wir Prognosen von Bankanalysten des Internationalen Währungsfonds analysiert, die Inflationserwartung aus der Verzinsung inflationsgestützter deutscher Staatsanleihen abgeleitet sowie die aktuellen Prognosen der EZB zur Inflationserwartung in der Eurozone untersucht. In der Gesamtschau ergaben sich Inflationserwartungen ab dem GJ29 bei rund 2,0%.

- 347 Die Höhe des Wachstumsabschlags ist davon abhängig, inwiefern das zu bewertende Unternehmen nachhaltig in der Lage ist, die in seinem Fall erwarteten, nicht notwendigerweise mit der Inflationsrate identischen, Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite durch entsprechende Preissteigerungen an seine Kunden weiterzugeben. Bei der Bemessung des Wachstumsabschlags ist stets auf die Verhältnisse des jeweiligen Unternehmens abzustellen. Insofern können und werden Wachstumsraten bei den Entwicklungen der zukünftigen Ertragsüberschüsse verschiedener Unternehmen naturgemäß voneinander abweichen. Um die unternehmensspezifische Inflationsrate zu schätzen, haben wir die von Aurora prognostizierte Entwicklung der Investitionskosten (CapEx/MW) für den Zeitraum GJ31 bis GJ60 analysiert. Dabei haben wir eine Encavis-spezifische Inflationsrate der Investitionskosten in Höhe von 1,3% abgeleitet.

- 348 Nach einer Untersuchung von Widmann/Schieszl/Jeromin beträgt das durchschnittliche Gewinnwachstum unabhängig von Konjunkturzyklen 45% bis 50% der durchschnittlichen allgemeinen Preissteigerungsrate.⁴⁸

- 349 Vor dem Hintergrund unserer Analysen wäre eine unternehmensspezifische Wachstumsrate für Encavis in Höhe der hälftigen Inflationsrate für die Investitionskosten vertretbar. Da im Rahmen von Strukturmaßnahmen zumeist ein Wachstumsabschlag von 1,0% verwendet wird, haben wir im Sinne der Minderheitsaktionäre einen Wachstumsabschlag von 1,0% angesetzt.

7.5 Kapitalisierungszinssatz

- 350 Die nachfolgende Abbildung fasst die Ableitung der Kapitalkosten für den Detailplanungszeitraum GJ25-30 und das TV-Jahr GJ31 auf Basis der zuvor erläuterten einzelnen Komponenten zusammen:

⁴⁸ Widmann/Schieszl/Jeromin, Finanz-Betrieb, 2003, S. 800-810.

Tabelle 20: Encavis-Konzern – Kapitalisierungszinssatz

	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
Basiszinssatz vor pers. ESt	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Pers. ESt-Satz (inkl. SolZ)	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%
Basiszinssatz nach pers. ESt	2,21%						
Marktrisikoprämie nach pers. ESt	5,50%						
Beta-Faktor unverschuldet	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
Verschuldungssatz zu Periodenbeginn (D/E)	100%	126%	135%	151%	147%	131%	117%
Beta-Faktor verschuldet	0,59	0,63	0,65	0,69	0,72	0,70	0,63
KapZins vor Wachstumsabschlag	5,44%	5,70%	5,79%	6,03%	6,15%	6,05%	5,67%
Wachstumsabschlag	- %	- %	- %	- %	- %	- %	(1,00%)
Kapitalisierungszinssatz	5,44%	5,70%	5,79%	6,03%	6,15%	6,05%	4,67%

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Abkürzungen: Pers. ESt = Persönliche Ertragsteuer; SolZ = Solidaritätszuschlag; KapZins = Kapitalisierungszinssatz.

8 UNTERNEHMENSWERT UND WERT JE AKTIE

8.1 Ertragswert

351 Nachfolgende Tabelle fasst die Ertragswertberechnung aus den zuvor bestimmten Nettoeinnahmen und den Kapitalkosten des Encavis-Konzerns zusammen.

Tabelle 21: Encavis-Konzern – Ableitung des Ertragswerts

EUR Mio.	Plan GJ25	Plan GJ26	Plan GJ27	Plan GJ28	Plan GJ29	Plan GJ30	TV GJ31
Konzernergebnis (Encavis-Aktionäre)	12	36	52	59	80	108	183
Ausschüttung Konzernergebnis	-	-	-	-	-	1	81
Wertbeitrag aus Thesaurierung (WBaT)	-	-	-	-	-	-	76
Ausschüttung Rücklagen (Wachstums-)Thesaurierung	12	36	52	59	80	107	26
<i>Ausschüttungsquote</i>	- %	- %	- %	- %	- %	1%	44%
Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	6
Pers. Ertragsteuer Ausschüttung	-	-	-	-	-	(0)	(21)
Pers. Ertragsteuer WBaT	-	-	-	-	-	-	(10)
Pers. Ertragsteuer Rücklagen	-	-	-	-	-	-	(6)
Pers. Ertragsteuer Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	(1)
Nettoeinnahmen	-	-	-	-	-	1	142
Kapitalisierungszinssatz	5,44%	5,70%	5,79%	6,03%	6,15%	6,05%	4,67%
Diskontierungsfaktor	1,000	0,948	0,897	0,848	0,800	0,754	0,711
Barwerte	2.158	2.275	2.405	2.544	2.698	2.864	3.036
Ertragswert zum 31.12.2024	2.158						
Ertragswert zum 16.07.2025	2.221						
Anzahl Aktien (# Mio.)	161,7						
Wert je Aktie (EUR)	13,73						

Quelle: A&M Analyse.

352 Nach unseren Analysen ergibt sich ein Ertragswert von EUR 2.221 Mio. zum 16. Juli 2025. Bei 161.722.524 im Umlauf befindlichen Encavis-Aktien ergibt sich ein Wert je Aktie i.H.v. EUR 13,73.

8.2 Sonderwerte

353 Auf Basis des IDW S 1 sind Vermögensteile, die veräußert werden können, ohne dass dadurch die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, getrennt zu bewerten. Weiterhin sind sämtliche Vermögenswerte anzusetzen, deren Wertbeiträge nicht in der Planung reflektiert sind. Insgesamt wurden im Rahmen der Bewertung keine (positiven) Sonderwerte identifiziert, die nicht bereits im Ertragswert abgebildet sind.

354 Die nicht in die Ertragswertberechnung eingeflossenen Bilanzposten umfassen Finanzanlagen (EUR 12 Mio. zum Dez24), Verbindlichkeiten gegenüber nicht beherrschenden Gesellschaftern (EUR -40 Mio.), Verbindlichkeiten Put Option (EUR -30 Mio.), Verbindlichkeiten Earn-out (EUR -1 Mio.) und Verbindlichkeiten aus Preisobergrenze (EUR -10 Mio.). Hieraus würde sich insgesamt ein negativer Wertbeitrag ergeben, der zugunsten der Minderheitsaktionäre nicht berücksichtigt wurde. Weiterhin wurden die außerbilanziellen Risiken (Eventualverbindlichkeiten) aus laufenden Verfahren nicht angesetzt.

Steuerliche Verlustvorträge

355 Die steuerlichen Verlustvorträge innerhalb des Encavis-Konzerns belaufen sich zum Dez24 auf insgesamt EUR 176 Mio. und wurden bei der Ertragswertermittlung werterhöhend berücksichtigt. Der Wertbeitrag der steuerlichen Verlustvorträge spiegelt sich somit im Ertragswert wider und wird dementsprechend nicht zusätzlich als Sonderwert erfasst.

Steuerliches Einlagekonto

356 Das steuerliche Einlagekonto beträgt zum Dez24 nach den Berechnungen der Encavis AG EUR 626 Mio. Nach unseren Analysen ergeben sich aus dem steuerlichen Einlagekonto keine künftigen Steuerersparnisse, da künftige Ausschüttungen – bei der Fortführungsannahme des

Unternehmens – durch den steuerlich ausschüttbaren Gewinn gedeckt sind und keine steuerliche Einlagenrückgewähr vorliegt. Dementsprechend ergibt sich aus dem steuerlichen Einlagekonto kein zusätzlicher Wertbeitrag.

8.3 Plausibilisierung anhand von Börsenmultiplikatoren

- 357 Zur Untersuchung der Plausibilität von ermittelten Unternehmenswerten nach dem Ertragswertverfahren können gemäß IDW S 1 vereinfachte Preisfindungen durch die Anwendung von Multiplikatorverfahren herangezogen werden. Zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren haben wir eine solche vergleichende Marktbewertung durchgeführt.
- 358 Bei der Anwendung von Börsenmultiplikatoren für unsere Plausibilisierung haben wir fünf börsennotierte Vergleichsunternehmen (siehe Abschnitt 3.2.6) einbezogen, die ebenfalls im Markt für erneuerbaren Energien tätig sind und ein ähnliches Geschäftsmodell wie der Encavis-Konzern aufweisen. Für die übrigen vier Unternehmen lagen keine belastbaren Prognosedaten vor.⁴⁹
- 359 Der von uns abgeleitete Gesamtunternehmenswert der Vergleichsunternehmen wird aus der Summe der Marktkapitalisierung nach Anpassungen (i.W. Minderheitenanteile, nicht-konsolidierte Beteiligungen und steuerliche Verlustvorträge) und den Nettofinanzverbindlichkeiten berechnet.
- 360 Die von uns herangezogenen EBITDA-Werte der Vergleichsunternehmen beruhen auf Analysenschätzungen für das GJ27 und wurden der S&P Capital IQ-Datenbank entnommen. Dabei handelt es sich bereits um einen bereinigten Wert, der nicht wiederkehrende und außergewöhnliche Effekte ausschließt. Den so gewonnenen Multiplikator haben wir auf das EBITDA im GJ27 des Encavis-Konzerns angewendet. Wir haben auf das GJ27 aufgrund der hohen Investitionen in den vorhergehenden Jahren abgestellt, womit dieses Geschäftsjahr bereits einen Großteil des geplanten EBITDA-Wachstums abbildet.
- 361 Nachfolgende Tabelle stellt die Wertableitung des Encavis-Konzerns über Börsenmultiplikatoren dar.

⁴⁹ Für die folgenden Peer-Unternehmen lagen keine belastbaren Prognosedaten vor: Greencoat, NextEnergy, ORIT und TRIG.

Tabelle 22: Encavis-Konzern – Börsenmultiplikatoren

Peer- Unternehmen	Land	Währung	Gesamtunternehmenswert				GJ27	
			MC	Adj.	Net Debt	EV	EBITDA	EV/ EBITDA
Acciona Energías	ES	EUR	5.437	141	4.270	9.848	1.125	8,8x
EDP Renováveis	ES	EUR	8.891	(710)	8.672	16.852	2.069	8,1x
ERG	IT	EUR	2.595	13	1.862	4.470	608	7,3x
Solaria Energía	ES	EUR	823	(1)	994	1.816	272	6,7x
Voltaia	FR	EUR	1.007	(28)	1.870	2.848	329	8,6x
Mittelwert								7,9x
Median								8,1x
Festgelegter Multiplikator						Obergrenze	9,00x	
						Untergrenze	8,00x	
% Median						Obergrenze	110%	
						Untergrenze	98%	
EBITDA (EUR Mio.)							506	
Gesamtunternehmenswert (EUR Mio.)						Obergrenze	4.555	
						Untergrenze	4.049	
(-) Netto-Finanzverbindlichkeiten (EUR Mio.)							(2.206)	
(-) Minderheiten (EUR Mio.)							(45)	
Wertbandbreite Unternehmenswert, gerundet (EUR Mio.)						Obergrenze	2.300	
						Untergrenze	1.800	
Wertbandbreite pro Aktie (EUR)						Obergrenze	14,22	
						Untergrenze	11,13	

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

Abkürzungen: MC = Marktkapitalisierung; Adj. = Anpassungen; Net Debt = Netto-Finanzverbindlichkeiten;

EV = Gesamtunternehmenswert.

- 362 Aus den EV/EBITDA-Multiplikatoren für das GJ27 der Vergleichsunternehmen ergibt sich ein Mittelwert von 7,9x und ein Median von 8,1x. Ausgehend vom Median haben wir eine Multiplikator-Bandbreite festgelegt. Dabei haben wir uns aufgrund der höheren Wachstumsannahmen für den Encavis-Konzern am oberen Ende der beobachteten Multiplikator-Bandbreite orientiert. Die Bandbreite für den Gesamtunternehmenswert resultiert aus der Multiplikation der festgelegten Multiplikatoren-Bandbreite mit dem EBITDA des Encavis-Konzerns aus dem Planjahr GJ27.
- 363 Nach Abzug der Netto-Finanzverbindlichkeiten (siehe Abschnitt 6.3) und Minderheiten (siehe Abschnitt 6.7) und Rundung ergibt sich eine Wertbandbreite des Eigenkapitals i.H.v. rd. EUR 1.800 Mio. bis EUR 2.300 Mio. auf Grundlage des EV/EBITDA-Multiplikators.
- 364 Hieraus lässt sich schlussfolgern, dass der ermittelte Ertragswert i.H.v. EUR 2.221 Mio. innerhalb einer plausiblen Bandbreite liegt.

8.4 Plausibilisierung anhand von Transaktionsmultiplikatoren

- 365 Bei der Bewertung anhand von Transaktionsmultiplikatoren haben wir aus einer Vielzahl von M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen diejenigen ausgewählt, für die entsprechende Informationen und Kennzahlen öffentlich zugänglich sind. Der Analysezeitraum umfasst die letzten fünf Jahre vor dem Bewertungsstichtag. Transaktionen mit einem impliziten Gesamtunternehmenswert von unter EUR 100 Mio. wurden nicht berücksichtigt.
- 366 Insgesamt haben wir sechs vergleichbare Transaktionen identifiziert und daraus EV/EBITDA-Multiplikatoren abgeleitet. Eine Kurzbeschreibung der Vergleichstransaktionen ist Anhang A&M-004 „Beschreibung der vergleichbaren Transaktionen“ zu entnehmen. Die Wertableitung über Transaktionsmultiplikatoren ist in der folgenden Tabelle dargestellt.

Tabelle 23: Encavis-Konzern – Transaktionsmultiplikatoren

Datum Ank.	Zielunternehmen	Land	Erwerber	Transaktionsdetails			
				Übern. Anteile	Impl. EV (€m)	EBITDA (€m)	EV/ EBITDA
20/06/24	Terna Energy	GR	Masdar	70%	3.231	211	15,3x
30/05/24	Neoen	FR	Brookfield	53%	9.826	470	20,9x
12/06/23	Opdenergy	ES	Antin Infrastructure	100%	1.576	100	15,8x
24/03/23	Tion Renew ables	DE	EQT Active Core Infrastructure	72%	294	19	15,1x
01/08/22	Slitevind	SE	Orrön Energy	100%	129	7	18,9x
20/10/21	Falck Renew ables	IT	J.P. Morgan	60%	3.381	177	19,1x
Mittelwert							17,5x
Median							17,4x
Festgelegter Multiplikator						Obergrenze	18,25x
						Untergrenze	16,75x
% Median						Obergrenze	105%
						Untergrenze	97%
EBITDA GJ24 (EUR Mio.)							249
Gesamtunternehmenswert (EUR Mio.)						Obergrenze	4.545
						Untergrenze	4.172
(-) Netto-Finanzverbindlichkeiten (EUR Mio.)							(2.206)
(-) Minderheiten (EUR Mio.)							(45)
Wertbandbreite Unternehmenswert, gerundet (EUR Mio.)						Obergrenze	2.300
						Untergrenze	1.900
Wertbandbreite pro Aktie (EUR)						Obergrenze	14,22
						Untergrenze	11,75

Quelle: S&P Capital IQ; Mergermarket; A&M Analyse.

Abkürzungen: Ank. = Ankündigung; Übern. Anteile = Übernommene Anteile;

Impl. EV = Impliziter Gesamtunternehmenswert; Fort. = Fortschreibung.

367 Analog zu unserem Vorgehen bei der Analyse der Börsenmultiplikatoren haben wir zunächst eine Multiplikator-Bandbreite ausgehend vom Median der sechs Vergleichstransaktionen gelegt. Unter Berücksichtigung der Netto-Finanzverbindlichkeiten und Konzern-Minderheiten ergibt sich eine Wertbandbreite für das Eigenkapital zwischen EUR 1.900 Mio. und EUR 2.300 Mio. (nach Rundung).

368 Der von uns ermittelte Ertragswert i.H.v. EUR 2.221 Mio. liegt somit innerhalb der Wertbandbreite basierend auf den EV/EBITDA-Multiplikatoren von vergleichbaren Transaktionen.

8.5 Liquidationswert

369 Ausgehend vom Nettovermögen des Encavis-Konzerns zum Dez24 haben wir einen überschlägigen Liquidationswert bestimmt. Dieser liegt weit unter dem von uns bestimmten Ertragswert und ist daher nicht abfindungsrelevant.

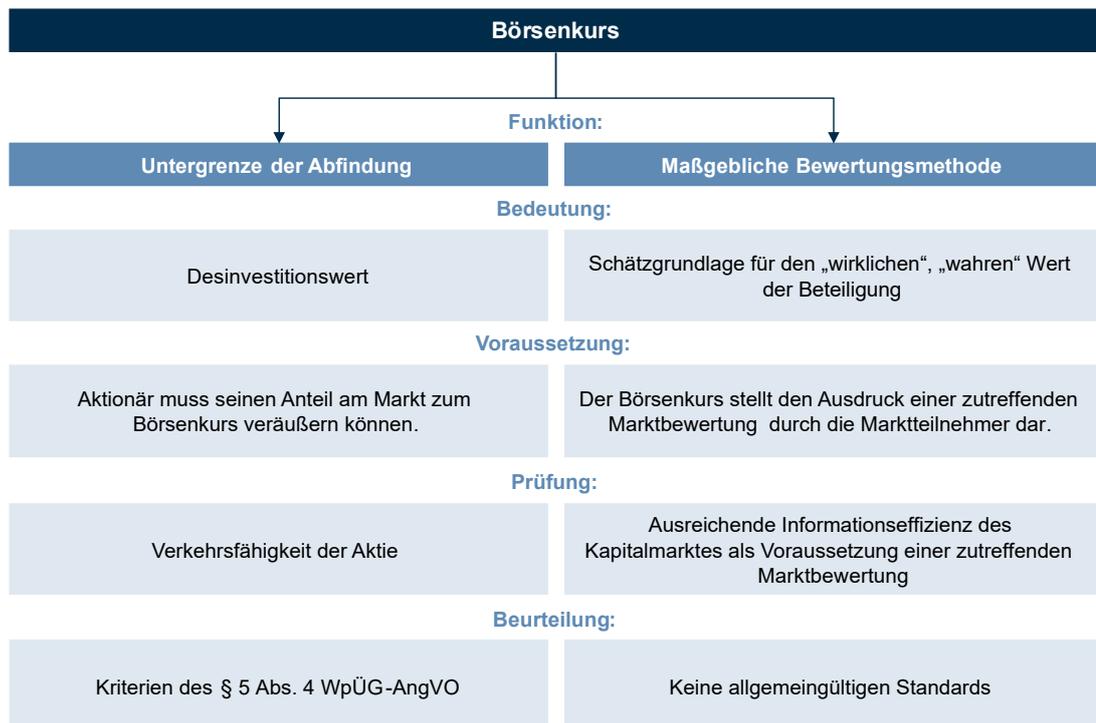
8.6 Abfindungsermittlung anhand des Börsenkurses

8.6.1 Analyse des Börsenkurses in Abhängigkeit von dessen Funktion

370 In Abschnitt 2.1 wurde dargelegt, dass der Börsenkurs im Rahmen der Abfindungsbemessung zwei Funktionen aufweisen kann. Wie aus Abbildung 32 ersichtlich, kann er entweder als Wertuntergrenze der Abfindung oder als maßgebliche Bewertungsmethode herangezogen werden.⁵⁰

50

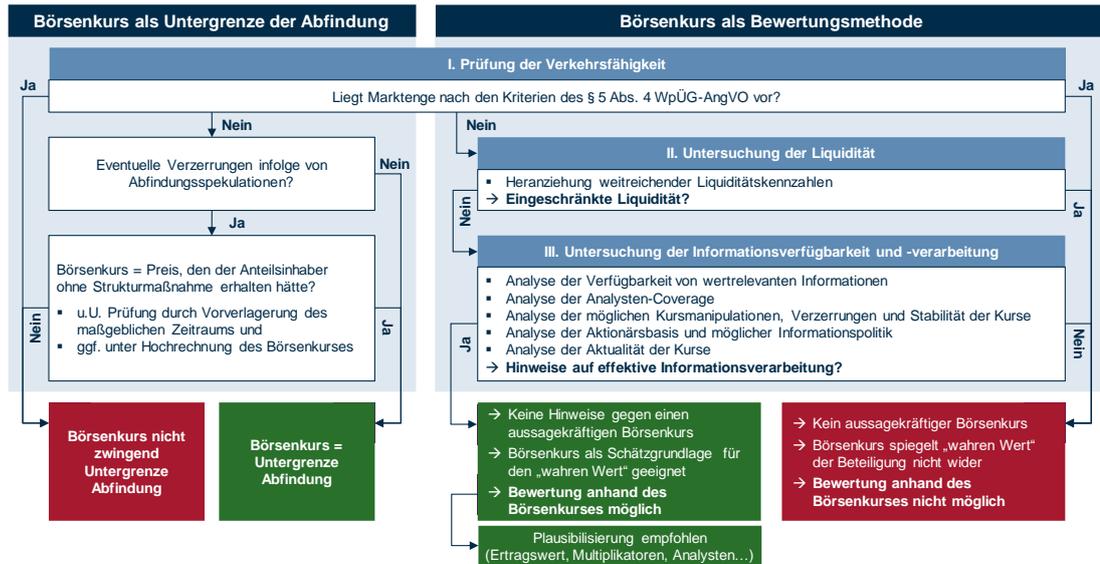
Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in: NZG 2025, S. 438 m.w.N.

Abbildung 32: Börsenkurs: Untergrenze der Abfindung vs. maßgebliche Bewertungsmethode

Quelle: Laas/Riabinova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in NZG 2025, S. 438.

- 371 Wird der Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung herangezogen, stellt er lediglich einen Desinvestitionswert dar. In diesem Fall muss nur sichergestellt werden, dass ein Aktionär seinen Anteil an der Börse zum festgestellten Aktienkurs hätte verkaufen können.⁵¹ Dabei ist es auch nicht erforderlich, dass sämtliche Minderheitsaktionäre ihre Anteile zu diesem Aktienkurs hätten veräußern können. In der Funktion der Untergrenze der Abfindung soll der Börsenkurs nicht unbedingt den „wahren“ Unternehmenswert widerspiegeln. Aus diesem Grund ist auch das Vorliegen eines informationseffizienten Marktes nicht erforderlich. Wird der Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung herangezogen, wird lediglich die Verkehrsfähigkeit der Aktie und das Vorliegen einer Marktengeng nach Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO geprüft. Danach liegt eine Marktengeng vor, wenn in einem Zeitraum von drei Monaten für die Aktien der Zielgesellschaft Börsenkurse an weniger als einem Drittel der Börsentage festgestellt worden sind und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 Prozent voneinander abweichen.
- 372 Erheblich höhere Anforderungen werden an den Börsenkurs gestellt, wenn dieser als maßgebliche Bewertungsmethode angewendet wird. Die Eignung des Börsenkurses als Bewertungsmethode bedingt, dass mit diesem der volle Ersatz des „wahren“ Wertes bestimmt werden kann. Dies wiederum setzt die Aussagekraft des Börsenkurses und eine effektive Informationsbewertung durch den Markt voraus.
- 373 Abbildung 33 veranschaulicht eine mögliche Vorgehensweise bei der Analyse der Aussagekraft des Börsenkurses in Abhängigkeit von dessen Funktion bei der Abfindungsbemessung.

⁵¹ Vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 01.03.2016, Az. 21 W 22/13, S. 16; Franken/ Schulte/ Luksch: Börsenkurs als „wahrer Wert“ in Abfindungsfällen?, in: BewP 2012, S. 31; Rabel: Börsenkurse und Angemessenheit des Umtauschverhältnisses bei Verschmelzungen, in: RWZ 2020, S. 4; FAUB: Zur Bedeutung des Börsenkurses für die Abfindungsbemessung aus Sicht der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und Praxis, in: AG 2021, S. 589.

Abbildung 33: Untersuchung der Aussagekraft des Börsenkurses

Quelle: Laas/Riabnova: Anforderungen an den Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung, in NZG 2025, S. 438.

374 Unsere weiteren Analyseschritte erfolgen gemäß der in Abbildung 33 dargestellten Vorgehensweise.

8.6.2 Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung (Verkehrsfähigkeit)

Relevanter Zeitraum für die Bildung des durchschnittlichen Börsenkurses

375 Die Aktie der Gesellschaft war unter der ISIN DE0006095003 (WKN 609500) 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 Hamburger Wertpapierbörse zugelassen. Darüber hinaus wurden die Aktien der Encavis AG 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.⁵² Die Encavis AG-Aktien waren bis zum 28. November 2024 im SDAX der Deutschen Börse enthalten.

376 Am 6. Dezember 2024 wurde das beabsichtigte Delisting der Aktien der Encavis AG bekannt gegeben. Mit Ablauf des 31. Januar 2025 wurde der Handel mit den Encavis-Aktien an der Frankfurter Wertpapierbörse und der Börse Hamburg auf Antrag der Gesellschaft eingestellt. Die Aktie wird aber weiterhin mit vergleichsweise geringen Handelsumsätzen im Freiverkehr an der Börse Hamburg gehandelt. Dieser Handel wird von der Gesellschaft weder veranlasst noch unterstützt.

377 Am 31. Januar 2025 veröffentlichte die Encavis AG durch eine Ad-hoc-Mitteilung die Absicht der Elbe BidCo AG, einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out der verbleibenden Minderheitsaktionäre der Gesellschaft nach § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG durchzuführen.

378 Als Referenzperiode für die Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses haben wir den dreimonatigen Zeitraum festgelegt, der am 30. Januar 2025, dem letzten Tag vor der Mitteilung über den beabsichtigten verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out, endet.

379 Gemäß der Rechtsprechung des BGH⁵³ ist der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung hochzurechnen, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. In der Stollwerck-Entscheidung hielt der BGH einen Zeitraum von siebeneinhalb Monaten für einen „längeren

⁵² Der Teilbereich *Berlin Second Regulated Market* der Börse Berlin ist nach § 54 Abs. 1 der Börsenordnung der Börse Berlin Teil des Freiverkehrs, aber ein geregelter Markt im Sinne von Titel III der Richtlinie (EU) 65/2014 (MiFiD II).

⁵³ Vgl. BGH, Beschluss vom 19.07.2010, Az. II ZB 18/09, Stollwerck-Entscheidung.

Zeitraum“. Laut dem Beschluss des OLG Frankfurt vom 27. August 2020, Az. 21 W 59/19, kommt eine Hochrechnung des Börsenkurses in Betracht, wenn zwischen dem Tag der Bekanntgabe und der Beschlussfassung der Hauptversammlung ein Zeitraum von mehr als sieben Monaten liegt. Im vorliegenden Bewertungsfall liegt zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 31. Januar 2025 und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 16. Juli 2025 kein Zeitraum von mehr als sieben Monaten, was gemäß der Rechtsprechung des BGH und dem Beschluss des OLG Frankfurt zu keinem „längeren Zeitraum“ führt. Folglich erachten wir die Hochrechnung des ermittelten Börsenkurses für nicht erforderlich.

Durchschnittsbildung

380 Wir haben als Dreimonatsdurchschnittskurs zum 30. Januar 2025 den von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) nach § 31 Abs. 7 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 3 WpÜGAngebV ermittelten Dreimonatsdurchschnittskurs herangezogen. Entsprechend dem Schreiben der BaFin vom 14. April 2025 beträgt der umsatzgewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs für den maßgeblichen Referenzzeitraum EUR 17,23.⁵⁴

Verwendbarkeit des Börsenkurses (Verkehrsfähigkeit)

381 Ferner haben wir geprüft, ob die Kriterien zur Marktengemäß § 5 Abs. 4 der WpÜGAngebV im vorliegenden Fall erfüllt sind. Gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜGAngebV ist der Börsenwert als Wertuntergrenze nur dann nicht anwendbar, wenn folgende Bedingungen kumulativ erfüllt sind:

- Es konnte an weniger als einem Drittel der Handelstage im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ein Börsenkurs festgestellt werden;
- Es bestehen im Betrachtungszeitraum bei mehreren nacheinander festgestellten Börsenkursen Abweichungen um mehr als 5%.

382 Der Kursverlauf und die Handelsvolumina der Aktien der Encavis AG im Zeitraum vom 1. Januar 2023 bis 28. Februar 2025 sind in der nachstehenden Abbildung dargestellt. Die blau schraffierte Fläche zeigt den dreimonatigen Zeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme.

Abbildung 34: Entwicklung des Börsenkurses und des Handelsvolumens der Aktien der Encavis AG vom 1. Januar 2023 bis zum 28. Februar 2025



383 Im Dreimonatszeitraum vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme sind die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜGAngebV zum Vorliegen einer Marktengemäß nicht erfüllt, da der Handel mit den Aktien der Encavis AG an 61 von 61 Börsentagen und somit an 100% der Börsentage stattfand.

⁵⁴ Schreiben der BaFin vom 14. April 2025, GZ: WA 16-Wp 7005/00008#00006.

384 Basierend auf unserer Untersuchung sehen wir für den Betrachtungszeitraum keine Anzeichen, dass Aktionäre nicht in der Lage gewesen wären, ihre Aktien zum Börsenkurs zu veräußern, und halten den umsatzgewichteten Durchschnittskurs der Encavis AG für einen hinreichend belastbaren Hinweis auf den Desinvestitionswert bzw. die Untergrenze der Abfindung.

Ergebnis

385 Im vorliegenden Bewertungsfall liegt keine Marktengung nach den Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜGAngebotV vor, weshalb der von der BaFin ermittelte umsatzgewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs i.H.v. EUR 17,23 als Indikator für die Untergrenze der Abfindung angesehen werden kann.

8.6.3 Börsenkurs als maßgebliche Bewertungsmethode

Erforderliche Analysen gemäß höchstrichterlicher Rechtsprechung

386 Die Eignung des Börsenkurses als Bewertungsmethode bedingt, dass mit diesem der volle Ersatz des „wahren“ Wertes zum Bewertungsstichtag bestimmt werden kann. Dazu ist gemäß höchstrichterlicher Rechtsprechung in einem ersten Schritt zu prüfen, ob die Aktien verkehrsfähig sind, also ob der Börsenkurs als Wertuntergrenze herangezogen werden kann. Kann die Verkehrsfähigkeit bestätigt werden, ist in einem zweiten Schritt die Liquidität zu prüfen. Wenn die Aktie als ausreichend liquide eingestuft werden kann, so ist die Informationsverfügbarkeit und die Informationsverarbeitung zu analysieren.⁵⁵

387 Vor diesem Hintergrund haben wir die Verwendbarkeit des Börsenkurses als maßgebliche Bewertungsmethode unter Berücksichtigung der jüngsten BGH-Beschlüsse vom 21. Februar 2023, Az. II ZB 12/21, und vom 31. Januar 2024, Az. II ZB 5/22 analysiert. Hierfür haben wir die Entwicklung des Börsenkurses der Encavis AG untersucht und Analysen zur (i) Aktienliquidität, (ii) Informationsverfügbarkeit und (iii) Informationsverarbeitung durchgeführt. Im Folgenden gehen wir auf unsere Feststellungen ein.

388 Wie in Abbildung 34 dargestellt, hat die Encavis AG am 6. März 2024 Gespräche über eine mögliche Transaktion mit KKR und am 14. März 2024 den Abschluss einer Investorenvereinbarung mit der Elbe BidCo AG, einer von KKR verwalteten Holdinggesellschaft, bekannt gegeben. Die Investorenvereinbarung beinhaltet ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot an alle ausstehenden Aktionäre der Encavis AG zu einem Preis von EUR 17,50 je Aktie. Weiterhin hat die Elbe BidCo AG verbindliche Vereinbarungen mit der Abacon Capital GmbH und weiteren bestehenden Aktionären unterzeichnet, die circa 31 Prozent des gesamten Grundkapitals der Encavis AG halten und indirekt als langfristige Investoren im Unternehmen verbleiben sollen. Zudem kündigte die Encavis AG an, dass sich die Viessmann GmbH & Co. KG als Co-Investor an einem von KKR geführten Konsortium beteiligt. Der Angebotspreis i.H.v. EUR 17,50 entspricht einer Prämie von 54,2% auf den XETRA-Schlusskurs der Encavis AG von EUR 11,35 am 5. März 2024, dem Tag vor der Ankündigung über eine mögliche Transaktion mit KKR. Nach Veröffentlichung der Mitteilung über eine mögliche Transaktion mit KKR am 5. März 2024 stieg der Börsenkurs der Encavis AG am ersten Börsentag nach Veröffentlichung um 18,1% gegenüber dem Schlusskurs des vorangegangenen Börsentages. Infolge der Mitteilung über den Abschluss der Investorenvereinbarung stieg der Börsenkurs am Tag der Veröffentlichung (14. März 2024) um 25,2% gegenüber dem Schlusskurs des vorangegangenen Börsentages.

389 Bis zum 31. Januar 2025, dem Tag, an dem die Absicht zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs bekannt gegeben wurde, schwankte der Börsenkurs im Korridor zwischen EUR 16,75 und EUR 17,46.⁵⁶

390 Mit Ablauf des 31. Januar 2025 wurde der Handel mit den Aktien der Encavis AG im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse und Hamburger Wertpapierbörse sowie im Freiverkehr der deutschen Wertpapierbörsen Berlin, Düsseldorf, München, Stuttgart und Tradegate Exchange mit Antrag der Gesellschaft eingestellt. Zum Delisting betrug der XETRA-Schlusskurs der Encavis AG EUR 17,53. Die Aktie wird weiterhin mit geringen Handelsumsätzen im

⁵⁵ OLG Düsseldorf, Beschluss vom 28. November 2022, Az. 26 W 4/21, Leitsatz 5 („net mobile AG“, zit. nach Rechtsprechungsdatenbank NRW).

⁵⁶ Quelle: XETRA-Tagesschlusskurse von Bloomberg in Deutschland.

Freiverkehr an der Börse in Hamburg gehandelt. Der Handel erfolgt nicht auf Veranlassung der Encavis AG und wird nicht von dieser unterstützt.

Analyse der Aktienliquidität

- 391 Die Liquidität im Börsenhandel bezieht sich auf die Handelbarkeit eines Wertpapiers und beschreibt, in welchem Maß ein Wertpapier jederzeit ohne Preisaufschlag gekauft bzw. ohne Preisabschlag verkauft werden kann.⁵⁷ Eine hohe Liquidität erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung und wird von der Rechtsprechung als gewichtiger Indikator für die Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses gesehen. Im Kontext der Unternehmensbewertung wird die Liquidität i.d.R. anhand der folgenden quantitativen Kennzahlen gemessen:
- die Anzahl der Handelstage, an denen das Wertpapier gehandelt wird,
 - das Handelsvolumen,
 - der Handelsumsatz,
 - der Streubesitz (Free Float),
 - das Verhältnis des Handelsvolumens zum Streubesitz,
 - die Handelsquote sowie
 - die Geld-Brief-Spannen (Bid-Ask-Spreads).
- 392 Zur Überprüfung der Verkehrsfähigkeit und Liquidität der Aktie der Encavis AG haben wir folgende Zeiträume herangezogen:
- den Dreimonatszeitraum vor der Bekanntgabe von Gesprächen über eine mögliche Transaktion mit KKR am 6. März 2024,
 - den Dreimonatszeitraum vor der Mitteilung über die Absicht zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs am 31. Januar 2025,
 - den Fünfjahreszeitraum vor der Mitteilung über die Absicht zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs am 31. Januar 2025, wobei dieser Zeitraum über fünf Ein-Jahresscheiben abgedeckt wurde.
- 393 Die wichtigsten Ergebnisse unserer Analyse auf Basis der XETRA-Tagesschlusskurse⁵⁸ sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

⁵⁷ Vgl. Gruppe Deutsche Börse: Börsenlexikon: Liquidität, abrufbar unter <https://deutsche-boerse.com>, abgerufen am 19.08.2023.

⁵⁸ Im Fünfjahreszeitraum vor Ankündigung der Strukturmaßnahme wurden 97,4% der durchschnittlichen, täglichen Handelsumsätze der Aktien der Encavis AG auf XETRA generiert.

Tabelle 24: Analyse der Verkehrsfähigkeit und Liquidität der Aktie der Encavis AG

Kennzahl / Kriterium	Einheit	3 Monate	3 Monate	1 Jahr				
Analysierter Zeitraum	von:	31/10/24	06/12/23	31/01/24	31/01/23	31/01/22	31/01/21	31/01/20
	bis:	30/01/25	05/03/24	30/01/25	30/01/24	30/01/23	30/01/22	30/01/21
VERKEHRSFÄHIGKEIT DER AKTIE								
Kriterien zur Bestimmung der Marktmenge gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngebotsVO								
Handelstage mit Handel	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Anzahl der Kurssprünge von +/- 5% davon nacheinander	-	-	3	2	8	17	18	23
	-	-	-	-	-	3	2	4
Kumulative Erfüllung der Kriterien nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO		nein						
AUSGEWÄHLTE KRITERIEN ZUR ANALYSE DER AKTIENLIQUIDITÄT								
Handelstage								
Mögliche Handelstage	Tage	61	62	254	255	258	255	253
Handelstage mit Handel	Tage	61	62	254	255	258	255	253
in % der möglichen Handelstage	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Tägliches Handelsvolumen								
Durchschnitt	Stück	128.835	337.652	277.523	325.469	466.634	618.054	490.397
Median	Stück	52.931	281.546	114.248	278.038	381.547	464.265	401.675
Täglicher Handelsumsatz								
Durchschnitt	TEUR	2.220	4.446	4.476	4.830	8.791	10.255	7.218
Median	TEUR	921	3.795	1.947	4.099	7.263	7.361	5.731
Streubesitz (Free Float)								
Min in % zur Anzahl der ausst. Aktien	%	12,27%	74,97%	12,27%	74,80%	74,80%	61,50%	61,50%
Max in % zur Anzahl der ausst. Aktien	%	74,97%	74,97%	74,97%	74,97%	74,90%	74,90%	61,50%
Ø-Streubesitz in % der ausst. Aktien	%	38,99%	74,97%	66,33%	74,92%	74,87%	72,90%	61,50%
Durchschn. Handelsvolumen zum durchschn. Streubesitz und Handelsquote								
Ø-Handelsvolumen zum Ø-Streubesitz	%	0,20%	0,28%	0,26%	0,27%	0,39%	0,59%	0,58%
Handelsquote	%	0,08%	0,21%	0,17%	0,20%	0,29%	0,43%	0,36%
Relative Geld-Brief-Spanne (BAS)								
Durchschnitt	%	0,17%	0,20%	0,13%	0,14%	0,14%	0,20%	0,35%
Median	%	0,12%	0,16%	0,12%	0,11%	0,13%	0,18%	0,30%
Anzahl der Tage, an denen								
BAS > 0,50%	Tage	3	3	5	2	-	8	31
	% der Beobacht.	5%	5%	2%	1%	- %	3%	12%
BAS > 0,75%	Tage	1	1	2	-	-	1	12
	% der Beobacht.	2%	2%	1%	- %	- %	0%	5%
BAS > 1,00%	Tage	-	-	-	-	-	-	6
	% der Beobacht.	- %	- %	- %	- %	- %	- %	2%

Quelle: Bloomberg; S&P Global Market Intelligence; Ad hoc-Mitteilungen Encavis AG; A&M Analyse.

394

Für die genannten Kennzahlen existieren nicht immer anerkannte Schwellenwerte zur Einstufung der Aktie als liquide oder illiquide. Zur Einschätzung der wichtigsten Kennzahlen haben wir sie, wo möglich, mit den Werten aus den Entscheidungen der jüngsten Rechtsprechung verglichen, in denen der BGH und/ oder die Oberlandesgerichte bei der Überprüfung der Abfindung auf die Börsenkurse abgestellt haben: Beherrschungsvertrag zwischen der TLG Immobilien AG und der WCM AG („**TLG/WCM**“)⁵⁹, Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag bei Kabel Deutschland Holding AG („**KDH**“)⁶⁰ und verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out bei ISRA Vision AG („**ISRA Vision**“)⁶¹. Dieser Vergleich ist in Tabelle 5 dargestellt.

⁵⁹ BGH, Beschluss vom 21.02.2023, Az. II ZB 12/21; OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.04.2021, Az. 21 W 139/19.

⁶⁰ BGH, Beschluss vom 31.01.2024, Az. II ZB 5/22; OLG München, Beschluss vom 14.12.2021, Az. 31 Wx 190/20.

⁶¹ OLG Frankfurt, Beschluss vom 09.02.2024, Az. 21 W 129/22.

Tabelle 25: Vergleich der Liquiditätskennzahlen der Encavis AG mit Referenzwerten der jüngsten Rechtsprechung zum Börsenkurs

Kriterium/ Kennzahl	TLG Immobilien AG / WCM AG		Kabel Deutschland Holding AG	ISRA Vision AG	Encavis AG
	TLG	WCM			
Zeitraum	Bezugsperioden teilweise nicht genannt				3 Monate vor Bekanntgabe
Teil eines bedeutsamen Aktienindex ⁶²	✓ SDAX	✓ SDAX ⁶³	✓ MDAX	✗ ⁶⁴	✗ ⁶⁵
Handelstage in % der Börsentage ⁶⁶	100%	100%	100%	100%	100%
Streubesitz	über 70% (2 Jahre)	Ø 75% (2 Jahre)	85,9% - 90,6%	7,8%	39,0%
Ø tägl. Handelsvolumen (Stück)	rd. 100.000	329.000	163.316 – 504.006	15.000	128.835
Ø tägl. Handelsumsatz (TEUR)	n/a	n/a	9.374 – 42.634	n/a	2.220
Ø Geld-Brief-Spanne	0,27%	0,37%	0,3% - 0,4%	0,74% (2 Jahre) / „deutlich unter 1%“ (3 Monate)⁶⁷	0,17%
Beurteilung der Liquidität durch das Gericht	Sehr hoch	Hoch	Hoch	„nicht optimal(...)“, aber „hinreichend“, „ausreichend“ bzw. „zufriedenstellend(...)“	n/a

Quelle: TLG/WCM: BGH, Beschluss vom 21.02.2023, Az. II ZB 12/21; OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.04.2021, Az. 21 W 139/19; KDH: BGH, Beschluss vom 31.01.2024, Az. II ZB 5/22; OLG München, Beschluss vom 14.12.2021, Az. 31 Wx 190/20; ISRA Vision: OLG Frankfurt, Beschluss vom 09.02.2024, Az. 21 W 129/22.

- 395 Wie aus der Tabelle ersichtlich, weisen die Aktien der Encavis AG – gemessen an Handelsvolumen, Handelsumsatz und insbesondere an Geld-Brief-Spannen – eine höhere Liquidität wie die Aktien von TLG/WCM und KDH auf, bei denen die Gerichte eine hohe bis sehr hohe Aktienliquidität festgestellt haben.
- 396 In der Rechtsprechung wird die Bedeutung der relativen Geld-Brief-Spannen hervorgehoben. Die relative Geld-Brief-Spanne beschreibt, wie weit die Kauf- und Verkaufsangebote voneinander abweichen. Bei engen Spannen ist die Liquidität der Aktie hoch und die Transaktionskosten sind niedrig. Bei großen Geld-Brief-Spannen sind die Transaktionskosten hoch und der Börsenkurs reagiert in der Regel zeitverzögert auf Kapitalmarktinformationen.
- 397 Vor dem Hintergrund der hohen Bedeutung, die die Gerichte der relativen Geld-Brief-Spannen beimessen, haben wir die Geld-Brief-Spannen der Encavis AG mit den weiteren Referenzwerten aus der Rechtsprechung verglichen. So ist laut Rechtsprechung des LG München I bei Geld-Brief-Spannen unter 1,00% die Liquidität der Aktie üblicherweise zu bejahen⁶⁸ bzw. es kann bei einer Geld-Brief-Spanne von maximal 1,25% von einer liquiden Aktie ausgegangen werden.⁶⁹
- 398 Wie aus Tabelle 24 hervorgeht, lag die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne der Encavis AG weder in der maßgeblichen Referenzperiode noch in den zusätzlich betrachteten Zeiträumen über dem Schwellenwert, ab dem das LG München I nicht mehr von einer liquiden Aktie ausgeht. Vielmehr weist die Aktie der Encavis eine signifikant niedrigere Geld-Brief-Spanne als die Aktien von TLG/WCM und KDH auf.
- 399 Unter Berücksichtigung der von uns durchgeführten Analysen zur Aktienliquidität ist die Aktienliquidität der Encavis AG zu bejahen und als optimal zu bezeichnen.

⁶² Die Angaben zum Aktienindex basieren zum Teil auf der A&M-Analyse.

⁶³ Notierung im SDAX bis zum 18.09.2017 und somit 11 Tage vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme.

⁶⁴ Am 08.05.2020 und somit nur wenige Tage nach Beginn des Drei-Monats-Zeitraums vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme wurden die Aktie der Isra Vision AG aus dem SDAX und aus dem TecDAX infolge der Verringerung des Streubesitzes nach der Übernahme genommen.

⁶⁵ Am 28.11.2024 und somit 28 Tage nach Beginn des Drei-Monats-Zeitraums vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme wurden die Aktie der Encavis AG aus dem SDAX infolge der Übernahme durch KKR genommen.

⁶⁶ Die Angaben zu den Handelstagen basieren zum Teil auf der A&M-Analyse.

⁶⁷ Nach unserer Analyse anhand von XETRA-Werten beträgt die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne der ISRA Vision im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme 0,46%.

⁶⁸ LG München I, Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5 HK O 24402/13.

⁶⁹ LG München I, Beschluss vom 30.05.2018, Az. 5HK O 10044/16.

400 Im nächsten Schritt führen wir gemäß dem Prüfschema in Abbildung 33 die Analyse der Informationsverfügbarkeit und -verarbeitung durch.

Analyse der Informationsverfügbarkeit

401 Eine zeitnahe und aussagekräftige Informationsbereitstellung reduziert Informationsasymmetrien zwischen dem Unternehmensmanagement und den Marktteilnehmern und erhöht die Markteffizienz. Kriterien für die Informationsverfügbarkeit sind:

- gesetzliche Informationspflichten und sonstige, auch vom Börsensegment abhängige Informationspflichten,
- Freiwillig zur Verfügung gestellte Informationen,
- Analysten-Coverage,
- Analyse der Aktionärsbasis und möglicher Informationspolitik.

402 Im Rahmen unserer Untersuchung haben wir die Informationspflichten im Segment Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse, die Erfüllung der Informationspflichten durch die Encavis AG, die Analysten-Coverage sowie die Aktionärsbasis analysiert:

Informationspflichten

403 Seit dem Jahr 2013 und bis zum Delisting am 31. Januar 2025 wurden die Aktien der Encavis AG (vormals Capital Stage AG) im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Die Informations- und Transparenzpflichten im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gehen über das Maß der gesetzlichen Mindestanforderungen des EU-regulierten Marktes hinaus. Unternehmen im Prime Standard müssen einen testierten Konzernabschluss samt Lagebericht innerhalb von vier Monaten nach Beendigung des Berichtszeitraums in deutscher und englischer Sprache veröffentlichen. Darüber hinaus müssen Unternehmen im Prime Standard einen Halbjahresfinanzbericht innerhalb von drei Monaten nach Ende des Berichtszeitraums und Quartalsmitteilungen innerhalb von zwei Monaten nach Ende des Mitteilungszeitraums (Stichtag des ersten und dritten Quartals) veröffentlichen. Weiterhin sind Unternehmen im Prime Standard dazu verpflichtet, mindestens einmal jährlich eine Analystenveranstaltung außerhalb der Pressekonferenz zur Bekanntgabe der Jahresabschlusszahlen durchzuführen. Ferner sind Unternehmen im Prime Standard dazu verpflichtet einen Unternehmenskalender zu führen, der Angaben über die wesentlichen Termine des Emittenten, insbesondere die Hauptversammlung, die Pressekonferenzen und Analystenveranstaltungen, enthält. Mitteilungspflichten im Prime Standard beinhalten Ad-hoc-Mitteilungen, Directors' Dealings, Insiderlisten und Stimmrechtsmitteilungen.

404 In den vergangenen Jahren veröffentlichte die Encavis AG mit Ausnahme des Jahres 2023 mehrere Ad-hoc-Mitteilungen pro Jahr. Weiterhin veröffentlichte die Gesellschaft eine zweistellige Anzahl von Pressemitteilungen pro Jahr auf ihrer Homepage. Die Geschäftsberichte, die Zwischenberichte und die Zwischenmitteilungen wurden fristgemäß veröffentlicht.

Analysten-Coverage

405 Die Aktien der Encavis AG wurden von 13 qualifizierten Wertpapieranalysten bewertet. Sie befanden sich in der Coverage der Berenberg Bank, ODDO BHF, CIC Market Solutions, Jeferies, Morgan Stanley, Pareto Securities, Barclays, HSBC, Quirin, Warburg Bank, DZ Bank, Hauck Aufhäuser Lampe, und Raiffeisen Research. Im Vergleich zur Analysten-Coverage von im Durchschnitt 15 Analysten bei einem CDAX-Unternehmen war damit das Coverage bei Encavis grundsätzlich als gut einzustufen.

406 Vor dem Hintergrund des am 14. März 2024 verkündeten freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots der Elbe BidCo AG zu einem Angebotspreis von EUR 17,50 wurden die Kursziele von allen 13 Wertpapieranalysten auf den Angebotspreis gesetzt, wobei die aktuellste Analystenprognose vom 31. Juli 2024 ist.⁷⁰ Die uns zur Verfügung gestellten Analystenprognosen sind in Tabelle 26 zusammengefasst:

⁷⁰ Analystenreport der ODDO BHF vom 31. Juli 2024, Analystenreport von CIC Market Solutions vom 31. Juli 2024, Analystenreport von Warburg Research vom 31. Juli 2024, Analystenreport der DZ Bank vom 27. Mai 2024,

Tabelle 26: Analysten-Coverage der Encavis AG

Analyst	Datum	Kursziel	Empfehlung
ODDO BHF	31.07.2024	EUR 17,50	Accept the offer
CIC Market Solutions	31.07.2024	EUR 17,50	Neutral
Warburg Research	31.07.2024	EUR 17,50	Sell
DZ Bank	27.05.2024	EUR 17,50	Hold
Berenberg	07.05.2024	EUR 17,50	Hold
Jefferies	03.05.2024	EUR 17,50	Hold
Morgan Stanley	03.05.2024	EUR 17,50	Equal-weight
Pareto Securities	04.04.2024	EUR 17,50	Hold
Barclays	26.03.2024	EUR 17,50	Underweight
HSBC Global Research	20.03.2024	EUR 17,50	Hold
Quirin	19.03.2024	EUR 17,50	Hold
Hauck Aufhäuser	15.03.2024	EUR 17,50	Hold
Raiffeisen RESEARCH	14.03.2024	EUR 17,50	Hold

Quelle: Siehe Fußnote 70.

407 Diese Zusammenstellung zeigt, dass die Kursziele seit Juli 2024 nicht mehr angepasst worden sind.

Aktionärsbasis

408 Im Rahmen der Analyse der Aktionärsbasis der Encavis AG haben wir geprüft, ob es Aktionäre gab, die die Geschäfts- und Finanzpolitik sowie Kommunikationspolitik und damit auch den Börsenkurs der Gesellschaft grundsätzlich hätten beeinflussen können. Bei Vorliegen beherrschender bzw. einen maßgeblichen Einfluss ausübender Aktionäre besteht grundsätzlich die Möglichkeit ökonomisch „verzerrter“ Preise. Bis zum freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot durch die Elbe BidCo AG befanden sich 74,97% der ausstehenden Aktien der Encavis AG im Streubesitz.⁷¹ Im Rahmen des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots hat die Elbe BidCo AG zum 6. Dezember 2024 rund 87,73% der Encavis-Aktien erworben und den Anteil auf 91,12% zum 31. Januar 2025 erhöht.⁷² Damit ist die Anteilseignerstruktur der Encavis AG seit Vollzug des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots am 4. Dezember 2024 der Elbe BidCo AG zwar von einem beherrschenden Einfluss gekennzeichnet, jedoch ist dieser Zeitraum relativ kurz bis zur Verkündung der Absicht, einen Squeeze-out durchführen zu wollen.

409 Wir kommen in Bezug auf die Informationsverfügbarkeit zu der Einschätzung, dass die zur Verfügung gestellten Informationen der Encavis AG durch die Einbeziehung in den Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse zwar ausreichend sind, aber die dem Kapitalmarkt zur Verfügung gestellten Kursziele seit dem Juli 2024 nicht angepasst worden sind und lediglich das Übernahmeangebot widerspiegeln.

Analyse der Informationsverarbeitung

410 Im Rahmen der Informationsverarbeitung wird analysiert, ob sich im Kursverlauf der Aktie veröffentlichte wertrelevante Informationen widerspiegeln, bzw. ob Reaktionen auf die Herausgabe von Informationen ausbleiben. Dabei wird auch analysiert, inwieweit eine nicht erklärbare Abkoppelung von der allgemeinen Markt- oder Branchenentwicklung stattgefunden hat. Im

Analystenreport der Berenberg Bank vom 07. Mai 2024, Analystenreport von Jefferies vom 03. Mai 2024, Analystenreport von Morgan Stanley vom 03. Mai 2024, Analystenreport von Pareto Securities vom 04. April 2024, Analystenreport der Barclays Bank vom 26. März 2024, Analystenreport der HSBC vom 20. März 2024, Analystenreport von Quirin vom 19. März 2024, Analystenreport von Hauck Aufhäuser Lampe vom 15. März 2024, Analystenreport von Raiffeisen Research vom 14. März 2024.

⁷¹ Encavis AG, Präsentation Conference Call Q1/3M 2024, 08. Mai 2024.

⁷² Encavis AG, Ad-hoc Mitteilung vom 06. Dezember 2024 und 31. Januar 2025.

Rahmen der Rechtsprechung haben sich folgende Kriterien für die Überprüfung der Informationsverarbeitung herausgebildet:

- Analyse möglicher Kursmanipulationen, Verzerrungen und Stabilität der Kurse; und
- Analyse der Aktualität der Kurse.

411 Im Rahmen unserer Analyse zur Informationsverarbeitung der Aktien der Encavis AG haben wir folgende Analysen durchgeführt:

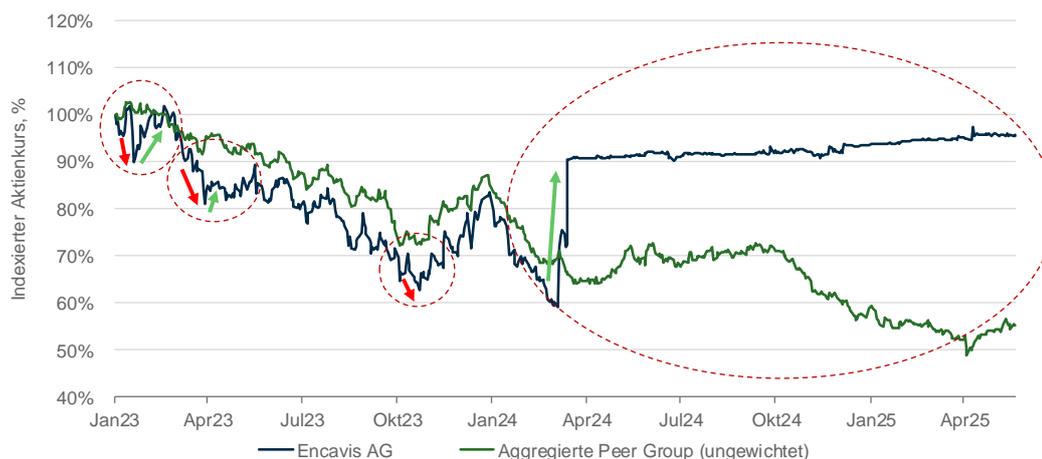
- Analyse der Entwicklung des Börsenkurses der Encavis AG im Vergleich zur Entwicklung der Aktienkurse der Peer Group; und
- Analyse der Aktualität des Aktienkurses.

Entwicklung des Börsenkurses der Encavis AG im Vergleich zur Entwicklung der Aktienkurse der Peer Group

412 Zunächst haben wir untersucht, ob eine Abkopplung des Aktienkurses der Encavis AG von der Branchenentwicklung vorliegt. Hierzu haben wir die Entwicklung des Börsenkurses der Encavis AG der Entwicklung der Aktienkurse der Vergleichsunternehmen (siehe Kapitel 3.2.6) auf indexierter Basis gegenübergestellt.

413 Nachfolgende Abbildung veranschaulicht die Entwicklung des Börsenkurses der Encavis AG gegenüber der Entwicklung der Börsenkurse der Vergleichsunternehmen.

Abbildung 35: Indexierter Börsenkurs der Encavis AG vs. Indexierter aggregierter Börsenkurs der Peer Group



Quelle: Bloomberg; S&P Capital IQ; A&M Analyse.

414 Die Abbildung veranschaulicht, dass sich die Aktie der Encavis AG im Zeitraum Januar 2023 bis März 2024 – bis auf kleinere, nicht wesentliche Abweichungen⁷³ – noch vergleichbar zu

⁷³ Die kleineren Abweichungen sind auf folgende Ursachen zurückzuführen, wobei die Entwicklung in der obigen Abbildung durch rote und grüne Pfeile im ersten Kreis gekennzeichnet:

- Den Rückgang des Börsenkurses der Encavis AG im Zeitraum von Anfang Januar 2023 bis Mitte Januar 2023 war nicht nachvollziehbar; wohingegen der nachfolgende Anstieg in Einklang mit den kommunizierten Mitteilungen der Gesellschaft – Erweiterung des Portfolios für institutionelle Investoren, Erwerb eines Windparks von der Energiekontor AG sowie Mitteilung über vorläufige Geschäftszahlen – steht.
- Der Rückgang des Börsenkurses der Encavis AG im Zeitraum von Mitte bis Ende März 2023 lässt sich durch die am 23. März 2023 veröffentlichte Pressemitteilung zur Erwartung für das laufende Geschäftsjahr 2023 erklären. In der Pressemitteilung informierte die Gesellschaft darüber, dass rund 50% der Umsatzsteigerung im Jahr 2022 auf einen reinen Preiseffekt aufgrund der volatilen Strompreise aufgrund des Ukraine-Kriegs zurückzuführen sei und die durchschnittlichen Analystenerwartungen für das Geschäftsjahr 2023 unter den vorläufigen Ergebnissen des Geschäftsjahres 2022 lägen. Die nachfolgende Erholung Anfang April 2023 ist auf die Veröffentlichung des Konzernjahresabschlusses für das Geschäftsjahr 2022 am 28. März 2023 zurückzuführen.

den Aktien der Vergleichsunternehmen entwickelt hat. Mit der Ankündigung von Gesprächen über eine mögliche Transaktion mit KKR am 6. März 2024 sowie dem Abschluss einer Investorenvereinbarung mit der Elbe BidCo AG am 14. März 2024 hat eine Abkopplung des Aktienkurses der Encavis AG von der allgemeinen Branchenentwicklung stattgefunden.

415 Somit konnten wir keine signifikanten Kursverzerrungen bis zur Veröffentlichung des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots feststellen. Auch haben wir keine Kursmanipulationen festgestellt.

416 Infolge der Ankündigung einer möglichen Transaktion mit KKR am 6. März 2024 sowie des Abschlusses einer Investorenvereinbarung mit der Elbe BidCo AG am 14. März 2024 hat sich der Börsenkurs der Encavis AG – und damit seit über einem Jahr bis zur Fertigstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme – vollständig von der Entwicklung der Peer Group entkoppelt. Im Zuge der Veröffentlichung der Investorenvereinbarung am 14. März 2024 stieg der Börsenkurs um 25,2% gegenüber dem Schlusskurs des vorangegangenen Börsentags. Zwischen der Ankündigung des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots am 14. März 2024 und der Mitteilung über die Absicht zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs am 31. Januar 2025 schwankte der Kurs in einem Korridor zwischen EUR 16,75 und EUR 17,46.⁷⁴ Der aggregierte, gleichgewichtete Index der Peer Group hingegen verzeichnete im Zeitraum vom 14. März 2024 bis 21. Mai 2025 einen Rückgang von rund 17,2%. Es deutet somit alles daraufhin, dass für die Aktie der Encavis AG seit der Ankündigung des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots keine hinreichend effektive Informationsverarbeitung sowie -bewertung gewährleistet war. Dies wird ebenfalls durch den Kursverlauf der Aktie deutlich, der seit Ankündigung des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots kaum eine Reaktion auf die (negativen) Mitteilungen der Gesellschaft zeigt:

- Am 3. Mai 2024 informierte die Gesellschaft per Ad-hoc Mitteilung darüber, dass die vorläufigen Key-Performance-Indikatoren des ersten Quartals 2024 deutlich unter dem vergleichbaren Vorjahresquartal liegen.⁷⁵
- Am 30. Juli 2024 informierte die Gesellschaft per Ad-hoc Mitteilung darüber, dass die vorläufigen Ergebnisse des ersten Halbjahres 2024 unter den Werten des Vergleichszeitraumes des Vorjahres liegen.⁷⁶
- Am 8. November 2024 veröffentlichte die Gesellschaft per Ad-hoc Mitteilung nach Abschluss der ersten drei Quartale des Geschäftsjahres 2024 eine korrigierte Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2024, die unter der ursprünglichen Prognose liegt. Weiterhin kündigte die Gesellschaft an, dass die erwartete Stromproduktion des Geschäftsjahres 2024 nur geringfügig im Vergleich zur Stromproduktion des Vorjahres angestiegen ist.⁷⁷
- Die Gesellschaft hat Mitte Mai den Geschäftsbericht für das Geschäftsjahr 2024 veröffentlicht. Die darin ausgewiesenen bereinigten operativen Umsatzerlöse beliefen sich auf EUR 401 Mio. und lagen damit um ca. 14,2% unter dem Median der zuletzt veröffentlichten Analystenschätzungen (EUR 468 Mio.). Das bereinigte operative EBITDA i.H.v. EUR 249 Mio. und unterschritt den entsprechenden Median der Analystenschätzungen für das Geschäftsjahr 2024 (EUR 309 Mio.) um ca. 19,5%.

417 Nach unserer Einschätzung ist die Informationsverarbeitung der Aktien der Encavis AG seit der Ankündigung des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots durch die Elbe BidCo AG am 14. März 2024 nicht mehr gegeben.

Analyse der Aktualität des Aktienkurses

418 Bei der Anwendung des Börsenkurses als Bewertungsmethode soll sichergestellt werden, dass der Börsenkurs aktuell ist und im Börsenkurs die Verhältnisse der Gesellschaft am Bewertungsstichtag widerspiegelt sind.

- Den Rückgang des Börsenkurses der Encavis AG im Zeitraum von Mitte bis Ende Oktober 2023 konnten wir anhand der durch die Encavis AG kommunizierten Informationen nicht nachvollziehen.

⁷⁴ Quelle: XETRA-Tagesschlusskurse von Bloomberg in Deutschland.

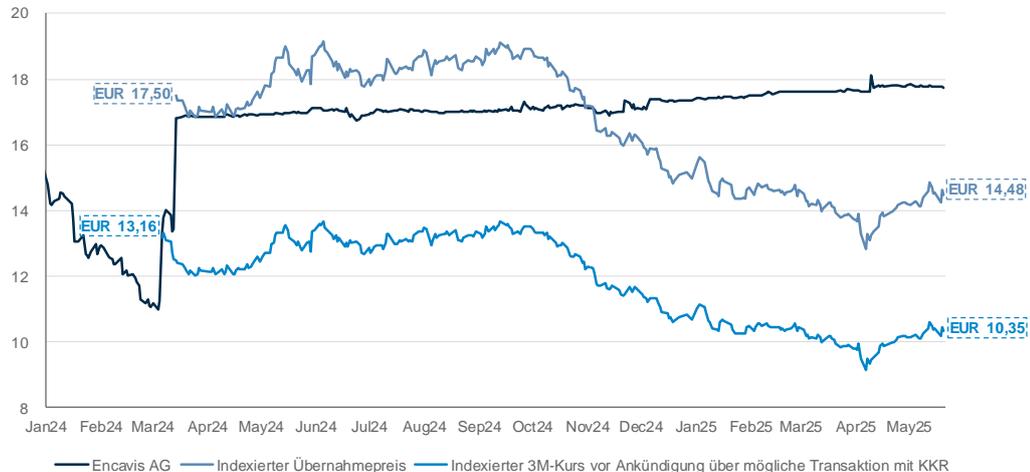
⁷⁵ Encavis AG, Ad-hoc Mitteilung vom 03. Mai 2024.

⁷⁶ Encavis AG, Ad-hoc Mitteilung vom 30. Juli 2024.

⁷⁷ Encavis AG, Ad-hoc Mitteilung vom 08. November 2024.

- 419 Gemäß der Rechtsprechung des BGH beruht die Anwendung des Börsenwerts als Bewertungsmethode auf der Annahme, „dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlägt“.⁷⁸
- 420 Gemäß der Rechtsprechung des OLG München steht eine nicht mehr hohe Aktualität der Börsenkurse „einer marktorientierten Betrachtung aber nicht per se entgegen, (...) [wenn] keinerlei Hinweise dafür bestehen, dass der Börsenkurs zum jeweiligen Referenzzeitraum nicht mehr als Ausdruck der Ertragskraft des Unternehmens gewertet werden könnte“.⁷⁹
- 421 Das OLG Frankfurt betont in seiner Entscheidung vom 26. April 2021, Az. 21 W 139/19, dass für eine Heranziehung der Börsenkurse zur Bewertung im entschiedenen Fall u.a. eine hohe Aktualität der Kurse aufgrund des nur sehr geringen Zeitraums von weniger als zwei Monaten zwischen der Ankündigung des beabsichtigten Unternehmensvertrags und dem relevanten Bewertungsstichtag gesprochen hat.
- 422 In diesem Zusammenhang ist festzustellen, dass der letzte frei von Übernahmespekulationen gebildete Börsenkurs vor der Ankündigung am 6. März 2024 war. Vor diesem Hintergrund haben wir folgende Kurse auf Basis der Entwicklung der Börsenkurse der Vergleichsunternehmen fortgeschrieben:
- Übernahmepreis von EUR 17,50, der am 14. März 2024 im Rahmen der Investorenvereinbarung mit der Elbe BidCo AG kommuniziert wurde.
 - Dreimonatsdurchschnittskurs i.H.v. EUR 13,16 vor der Ankündigung über Gespräche einer möglichen Transaktion mit KKR am 6. März 2024.
- 423 Abbildung 36 zeigt die Fortschreibung der beiden Kurse anhand der Entwicklung eines ungewichteten Indexes der Vergleichsgruppe bis Mitte Mai 2025.

Abbildung 36: Indexierter Übernahmepreis vs. Indexierter umsatzgewichteter Dreimonatsdurchschnittskurs vor Ankündigung der Übernahme durch KKR



Quelle: Bloomberg; S&P Capital IQ; A&M Analyse.

- 424 Der am 14. März 2024 kommunizierte Übernahmepreis in Höhe von EUR 17,50 hätte sich – unter Zugrundelegung der fortgeschriebenen Kursentwicklung der relevanten Vergleichsunternehmen – bis zum 21. Mai 2025 auf EUR 14,48 vermindert. Der vor Bekanntgabe der Gespräche über eine potenzielle Transaktion mit KKR am 6. März 2024 ermittelte Dreimonatsdurchschnittskurs in Höhe von EUR 13,16 hätte sich im Zuge der Fortschreibung der Vergleichsgruppenentwicklung bis zum 21. Mai 2025 auf EUR 10,35 reduziert.

⁷⁸ BGH, Beschluss vom 12.01.2016, Az. II ZB 25/14, Rn. 23; BGH, Beschluss vom 21.02.2023, Az. II ZB 12/21, Rn. 45; BGH, Beschluss vom 31.01.2024, Az. II ZB 5/22, Rn. 25

⁷⁹ OLG München, Beschluss vom 14.12.2021, Az. 31 Wx 190/20, Rn. 95.

425 Der Dreimonatsdurchschnittskurs vor Ankündigung der Strukturmaßnahme (30. Januar 2025) i.H.v. EUR 17,23 liegt folglich 19,0% über dem indexierten Angebotspreis i.H.v. EUR 14,48 und 66,5% über dem indexierten Dreimonatsdurchschnittskurs vor der Ankündigung über eine mögliche Transaktion mit KKR i.H.v. EUR 10,35. Der Dreimonatsdurchschnittskurs zum 30. Januar 2025 spiegelt somit im Wesentlichen die Höhe des Übernahmeangebots, jedoch nicht die aktuelle Ertragskraft wider.

426 Aus unseren Analysen kann abgeleitet werden, dass der Börsenkurs als maßgebliche Obergrenze herangezogen werden kann.

Beurteilung der Aussagekraft des Börsenkurses als den „wahren“ Wert des Unternehmens

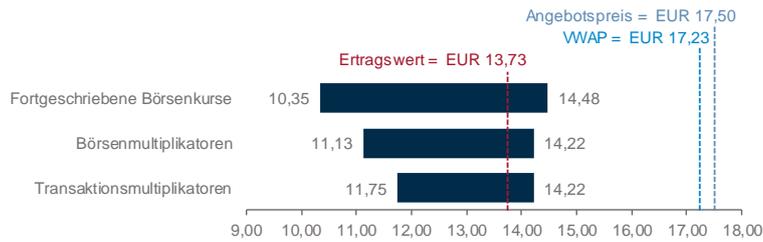
427 Aufgrund der von uns vorgenommenen Analysen lassen sich nachstehende Schlussfolgerungen ableiten:

- (i) Im maßgeblichen Dreimonatszeitraum vom 31. Oktober 2024 bis 30. Januar 2025 liegt keine Marktengung nach den Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜGAngebV vor.
- (ii) Mehrere von uns analysierte Liquiditätskennzahlen deuten auf eine optimale Liquidität der Encavis AG-Aktie hin.
- (iii) Die Aktien der Encavis AG waren bis zum Delisting am 31. Januar 2025 im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Daher erfüllte die Gesellschaft hohe, deutlich über das Maß der gesetzlichen Mindestanforderungen des EU-regulierten Marktes hinausgehende Transparenzanforderungen. Wir haben keine Verletzungen der Informationspflichten der Gesellschaft festgestellt.
- (iv) Die Aktien der Encavis AG wurden von 13 qualifizierten Wertpapieranalysten beurteilt. Nach unserem Informationsstand datieren die letzten zur Verfügung gestellten Analystenreports auf den Juli 2024 und weisen als Kursziel lediglich das Übernahmeangebot aus.
- (v) Es lagen Kursverzerrungen durch die Bekanntgabe von Gesprächen über eine mögliche Transaktion mit KKR am 6. März 2024 sowie den Abschluss einer Investorenvereinbarung mit der Elbe BidCo AG am 14. März 2024 vor, die – wie im Abschnitt 7.3 dargelegt – zur Ablehnung des unternehmenseigenen Betafaktors führen. Grundsätzlich wirken sich jedoch die durch die Übernahmeangebote verursachten Kursverzerrungen zugunsten der Minderheitsaktionäre aus.
- (vi) Die Bewertungen der Vergleichsunternehmen haben sich seit der Ankündigung des öffentlichen Übernahmeangebots bis zur Abgabe dieser Gutachtlichen Stellungnahme stark negativ entwickelt. Die operative Entwicklung der Encavis hat sich seit der Entwicklung des Übernahmeangebots ebenfalls signifikant verschlechtert. Diese Entwicklungen spiegeln sich aber nicht im aktuellen Börsenkurs wider.

428 Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Ausführungen – optimale Liquidität, aber eingeschränkte Informationsverarbeitung, sinkende Marktbewertungen der Vergleichsunternehmen – kann der Börsenkurs jedenfalls als maßgebliche Obergrenze angesehen werden.

9 ZUSAMMENFASSUNG

- 429 Wir haben den Unternehmenswert der Encavis AG nach dem Ertragswertverfahren auf Grundlage der uns zur Verfügung gestellten Unternehmensplanung ermittelt. Zudem erfolgte eine Plausibilisierung anhand einer Analyse von Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren.
- 430 Für Bewertungszwecke wurde die Unternehmensplanung für die GJ25-30 (Detailplanungszeitraum) um eine Übergangsphase für die GJ31-66 ergänzt. Die Übergangsphase basiert auf den von Encavis zur Verfügung gestellten Prognosen für das Bestandsportfolio, die konkretisierten Pipeline-Projekte und das noch nicht konkretisierte Neugeschäft. Um einen dauerhaften Fortführungszustand zu gewährleisten, wurden Ersatzinvestitionen für die vom Netz gehenden Anlagen angenommen. Daran schließt sich nach einem technischen Übergangsjahr GJ67 ab dem GJ68 die Phase der Ewigen Rente an.
- 431 Die Unternehmensbewertung basiert auf den folgenden Schlüsselannahmen:
- Entsprechend der Unternehmensplanung soll die Erzeugungskapazität von 2,4 GW zum Ende des GJ24 auf 6,8 GW zum Ende des GJ28 (6,9 GW zum Ende des GJ30) anwachsen. Die Finanzierung des geplanten Portfolioausbaus soll durch Fremdkapitalaufnahme (Projekt- und Konzernfinanzierung) und einen Teilverkauf der noch nicht konkretisierten Projekte aus dem Wachstumsportfolio erfolgen.
 - Der geplante Kapazitätsanstieg zwischen den GJ24-30 liegt mit einem CAGR von 19,2% deutlich über den Marktprognosen von Aurora (8,3%). Für den Solarbereich ergibt sich im Detailplanungszeitraum dementsprechend ein Anstieg des Marktanteils von 0,8% (GJ24) auf 1,2% (GJ30), für den Windbereich von 0,3% (GJ24) auf 0,8% (GJ30).
 - Die Umsatzerlöse sollen zwischen den GJ24-30 um mehr als das Zweieinhalbfache ansteigen (CAGR von 16,7%). Der geplante Umsatzanstieg ergibt sich aus dem Ausbau der installierten Kapazität, einer höheren Produktivität der Anlagen und einem Anstieg der erzielten Preise im Windbereich, der dem Preisrückgang im Solarbereich aufgrund des weniger profitablen Neugeschäfts gegenüber dem Bestandsgeschäft entgegenwirken soll. Das geplante Umsatzwachstum in den GJ24-27 liegt weit über den Konsensprognosen (Median) für die Vergleichsunternehmen.
 - Die EBITDA-Marge (nach Bereinigungen) soll sich zunächst von 62,1% im GJ24 auf 66,7% im GJ28 erhöhen und anschließend wieder auf 65,3% im GJ30 zurückgehen. Der Margenanstieg in den ersten Planjahren beruht auf einer angenommenen Normalisierung der Wetterbedingungen nach dem letzten, weniger guten Ist-Jahr GJ24, steigenden realisierten Preisen im Windbereich (aus den Pipeline-Projekten) und insgesamt rückläufigen Betriebskostenquoten. Der Margenrückgang in den letzten beiden Planjahren ist durch den sinkenden Anteil des profitablen Bestandsgeschäfts im Solarbereich bedingt. Insgesamt bewegen sich die geplanten EBITDA-Margen im Zeitraum GJ25-27 in etwa auf dem Niveau der Peer Group-Prognosen.
 - Für die Phase der Ewigen Rente (TV-Jahr GJ31 ff.) wurde ein Umsatzanstieg i.H.v. 10,3% gegenüber dem letzten Planjahr angenommen. Die nachhaltige EBITDA-Marge soll sich aufgrund der auslaufenden Altverträge im Solarbereich auf einem Niveau von 64,8% bewegen.
 - Die Eigenkapitalkosten wurden anhand einer Betrachtung der Peer Group abgeleitet. Bei der Ableitung wurden ein risikofreier Zinssatz von 3,00% vor Steuern (2,21% nach Steuern), eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern von 5,50% und ein unverschuldeter Betafaktor von 0,40 verwendet.
- 432 Nachfolgende Abbildung fasst die Ergebnisse auf Grundlage der unterschiedlichen Bewertungsmethoden zusammen:

Abbildung 37: Bewertungsergebnisse

Quelle: A&M Analyse.

- 433 Der ermittelte Unternehmenswert der Encavis AG zum Bewertungsstichtag basierend auf dem Ertragswertverfahren beträgt EUR 2.221 Mio. bzw. EUR 13,73 je Aktie. Der von uns ermittelte Ertragswert liegt innerhalb der Wertbandbreite auf Grundlage der fortgeschriebenen Börsenkurse (Dreimonatsdurchschnittskurs vor Ankündigung einer möglichen Transaktion mit KKR vom 6. März 2024 und Angebotspreis vom 14. März 2024), Börsenmultiplikatoren und Transaktionsmultiplikatoren.
- 434 Der von uns ermittelte Wert liegt jedoch unter dem dreimonatigen Durchschnittskurs vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme (EUR 17,23 je Aktie).
- 435 Die Abfindung wurde von der Elbe BidCo auf Höhe des dreimonatigen Durchschnittskurses von EUR 17,23 je Aktie der Encavis AG festgelegt und ist auf der Basis unserer Analysen angemessen.

Dr. Tim Laas – Wirtschaftsprüfer
Managing Director
A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

David Makarov, CFA
Senior Director
Alvarez & Marsal Deutschland GmbH

Frankfurt, 30. Mai 2025

ANHANGSVERZEICHNIS

Anhang	Beschreibung
A&M-001	Rechtliche Rahmenbedingungen
A&M-002	Übergangsphase
A&M-003	Peer Group – Unternehmensprofile
A&M-004	Beschreibung der vergleichbaren Transaktionen

GUTACHTLICHE STELLUNGNAHME

zum Unternehmenswert der

Encavis AG, Hamburg

zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG zum 16. Juli 2025 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung

30. Mai 2025

**Anhang A&M-001:
Rechtliche Rahmenbedingungen**



Alvarez & Marsal Deutschland GmbH

Deutschland

436 Das Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) bildet den derzeit geltenden regulatorischen Rahmen zur Förderung erneuerbarer Energien in Deutschland und wurde zuletzt am 23. Oktober 2024 geändert (EEG 2023). Auf Grundlage des EEG 2023 verfolgt Deutschland das Ziel, den Anteil erneuerbarer Energien am Bruttostromverbrauch bis zum Jahr 2030 auf 80% zu erhöhen sowie bis zum Jahr 2050 klimaneutral zu werden.

437 Das Vergütungssystem für mittelgroße und große Anlagen aus erneuerbaren Energien (Leistung über 500 kW) nach dem EEG 2023 basiert auf einem Marktprämienmodell und wird durch die Möglichkeit der Direktvermarktung ergänzt:

Marktprämienmodell

438 Im Rahmen eines Ausschreibungsverfahrens („pay-as-you-bid“-Verfahren) wird eine Marktprämie festgelegt, die vom Netzbetreiber für den geförderten Strom ausbezahlt wird. Die Marktprämie wird für einen Zeitraum von 20 Jahren gewährt. Die Marktprämie entspricht der Differenz zwischen (i) dem im Ausschreibungsverfahren festgelegten Referenzwert und (ii) dem durchschnittlichen monatlichen Spotmarktpreis. Liegt der durchschnittliche monatliche Spotmarktpreis über dem Referenzwert, wird keine Marktprämie ausgezahlt.

Direktvermarktung

439 Im Rahmen der Direktvermarktung wird der erzeugte Strom durch ein Direktvermarktungsunternehmen zu Spotmarktpreisen verkauft. Für die Erbringung der Vermarktungsdienstleistung erhält das Direktvermarktungsunternehmen eine Vermarktungspauschale, die von der monatlichen durchschnittlichen Spotmarktvergütung abgezogen wird.

Stromabnahmeverträge (PPA)

440 Neben dem Fördermechanismus des EEG besteht die Möglichkeit, den erzeugten Strom direkt im Rahmen bilateraler Stromabnahmeverträge mit gewerblichen oder industriellen Abnehmern zu verkaufen. Die Strommenge, die über PPAs vermarktet wird, ist jedoch von den Fördermechanismen des EEG 2023 ausgeschlossen.

441 Zum 31. Dezember 2024 wurden 64% der in Deutschland installierten Solarkapazität der Encavis gemäß dem Marktprämienmodell vergütet. Weitere 26% der Solarkapazität wurden im Rahmen von PPAs vermarktet. Ein geringer Anteil von 9% der Solarkapazität wurde im Rahmen der Direktvermarktung verkauft. Die gesamte in Deutschland installierte Windkapazität der Encavis AG wurde nach dem Marktprämienmodell vergütet.

Spanien

442 Der Integrierte Nationale Energie- und Klimaplan (Plan Nacional Integrado de Energía y Clima, PNIEC) bildet den derzeit geltenden regulatorischen Rahmen zur Förderung erneuerbarer Energien in Spanien und wurde zuletzt am 26. September 2024 geändert. Auf Grundlage des PNIEC verfolgt Spanien das Ziel, den Anteil erneuerbarer Energien am Bruttostromverbrauch bis zum Jahr 2030 auf 81% zu erhöhen und die installierte Solar- und Windkapazität auf 138 GW auszubauen. Das PNIEC ist eng mit dem Klimaschutzgesetz (Ley 7/2021) verknüpft, welches die Klimaneutralität bis 2050 vorschreibt.

443 Das Vergütungssystem für Anlagen aus erneuerbaren Energien basiert auf einem Auktionsmodell (Régimen Económico de Energías Renovables, REER) und wird durch ein Direktvermarktungsverfahren ergänzt.

Auktionsverfahren (REER)

444 Im Rahmen des REER-Auktionsverfahrens („pay-as-you-bid“-Verfahren) erfolgt die Vergabe von Differenzverträgen (Contract for Difference), für die ein fixer Vergütungspreis pro MWh bezahlt wird. Der fixe Vergütungspreis richtet sich nach dem Zuschlagswert in der Auktion, die für jede Technologieart (Solar, Wind, Wasserkraftwerke, etc.) separat durchgeführt wird. Liegt der Spotmarktpreis unter dem in der Auktion festgelegten Zuschlagspreis, zahlt der Staat die Differenz an den Anlagenbetreiber zurück. Liegt der Spotmarktpreis jedoch über dem Zuschlagspreis, besteht eine Verpflichtung die Differenz zurückzuzahlen.

Stromabnahmeverträge (PPA)

- 445 Neben dem REER-Auktionsverfahrens besteht die Möglichkeit, den erzeugten Strom direkt im Rahmen bilateraler Stromabnahmeverträge mit gewerblichen oder industriellen Abnehmern zu verkaufen.

Direktvermarktung (Mercado diario)

- 446 Betreiber von Anlagen aus erneuerbaren Energien, die keine Förderung nach dem REER erhalten oder ihren Strom über PPAs erhalten, sind verpflichtet, am regulären Strommarkt (Mercado Diario) teilzunehmen. Die Anlagenbetreiber müssen dabei für jede 24-stündige Handelsperiode ein Verkaufsangebot abgeben. Der Verkauf des erzeugten Stroms erfolgt in der Regel über einen Handelsvertreter. Die den jeweiligen Stromerzeugern im Day-Ahead- und Intraday-Markt zu zahlenden Beträge werden auf Basis des Market-Clearing-Preises bestimmt und wöchentlich abgerechnet.
- 447 Zum 31. Dezember 2024 wurde die in Spanien installierte Solarkapazität von Encavis zu 75% im Rahmen von PPAs und zu 25% direkt vermarktet.

Dänemark

- 448 Das Gesetz zur Förderung erneuerbarer Energien (Lov om fremme af vedvarende energi) sowie das dänische Stromversorgungsgesetz (Elforsyningsloven) bilden den derzeit geltenden regulatorischen Rahmen zur Förderung erneuerbarer Energien in Dänemark. Die nationalen Förderregelungen dienen der Umsetzung des aktualisierten Nationalen Energie- und Klimaplanes (NECP), der am 1. Juli 2024 an die Europäische Kommission übermittelt wurde. Auf Grundlage des NECP verfolgt Dänemark das Ziel, den Stromverbrauch bis zum Jahr 2030 vollständig durch erneuerbare Energien zu decken und die installierte Solar- und Windkapazität auf 44 GW auszubauen.
- 449 Der Fördermechanismus für Anlagen aus erneuerbaren Energien basierte in Dänemark bis zum Jahr 2021 auf einem Marktprämienmodell (pristillæg) und wurde im Jahr 2021 durch die Vergabe von Differenzverträgen (Contract for Difference) ersetzt. Ergänzend dazu besteht für Stromerzeuger die Möglichkeit, den erzeugten Strom entweder im Rahmen der Direktvermarktung an der Nord Pool-Strombörse oder durch den Abschluss eines Power Purchase Agreements (PPA) zu veräußern.

Marktprämienmodell (pristillæg, bis 2021)

- 450 Im Rahmen des Marktprämienmodells erhielten Betreiber von Anlagen aus erneuerbaren Energien eine feste Einspeisevergütung, zusätzlich zum Marktpreis für den eingespeisten Strom. Die Höhe der Einspeisevergütung war technologieabhängig und wurde für einen festgelegten Förderzeitraum von i.d.R. 20 Jahren gewährt.

Vergabe von Differenzverträgen (Contract for Difference, seit 2021)

- 451 Seit dem Jahr 2021 wird die Förderung neuer Anlagen aus erneuerbaren Energien ausschließlich über CfD-Ausschreibungen vergeben. Der Staat garantiert dabei einen festen Abnahmepreis. Der Abnahmepreis wird im Rahmen einer technologiebezogenen Auktion („pay-as-a-bid“-Auktion) bestimmt. Liegt der Spotmarktpreis der Nord Pool-Strombörse unter dem Abnahmepreis, erhält der Anlagenbetreiber die Differenz vom Staat zurück. Liegt der Spotmarktpreis über dem Abnahmepreis, ist der Anlagenbetreiber jedoch zur Rückzahlung der Differenz an den Staat verpflichtet.

Direktvermarktung/PPA

- 452 Neben dem Marktprämienmodell haben Betreiber von Anlagen aus erneuerbaren Energien die Möglichkeit den erzeugten Strom direkt an der Nord Pool-Strombörse zu aktuellen Strompreisen oder durch bilaterale Stromabnahmeverträge (PPAs) zu veräußern. Die Strommenge, die im Rahmen einer Direktvermarktung oder über PPAs verkauft wird, unterliegt nicht den dänischen Fördermechanismen.
- 453 Zum 31. Dezember 2024 wurden 89% der installierten Solarkapazität des Encavis-Konzerns in Dänemark über PPAs vermarktet und 11% im Rahmen der Direktvermarktung verkauft. Die

gesamte in Dänemark installierte Windkapazität von Encavis wird über das Marktprämienmodell vergütet.

Frankreich

454 Das Gesetz zur Energiewende für grünes Wachstum (Loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte, LTECV) aus dem Jahr 2015 bildet den derzeit geltenden regulatorischen Rahmen zur Förderung erneuerbarer Energien in Frankreich. Das LTECV wurde im Jahr 2019 durch das Gesetz zur Energie- und Klimapolitik (Loi énergie-climat) ergänzt. Die Regulierungsbehörde Commission de Régulation de l'Énergie (CRE) sorgt für die Umsetzung und fortlaufende Anpassung der regulatorischen Rahmenbedingungen, um die Fördermechanismen erneuerbarer Energien im Einklang mit den nationalen Klimazielen zu gestalten.

455 Frankreich verfolgt das Ziel, den Anteil erneuerbarer Energien am Energiemix bis zum Jahr 2030 auf 41,3% zu erhöhen. Weiterhin sollen die Treibhausgasemissionen bis 2030 um 50% im Vergleich zum Jahr 1990 reduziert werden.

456 Der Fördermechanismus für Anlagen zur Erzeugung erneuerbarer Energien in Frankreich basierte bis zum Jahr 2016 auf einer der Zahlung einer festen Einspeisevergütung und wurde seit dem Jahr 2016 durch ein Marktprämienmodell ersetzt. Für Anlagen aus erneuerbaren Energien bis zu einer Leistung von 500 kW gelten weiterhin feste Einspeisetarife, die quartalsweise von der CRE angepasst werden.

Feste Einspeisevergütung⁸⁰

457 Betreiber von Anlagen aus erneuerbaren Energien erhielten eine feste Einspeisevergütung für den ins Netz gespeisten Strom. Die Tarife wurden zum Zeitpunkt des Förderbeginns von der CRE festgelegt und galten für die Vertragslaufzeit von i.d.R. 15-20 Jahren.

Marktprämienmodell⁸¹

458 Im Rahmen des LTECV wurde im Jahr 2015 ein Marktprämienmodell für Anlagen über einer installierten Erzeugungsleistung über 500 kW eingeführt. Anlagenbetreiber erhalten durch das Marktprämienmodell eine gleitende Marktprämie, die die Differenz zwischen dem Marktpreis und einem von der CRE festgelegten Referenzpreis ausgleicht. Sollte der Marktpreis über dem Referenzpreis liegen, besteht keine Rückzahlungspflicht des Anlagenbetreibers (entsprechend eines asymmetrischen CfDs). Die Vertragslaufzeit für das Marktprämienmodell beträgt i.d.R. 15-20 Jahre.

Direktvermarktung/PPA

459 Neben den staatlichen Fördermechanismen können Betreiber von Anlagen aus erneuerbaren Energien den erzeugten Strom direkt am Großhandelsmarkt oder über bilaterale Stromabnahmeverträge verkaufen. Die Direktvermarktung ist von der staatlichen Förderung ausgeschlossen.

460 Zum 31. Dezember 2024 wurden 94% der in Frankreich installierten Solarkapazität von Encavis gemäß dem Marktprämienmodell vergütet. Weitere 6% der Solarkapazität wurden im Rahmen von festen Einspeisevergütungen vermarktet. Nach Angaben der Gesellschaft wurden 91% der installierten Windkapazität in Frankreich nach dem Marktprämienmodell und 9% nach festen Einspeisevergütungen vergütet.

Niederlande

461 Das Förderprogramm SDE („Stimuleringsregeling Duurzame Energieproductie en Klimaattransitie“) bildet seit dem Jahr 2008 den maßgeblichen regulatorischen Rahmen für die Förderung erneuerbarer Energien in den Niederlanden. Im Jahr 2011 wurde das Förderprogramm durch die Einführung der Novelle SDE+ überarbeitet und im Jahr 2020 durch die Novelle SDE++ weiterentwickelt.

⁸⁰ Entsprechend der Klassifizierung der Gesellschaft unter dem Vermarktungsmodell „FiT Premium“ zusammengefasst.

⁸¹ Entsprechend der Klassifizierung der Gesellschaft unter dem Vermarktungsmodell „FiT CfD“ zusammengefasst. Im Vergleich zu einem klassischen CfD-Modell besteht in Frankreich keine Verpflichtung zur Rückzahlung, sollte der Marktpreis über dem Referenzpreis liegen.

462 Auf Grundlage des Nationalen Energie- und Klimaplan (NECP) verfolgen die Niederlande das Ziel, den Anteil erneuerbarer Energien am Bruttostromverbrauch bis zum Jahr 2030 auf 70% zu erhöhen sowie die Solar- und Windkapazität auf 66,5 GW auszubauen.

463 Der Förderungsmechanismus für Anlagen aus erneuerbaren Energien basiert nach dem SDE auf einem Marktprämienmodell, dass im Rahmen des SDE+ und SDE++ durch ein mehrstufiges Auktionsverfahren erweitert wurde.

Marktprämienmodell (SDE+, bis 2020)

464 Der aus erneuerbaren Energien erzeugte Strom wird mittels eines gleitenden Marktprämienmodells vergütet, das sich aus einem Basis- und einem Anpassungswert zusammensetzt. Die Ermittlung von Basis- und Anpassungswert erfolgt über ein mehrstufiges Auktionsverfahren.

465 Der Basiswert, welcher die Produktionskosten widerspiegelt, wird durch eine Auktion für vorab ausgewählte Technologien mit spezifischen Preisobergrenzen festgelegt. Die Ermittlung des Basiswerts erfolgt durch eine „pay-as-bid“-Auktion, bei der der erfolgreiche Bieter den Preis seines eigenen Gebots erhält.

466 Der Anpassungswert wird jährlich auf Grundlage der tatsächlichen Spotmarktpreise berechnet und stellt den durchschnittlichen Strompreis je Technologiekategorie dar, wobei der Basiswert als Untergrenze gilt.

467 Die Einspeiseprämie entspricht der Differenz zwischen Basis- und Anpassungswert und wird ausschließlich gezahlt, sofern der Anpassungswert unter dem Basiswert liegt. Die Förderung von Solarprojekten erfolgt über einen Zeitraum von 15 Jahren.

Marktprämienmodell unter Berücksichtigung der CO₂-Emissionen (SDE++, seit 2020)

468 Das im Jahr 2020 eingeführte SDE++ erweitert das Marktprämienmodell um ein Auktionsverfahren, das neben dem Gebotspreis auch die Höhe der vermiedenen CO₂-Emissionen berücksichtigt.

Direktvermarktung

469 Die Direktvermarktung ist in den Niederlanden unmittelbar mit den Fördermechanismen SDE+ und SDE++ verbunden. Anlagenbetreiber, die eine Förderung im Rahmen des SDE+ oder SDE++ erhalten, sind verpflichtet, den erzeugten Strom eigenständig am Markt zu verkaufen. Die Direktvermarktung stellt somit einen integralen Bestandteil des Marktprämienmodells dar. Unabhängig von den Fördermechanismen besteht für Anlagenbetreiber jedoch auch die Möglichkeit, Strom außerhalb der Fördermechanismen im Stromgroßhandel direkt zu vermarkten.

470 Zum 31. Dezember 2024 wurde die den Niederlanden installierte Solarkapazität von Encavis vollständig gemäß des Marktprämienmodells vergütet.

Italien

471 Die nationalen Gesetzesdekrete Nr. 76/2020 („Semplificazioni-Dekret“), Nr. 77/2021 („Semplificazioni-Dekret 2“), Nr. 199/2021 und Nr. 17/2022 („Energie-Dekret“) sowie das Gesetzesdekret Nr. 181/2023 („Energie-Dekret 2“) bilden den derzeit geltenden regulatorischen Rahmen zur Förderung erneuerbarer Energien in Italien. Die nationalen Förderregelungen dienen der Umsetzung des aktualisierten Nationalen Energie- und Klimaplan (National Energy and Climate Plan, NECP), der am 1. Juli 2024 an die Europäische Kommission übermittelt wurde. Auf Grundlage des NECP verfolgt Italien das Ziel, den Anteil erneuerbarer Energien am Energiemix bis zum Jahr 2030 auf 65% zu erhöhen und die installierte Solar- und Windkapazität auf 107 GW auszubauen.

472 Das Vergütungssystem für Strom aus erneuerbaren Energien basierte bis zum Jahr 2013 auf einem Fördermechanismus in Form einer festen Einspeisevergütung. Ab dem Jahr 2014 wurde dieses System durch ein Marktprämienmodell abgelöst. Ergänzend dazu besteht für Stromerzeuger die Möglichkeit, den erzeugten Strom entweder im Rahmen der Direktvermarktung oder durch den Abschluss eines Power Purchase Agreements (PPA) zu veräußern.

Feste Einspeisevergütung (COD vor 2013)⁸²

- 473 Im Rahmen des Conto Energia-Programms wurde die Vergütung von Anlagen aus erneuerbaren Energien durch die Zahlung einer für 20 Jahre garantierten festen Einspeisevergütung sichergestellt. Die Höhe der festen Einspeisevergütung lag deutlich über den zu diesem Zeitpunkt geltenden Marktpreisen, um den Ausbau von Anlagen zur Nutzung erneuerbarer Energien gezielt zu fördern.

Marktprämienmodell (COD nach 2013)

- 474 Im Rahmen des Marktprämienmodells können Betreiber von Anlagen zur Erzeugung erneuerbarer Energien mit einer Nennleistung von mehr als 1 MW an öffentlichen Ausschreibungen teilnehmen, die von der Regulierungsbehörde Gestore dei Servizi Energetici S.p.A. (GSE) durchgeführt werden. Im Rahmen der Ausschreibung geben die Betreiber Gebote ab, die einen Abschlag von mindestens 2 % auf die von GSE angebotenen Förderungen vorsehen. Die Bieter mit den höchsten Abschlägen erhalten die Förderungen innerhalb der von GSE festgelegten Leistungskontingente. Die von GSE ausgezahlten Subventionen entsprechen der Differenz zwischen dem im Ausschreibungsverfahren ermittelten Förderpreis und den jeweiligen Spotmarktpreisen am italienischen Day-Ahead-Markt. Liegt der Spotmarktpreis über dem Förderpreis, wird keine Marktprämie ausgezahlt.

Direktvermarktung/PPA

- 475 Neben dem Marktprämienmodell haben Betreiber von Anlagen aus erneuerbaren Energien die Möglichkeit den erzeugten Strom direkt an der italienischen Strombörse zu aktuellen Strompreisen oder durch bilaterale Stromabnahmeverträge (PPAs) zu veräußern. Zudem besteht die Möglichkeit im Rahmen des Energy Release 2.0-Programms an einer staatlich koordinierten PPA-Plattform teilzunehmen.
- 476 Zum 31. Dezember 2024 wurde die in Italien installierte Solarkapazität von Encavis vollständig gemäß des Marktprämienmodells (feste Einspeisevergütung) vergütet. Die installierte Windkapazität wurde vollständig im Rahmen der Direktvermarktung verkauft.

Großbritannien

- 477 Der Climate Change Act von 2009, der UK Energy Act 2023 sowie der im Dezember 2024 veröffentlichte Clean Power 2030 Action Plan bilden den derzeit geltenden regulatorischen Rahmen zur Förderung erneuerbarer Energien in Großbritannien. Auf Grundlage des Clean Power 2030 Action Plans verfolgt Großbritannien das Ziel, den Anteil kohlenstoffarmer Energieerzeugungsformen (darunter erneuerbare Energien) am Energiemix bis zum Jahr 2030 auf 95% zu erhöhen und die installierte Solar- und Windkapazität auf 126 GW auszubauen.
- 478 Der Fördermechanismus für Anlagen zur Erzeugung erneuerbarer Energien in Großbritannien basiert auf handelbaren Förderzertifikaten (Renewable Obligation Certificates, ROC), einem Marktprämienmodell sowie auf der Vergabe von Differenzverträgen (Contract for Difference, CfD). Weiterhin bietet der Staat eine garantierte Vermarktungsoption (Offtaker of Last Resort, OLR) an, sofern der Anlagenbetreiber keinen PPA abschließen kann. Die Anwendung der jeweiligen Fördermechanismen hängt von der Anlagengröße und dem Zeitpunkt der Inbetriebnahme ab. Ergänzend dazu besteht für Stromerzeuger die Möglichkeit, den erzeugten Strom entweder im Rahmen der Direktvermarktung oder durch den Abschluss eines Power Purchase Agreements (PPA) zu veräußern.

Renewable Obligation Certificates (2002-2017)

- 479 Das ROC-Fördermodell wurde im Jahr 2002 eingeführt und verpflichtete Stromversorger, einen festgelegten Anteil ihres Stroms aus erneuerbaren Energiequellen zu beziehen. Zur Erfüllung dieser Verpflichtung mussten die Stromversorger sog. ROCs vorlegen, die von der Regulierungsbehörde Ofgem an Anlagenbetreiber aus erneuerbaren Energien pro erzeugte MWh ausgestellt wurden und mit den Stromversorgern gehandelt werden konnten. Das ROC-

⁸² Entsprechend der Klassifizierung der Gesellschaft unter dem Vermarktungsmodell „Marktprämienmodell“ zusammengefasst.

Fördermodell wurde für Neuanlagen im Jahr 2017 beendet. Bestehende Anlagen erhalten weiterhin ROCs für die Dauer des Förderzeitraums von i.d.R. 20 Jahren.

Marktprämienmodell (2010-2019)

- 480 Im Rahmen des Marktprämienmodells erhielten Anlagen aus erneuerbaren Energien mit einer Leistung bis zu 5 MW eine feste Einspeisevergütung über einen vertraglich festgelegten Zeitraum (i.d.R. 20 Jahre). Die Höhe der festen Einspeisevergütung war technologieabhängig und wurde fortlaufend angepasst. Das Marktprämienmodell wurde im Jahr 2019 beendet, Bestandsanlagen erhalten jedoch weiterhin Zahlungen bis zum Ablauf des individuell zugesicherten Förderzeitraums.

Vergabe von Differenzverträgen (Contract for Difference, seit 2014)

- 481 Für Anlagen aus erneuerbaren Energien ab einer Leistung von 5 MW wurde das ROC-Fördermodell durch die Vergabe von Differenzverträgen abgelöst. Die Differenzverträge werden mit der Low Carbon Contracts Company (LCCC) abgeschlossen. Der Differenzvertrag garantiert einen festen Abnahmepreis über einen Zeitraum von 15 Jahren, der in einem Auktionsverfahren („pay-as-cleared“-Modell) festgelegt wird. Liegt der Marktpreis unter dem Abnahmepreis, zahlt die LCCC die Differenz an den Anlagenbetreiber aus. Liegt der Marktpreis jedoch über dem Abnahmepreis, ist der Anlagenbetreiber zur Rückzahlung der Differenz an die LCCC verpflichtet.

Offtaker of Last Resort (OLR, seit 2014)

- 482 Das im Jahr 2014 eingeführte OLR-Programm dient als Absicherung für Projekte aus erneuerbaren Energien, die keinen kommerziellen PPA abschließen können. Im Rahmen des OLR-Programms wird eine staatlich garantierte Vermarktungsoption zu einem festgelegten Abschlag auf den Marktpreis bereitgestellt.

Direktvermarktung/PPA

- 483 Neben den staatlichen Fördermechanismen können Betreiber von Anlagen aus Erneuerbaren Energien den erzeugten Strom direkt am Großhandelsmarkt oder über bilaterale Stromabnahmeverträge verkaufen. Die Direktvermarktung ist von der staatlichen Förderung ausgeschlossen. Der Abschluss eines PPAs ist oft mit der Vergabe von Differenzverträgen verknüpft, da der CfD lediglich die Preisdifferenz zwischen dem Abnahmepreis und dem Marktpreis (Referenzpreis) abdeckt. Die tatsächliche Stromabnahme und physische Vermarktung erfolgt i.d.R. über den PPA-Partner.
- 484 Zum 31. Dezember 2024 wurden 80% der in Großbritannien installierten Solarkapazität von Encavis gemäß des ROC-Fördermodells verkauft. Weitere 20% wurden im Rahmen des Marktprämienmodells vergütet.

GUTACHTLICHE STELLUNGNAHME

zum Unternehmenswert der

Encavis AG, Hamburg

zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG zum 16. Juli 2025 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung

30. Mai 2025

**Anhang A&M-002:
Übergangsphase**



Alvarez & Marsal Deutschland GmbH

Übergangsphase: GuV

Encavis-Konzern – GuV, Übergangsphase (1/3)

EUR Mio.	Überg. GJ31	Überg. GJ32	Überg. GJ33	Überg. GJ34	Überg. GJ35	Überg. GJ36	Überg. GJ37	Überg. GJ38	Überg. GJ39	Überg. GJ40	Überg. GJ41	Überg. GJ42	Überg. GJ43
Umsatzerlöse	998	970	968	972	972	1.019	1.074	1.090	1.100	1.097	1.129	1.140	1.159
Wachstum in %	(1,5%)	(2,8%)	(0,2%)	0,4%	(0,1%)	4,9%	5,3%	1,6%	0,9%	(0,3%)	2,9%	1,0%	1,7%
Betriebs- und Verwaltungskosten	(357)	(359)	(364)	(369)	(374)	(381)	(387)	(392)	(397)	(399)	(406)	(413)	(417)
EBITDA	641	611	605	603	598	639	687	698	703	697	722	727	742
in % der Umsatzerlöse	64,2%	63,0%	62,4%	62,0%	61,5%	62,7%	63,9%	64,0%	63,9%	63,6%	64,0%	63,8%	64,0%
Abschreibungen	(266)	(246)	(239)	(230)	(225)	(220)	(216)	(214)	(212)	(210)	(207)	(205)	(206)
EBIT	375	365	366	373	373	419	471	484	492	488	515	523	537
in % der Umsatzerlöse	37,6%	37,6%	37,8%	38,3%	38,4%	41,1%	43,8%	44,4%	44,7%	44,5%	45,7%	45,9%	46,3%
Finanzergebnis	(188)	(181)	(174)	(167)	(161)	(149)	(143)	(138)	(132)	(127)	(123)	(120)	(118)
EBT	187	184	192	205	212	270	327	347	360	361	392	402	419
Ertragsteuern	(55)	(53)	(57)	(58)	(59)	(70)	(87)	(94)	(100)	(104)	(114)	(118)	(123)
Konzernergebnis	132	130	135	147	154	200	240	253	259	257	278	285	296
davon: Encavis-Aktionäre	115	113	117	128	134	171	202	212	218	216	232	237	246
davon: Minderheitenanteil	17	18	18	19	20	29	38	41	42	41	46	48	50

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Encavis-Konzern – GuV, Übergangsphase (2/3)

EUR Mio.	Überg. GJ44	Überg. GJ45	Überg. GJ46	Überg. GJ47	Überg. GJ48	Überg. GJ49	Überg. GJ50	Überg. GJ51	Überg. GJ52	Überg. GJ53	Überg. GJ54	Überg. GJ55	Überg. GJ56
Umsatzerlöse	1.164	1.179	1.203	1.243	1.256	1.278	1.313	1.345	1.356	1.379	1.400	1.402	1.465
Wachstum in %	0,4%	1,3%	2,0%	3,3%	1,1%	1,7%	2,8%	2,4%	0,9%	1,6%	1,5%	0,1%	4,5%
Betriebs- und Verwaltungskosten	(421)	(427)	(433)	(440)	(445)	(452)	(454)	(465)	(471)	(477)	(483)	(487)	(506)
EBITDA	743	752	770	802	811	826	859	880	885	902	917	915	959
in % der Umsatzerlöse	63,8%	63,8%	64,0%	64,6%	64,6%	64,6%	65,4%	65,4%	65,3%	65,4%	65,5%	65,2%	65,4%
Abschreibungen	(203)	(205)	(203)	(201)	(203)	(207)	(236)	(239)	(244)	(248)	(252)	(255)	(266)
EBIT	540	547	567	602	608	619	623	640	642	654	665	660	693
in % der Umsatzerlöse	46,4%	46,4%	47,1%	48,4%	48,4%	48,4%	47,4%	47,6%	47,3%	47,5%	47,5%	47,1%	47,3%
Finanzergebnis	(112)	(114)	(117)	(122)	(123)	(123)	(149)	(145)	(144)	(144)	(144)	(145)	(227)
EBT	427	433	450	480	485	496	474	495	497	511	521	515	465
Ertragsteuern	(128)	(133)	(138)	(147)	(149)	(153)	(153)	(160)	(163)	(170)	(174)	(172)	(144)
Konzernergebnis	299	307	312	333	336	343	321	335	335	341	347	343	322
davon: Encavis-Aktionäre	248	247	255	271	271	276	242	251	250	254	257	251	226
davon: Minderheitenanteil	51	53	57	62	64	67	80	83	84	87	90	92	96

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Encavis-Konzern – GuV, Übergangsphase (3/3)

EUR Mio.	Überg. GJ57	Überg. GJ58	Überg. GJ59	Überg. GJ60	Überg. GJ61	Überg. GJ62	Überg. GJ63	Überg. GJ64	Überg. GJ65	Überg. GJ66	Trans GJ67	TV GJ68
Umsatzerlöse	1.488	1.510	1.535	1.557	1.604	1.622	1.640	1.659	1.679	1.699	1.720	1.737
Wachstum in %	1,5%	1,5%	1,7%	1,4%	3,0%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,0%
Betriebs- und Verwaltungskosten	(512)	(517)	(524)	(530)	(537)	(542)	(548)	(555)	(561)	(568)	(574)	(580)
EBITDA	976	993	1.011	1.027	1.067	1.079	1.091	1.104	1.118	1.131	1.146	1.157
in % der Umsatzerlöse	65,6%	65,8%	65,9%	66,0%	66,5%	66,5%	66,6%	66,6%	66,6%	66,6%	66,6%	66,6%
Abschreibungen	(277)	(288)	(299)	(309)	(390)	(377)	(374)	(387)	(400)	(407)	(411)	(415)
EBIT	699	704	713	718	677	702	718	718	718	725	735	742
in % der Umsatzerlöse	47,0%	46,6%	46,4%	46,1%	42,2%	43,3%	43,8%	43,3%	42,8%	42,6%	42,7%	42,7%
Finanzergebnis	(257)	(257)	(244)	(236)	(299)	(287)	(280)	(280)	(280)	(280)	(281)	(283)
EBT	442	448	469	482	378	415	438	438	438	445	454	459
Ertragsteuern	(133)	(135)	(142)	(147)	(98)	(110)	(118)	(118)	(118)	(120)	(119)	(120)
Konzernergebnis	308	313	326	335	280	305	320	320	320	325	335	338
davon: Encavis-Aktionäre	219	222	231	237	203	220	230	230	231	234	241	243
davon: Minderheitenanteil	90	91	95	98	77	85	90	90	90	91	94	95

Quelle: Unternehmensinformationen; A&M Analyse.

Übergangsphase: Nettoeinnahmen

Encavis-Konzern – Nettoeinnahmen, Übergangsphase (1/3)

EUR Mio.	Überg. GJ31	Überg. GJ32	Überg. GJ33	Überg. GJ34	Überg. GJ35	Überg. GJ36	Überg. GJ37	Überg. GJ38	Überg. GJ39	Überg. GJ40	Überg. GJ41	Überg. GJ42	Überg. GJ43
Konzernerg. (Encavis-Akt.)	115	113	117	128	134	171	202	212	218	216	232	237	246
Ausschüttung Konzernergebnis	57	56	59	64	67	85	101	106	109	108	116	118	123
Wertbeitrag aus Thesaurierung	57	56	59	64	67	85	95	96	90	68	94	107	123
Ausschüttung Rücklagen	79	62	69	14	21	3	-	-	-	-	-	-	108
(Wachstums-)Thesaurierung	-	-	-	-	-	-	6	10	19	40	22	12	-
<i>Ausschüttungsquote</i>	<i>50%</i>												
Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pers. Ertragsteuer Ausschüttung	(15)	(15)	(15)	(17)	(18)	(23)	(27)	(28)	(29)	(28)	(31)	(31)	(32)
Pers. Ertragsteuer WBaT	(8)	(7)	(8)	(8)	(9)	(11)	(13)	(13)	(12)	(9)	(12)	(14)	(16)
Pers. Ertragsteuer Rücklagen	(21)	(16)	(18)	(4)	(6)	(1)	-	-	-	-	-	-	(28)
Pers. Ertragsteuer Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nettoeinnahmen	150	136	144	113	123	140	157	162	158	139	167	180	276

Quelle: A&M Analyse.

Encavis-Konzern – Nettoeinnahmen, Übergangsphase (2/3)

EUR Mio.	Überg. GJ44	Überg. GJ45	Überg. GJ46	Überg. GJ47	Überg. GJ48	Überg. GJ49	Überg. GJ50	Überg. GJ51	Überg. GJ52	Überg. GJ53	Überg. GJ54	Überg. GJ55	Überg. GJ56
Konzernerg. (Encavis-Akt.)	248	247	255	271	271	276	242	251	250	254	257	251	226
Ausschüttung Konzernergebnis	124	123	127	136	136	-	121	126	125	127	129	-	-
Wertbeitrag aus Thesaurierung	124	123	117	136	136	-	121	126	125	127	129	-	-
Ausschüttung Rücklagen	60	32	-	39	46	-	37	73	88	94	94	-	-
(Wachstums-)Thesaurierung	-	-	10	-	-	276	-	-	-	-	-	251	226
<i>Ausschüttungsquote</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>- %</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>- %</i>	<i>- %</i>
Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pers. Ertragsteuer Ausschüttung	(33)	(33)	(34)	(36)	(36)	-	(32)	(33)	(33)	(33)	(34)	-	-
Pers. Ertragsteuer WBaT	(16)	(16)	(15)	(18)	(18)	-	(16)	(17)	(17)	(17)	(17)	-	-
Pers. Ertragsteuer Rücklagen	(16)	(8)	-	(10)	(12)	-	(10)	(19)	(23)	(25)	(25)	-	-
Pers. Ertragsteuer Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nettoeinnahmen	244	221	196	246	251	-	221	256	266	273	276	-	-

Quelle: A&M Analyse.

Encavis-Konzern – Nettoeinnahmen, Übergangsphase (3/3)

EUR Mio.	Überg. GJ57	Überg. GJ58	Überg. GJ59	Überg. GJ60	Überg. GJ61	Überg. GJ62	Überg. GJ63	Überg. GJ64	Überg. GJ65	Überg. GJ66	Trans GJ67	TV GJ68
Konzernerg. (Encavis-Akt.)	219	222	231	237	203	220	230	230	231	234	241	243
Ausschüttung Konzernergebnis	0	-	78	0	-	107	115	115	115	117	120	122
Wertbeitrag aus Thesaurierung	-	-	-	-	-	-	115	115	115	117	120	120
Ausschüttung Rücklagen	-	-	-	-	-	-	7	7	7	3	13	-
(Wachstums-)Thesaurierung	219	222	153	237	203	113	-	-	-	-	-	2
<i>Ausschüttungsquote</i>	<i>0%</i>	<i>- %</i>	<i>34%</i>	<i>0%</i>	<i>- %</i>	<i>49%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>	<i>50%</i>
Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40
Pers. Ertragsteuer Ausschüttung	(0)	-	(21)	(0)	-	(28)	(30)	(30)	(30)	(31)	(32)	(32)
Pers. Ertragsteuer WBaT	-	-	-	-	-	-	(15)	(15)	(15)	(15)	(16)	(16)
Pers. Ertragsteuer Rücklagen	-	-	-	-	-	-	(2)	(2)	(2)	(1)	(4)	-
Pers. Ertragsteuer Kursgew inne	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(5)
Nettoeinnahmen	0	-	57	0	-	79	190	190	190	190	203	188

Quelle: A&M Analyse.

GUTACHTLICHE STELLUNGNAHME

zum Unternehmenswert der

Encavis AG, Hamburg

zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG zum 16. Juli 2025 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung

30. Mai 2025

**Anhang A&M-003:
Peer Group – Unternehmensprofile**



Alvarez & Marsal Deutschland GmbH

Peer 1: Corporación Acciona Energías Renovables, S.A.

Unternehmensprofil: Corporación Acciona Energías Renovables, S.A.									
Unternehmensbeschreibung		Schlüsselinformationen							
Corporación Acciona Energías Renovables, S.A. ist in der Entwicklung, dem Bau, dem Betrieb sowie der Wartung von Anlagen im Bereich der erneuerbaren Energien in Spanien und international tätig. Das Unternehmen betreibt Onshore-Windkraft-, Photovoltaik-, Solarthermie-, Biomasse-, Hydraulik- und Energiespeicheranlagen im Bereich der erneuerbaren Energien. Das Unternehmen wurde 2008 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Madrid, Spanien.		Hauptsitz: Spanien Branche: Erneuerbare Energien Geographien:* Spanien (62%), Europa (exkl. Spanien) (10%), Mexiko (8%), Chile (8%), USA (5%) Segmente:* Stromerzeugung aus Wind/Solar (49%), Stromerzeugung aus sonstigen Energieformen (8%), Sonstige (43%)							
Finanzübersicht									
EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	
Umsatzerlöse	3.547	3.048	3.048	2.909	3.015	3.048	(9,4%)	2,4%	
% Wachstum	(18,5%)	(14,1%)	(14,1%)	(4,6%)	3,7%	1,1%			
Roherttrag	1.781	1.932	1.932	1.451	1.523	1.579	(9,7%)	4,3%	
% Marge	50,2%	63,4%	63,4%	49,9%	50,5%	51,8%			
EBITDA, angepasst**	1.148	1.005	1.005	1.376	1.107	1.125	9,5%	(9,6%)	
% Marge	32,4%	33,0%	33,0%	47,3%	36,7%	36,9%			
EBIT, angepasst	916	699	699	1.117	669	643	10,5%	(24,2%)	
% Marge	25,8%	22,9%	22,9%	38,4%	22,2%	21,1%			
Jahresüberschuss, ang.	524	357	357	685	329	319	14,4%	(31,8%)	
% Marge	14,8%	11,7%	11,7%	23,6%	10,9%	10,5%			
Operativer Cashflow	364	681	681	803	857	914	48,5%	6,7%	
Capex	(2.218)	(1.224)	(1.224)	(1.296)	(998)	(970)	(23,6%)	(13,5%)	
OCF – Capex	(1.854)	(543)	(543)	(494)	(141)	(55)	N/M	- %	
Börsenmultiplikatoren									
EV/Umsatzerlöse		3,2x	3,2x	3,4x	3,3x	3,2x			
EV/EBITDA		9,8x	9,8x	7,2x	8,9x	8,8x			
EV/EBIT		14,1x	14,1x	8,8x	14,7x	15,3x			
P/E		15,2x	15,2x	7,9x	16,5x	17,1x			

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

(*) Repräsentative Ausw ahl: Keine Konsolidierungseffekte gezeigt. (**) Umkehrung von IFRS 16-Effekten (Pachtverhältnisse).

Peer 2: EDP Renováveis, S.A.

Unternehmensprofil: EDP Renováveis, S.A.									
Unternehmensbeschreibung		Schlüsselinformationen							
EDP Renováveis, S.A. plant, baut, betreibt und wartet Anlagen aus Erneuerbaren Energien. Zum 31. Dezember 2024 verfügte es über eine installierte Leistung in Wind- und Solarparks von 8,3 GW in Europa, 9,0 GW in Nordamerika, 1,7 GW in Südamerika und 1,0 GW in Asien-Pazifik. Das Unternehmen wurde im Jahr 2007 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Madrid, Spanien.		Hauptsitz: Spanien Branche: Erneuerbare Energien Geographien:* Europa (50%), Nordamerika (40%), Asien-Pazifik (7%), Südamerika (3%), Andere (1%) Segmente:* Entwicklung, Wartung und Stromerzeugung aus Wind- und Solaranlagen (100%)							
Finanzübersicht									
EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR		
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27	
Umsatzerlöse	2.239,0	2.319,8	2.319,8	2.618,4	2.774,1	2.861,3	8,1%	4,5%	
% Wachstum	(5,6%)	3,6%	3,6%	12,9%	5,9%	3,1%			
Roherttrag	1.764,0	1.830,0	1.830,0	1.958,6	2.119,4	N/A	5,4%	N/A	
% Marge	78,8%	78,9%	78,9%	74,8%	76,4%	N/A			
EBITDA, angepasst**	1.778,5	1.615,1	1.615,1	1.843,4	2.011,1	2.069,0	1,8%	5,9%	
% Marge	79,4%	69,6%	69,6%	70,4%	72,5%	72,3%			
EBIT, angepasst	875,0	(9,2)	(9,2)	993,8	1.187,7	1.217,5	6,6%	10,7%	
% Marge	39,1%	(0,4%)	(0,4%)	38,0%	42,8%	42,6%			
Jahresüberschuss, ang.	513,0	221,0	221,0	355,0	497,4	550,0	(16,8%)	24,5%	
% Marge	22,9%	9,5%	9,5%	13,6%	17,9%	19,2%			
Operativer Cashflow	844,6	673,7	673,7	1.205,2	1.379,0	1.440,4	19,5%	9,3%	
Capex	(4.556,0)	(4.672,2)	(4.672,2)	(2.108,7)	(2.226,9)	(2.046,5)	(32,0%)	(1,5%)	
OCF – Capex	(3.711,4)	(3.998,5)	(3.998,5)	(903,5)	(847,9)	(606,2)	N/M	- %	
Börsenmultiplikatoren									
EV/Umsatzerlöse		7,3x	7,3x	6,4x	6,1x	5,9x			
EV/EBITDA		10,4x	10,4x	9,1x	8,4x	8,1x			
EV/EBIT		N/M	N/M	17,0x	14,2x	13,8x			
P/E		36,4x	36,4x	22,7x	16,2x	14,6x			

Quellen: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

(*) Repräsentative Ausw ahl: Keine Konsolidierungseffekte gezeigt. (**) Umkehrung von IFRS 16-Effekten (Pachtverhältnisse).

Peer 7: Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.

Unternehmensprofil: Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.

Unternehmensbeschreibung

Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A. ist in der Entwicklung, den Bau und den Betrieb von Solaranlagen tätig. Zum 31. Dezember 2024 weist das Unternehmen eine installierte Erzeugungskapazität von 1,7 GW aus. Das Unternehmen wurde im Jahr 2002 gegründet und hat seinen Sitz in Madrid, Spanien.

Schlüsselinformationen

Hauptsitz: Spanien
Branche: Erneuerbare Energien
Geographien*: Spanien (88%), Italien (9%), Uruguay (2%), Portugal und Griechenland (2%)
Segmente*: Entwicklung und Stromerzeugung aus Solarkraft (100%)

Finanzübersicht

EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR	
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27
Umsatzerlöse	230,0	210,4	210,4	243,8	316,7	347,3	2,9%	19,4%
% Wachstum	37,4%	(8,5%)	(8,5%)	15,8%	29,9%	9,7%		
Rohhertrag	N/A	223,0	N/A	243,8	316,7	N/A	N/A	N/A
% Marge	N/A	106,0%	N/A	100,0%	100,0%	N/A		
EBITDA, angepasst**	188,2	190,6	190,6	192,6	249,9	272,3	1,1%	18,9%
% Marge	81,8%	90,6%	90,6%	79,0%	78,9%	78,4%		
EBIT, angepasst	168,4	157,6	157,6	157,1	204,2	221,5	(3,4%)	18,8%
% Marge	73,2%	74,9%	74,9%	64,4%	64,5%	63,8%		
Jahresüberschuss, ang.	107,5	88,6	88,6	73,5	112,1	110,3	(17,3%)	22,5%
% Marge	46,7%	42,1%	42,1%	30,1%	35,4%	31,7%		
Operativer Cashflow	98,1	115,3	115,3	148,3	191,9	214,6	22,9%	20,3%
Capex	(328,6)	(187,4)	(187,4)	(304,1)	(375,5)	(272,7)	(3,8%)	(5,3%)
OCF – Capex	(230,5)	(72,1)	(72,1)	(155,9)	(183,6)	(58,1)	N/M	- %

Börsenmultiplikatoren

EV/Umsatzerlöse	8,6x	8,6x	7,4x	5,7x	5,2x
EV/EBITDA	9,5x	9,5x	9,4x	7,3x	6,7x
EV/EBIT	11,5x	11,5x	11,6x	8,9x	8,2x
P/E	9,2x	9,2x	11,1x	7,3x	7,4x

Gesamtunternehmenswert (EUR Mio., LTM)

Marktkapitalisierung (20-Tagesdurchschn.)	823,2
(+) Finanzverbindlichkeiten, langfristig	879,1
(+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	137,1
(+) Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter**	38,5
(-) Liquide Mittel	(60,8)
Nettofinanzverbindlichkeiten	993,9
Gesamtunternehmenswert (WACC)	1.817,1
(+) Minderheitsanteile (Marktwert)	5,3
(-) Verbundene Unternehmen (Marktwert)	-
(-) Steuerliche Verlustvorträge	(6,5)
(-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto)	-
Anpassungen	(1,2)
Gesamtunternehmenswert (angepasst)	1.815,9
Marktkapitalisierung (angepasst)	816,7
Netto-Finanzverb./Marktkapitalisierung	121%

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

(*) Repräsentative Auswah: Keine Konsolidierungseffekte gezeigt. (**) Umkehrung von IFRS 16-Effekten (Pachtverhältnisse).

Peer 8: The Renewables Infrastructure Group Limited

Unternehmensprofil: The Renewables Infrastructure Group Limited

Unternehmensbeschreibung

The Renewables Infrastructure Group Limited (TRIG) ist ein auf Wind- und Solaranlagen spezialisierter Fonds (YieldCo). TRIG fokussiert sich auf die Akquisition und den Betrieb von betriebsbereiten sowie kurz vor der Inbetriebnahme befindlichen Wind- und Solarparks im Vereinigten Königreich, Deutschland, Spanien, und Schweden. Zum 31. Dezember 2024 umfasste die Erzeugungskapazität rund 2,7 GW. TRIG wurde im Jahr 2013 gegründet und hat seinen Sitz in Guernsey.

Schlüsselinformationen

Hauptsitz: Guernsey
Branche: Erneuerbare Energien
Geographien*: Vereinigtes Königreich (64%), Europa (ex. Vereinigtes Königreich) (39%)
Segmente*: Stromerzeugung aus Windkraft (80%), Stromerzeugung aus Solarkraft (14%), Batteriespeichersysteme (6%)

Finanzübersicht

EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR	
	GJ23A	GJ24A	Dez24A	GJ25E	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27
Umsatzerlöse	N/A							
% Wachstum	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
Rohhertrag	N/A							
% Marge	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
EBITDA, angepasst**	N/A							
% Marge	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
EBIT, angepasst	N/A							
% Marge	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
Jahresüberschuss, ang.	N/A							
% Marge	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
Operativer Cashflow	N/A							
Capex	N/A							
OCF – Capex	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/M	N/A

Börsenmultiplikatoren

EV/Umsatzerlöse	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBIT	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
P/E	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Quellen: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

(*) Repräsentative Auswah: Keine Konsolidierungseffekte gezeigt. (**) Umkehrung von IFRS 16-Effekten (Pachtverhältnisse).

Peer 9: Voltalia SA

Unternehmensprofil: Voltalia SA

Unternehmensbeschreibung

Voltalia SA ist in der Entwicklung, dem Bau und den Betrieb von Wind- und Solarkraftwerken in Europa, Lateinamerika und Afrika tätig. Weiterhin bietet das Unternehmen Betriebs- und Wartungsdienstleistungen für Wind- und Solaranlagen an. Zum 31. Dezember 2024 weist die ERG S.p.A. eine installierte Erzeugungskapazität von 2,5 GW aus. Das Unternehmen wurde im Jahr 2005 gegründet und hat seinen Hauptsitz in Paris, Frankreich.

Schlüsselinformationen

Hauptsitz: Frankreich
Branche: Erneuerbare Energien
Geographien:* Europa (36%), Lateinamerika (64%), Afrika (4%)
Segmente:* Stromerzeugung aus Wind- und Solarkraft (66%), O&M (34%)

Finanzübersicht

EUR Mio., GJE 31 Dez	Historisch		LTM	Prognose			CAGR	
	GJ23A	GJ24E	Jun24A	GJ25F	GJ26F	GJ27F	GJ23-25	GJ25-27
Umsatzerlöse	495,0	547,0	547,0	595,0	683,2	743,5	9,6%	11,8%
% Wachstum	5,5%	10,5%	10,5%	8,8%	14,8%	8,8%		
Rohertrag	424,0	490,0	490,0	515,2	583,5	N/A	10,2%	N/A
% Marge	85,7%	89,6%	89,6%	86,6%	85,4%	N/A		
EBITDA, angepasst**	222,9	195,1	195,1	217,0	281,7	329,4	(1,3%)	23,2%
% Marge	45,0%	35,7%	35,7%	36,5%	41,2%	44,3%		
EBIT, angepasst	119,0	90,0	90,0	114,3	163,1	207,5	(2,0%)	34,7%
% Marge	24,0%	16,5%	16,5%	19,2%	23,9%	27,9%		
Jahresüberschuss, ang.	30,0	(20,9)	(20,9)	6,8	22,5	27,0	(52,4%)	99,3%
% Marge	6,1%	(3,8%)	(3,8%)	1,1%	3,3%	3,6%		
Operativer Cashflow	115,5	179,0	179,0	159,4	200,7	212,2	17,5%	15,4%
Capex	(576,5)	(376,0)	(376,0)	(637,5)	(485,2)	(340,0)	5,2%	(27,0%)
OCF – Capex	(461,0)	(197,0)	(197,0)	(478,2)	(284,5)	(127,8)	N/M	- %

Börsenmultiplikatoren

EV/Umsatzerlöse	5,2x	5,2x	4,8x	4,2x	3,8x
EV/EBITDA	14,6x	14,6x	13,1x	10,1x	8,6x
EV/EBIT	31,6x	31,6x	24,9x	17,5x	13,7x
P/E	NM	NM	131,0x	39,5x	33,0x

Gesamtunternehmenswert (EUR Mio., LTM)

Marktkapitalisierung (20-Tagesdurchschn.)	1.007,3
(+) Finanzverbindlichkeiten, langfristig	1.730,8
(+) Finanzverbindlichkeiten, kurzfristig	513,2
(+) Verbindlichkeiten mit Schuldcharakter**	-
(-) Liquide Mittel	(374,5)
Nettofinanzverbindlichkeiten	1.869,5
Gesamtunternehmenswert (WACC)	2.876,8
(+) Minderheitsanteile (Marktwert)	105,9
(-) Verbundene Unternehmen (Marktwert)	(17,5)
(-) Steuerliche Verlustvorträge	(116,7)
(-) Zum Verkauf geh. Vermögenswerte (Netto)	-
Anpassungen	(28,4)
Gesamtunternehmenswert (angepasst)	2.848,5
Marktkapitalisierung (angepasst)	890,6
Netto-Finanzverb./Marktkapitalisierung	186%

Quelle: S&P Capital IQ; A&M Analyse.

(*) Repräsentative Auswah! Keine Konsolidierungseffekte gezeigt. (**) Umkehrung von IFRS 16-Effekten (Pachtverhältnisse).

GUTACHTLICHE STELLUNGNAHME

zum Unternehmenswert der

Encavis AG, Hamburg

zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG zum 16. Juli 2025 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung

30. Mai 2025

**Anhang A&M-004:
Beschreibung der vergleichbaren Transaktionen**



Alvarez & Marsal Deutschland GmbH

Transaktion 1: Abu Dhabi Future Energy Company PJSC - Masdar erwirbt Anteile der TERNA ENERGY Industrial Commercial Technical Societe Anonyme

Am 28. November 2024 erwarb die Abu Dhabi Future Energy Company PJSC – Masdar einen Anteil von 70,0 % an der TERNA ENERGY Industrial Commercial Technical Societe Anonyme (bekanntgegeben am 20. Juni 2024). Der Kaufpreis betrug rd. EUR 1.644 Mio. TERNA ENERGY ist in der Entwicklung, dem Bau sowie den Betrieb von Anlagen im Bereich der erneuerbaren Energien tätig. Zum Zeitpunkt der Transaktion wies TERNA ENERGY eine installierte Erzeugungskapazität von rd. 1.204 MW aus.

Transaktion 2: Brookfield Corporation erwirbt Anteile der Neoen S.A.

Am 20. Juni 2024 erwarb die Brookfield Corporation einen Anteil von 53,32 % an der Neoen S.A. (bekanntgegeben am 30. Mai 2024). Der Kaufpreis betrug rd. EUR 3.234 Mio. Neoen S.A. ist in der Entwicklung und dem Betrieb von Wind- und Solaranlagen tätig und wies zum Zeitpunkt der Transaktion eine Erzeugungskapazität von rd. 6.560 MW aus. Darüber hinaus verfügt Neoen S.A. über eine Projektpipeline von 20 GW in fortgeschrittenen Entwicklungsstadien. Zusätzlich dazu betreibt Neoen S.A. Batterieenergiespeicher mit einer Kapazität von insgesamt rd. 2.330 MW.

Transaktion 3: Antin Infrastructure Partners SAS erwirbt Opdenergy Holding S.A.

Am 21. März 2024 erwarb Antin Infrastructure Partners SAS einen Anteil von 100,0 % an Opdenergy Holding S.A. (bekanntgegeben am 12. Juni 2023). Der Kaufpreis betrug rd. EUR 865 Mio. Opdenergy Holding S.A. ist in der Entwicklung, dem Bau und dem Betrieb von Wind- und Solarparks tätig. Weiterhin bietet Opdenergy O&M-Dienstleistungen an. Zum Zeitpunkt der Transaktion wies Opdenergy Holding S.A. eine installierte Erzeugungskapazität von 904 MW aus.

Transaktion 4: EQT AB erwirbt Anteile der Tion Renewables AG

Am 31. Dezember 2023 erwarb EQT Active Core Infrastructure einen Anteil von 71,7% an der Tion Renewables AG (bekanntgegeben am 24. März 2023). Der Kaufpreis betrug rund EUR 110 Mio. Tion Renewables AG ist im Erwerb und Betrieb von Wind- und Solarparks tätig und betreibt Batteriespeichersysteme. Zum Zeitpunkt der Transaktion wies Tion Renewables AG eine Erzeugungskapazität von 167 MW aus.

Transaktion 5: Orrön Energy Holding AB erwirbt Slitevind AB

Am 05. September 2022 erwarb Orrön Energy Holding AB einen Anteil von 100,0 % an Slitevind AB (bekanntgegeben am 01. August 2022). Der Kaufpreis betrug rund SEK 809 Mio. Slitevind AB ist ein Entwickler und Betreiber von Onshore-Windkraftanlagen und bietet Asset Management-Dienstleistungen für Windparks an. Zum Zeitpunkt der Transaktion wies Slitevind AB eine jährliche Stromproduktion von 435 GWh aus.

Transaktion 6: J.P. Morgan (Infrastructure Investments Fund) erwirbt Anteile der Falck Renewables

Am 24. Februar 2022 erwarb J.P. Morgan durch ihren Infrastructure Investments Fund einen Anteil von 60,0% an Falck Renewables S.p.A. (bekanntgegeben am 20. Oktober 2021). Der Kaufbetrag betrug rund EUR 1.500 Mio. Falck Renewables S.p.A. (am 08. November 2022 in Renantis S.p.A. umfirmiert) ist in der Entwicklung, der Errichtung und dem Betrieb von Anlagen aus erneuerbaren Energien tätig. Zum Zeitpunkt der Transaktion wies Falck Renewables S.p.A. eine installierte Erzeugungskapazität von 1.320 MW aus. Darüber bietet Falck Renewables S.p.A. Asset Management- sowie O&M-Dienstleistungen an. Falck Renewables S.p.A. verwaltete zum Zeitpunkt der Transaktion im Bereich des Asset Managements rund 3.800 MW an installierter Erzeugungskapazität durch die Tochtergesellschaft Vector Renewables.

ANLAGENVERZEICHNIS

Anlage	Beschreibung
A&M-001	Allgemeine Geschäftsbedingungen (<i>Standard Terms of Business for Valuation Services</i>)

GUTACHTLICHE STELLUNGNAHME

zum Unternehmenswert der

Encavis AG, Hamburg

zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG zum 16. Juli 2025 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung

30. Mai 2025

**Anlage A&M-001:
Allgemeine Geschäftsbedingungen (Standard Terms of Business for Valuation Services)**



Alvarez & Marsal Deutschland GmbH

Alvarez & Marsal Deutschland GmbH

STANDARD TERMS OF BUSINESS FOR VALUATION SERVICES; May 2020

These Standard Terms of Business (including any relevant Supplements) form part of the Contract which will apply to the Services we provide to you pursuant to the Engagement Letter.

1.	Defined Terms	1.9	“Contractor” means any third party entity or individual engaged by A&M (or by any other Alvarez & Marsal Entity), including sub-contractors and agents, whether in respect of the Services or more generally to support the administration and management of Alvarez & Marsal Entities and/or their businesses.
1.1.1	“Alvarez & Marsal Entities” means A&M and any other entity carrying on business under all or any part of the Alvarez & Marsal name, or which is otherwise within (or associated or connected with an entity within) the Alvarez & Marsal network of firms worldwide (to exclude Alvarez & Marsal Capital, LLC and subsidiaries).	1.10	“Damage” means the aggregate of all losses, costs, expenses, liabilities or damages (including interest thereon, if any) suffered or incurred, directly or indirectly, by the Addressees under this Contract or in connection with the Services or our Report, whether as a result of breach of contract, breach of statutory duty, tort (including negligence), or other act or omission by A&M.
1.1.2	“A&M”, “we” or “us” (or derivatives) means Alvarez & Marsal Deutschland GmbH, a limited liability company incorporated in Munich, Germany (number HRB 202 025) and whose registered office is at Sonnenstraße 20, 80331 Munich.	1.11	“Data Controller”, “Data Processor”, and “Data Subject” each have the same meanings in this Contract as in the GDPR, as amended from time to time.
1.2	“Addressees” or “you” (or derivatives) means the Client, together with any Beneficiary.	1.12	“Data Protection Laws” means the Regulation (EU) 2016/679 of the European Parliament of the Council of 27 April 2016 on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and on the free movement of such data (the General Data Protection Regulation; the “GDPR”) and such national legislation implementing the GDPR.
1.3	“Affiliates” means an entity controlling, controlled by or under common control with the first named entity.	1.13	“Each of us”, “Either of us” or any similar expressions refer to A&M, the Client and any other Addressee.
1.4	“Assurance”, “Audit”, “Compilation”, “Examination”, “Opinion”, “Review” each have the meanings given to them in the professional standards issued by German Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW), the International Auditing and Assurance Standards Board or any similar body.	1.14	“Engagement Letter” means the letter sent to you (with these Standard Terms of Business and any Supplements), setting out details of the Services and the terms of the Contract between us.
1.5	“Beneficiary” or “Beneficiaries” means the persons (a) whom we and the Client have agreed may have the benefit of and rely on the Services and/or the Report and (b) to whom we have assumed a duty of care in respect of the Services and/or the Report and who have accepted the terms of the Contract under written arrangements with A&M.	1.15	“Management” means the managers of any entity or business that supplies information to A&M in connection with the Services, as the context requires.
1.6	The “Client” means the original addressees of the Engagement Letter.	1.16	“Personal Data” has the meaning given to it in the GDPR, as amended from time to time.
1.7	“Confidential Information” means information or documents which we receive or produce for the purposes of providing the Services and which are marked confidential or are manifestly confidential but does not include any information which:	1.17	“Personnel” means each of those individuals who is a member, partner, managing director, director or employee of any Alvarez & Marsal Entity or who is a Contractor or a member, partner, managing director, director or employee of a Contractor. This definition covers Personnel of any Alvarez & Marsal Entity whether they are employed by that Alvarez & Marsal Entity directly or through a service company or similar entity.
	(a) is received from a third party who owes no obligation of confidence in respect of the information; or	1.18	“Report” means any oral comments and draft or final documents (including presentations and correspondence), whether in hard copy or electronic form, provided to you in connection with the Services. “Report” includes reference to any part of any Report.
	(b) is or becomes generally available to the public other than as a result of a breach of an obligation under clause 6.1; or	1.19	The “Services” are those services to be provided under the terms of this Contract as described in the Engagement Letter. The Services also include any changes agreed under clause 8.2 below to the scope of our work.
	(c) is known to A&M prior to starting to provide the Services.		
1.8	The “Contract” means the Engagement Letter and its schedules (including these Standard Terms of Business and any Supplements), in each case, as amended by us, from time to time, in accordance with the terms of the Contract.		

2. The Services	2.8.2	Our work will not constitute an Examination or Compilation engagement and we will not prepare projections. Where we comment on bases and assumptions underlying the projections, our Report may include tables aggregating quantified vulnerabilities, upsides and/or sensitivities in order to illustrate effects of possible alternative assumptions. Those tables should not be regarded as a restatement of Management's projections, or preparation of revised projections.
2.1 We will provide the Services with reasonable skill and care.		
2.2 The Services will cover the areas agreed with the Client in the Engagement Letter. The Services will not include an Audit conducted in accordance with generally accepted auditing standards, an Examination of internal controls, or other Review or Assurance services. Accordingly, we will not express an Opinion or any other form of Assurance on the financial statements of the Client or any other financial information (including projections), or operating or internal controls of the Client. Except to the extent expressly agreed to the contrary, where we comment on the use of internet technologies in key business processes, we will do so as providers of due diligence rather than as information technology specialists.	2.8.3	If projections presented to A&M for comment are of such a poor standard that suggesting adjustments in our Report would amount to preparation or re-preparation of projections, we will instead discuss with you whether revised projections will be prepared for A&M to consider.
2.3 You shall provide (or cause others to provide) to us promptly the information and assistance that we reasonably require to perform the Services. You confirm that the provision of information to us will not infringe any copyright or any other third party rights.	2.8.4	You acknowledge that when considering information presented in our Report, including (where applicable) likely future profitability and cash flows, it is your responsibility to consider our comments and make your own decision based on the information available to you.
2.4 Except to the extent otherwise stated in our Report, our work will be carried out on the basis that any information supplied (whether or not in writing and by Management or otherwise) to A&M and on which our work is based is accurate and not misleading and we will not verify it, perform audit procedures that would enable A&M to express an audit opinion on information included in our Report or check it in any other way.	2.8.5	Since events and circumstances frequently do not occur as expected, there will usually be differences between predicted and actual results and those differences may be material. We assume no responsibility for the achievement of predicted results. It is understood and agreed that A&M's work may include advice and recommendations, but all decisions in connection with the implementation of such advice and recommendations shall be the responsibility of, and made by, the Client. Further, A&M assumes no responsibility for the selection, approval, or implementation of any actions which it assists the Client in formulating.
2.5 There is no assurance that all matters of significance to you will be disclosed by our work. It is your responsibility to determine whether the areas we are to cover and the extent of verification or other checking included in the Services are adequate for your purposes and we make no representations, warranties or other statements in this regard.	2.9	Except as provided in this clause 2.9, the Services do not include the provision of legal advice or legal due diligence services and we make no representations, warranties or other statements concerning questions of legal interpretation.
2.6 We are entitled to assume that any instructions, notices or requests (whether in writing or not and however communicated to us) have been properly authorised by you if they are given or purported to be given by an individual or person who is or purports to be and is reasonably believed by A&M to be a director or employee of your authorised agent. A&M shall be entitled to rely on all decisions and approvals of the Client.	2.10	You acknowledge that you do not require A&M to do any of the following: make investment decisions; provide investment advice (which includes such services as recommending whether any transaction should proceed and advising on the price); determine levels of finance; act or negotiate on your behalf, or act as management. These matters are your responsibility.
2.7 Where a timetable is agreed for the provision of the Services, each of us will use reasonable efforts to carry out our respective obligations in accordance with the timetable. However, unless both of us specifically agree otherwise in writing, dates contained in the timetable are intended for planning and project management purposes only and are not contractually binding.	3. Costs and Fees	
2.8.1 This clause 2.8 applies where the Services include consideration of any financial information about the future (projections).	3.1	The Client agrees to pay for the Services and for any reasonable out-of-pocket expenses. Our fees are exclusive of taxes or similar charges, as well as customs, duties or tariffs imposed in respect of the Services, all of which you shall pay.
	3.2	Our invoices are payable on receipt or at such other time as may be specified in the Engagement Letter. We may claim appropriate advances for remuneration and reimbursement of outlays and make rendering of our Services dependent upon complete satisfaction of our claims.
	3.3	Any fee estimates we give are not contractually binding and will be subject to any stated caveats

- and assumptions and to any factors outside our control.
- 3.4 Our fees will reflect such factors as complexity, specialist input (including the use of techniques, expertise, and know-how developed within any Alvarez & Marsal Entity) and time spent, and will take into account urgency and inherent risks.
- 3.5 If we are required by applicable law, legal process or government action to provide information or personnel as witnesses with respect to the Services or this Engagement Letter, you shall reimburse us for any professional time and expenses (including reasonable external legal costs) incurred to respond to the request, unless we are party to the proceedings or the subject of the investigation or unless we do get fully reimbursed by public authorities.
- 3.6. We reserve the right to defer or postpone providing additional services or to cease work on any matter for which we have not received any requested payment within the agreed payment terms. We reserve the right to charge interest at the rate of five percent (5%) per annum on a daily basis over the Basiszinssatz published by the Deutsche Zentralbank on all sums not paid within 30 days of presentation of our invoice, calculated and compounded monthly (based on a three hundred sixty (360) day year of twelve (12) thirty (30) day months), but not to exceed the maximum rate permitted by law ("Prime Rate"), and you agree to pay such interest if applicable. You agree that our fees are exclusive of any withholding tax or other taxes and that, to the extent that any such taxes are applicable, you and not A&M shall be liable for payment. All payments due to A&M shall be made without withholding or deduction on account of any taxes whatsoever.
- 4. Our Report**
- 4.1 You agree not to use our Report for any purpose other than for the purposes of the Services.
- 4.2 In providing the Services to you we may provide oral comments, drafts of the written Report, presentations, letters, schedules or hard or soft copies of computer models. As these represent work in progress and/or are not our final findings, we do not assume any duty of care or responsibilities, whether in contract, tort, statute or otherwise to you or anyone else in respect of any of them. The final results of our work will be contained in our final Report. There may be events, developments or changes in circumstances subsequent to the date of our Report which may affect the continuing validity of the Report, and you agree that we have no obligation to update the Report or to notify you of any such matter of which we or any Alvarez & Marsal Entities have become or may become aware.
- 4.3 You agree that, save as provided in clause 4.5 or otherwise in this Contract, you will not pass our Report or any other deliverables of the Services to any third party by any means without our prior written consent. We may, at our discretion, withhold consent or give our consent subject to certain conditions, for example receiving a letter in a form acceptable to A&M signed by the proposed recipient third party seeking access.
- 4.4 We accept no liability or responsibility to any third party who, with or without our consent, gains access to our Report.
- 4.5 You may disclose copies of our Report where you are required to do so by law, legal process or regulation, provided that, where reasonably and legally possible, you notify us of such requirement prior to disclosure. You may also make copies of our Report (in full) available to your directors, officers and employees and your legal and other professional advisers, provided that in each case you take reasonable steps to ensure that they fully understand that:
- (a) we accept no duty of care or responsibility to them in respect of any use they may make of our Report and they may not to bring any claims or actions against us in respect of our Report or the Services;
- (b) our Report is confidential and may not be disclosed to any other person without our prior written consent;
- (c) in respect of Personal Data, they are required to comply with the German Data Protection Act ("Bundesdatenschutzgesetz").
- 4.6 We own the intellectual property rights (including, without limitation, any copyright) in our working papers, our Report and any other product or deliverable of the Services. You may, however, make copies of our Report for use in accordance with the provisions of this Clause 4. We retain all intellectual property rights in any data, software, database, system, technique, methodology, idea, concept, information and know-how we may use in performing the Services, including in any developments of such materials occurring in the performance of the Services.
- 5. Information Technology**
- 5.1 We will each be responsible for protecting our own systems and interests in relation to electronic communications and, subject to clause 7.1, neither you nor A&M or its Personnel will have any liability to each other on any basis, whether in contract, tort (including negligence) or otherwise, in respect of any error, damage, loss, cost or omission arising from or in connection with the electronic communication of information between us, or A&M's use of your network and internet connection.
- 5.2 We do not guarantee that any electronic communication or electronic transmission of information sent during the engagement is secure, virus-free or error-free.

6. Confidentiality			
6.1.1	We will keep Confidential Information confidential and secure.		
6.1.2	Notwithstanding clause 6.1.1, we may disclose Confidential Information:		
	(a) to the extent it is or comes into the public domain other than through a breach of this confidentiality provision;		
	(b) to the extent that we believe that disclosure is required by law or professional obligation or other regulation;	6.2.5	A&M's privacy policy describes why and how we collect and use personal data and provides information about individuals' rights. This is available on A&M's website at: https://www.alvarezandmarsal.com/terms-use .
	(c) to other Alvarez & Marsal Entities and/or Contractors on the understanding that we shall take reasonable steps to ensure that recipients are required to safeguard confidentiality; and	6.2.6	Objection to marketing: at any time, including at the time of entering into this Contract, the Client, its personnel and employees have the right to object to A&M's processing of data about you in order to send you marketing information. To stop receiving an email from an A&M or other Alvarez & Marsal Entity marketing list, please click on the unsubscribe link in the relevant email received from us; or please email us at data.protection.office@alvarezandmarsal.com .
	(d) to our insurers and/or professional advisers (including our legal advisers) provided that Confidential Information remains confidential.		
6.1.3	Subject to clause 6.1.1 we may cite the performance of the Services to our clients and prospective clients as an indication of our experience.	6.3	You acknowledge to A&M that it is not the responsibility of A&M to: (i) design, establish and maintain a system of internal accounting controls in compliance with the U.S. Securities Exchange Act of 1934 and applicable Securities and Exchange Commission regulations (collectively, the "SEC Rules"), including "disclosure controls and procedures" and "internal controls and procedures for financial report", as each such term is used and defined under the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and the interpretive guidance and regulations relating to such Act, and (ii) make such disclosures with respect to this engagement that are required by applicable SEC Rules.
6.2.1	You agree to comply with Data Protection Laws in respect of any Personal Data provided to you by A&M in connection with the Services and undertake to keep such data confidential and secure.		
6.2.2	A&M will be a data controller of Personal Data provided to us in conjunction with the Services or otherwise processed in connection with providing the Services. We agree to comply with our obligations under Data Protection Laws in respect of any Personal Data provided to A&M in connection with the Services and undertake to keep such data confidential and secure.	7. Liability	
6.2.3	In respect of any Personal Data provided to A&M in connection with the Services, you undertake to ensure that processing such data in accordance with the terms of this Contract will not place A&M or any other Alvarez & Marsal Entities in breach of Data Protection Laws.	7.1	Our liability for claims of compensatory damages of any kind for an individual case of Damage resulting from negligence is limited to EUR 4 million (" Maximum Liability Amount "). This also applies if liability to any person other than you is established. Any exclusion or restriction of a liability or remedy is only valid to the extent that the liability or remedy (a) does not arise from death or personal injury; (b) may by law be excluded or limited; and (c) does not arise from fraud or dishonesty of the person relying on the exclusion or restriction.
6.2.4	In providing the Services under the Contract, A&M may have access to personal, sensitive or confidential data relating to third parties (including the Target) ("Third Party Confidential Information") and such Third Party Confidential Information may be provided to you or third parties as part of the Report or otherwise in connection with the Services. The processing or transfer of such Third Party Confidential Information may be subject to Data Protection Laws. The Client confirms as follows: (a) you are responsible for the security of Third Party Confidential Information provided to you and will implement and maintain industry-standard or better administrative, technical and physical safeguards with respect to such Third Party Confidential Information; (b) where applicable, you and not A&M shall be	7.2	An individual case of Damage also exists in relation to a uniform damage arising from a number of breaches of duty. The individual case of Damage encompasses all consequences from a breach of duty without taking into account whether the Damage incurred in one year or in a number of years. In this case multiple acts or omissions of acts based on a similar source of error or on a source of error of an equivalent nature are deemed to be a uniform breach of duty if the matters in question are legally or economically connected to one another. In this event the claim against us is limited to EUR 5 million.

- 7.3 If legitimate claims falling within our limitation of liability are brought against us by you and/or one or more third parties who are entitled to invoke this Contract, the Maximum Liability Amount will be – in accordance with Section 428 BGB (German Civil Code) – available only once to all – including all future – claimants collectively. Hence, any payment by us to you has a discharging effect towards all claimants. In case the sum of all claims (including future claims) to which these liability provisions apply exceeds the Maximum Liability Amount, the allocation of this Maximum Liability Amount amongst all claimants (including you) is entirely a matter of discussion amongst all the claimants.
- 7.4 A compensatory damages claim may only be lodged within a preclusive deadline of one year of the rightful claimant having become aware of the Damage and of the event giving rise to the claim – at the very latest, however, within 3 years subsequent to the event giving rise to the claim. The claim expires if legal action is not taken within a six months deadline subsequent to the written refusal of acceptance of the indemnity and you were informed of this consequence. The right to assert the bar of the preclusive deadline remains unaffected.
- 7.5 Should, as an exception in an individual case, any person other than you, our Client, have a right to invoke this Contract, the provisions of clauses 7.1. to 7.4 also apply to any such third party. Section 334 BGB (German Civil Code) shall apply.
- 7.6 You may not make a contractual claim or bring proceedings arising from the provision of the Services or otherwise based on this Contract against any Alvarez & Marsal Entity other than A&M, nor against any Personnel. You shall make any contractual claims or bring such proceedings only against us. The limitations in clauses 7.1 to 7.4 and this clause 7.6 are intended to benefit the other Alvarez & Marsal Entities and Personnel, who shall be entitled to enforce them.
- 7.7 Our liability to you for compensatory damage will further be limited to such proportion thereof as is determined to be just and equitable having regard to the extent to which (a) A&M; (b) you, your agents, officers, and employees; and (c) any other person is or was responsible for the occurrence of any such Damage.
- 7.7.1 In assessing our proportionate share of responsibility for such loss, damage, costs and expenses in accordance with clause 7.7 above, it is agreed that no account is to be taken of:
- (a) any exclusion or restriction imposed or agreed between you and any other person in connection with their responsibility or liability to you for Damage for which they are or might otherwise be responsible or liable;
 - (b) whether or not any such other person is or could be made a party to the proceedings in which our liability in accordance with this clause 7.7 is to be determined (and, for the avoidance of any doubt, we shall have no responsibility whatsoever to take any steps to ensure that they are made a party thereto); and
- (c) the ability or otherwise of any such other person to satisfy in whole or in part any liability to you for any such Damage.
- 7.8 We shall not be liable for any indirect, consequential damages or loss (including interest thereon, if any), or for any loss of profits, loss of data or loss of opportunity, suffered or incurred by the Addressees under this Contract or in connection with the Services or our Report, whether as a result of breach of contract, breach of statutory duty, tort (including negligence), or other act or omission by A&M.
- 7.9 The Services are not designed to and are not likely to reveal fraud or misrepresentation. Accordingly we cannot accept responsibility for detecting fraud (whether by management or by external parties) or misrepresentation.
- 7.10 We will not be liable to you to the extent that any Damage is due to the provision to us of false, misleading, inaccurate or incomplete information or documentation or due to the acts or omissions of any person other than us or any other Alvarez & Marsal Entities or Personnel for whom we are responsible under the terms of this Contract.
- 8. Termination / alteration / survival**
- 8.1 The Contract may be terminated by either of us giving to the other written notice which will have immediate effect. Where the Contract is terminated by either of us, you will pay A&M's reasonable fees and expenses, taking into account the circumstances of termination and time spent in providing the Services up to the date of termination. Where you terminate the Contract before its completion other than for material breach by us, you will pay any additional costs that we reasonably incur in connection with the early termination.
- 8.2 Alterations to the Services may be requested by either of us and must be agreed between us in writing. Alterations will be subject to reasonable adjustments to the fees and timetable.
- 8.3 The provisions of this Contract which expressly or by implication are intended to survive its termination or expiry will survive and continue to bind both of us.
- 9. Third Parties**
- 9.1 To the fullest extent permitted by law, the Client will reimburse A&M, other Alvarez & Marsal Entities, Contractors and Personnel and hold each of us harmless in respect of any liabilities, losses, expenses and other costs (including legal fees) any of us may incur in connection with any third party claim (whether in contract, tort (including negligence) or otherwise and including any claim by any of your Affiliates that is not a party to this Contract) arising directly or indirectly out of or in connection with the Services or the Report.

- 9.2.1 The provisions of clauses 7.6 and 9.1 are expressly for the benefit of, respectively, other Alvarez & Marsal Entities, Contractors and Personnel and clause 11.9 is expressly for the benefit of other Alvarez & Marsal Entities. You agree that, subject to clause 9.2.2, each of those persons has the right to rely on these provisions as if it were a party to this Contract. Each of the Alvarez & Marsal Entities, Contractors and Personnel which agrees to assist in the provision of the Services does so in reliance on the protections afforded to it by this clause 9, the benefit of which we formally accept on his, her or its behalf.
- 9.2.2 Any rights conferred on third parties by this Contract are subject to the right of you and A&M, by agreement, to rescind or vary any term of this Contract without the consent of any third party.
- 10. Legal Agreements**
- 10.1 Our Services may be conducted alongside your legal advisers, acting separately for you. Where specifically requested by you and agreed by us, we will read and make comments and suggestions on specific clauses of an accounting and/or taxation nature in draft agreements prepared or being reviewed by your legal advisers but we are not qualified to provide legal advice. In particular, given its legal nature, any agreement is likely to reflect matters beyond our competence and, as a result, any comments and suggestions that we provide should not be relied upon as being suitable for incorporation into any agreement without further consideration by your legal advisors.
- 10.2 If you are considering imposing or accepting a contractual term which would commit you to providing or obtaining any report from A&M (for example, in connection with completion accounts or compliance with loan covenants), you agree to consult with A&M first so that we can advise on the scope and wording of any such report and the terms on which we would undertake such work.
- 11. Miscellaneous**
- 11.1 We will provide the Services as an independent contractor and not as your employee, agent, or partner. Neither of us have the right or power to bind the other.
- 11.2 You confirm that you have all requisite power and authority to enter into the Contract.
- 11.3 Neither of the parties may transfer, charge or otherwise seek to deal with our rights or obligations under this Contract without the prior written consent of the other party, except that we may each transfer our respective rights and obligations under this Contract to any partnership or legal entity authorised to take over all or part of our business. This Contract is binding on each party hereto and on each of its permitted successors, assigns and legal representatives.
- 11.4 Neither of the parties will be liable to the other for any failure to fulfil obligations caused by circumstances outside our reasonable control.
- 11.5 In the event of any conflict between the Engagement Letter and these Standard Terms of Business or any other document which forms part of the Contract, the Standard Terms of Business will take precedence, except to the extent amended in the Engagement Letter by specific reference to the relevant clause of these Standard Terms of Business. In the event and only to the extent of any conflict between the Engagement Letter and any other document which forms part of the Contract, other than the Standard Terms of Business, the Engagement Letter will take precedence.
- 11.6 Unless stated expressly to the contrary in the Contract, no person who is not a party to the Contract will have the right to enforce any of the terms or provisions of the Contract.
- 11.7 This Contract forms the entire agreement between you and A&M relating to the Services and supersedes all prior agreements, understandings and representations with respect to the Services, including any confidentiality agreements between us. You represent that in agreeing to enter this Contract you have not relied on any other statement or representation made by A&M.
- 11.8 Neither we nor any other Alvarez & Marsal Entity will be prevented or restricted by virtue of our relationship with you under this Contract from providing services to other clients, including clients who may be in competition with you or whose interests may be in conflict with your own, subject to our professional obligations. You understand and agree that the deployment of our industry experts or other specialists is not exclusive and, as a result, we may deploy such Personnel at any time for the benefit of other clients, which may include others in your sector.
- 11.9.1 The Client agrees, effective from the date of this Contract and continuing (in respect of each Engagement Personnel) for a period of two years subsequent to the date upon which the relevant Engagement Personnel ceases to be involved in or connected with the provision of Services pursuant to or as a consequence of this Contract (the "**Relevant Period**"), that neither it nor its Affiliates will solicit, entice, induce or encourage any Engagement Personnel to leave or seek to leave his or her position with A&M or any other Alvarez & Marsal Entities for the purposes of being employed or engaged in any capacity by the Client (or any of its Affiliates) and regardless of whether or not that Engagement Personnel acts in breach of his or her contract of employment with A&M or any other Alvarez & Marsal Entities by so doing. For these purposes "**Engagement Personnel**" means Personnel who are senior members of the engagement team providing the Services (to include Managing Directors, Senior Directors and Directors) and any other senior Personnel who may assist in respect of or be connected with the Services from time to time.
- 11.9.2 As a separate obligation the Client agrees, effective from the date of this Contract and continuing (in respect of each Engagement Personnel) during the Relevant Period, that neither it nor its Affiliates will directly or indirectly employ, engage or retain any Engagement Personnel (or seek to

- do any such things) in any capacity, and regardless of whether or not that Engagement Personnel acts in breach of his or her contract of employment with A&M or any other Alvarez & Marsal Entities by so doing. For the avoidance of doubt and without limiting the ambit of this clause in any way, it will be a breach of this clause if the Client contracts with a third party, for the provision of the services of the Engagement Personnel or where the services contracted for will in practice be provided wholly or mainly by the Engagement Personnel. Furthermore and for the avoidance of doubt actions contrary to this clause 11.9.2 will remain a breach of this clause regardless of whether or not the Engagement Personnel has ceased to be employed by A&M or any Alvarez & Marsal Entity for any reason at the time the employment engagement or retention is offered to the Engagement Personnel.
- 11.9.3 Without prejudice to the foregoing if, during the Relevant Period, the Client (or any of its Affiliates) extends offers of employment to any Engagement Personnel and should such an offer be accepted, the Client will pay to A&M the following agreed upon amount which is the estimated cost (based on billable hours) to A&M of the loss and replacement of such Engagement Personnel: a fee based upon such Engagement Personnel's hourly rates multiplied by an assumed billing (over a one year period) of 4,000 hours for a Managing Director, 3,000 hours for a Senior Director and 2,000 hours for any other A&M employee. This fee would be payable at the time of the individual's acceptance of employment.
- 11.9.4 Each part of this clause 11.9 constitutes an entirely separate and independent obligation and does not operate to limit any other obligation owed by you, whether that obligation is express or implied by law. If any restriction is held to be invalid or unenforceable by a court of competent jurisdiction, it is intended and understood by the parties that such invalidity or unenforceability will not affect the remaining restrictions.
- 11.10 If any term or terms of the Contract shall be held to be invalid, illegal or unenforceable, such term or terms shall be deemed not to form part of the Contract without prejudice to the enforceability of the remaining terms of the Contract, provided always that if any such deletion substantially affects or alters the commercial basis of the Contract, the parties to the Contract will negotiate in good faith to amend and modify them as may be necessary or desirable in the circumstances.
- 12. Governing Law and Jurisdiction**
- 12.1 This Agreement, and any non-contractual obligations arising out of this Agreement or the Services, shall be governed by, and construed in accordance with, the laws of Germany.
- 12.2 Any controversy or claim arising out of or relating to this Agreement, including any question regarding its existence, shall be finally settled in accordance with the Arbitration Rules of the German Institution of Arbitration e.V. (DIS) without recourse to the ordinary courts of law.
- 12.3 The place of the arbitration shall be Munich. There shall be one arbitrator. The language of the arbitration shall be German.
- 12.4 Notwithstanding the foregoing, the parties shall be entitled to obtain interim relief from a competent court. Such relief may be overturned, upheld or amended by the arbitrator at the request of one of the parties.

Anlage 10

Entwurf des von der Hauptversammlung von ENCAVIS AG zu fassenden Übertragungsbeschlusses

ENTWURF des in der Hauptversammlung der ENCAVIS AG zu fassenden Übertragungsbeschlusses:

„Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre der ENCAVIS AG (Minderheitsaktionäre) werden gemäß § 62 Abs. 5 des Umwandlungsgesetzes in Verbindung mit den §§ 327a ff. des Aktiengesetzes gegen Gewährung einer von der Elbe BidCo AG mit Sitz in München (Hauptaktionärin) zu gewährenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 17,23 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der ENCAVIS AG auf die Elbe BidCo AG als Hauptaktionärin übertragen.“

Anlage 11

Tochterunternehmen und sonstige Beteiligungen der ENCAVIS AG

ANLAGE 11

Tochterunternehmen und sonstige Beteiligungen der ENCAVIS AG

Firma der Gesellschaft	Land	Sitz
A.M. Solar S.r.l.	Italien	Bruneck
Alameda S.r.L.	Italien	Bruneck
Almodóvar Solar S.L.U.	Spanien	Barcelona
APOLLO SOLAR S.r.l.	Italien	Bruneck
ARSAC 4 SAS	Frankreich	Paris
ARSAC 7 SAS	Frankreich	Paris
Asperg Erste Solar GmbH	Deutschland	Hamburg
Asperg Fünfte Solar GmbH	Deutschland	Hamburg
Asperg Sechste Solar GmbH	Deutschland	Hamburg
Asperg Zweite Solar GmbH	Deutschland	Hamburg
Asset Ocean GmbH	Deutschland	Hamburg
Atlantis Energy di CHORUS Solar Italia Centrale 5. S.r.l. & Co. S.a.s.	Italien	Bruneck
Aton 19 S.r.l.	Italien	Bruneck
Aton 21 S.r.l.	Italien	Bruneck
Bad Gandersheim II GmbH & Co. KG	Deutschland	Zossen
BESS Hettstedt Fünfte Energie GmbH	Deutschland	Hamburg
BESS M01a K/S	Dänemark	Roskilde
Bypass Nurseries LSPV Ltd.	Großbritannien	Derby
C.B. Solar S.r.l.	Italien	Bruneck
Cabrera Energía Solar S.L.U.	Spanien	Valencia
Cagli Solar di CHORUS Solar Italia Centrale 5. S.r.l. & Co. S.a.s.	Italien	Bruneck
Capital Stage Caddington II Ltd.	Großbritannien	Derby
Capital Stage Caddington Ltd.	Großbritannien	Derby
Capital Stage Cullompton Ltd.	Großbritannien	Derby

Capital Stage Hall Farm Ltd.	Großbritannien	Edinburgh
Capital Stage Investments Limited	Irland	Athlone
Capital Stage Manor Farm Ltd.	Großbritannien	Derby
Capital Stage Solar IPP GmbH	Deutschland	Hamburg
Capital Stage Tonedale 1 Ltd.	Großbritannien	Derby
Capital Stage Tonedale 2 Ltd.	Großbritannien	Derby
Capital Stage Tonedale LLP	Großbritannien	Derby
Capital Stage Venezia Beteiligungs GmbH	Deutschland	Hamburg
Capital Stage Wind Beteiligungs GmbH	Deutschland	Hamburg
Capital Stage Wind IPP GmbH	Deutschland	Hamburg
Casette S.r.l.	Italien	Bruneck
Centrale Eolienne de Bihy SARL	Frankreich	Vern-sur-Seiche
Centrale Fotovoltaica Camporota S.r.l.	Italien	Bruneck
Centrale Fotovoltaica Santa Maria in Piana S.r.l.	Italien	Bruneck
Centrale Fotovoltaica Treia 1 S.a.s. di Progetto Marche S.r.l.	Italien	Bruneck
Centrale Photovoltaïque d'Avon - les - Roches SAS	Frankreich	Paris
Centrale Photovoltaïque S-au-S06 SARL	Frankreich	Castelnau-le-Lez
Chiltern Renewables Colmworth Limited	Großbritannien	Derby
CHILTERN RENEWABLES ES LIMITED	Großbritannien	Derby
Chiltern Renewables Hockliffe Limited	Großbritannien	Derby
Chiltern Renewables Honeydon Limited	Großbritannien	Derby
CHORUS CleanTech 1. Fonds Invest GmbH	Deutschland	Neubiberg
CHORUS CleanTech 2. Fonds Invest GmbH	Deutschland	Neubiberg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solardach Betze KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Bitterfeld KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Bockelwitz KG	Deutschland	Hamburg

CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Burgheim KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Denkendorf KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Eisleben KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Gardelegen KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Greiz KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Gut Werchau KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Kemating KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Neuenhagen KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Pasewalk KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Richelbach KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Rietschen KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Rüdersdorf KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Ruhland KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Scheibenberg KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Vilseck KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Warrenzin KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarparks Niederbayern KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Windpark Hellberge KG	Deutschland	Hamburg

CHORUS CleanTech GmbH & Co. Windpark Ruhlkirchen KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS CleanTech GmbH & Co. Windpark Stolzenhain KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS Solar 3. S.r.l. & Co. S.a.s. 2	Italien	Bruneck
CHORUS Solar 3. S.r.l.	Italien	Bruneck
CHORUS Solar Casarano S.r.l.	Italien	Bruneck
CHORUS Solar Foggia 2 S.r.l.	Italien	Bruneck
CHORUS Solar Foggia 3 S.r.l.	Italien	Bruneck
CHORUS Solar Foggia 4 S.r.l.	Italien	Bruneck
CHORUS Solar Foggia 5 S.r.l.	Italien	Bruneck
CHORUS Solar Foggia 6 S.r.l.	Italien	Bruneck
CHORUS Solar Foggia 7 S.r.l.	Italien	Bruneck
CHORUS Solar Foggia 8 S.r.l.	Italien	Bruneck
CHORUS Solar Foggia 9 S.r.l.	Italien	Bruneck
CHORUS Solar Italia Centrale 5. S.r.l.	Italien	Bruneck
CHORUS Solar Matino S.r.l.	Italien	Bruneck
CHORUS Solar Nardò S.r.l.	Italien	Bruneck
CHORUS Solar Ternavasso Due S.r.l.	Italien	Bruneck
CHORUS Solar Ternavasso Uno S.r.l.	Italien	Bruneck
CHORUS Solar Torino Due S.r.l.	Italien	Bruneck
CHORUS Solar Torino Uno S.r.l.	Italien	Bruneck
CHORUS Wind Amöneburg GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS Wind Appeln GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
CHORUS Wind Hürth GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Clawdd Ddu Farm Ltd.	Großbritannien	Derby
CMS Solar Pappelberg GmbH & Co. KG	Deutschland	Gnevkow
CMS Solar Priesterbruch GmbH & Co. KG	Deutschland	Gültz
CMS Solar Tackscher Bruch GmbH & Co. KG	Deutschland	Gnevkow
Collecchio Energy S.r.L.	Italien	Bruneck

Communal le Court SAS	Frankreich	Paris
CPV Bach SARM	Frankreich	Castelnau-le-Lez
CPV Entoublanc SARM	Frankreich	Castelnau-le-Lez
CPV Sun 20 SARM	Frankreich	Castelnau-le-Lez
CPV Sun 21 SARM	Frankreich	Castelnau-le-Lez
CPV Sun 24 SARM	Frankreich	Castelnau-le-Lez
CS Solarpark Bad Endbach GmbH	Deutschland	Hamburg
CSG IPP GmbH	Deutschland	Hamburg
Data Trust GmbH	Deutschland	Neubiberg
DE - Stern 1 S.r.L.	Italien	Bruneck
DE - Stern 11 S.r.L.	Italien	Parma
DE - Stern 14 S.r.L.	Italien	Parma
De - Stern 15 S.r.L.	Italien	Bruneck
DE - Stern 4 S.r.L.	Italien	Bruneck
DE - Stern 8 S.r.L.	Italien	Parma
Desarrollos Empresariales Luanda S.L.U.	Spanien	Valencia
DE-Stern 10 S.r.l.	Italien	Bruneck
DMH Treuhand Vermögensverwaltung GmbH	Deutschland	Neubiberg
ENCAVIS AM Advisor GmbH	Deutschland	Neubiberg
ENCAVIS AM Management GmbH	Deutschland	Neubiberg
ENCAVIS AM Services GmbH	Deutschland	Neubiberg
Encavis Asset Management AG	Deutschland	Neubiberg
Encavis Bridge Financing GmbH	Deutschland	Hamburg
Encavis Bridge Portfolio Spain S.L.U.	Spanien	Madrid
Encavis Ecklak PV GmbH	Deutschland	Hamburg
Encavis Energieversorger I GmbH	Deutschland	Hamburg
Encavis Energieversorger I Portfolio GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Encavis Energieversorger I Verwaltungs GmbH	Deutschland	Hamburg
Encavis Finance B.V.	Niederlande	Rotterdam

Encavis GmbH	Deutschland	Neubiberg
Encavis Green Energy Supply GmbH	Deutschland	Hamburg
Encavis Hispania S.L.U.	Spanien	Madrid
Encavis Iberia GmbH	Deutschland	Hamburg
ENCAVIS Infrastructure S.à r.l.	Luxemburg	Grevenmacher
Encavis Nordbrise A/S	Dänemark	Roskilde
Encavis Nordbrise Beteiligungs AG & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Encavis Portfolio Management GmbH	Deutschland	Neubiberg
Encavis Portfolio Spain S.L.U.	Spanien	Madrid
Encavis Real Estate GmbH	Deutschland	Hamburg
Encavis Renewables Beteiligungs GmbH	Deutschland	Hamburg
Encavis Solar Beteiligungs GmbH	Deutschland	Hamburg
Encavis Solar Denmark ApS	Dänemark	Roskilde
Encavis Solar Fincken GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Encavis Solar Infrastruktur I GmbH	Deutschland	Hamburg
Encavis Solar Netherlands B.V.	Niederlande	Rotterdam
Encavis Solar Viterbo S.r.L.	Italien	Bruneck
Encavis Technical Services GmbH	Deutschland	Halle (Saale)
Encavis Wind Danmark ApS	Dänemark	Roskilde
Encavis Wind Danmark Beteiligungs AG & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Energia & Sviluppo S.r.L.	Italien	Bruneck
Energía Diodos S.L.U.	Spanien	Barcelona
Energie Solaire Biscaya SAS	Frankreich	Paris
Energiekontor Windstrom GmbH & Co. UW Lunestedt KG	Deutschland	Hamburg
Energiepark Bergheim-Repowering RE WP BE GmbH & Co. KG	Deutschland	Bremerhaven
Energiepark Breitendeich RE WP BD GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg

Energiepark Debestedt GmbH & Co. RE WP DE KG	Deutschland	Hamburg
Energiepark Grevenbroich RE WP GRE GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Energiepark Hürth-Barbarahof WP HB GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Energiepark Lunestedt GmbH & Co. WP HEE KG	Deutschland	Hamburg
Energiepark Lunestedt GmbH & Co. WP LUN KG	Deutschland	Hamburg
Energiepark Odisheim GmbH & Co. WP ODI KG	Deutschland	Hamburg
Energiepark Passow WP Briest III GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Enerstroom 1 B.V.	Niederlande	Rotterdam
Enerstroom 2 B.V.	Niederlande	Rotterdam
ENERTRAG Windfeld Freiheit III GmbH & Co. KG	Deutschland	Schenkenberg OT Dauerthal
ENERTRAG Windfeld Westliches Hügelland GmbH & Co. KG	Deutschland	Schenkenberg OT Dauerthal
EnSol Nordic AS	Norwegen	Lillestrøm
Fano Solar 1 S.r.L.	Italien	Bruneck
Fano Solar 2 S.r.L.	Italien	Bruneck
Ferme Eolienne de Maisontiers-Tessonniere SAS	Frankreich	Paris
Ferme Eolienne de Marsais I SAS	Frankreich	Paris
Ferme Eolienne de Marsais II SAS	Frankreich	Paris
Foxburrow Farm Solar Farm Ltd.	Großbritannien	Derby
Fronteris Solarpark Oberbürg GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Fundici Hive S.L.U.	Spanien	Madrid
GE.FIN. Energy Oria Division S.r.L.	Italien	Bruneck
Genia Extremadura Solar S.L.U.	Spanien	Valencia
GES 002 B.V.	Niederlande	Rotterdam

Gosfield Solar Ltd.	Großbritannien	Derby
Green Energy 010 GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Green Energy 018 GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Green Energy 034 GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
GreenGo Energy M01a K/S	Dänemark	Roskilde
GreenGo Energy M01b K/S	Dänemark	Roskilde
GreenGo Energy M23 K/S	Dänemark	Roskilde
GreenGo Energy M30 K/S	Dänemark	Roskilde
GreenGo Energy M34 K/S	Dänemark	Roskilde
GreenGo Energy S111 AB	Schweden	Malmö
GreenGo Energy S21 AB	Schweden	Malmö
Grid Essence UK Ltd.	Großbritannien	Derby
Griffin Develops S.L.	Spanien	Valencia
H&J Energieportfolio Verwaltungs GmbH	Deutschland	Neubiberg
Haut Lande SARL	Frankreich	Paris
Hornet Solar S.L.U.	Spanien	Madrid
Illevaaran Tuulivoima Oy	Finnland	Helsinki
Infrastruktur Amöneburg-Roßdorf GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Innovar Solar Park 1 GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Innovar Solar Park 10 GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Innovar Solar Park 2 GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Innovar Solar Park 39 GmbH & Co. KG	Deutschland	Meppen
Innovar Solar Park 4 GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Innovar Solar Park 44 GmbH & Co. KG	Deutschland	Meppen
Innovar Solar Park 45 GmbH & Co. KG	Deutschland	Meppen
Innovar Solar Park 46 GmbH & Co. KG	Deutschland	Meppen
Innovar Solar Park 49 GmbH & Co. KG	Deutschland	Meppen
Innovar Solar Park 5 GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Innovar Solar Park 7 GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg

Innovar Solar Park 8 GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
IOW Solar Ltd.	Großbritannien	Derby
Krumbach Photovoltaik GmbH	Deutschland	Hamburg
Krumbach Zwei Photovoltaik GmbH	Deutschland	Hamburg
La Florida Hive S.L.U.	Spanien	Madrid
La Gouardoune Centrale Solaire SARL	Frankreich	Paris
La Redonda Solar S.L.U.	Spanien	Barcelona
La Rocca Energy di CHORUS Solar 3. S.r.l. & Co. S.a.s.	Italien	Bruneck
Labraise Sud SARL	Frankreich	Paris
Lagravette SAS	Frankreich	Paris
Le Communal Est Ouest SARL	Frankreich	Paris
Le Lame S.r.l.	Italien	Bruneck
LT 01 S.r.l.	Italien	Bruneck
LT 02 S.r.l.	Italien	Bruneck
LT 04 S.r.l.	Italien	Bruneck
LT 05 S.r.l.	Italien	Bruneck
LT 08 S.r.l.	Italien	Bruneck
Lux Energy S.r.l.	Italien	Bruneck
Mermaid Solar Holding Aps	Dänemark	Roskilde
Mermaid Solar Komplementar ApS	Dänemark	Roskilde
Mermaid Solar Net K/S	Dänemark	Roskilde
MonSolar IQ Ltd.	Großbritannien	Derby
MTS4 S.r.L.	Italien	Bruneck
Narges Develops S.L.U.	Spanien	Valencia
Navid Enterprise S.L.U.	Spanien	Valencia
Neftis Business S.L.U.	Spanien	Valencia
Nørhede-Hjortmose Vindkraft I/S	Dänemark	Roskilde
Notaresco Solar S.r.L.	Italien	Bruneck
Oetzi S.r.L.	Italien	Bruneck

Paltusmäen Tuulivoima Oy	Finnland	Helsinki
Parco Eolico Monte Vitalba S.r.L.	Italien	Bozen
Pfeffenhausen-Egglhausen Photovoltaik GmbH	Deutschland	Hamburg
Piemonte Eguzki 2 S.r.l.	Italien	Bruneck
Piemonte Eguzki 6 S.r.l.	Italien	Bruneck
Polesine Energy 1 S.r.l.	Italien	Bruneck
Polesine Energy 2 S.r.l.	Italien	Bruneck
Progetto Marche S.r.l.	Italien	Bruneck
REGIS Treuhand & Verwaltung GmbH für Beteiligungen	Deutschland	Neubiberg
REM Renewable Energy Management GmbH	Deutschland	Neubiberg
Ribaforada 3 S.r.l.	Italien	Bruneck
Ribaforada 7 S.r.l.	Italien	Bruneck
Rodbourne Solar Ltd.	Großbritannien	Derby
San Giuliano Energy S.r.l.	Italien	Bruneck
San Martino S.r.l.	Italien	Bruneck
Sant´Omero Solar S.r.l.	Italien	Bruneck
Solaire Ille SARL	Frankreich	Castelnau-le-Lez
Solar Castuera S.L.U.	Spanien	Madrid
Solar Energy S.r.l.	Italien	Bruneck
Solar Farm FC1 S.r.l.	Italien	Bruneck
Solar Farm FC3 S.r.l.	Italien	Bruneck
Solar Park Rødby Fjord ApS	Dänemark	Søborg
Solar Park Svinningegården ApS	Dänemark	Søborg
Solarpark Bad Harzburg GmbH	Deutschland	Hamburg
Solarpark Boizenburg I GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Solarpark Brandenburg (Havel) GmbH	Deutschland	Hamburg
Solarpark Gelchsheim GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Solarpark Glebitzsch GmbH	Deutschland	Hamburg
Solarpark Gnannenweiler GmbH & Co. KG	Deutschland	Reußenköge

Solarpark Golpa GmbH & Co. KG	Deutschland	Reußenköge
Solarpark Lettewitz GmbH	Deutschland	Hamburg
Solarpark Lindenhof GmbH	Deutschland	Hamburg
Solarpark Lochau GmbH	Deutschland	Hamburg
Solarpark Neuhausen GmbH	Deutschland	Hamburg
Solarpark PVA GmbH	Deutschland	Hamburg
Solarpark Ramin GmbH	Deutschland	Hamburg
Solarpark Rassnitz GmbH	Deutschland	Hamburg
Solarpark Roitzsch GmbH	Deutschland	Hamburg
Solarpark Seevetal GmbH & Co. KG	Deutschland	Meppen
Solarpark Staig GmbH & Co. KG	Deutschland	Reußenköge
Sowerby Lodge Ltd.	Großbritannien	Derby
SP 07 S.r.l.	Italien	Bruneck
SP 09 S.r.l.	Italien	Bruneck
SP 10 S.r.l.	Italien	Bruneck
SP 11 S.r.l.	Italien	Bruneck
SP 13 S.r.l.	Italien	Bruneck
SP 14 S.r.l.	Italien	Bruneck
Stern Energy ApS	Dänemark	Åbyhøj
Stern Energy B.V.	Niederlande	Rotterdam
Stern Energy GmbH	Deutschland	Halle (Saale)
Stern Energy Ltd.	Großbritannien	London
Stern Energy S.p.A.	Italien	Parma
Stern Energy SAS	Frankreich	Paris
Stern PV 2 S.r.l.	Italien	Bruneck
Stern PV 3 S.r.l.	Italien	Bruneck
Stern PV 4 S.r.l.	Italien	Bruneck
Sun Time Renewable Energy di CHORUS Solar 3. S.r.l. & Co. S.a.s.	Italien	Bruneck
TC Wind Management GmbH	Deutschland	Neubiberg

Todderstaffe Solar Ltd.	Großbritannien	Derby
Treia 1 Holding S.r.l.	Italien	Bruneck
Treponti di CHORUS Solar 3. S.r.l. & Co. S.a.s.	Italien	Bruneck
Trequite Farm Ltd.	Großbritannien	Derby
Trequite Freehold Ltd.	Großbritannien	Derby
Trewidland Farm Ltd.	Großbritannien	Derby
UAB L-VĖJAS	Litauen	Vilnius
UGE Everswinkel GmbH & Co. KG Umweltgerechte Energie	Deutschland	Lohmen
UGE Malterhausen GmbH & Co. KG Umweltgerechte Energie	Deutschland	Hamburg
UGE Markendorf Eins GmbH & Co. KG Umweltgerechte Energie	Deutschland	Hamburg
UGE Voigtsdorf GmbH & Co. KG Umweltgerechte Energie	Deutschland	Lohmen
UK Sol SPV 2 AB	Schweden	Göteborg
UKA Windenergie Portfolio 34 GmbH	Deutschland	Meißen
UVG Umspannwerk Verwaltungsgesellschaft mbH	Deutschland	Neubiberg
Vallone S.r.l.	Italien	Bruneck
Varberg Norra 3 MW AB	Schweden	Göteborg
Windkraft Kirchheilingen IV GmbH & Co. KG	Deutschland	Kirchheilingen
Windkraft Olbersleben II GmbH & Co. KG	Deutschland	Olbersleben
Windpark Breberen GmbH	Deutschland	Neubiberg
Windpark Dahme - Wahlsdorf 3 GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Windpark Dannhausen III GmbH & Co. KG	Deutschland	Nürtingen
Windpark Desloch GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Windpark Gauaschach GmbH	Deutschland	Hamburg
Windpark Lairg Management GmbH	Deutschland	Neubiberg
Windpark Lairg Services GmbH	Deutschland	Neubiberg
Windpark Lairg Verwaltungs GmbH	Deutschland	Neubiberg

Windpark Schnellwettern GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Windpark Viertkamp GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Wisbridge Solar Ltd.	Großbritannien	Derby
Witches Solar Ltd.	Großbritannien	Derby
WP Bad Arolsen Landau GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
WP Dörnbach GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
WP Drensteinfurt GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
WP Niederöfflingen GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
WP Schieder GmbH & Co. KG	Deutschland	Hamburg
Zonnepark Apeldoorn Bloemenkamp B.V.	Niederlande	Rotterdam
Zonnepark Apeldoorn IJsseldijk B.V.	Niederlande	Rotterdam
Zonnepark Budel B.V.	Niederlande	Rotterdam
Zonnepark Ermelo Schaapsdijk B.V.	Niederlande	Rotterdam
Zonnepark Hijken B.V.	Niederlande	Rotterdam
Zonnepark Houten Oostrumsdijkje B.V.	Niederlande	Rotterdam
Zonnepark PV12 B.V.	Niederlande	Rotterdam
Zonnepark PV16 B.V.	Niederlande	Rotterdam
Zonnepark PV21 B.V.	Niederlande	Rotterdam
Zonnepark Zierikzee B.V.	Niederlande	Rotterdam
Promotores Chucena 220 KV C.B.	Spanien	Sevilla
Richelbach Solar GbR	Deutschland	Neubiberg
CHORUS IPP Europe GmbH	Deutschland	Neubiberg
Gnannenweiler Windnetz GmbH & Co. KG	Deutschland	Bopfingen
Pexapark AG	Schweiz	Schlieren
SECCIONADORA ALMODÓVAR RENOVABLES S.L.	Spanien	Málaga
Sistema Electrico de Conexion Nudo Don Rodrigo 220 KV S.L.	Spanien	Sevilla
TokWise OOD	Bulgarien	Sofia
Mezzaricotta Energia S.r.l.	Italien	Parma

Pexapark (UK) LTD	Großbritannien	London
Pexapark Inc.	Vereinigte Staaten von Amerika	Houston

* * *

Anlage 12

Gewährleistungserklärung der UniCredit Bank GmbH vom 2. Juni 2025

Elbe BidCo AG
Wiesenhüttenstr. 11
60329 Frankfurt am Main

UniCredit Bank GmbH
FTC Guarantees
Arabellastr. 12
81925 München
Telefon: +49 89/378-0
SWIFT: HYVEDEMMXXX
E-Mail: guarantees@unicredit.de

Ihr Gesprächspartner
Udo Schüpfer

Telefon
+49 89 378 41761

Datum
02.06.2025

zur Übermittlung an
den Vorstand der
ENCAVIS AG
Große Elbstraße 59
22767 Hamburg

Gewährleistungserklärung gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m § 327b Abs. 3 AktG für die Barabfindungsverpflichtung der Elbe BidCo AG zugunsten der Minderheitsaktionäre der ENCAVIS AG

Sehr geehrte Damen und Herren,

Sie - die Elbe BidCo AG mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 262997; im Folgenden auch die „Hauptaktionärin“ - haben uns mitgeteilt, dass Ihnen unmittelbar 152.259.755 der insgesamt 161.722.524 auf den Inhaber lautenden Stückaktien der ENCAVIS AG mit Sitz in Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 63197, und damit etwa 94,15% des Grundkapitals der ENCAVIS AG, gehören, mithin Aktien in Höhe von mehr als 90% des Grundkapitals der ENCAVIS AG. Die ENCAVIS AG hält keine eigenen Aktien. Die Elbe BidCo AG ist damit Hauptaktionärin der ENCAVIS AG im Sinne von § 62 Abs. 1 und 5 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 S. 1 AktG.

Sie haben uns ferner mitgeteilt, dass die Elbe BidCo AG und die ENCAVIS AG voraussichtlich am 3. Juni 2025 einen Verschmelzungsvertrag schließen werden, mit welchem die ENCAVIS AG als übertragende Gesellschaft ihr Vermögen als Ganzes mit allen Rechten und Pflichten unter Auflösung ohne Abwicklung nach §§ 2 Nr. 1, 20 Abs. 1 Nr. 1, Nr. 2, 60 ff. UmwG auf die Elbe BidCo AG als übernehmende Gesellschaft überträgt (Verschmelzung durch Aufnahme) und dass der Verschmelzungsvertrag gem. § 62 Abs. 5 S. 2 UmwG die Angabe enthält, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung ein Ausschluss der übrigen Aktionäre der ENCAVIS AG (nachfolgend „Minderheitsaktionäre“) als übertragender Gesellschaft erfolgen soll.

Sie haben uns weiter mitgeteilt, dass auf Verlangen der Elbe BidCo AG in der ordentlichen Hauptversammlung der ENCAVIS AG, die für den 16. Juli 2025 geplant ist, gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m § 327a Abs. 1 AktG

über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre an die Elbe BidCo AG gegen Gewährung einer von der Elbe BidCo AG festgelegten Barabfindung in Höhe von EURO 17,23 je auf den Inhaber lautende Stückaktie der ENCAVIS AG Beschluss gefasst werden soll.

Dies vorausgeschickt übernehmen wir, die UniCredit Bank GmbH mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 289472, ein im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugtes Kreditinstitut, hiermit nach § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m § 327b Abs. 3 AktG gegenüber jedem Minderheitsaktionär der ENCAVIS AG unbedingt und unwiderruflich die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin, jedem Minderheitsaktionär der ENCAVIS AG unverzüglich die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung in Höhe von EURO 17,23 je auf die Hauptaktionärin übertragene auf den Inhaber lautende Stückaktie der ENCAVIS AG zu zahlen, nachdem sowohl (i) der Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung der ENCAVIS AG im Handelsregister des Sitzes der ENCAVIS AG als auch (ii) die Verschmelzung der ENCAVIS AG auf die Elbe BidCo AG im Handelsregister des Sitzes der Elbe BidCo AG eingetragen sind und damit der Übertragungsbeschluss gemäß § 62 Abs. 5 S. 7, 8 UmwG i.V.m. § 327e Abs. 3 S. 1 AktG wirksam geworden ist.

Diese Gewährleistung umfasst auch die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin zur Zahlung von Zinsen gemäß § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 2 AktG in Höhe von jährlich fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz gemäß § 247 BGB ab Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister des Sitzes der ENCAVIS AG.

Diese Gewährleistungserklärung wird als selbständiges Garantieverprechen abgegeben und stellt einen echten Vertrag zugunsten Dritter dar (§ 328 Abs. 1 BGB), aus dem jedem Minderheitsaktionär der ENCAVIS AG ein direkter Zahlungsanspruch gegenüber der UniCredit Bank GmbH zusteht. Wir können aus dieser Erklärung nur insoweit in Anspruch genommen werden, als der Anspruch auf Barabfindung jeweils besteht und nicht verjährt ist. Im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär sind Einwendungen und Einreden aus dem Verhältnis der UniCredit Bank GmbH zur Hauptaktionärin ausgeschlossen.

Diese Gewährleistungserklärung im Sinne von § 62 Abs. 5 S. 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 3 AktG unterliegt ausschließlich dem Recht der Bundesrepublik Deutschland.

Mit freundlichen Grüßen

UniCredit Bank GmbH



UVZNr. 2682 / F / 2025

Beglaubigt wird die Echtheit der vorstehenden, vor mir anerkannten Unterschriften von

Herrn Hartmut **Barchet**, geboren am 28.01.1975,
und
Herrn Jan **Hesseler**, geboren am 14.11.1969,
beide persönlich bekannt,
beide geschäftsansässig in Arabellastraße 12, 81925 München.

Aufgrund Einsicht in das Handelsregister des Amtsgerichts München vom 02.06.2025 bescheinige ich, dass dort unter HRB 289472 die

UniCredit Bank GmbH
mit dem Sitz in München

eingetragen und Herr Hartmut **Barchet** und Herr Jan **Hesseler** als Prokuristen gemeinsam zu deren Vertretung berechtigt sind.

Weiter bescheinige ich, dass diese Gesellschaft früher als **Bayerische Hypo- und Vereinsbank Aktiengesellschaft** firmierte und die Änderung der Firma in **UniCredit Bank AG** von der Hauptversammlung am 30.09.2009 beschlossen und am 15.12.2009 in das Handelsregister eingetragen wurde.

Außerdem bescheinige ich, dass die UniCredit Bank GmbH früher als **UniCredit Bank AG** firmierte und die Änderung der Firma in **UniCredit Bank GmbH** mit Gesellschaftsvertrag vom 11.12.2023 im Rahmen des Formwechsels in eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung beschlossen und am 15.12.2023 in das Handelsregister eingetragen wurde.

Die vorstehende unterschriebene Anmeldung bzw. Erklärung habe ich nach § 378 Abs. 3 Satz 1 FamFG bzw. § 15 Abs 3 Satz 1 GBO geprüft.

München, den 02.06.2025



Dr. Sebastian Franck
Notar

