

11. Mai 2017

BERICHT

der

CAPITAL STAGE AG

als Hauptaktionärin der

CHORUS CLEAN ENERGY AG

über die

Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der CHORUS
Clean Energy AG auf die Capital Stage AG

sowie die

Angemessenheit der festgelegten Barabfindung

gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG

INHALTSVERZEICHNIS

	SEITE
DEFINIERTER BEGRIFFE UND ABKÜRZUNGEN	5
A. EINLEITUNG.....	6
B. DARSTELLUNG DER CHORUS UND DER CHORUS-GRUPPE.....	7
I. Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand.....	7
II. Organe und Vertretung	9
1. Vorstand.....	9
2. Aufsichtsrat	9
III. Kapital, Börsenhandel und Aktionärsstruktur.....	9
1. Kapital.....	9
2. Börsenhandel.....	14
3. Aktionärsstruktur.....	15
IV. Konzernstruktur der CHORUS-Gruppe und wesentliche Beteiligungen .	15
V. Geschäftstätigkeit der CHORUS-Gruppe	16
1. Überblick.....	16
2. Geschichtlicher Überblick und Börsengang.....	16
3. Öffentliches Übernahmeangebot der Capital Stage.....	17
4. Segmente	17
5. Portfolio	18
VI. Einbeziehung der CHORUS-Gruppe in den Konzern der Capital Stage..	19
VII. Wesentliche Finanzdaten, geschäftliche Entwicklung und Ertragslage der CHORUS-Gruppe.....	19
1. Eckdaten für die Geschäftsjahre 2014, 2015 und 2016	19
2. Geschäftsentwicklung und Ertragslage im Geschäftsjahr 2016.....	20
3. Sondereffekte und das bereinigte Ergebnis.....	21
4. Ausblick auf die geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation	22
VIII. Gewinnverwendung	22
IX. Mitarbeiter	23
C. DARSTELLUNG DER HAUPTAKTIONÄRIN	23
I. Überblick.....	23
II. Grundkapital, Aktien und Aktionäre	24
III. Organe und Vertretung	24
1. Vorstand.....	24
2. Aufsichtsrat	24
IV. Geschäftstätigkeit	25

D.	MEHRHEITSERWERB AN DER CHORUS DURCH DIE CAPITAL STAGE	25
I.	Historie des Erwerbs von CHORUS CLEAN ENERGY AG-Aktien durch die Capital Stage	25
1.	Mehrheitserwerb durch die Capital Stage und Gegenwärtige Beteiligungshöhe	25
E.	HINTERGRÜNDE DES AUSSCHLUSSES DER MINDERHEITSAKTIONÄRE.....	26
I.	Erhöhte Flexibilität	26
II.	Transaktionssicherheit	26
III.	Kosteneinsparung	27
IV.	Wegfall der Börsennotierung	27
V.	Keine gleichwirksame sinnvolle Alternative zum Squeeze-out.....	28
F.	VORAUSSETZUNGEN FÜR DEN AUSSCHLUSS DER MINDERHEITSAKTIONÄRE.....	28
I.	Überblick über die gesetzliche Regelung.....	28
II.	Die Capital Stage als Hauptaktionärin der CHORUS (Kapitalbeteiligung von mindestens 95 %).....	29
III.	Übertragungsverlangen der Hauptaktionärin nach § 327a Abs. 1 S. 1 AktG.....	29
IV.	Festlegung der Barabfindung	30
V.	Übertragungsbericht der Hauptaktionärin.....	30
VI.	Gewährleistungserklärung Kreditinstitut	31
VII.	Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung.....	31
VIII.	Zugänglichmachen der Unterlagen zur Vorbereitung der Hauptversammlung	32
IX.	Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung	33
X.	Eintragung in das Handelsregister	33
G.	AUSWIRKUNGEN DES AUSSCHLUSSES AUF MINDERHEITSAKTIONÄRE.....	34
I.	Übergang der Aktien auf Hauptaktionärin.....	34
II.	Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Zahlung einer angemessenen Abfindung	35
III.	Banktechnische Abwicklung der Zahlung der Barabfindung	36
IV.	Wegfall der Börsennotierung	36
V.	Steuerliche Auswirkungen	37
1.	Vorbemerkung.....	37
2.	Steuern auf den Gewinn aus der Übertragung	38

H. ERLÄUTERUNG UND BEGRÜNDUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG.....	44
I. Vorbemerkung.....	44
II. Ermittlung und Festlegung der Barabfindung nach § 327b Abs. 1 AktG.	45
1. Unternehmenswert der CHORUS CLEAN ENERGY AG.....	45
2. Börsenkurs und Referenzzeitraum.....	46
3. Festlegung der Barabfindung	47
4. Prüfung durch den gerichtlich bestellten Prüfer.....	48

DEFINIERTER BEGRIFFE UND ABKÜRZUNGEN

A&M	7	Gutachterliche Stellungnahme der	
AktG	6	KPMG	7
Auszahlende Stelle	40	Hauptaktionärin	6
BaFin	47	IDW S 1	45
Capital Stage	6	KPMG	7
Capital Stage-Gruppe	25	Minderheitsaktionäre	6
CHORUS	6	Öffentliches Übernahmeangebot	17
CHORUS-Aktien	6	Squeeze out	6
CHORUS-Gruppe	15	Veräußerungsgewinn	38
Delisting	27	Veräußerungsverlust	38
DZ BANK	7		

ÜBERTRAGUNGSBERICHT

A. EINLEITUNG

Gemäß §§ 327a ff. Aktiengesetz ("**AktG** ") kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (der "**Hauptaktionär**" bzw. die "**Hauptaktionärin**"), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre ("**Minderheitsaktionäre**") auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen (sog. aktienrechtlicher Squeeze Out).

Die Capital Stage AG mit Sitz in Hamburg und Geschäftsanschrift Große Elbstraße 59, 22767 Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 63197 ("**Capital Stage**") ist gegenwärtig unmittelbar mit insgesamt 26.320.719 auf den Inhaber lautenden Aktien an der CHORUS Clean Energy AG mit Sitz in Neubiberg und Geschäftsanschrift Prof.-Messerschmitt-Str. 3, 85579 Neubiberg eingetragen im Handelsregister München unter HRB 213342 ("**CHORUS**"), beteiligt. Das Grundkapital der CHORUS beträgt EUR 27.704.950,00 und ist eingeteilt in 27.704.950 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem jeweiligen rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00 pro Aktie ("**CHORUS-Aktien**"). Dies entspricht einer Beteiligung der Capital Stage von 95,0037 % am Grundkapital der CHORUS. Sie ist somit Hauptaktionärin im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

In dieser Eigenschaft hat die Capital Stage beschlossen, von der rechtlichen Möglichkeit zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre der CHORUS gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gem. §§ 327a ff AktG (im Folgenden der "**Squeeze out**") Gebrauch zu machen. Zu diesem Zweck hat die Capital Stage mit Schreiben vom 8. März 2017 das Verlangen im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der CHORUS gerichtet, die ordentliche Hauptversammlung der CHORUS über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Capital Stage gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen.

Nach Festlegung der Höhe der Barabfindung hat die Capital Stage ihr Verlangen vom 8. März 2017 mit Schreiben vom 9. Mai 2017 unter Angabe der von ihr festgelegten Barabfindung in Höhe von EUR 11,92 je auf den Inhaber lautender Stückaktie konkretisiert. Der Beschluss zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre soll auf der ordentlichen Hauptversammlung der CHORUS am 22. Juni 2017 gefasst werden. Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre der CHORUS wird mit Eintragung dieses Beschlusses in das Handelsregister der CHORUS wirksam.

Die Minderheitsaktionäre erhalten eine angemessene Barabfindung, die von der Capital Stage u.a. auf der Grundlage einer von der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ("**KPMG**") erstellten gutachterlichen Stellungnahme zur Ermittlung der Abfindungszahlung für die Minderheitsaktionäre der CHORUS ("**Gutachterliche Stellungnahme der KPMG**") festgelegt wurde. Die Stellungnahme von der KPMG vom 11. Mai 2017, die sich die Capital Stage in vollem Umfang zu eigen macht, ist als **Anlage 1** beigelegt und integraler Bestandteil dieses Übertragungsberichts.

Das Landgericht München I hat auf Antrag der Capital Stage vom 15. März 2017 mit Beschluss vom 22. März 2017 die A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Thierschplatz 6, 80538 München, ("**A&M**") als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt. Die A&M prüft die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG und erstattet hierüber einen gesonderten schriftlichen Prüfungsbericht.

Die Capital Stage hat als Hauptaktionärin am 10. Mai 2017 eine Erklärung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ("**DZ BANK**") im Sinne des § 327b Abs. 3 AktG erhalten, durch die die DZ BANK die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Capital Stage übernommen hat, den Minderheitsaktionären der CHORUS nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung zu zahlen. In Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorschriften wurde diese Gewährleistung dem Vorstand der CHORUS am 11. Mai 2017 und damit vor der Einberufung der ordentlichen Hauptversammlung, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschließen soll, übermittelt.

Zur Unterrichtung der Aktionäre der CHORUS über den geplanten Ausschluss der Minderheitsaktionäre erstattet die Capital Stage gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG diesen Übertragungsbericht, in dem im Folgenden die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.

B. DARSTELLUNG DER CHORUS UND DER CHORUS-GRUPPE

I. Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand

Die CHORUS ist eine unabhängige, börsennotierte Betreiberin von Solar- und Windparks sowie ein ganzheitlicher Dienstleister für Investments im Bereich Erneuerbare Energien. Es handelt sich um eine börsennotierte, nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Sitz in Neubiberg, Landkreis München. Der Gesellschaftssitz der CHORUS

befindet sich in der Prof.-Messerschmitt-Str. 3, 85579 Neubiberg. Die Gesellschaft ist im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 213342 eingetragen. Das Geschäftsjahr der CHORUS ist das Kalenderjahr.

§ 2 der Satzung der CHORUS beschreibt den Gegenstand des Unternehmens wie folgt:

„(1) Gegenstand des Unternehmens ist

- (a) das Betreiben von Infrastrukturprojekten, insbesondere von Anlagen zur Erzeugung, Speicherung oder Verteilung von erneuerbaren Energien, sowie aller damit zusammenhängender Tätigkeiten im In- und Ausland durch die Gesellschaft selbst oder durch verbundene Gesellschaften;*

- (b) das Erbringen von nicht genehmigungs- oder zustimmungs-pflichtigen Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Erwerb und der Errichtung von Infrastrukturprojekten, insbesondere bei Anlagen im Bereich der Erzeugung, Speicherung oder Verteilung von erneuerbaren Energien, im In- und Ausland durch die Gesellschaft selbst oder durch verbundene Gesellschaften;*

- (c) das Erbringen von Dienstleistungen im Bereich der kaufmännischen und technischen Betriebsführung während der Betriebsphase von Infrastrukturprojekten, insbesondere bei Anlagen im Bereich der Erzeugung, Speicherung oder Verteilung von erneuerbaren Energien, im In- und Ausland durch die Gesellschaft selbst oder durch verbundene Gesellschaften;*

- (d) die Beratung von Investoren, sowie die Konzeption, konzeptionelle Begleitung und die dauerhafte Beratung und Koordination von Beteiligungsprodukten im Bereich Infrastruktur, wozu insbesondere auch Beteiligungsprodukte mit Investitionen in den Bereichen Erneuerbare Energien, Telefon- und Kabelnetze, Energieeffizienz und -speicherung, Emissionsreduktionen, Recycling und Wasser gehören; sowie*

- (e) der Erwerb, die Veräußerung sowie das Halten und Verwalten von Beteiligungen an anderen Unternehmen im In- und Ausland, die im Bereich Infrastruktur, insbesondere im Bereich der Erzeugung, Speicherung oder Verteilung von erneuerbaren Energien sowie aller damit zusammenhängender Tätigkeiten, inkl. der Planung, Konstruktion und Herstellung von Komponenten und Anlagen zu deren Erzeugung, Speicherung oder Verteilung, tätig sind.*

(2) *Die Gesellschaft ist zu allen unmittelbaren oder mittelbaren Maßnahmen berechtigt, die dem Gegenstand des Unternehmens zu dienen geeignet sind. Die Gesellschaft kann Zweigniederlassungen und andere Unternehmen im In- und Ausland errichten. Die Gesellschaft kann ihren Betrieb ganz oder teilweise in verbundene Unternehmen ausgliedern oder verbundenen Unternehmen überlassen. Darüber hinaus kann die Gesellschaft ihre Tätigkeiten auch auf einen Teil des in Absatz (1) genannten Tätigkeitsbereichs beschränken.“*

II. Organe und Vertretung

1. Vorstand

Nach der Satzung der CHORUS besteht der Vorstand aus mindestens zwei Mitgliedern, deren Anzahl vom Aufsichtsrat bestimmt wird. Der Vorstand der CHORUS besteht gegenwärtig aus den folgenden beiden Vorstandsmitgliedern:

- Helmut Horst
- Karsten Mieth

Gemäß § 7 Abs. 1 Satz 1 der Satzung wird die CHORUS durch zwei Vorstandsmitglieder gemeinschaftlich oder durch ein Vorstandsmitglied gemeinsam mit einem Prokuristen vertreten. Von der ebenfalls nach § 7 Abs. 1 Satz 1 der Satzung bestehenden Ermächtigung der Erteilung von Einzelvertretungsmacht an Vorstandsmitglieder durch den Aufsichtsrat, hat dieser keinen Gebrauch gemacht.

2. Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat der CHORUS besteht gemäß § 9 Abs. 1 der Satzung aus drei Mitgliedern.

Dabei handelt es sich gegenwärtig um die folgenden Personen:

- Holger Götze (Vorsitzender)
- Dr. Heinrich Riederer (stellvertretender Vorsitzender)
- Dr. Christoph Husmann

III. Kapital, Börsenhandel und Aktionärsstruktur

1. Kapital

Gegenwärtig beträgt das Grundkapital der CHORUS EUR 27.704.950,00 eingeteilt in 27.704.950 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem jeweiligen rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie. Es gibt keine unterschiedlichen Aktiegattungen. Jede Aktie ist voll stimm- und dividendenberechtigt.

a) Ermächtigung zur Kapitalerhöhung (Genehmigtes Kapital)

aa) Genehmigtes Kapital 2015/I

Der Vorstand ist gemäß § 4 Abs. 5 der Satzung der CHORUS ermächtigt, das Grundkapital der Gesellschaft mit Zustimmung des Aufsichtsrats bis einschließlich zum 9. März 2020 einmalig oder mehrmals um bis zu insgesamt EUR 8.724.269,99 gegen Bar- und / oder Sacheinlagen durch Ausgabe von neuen auf den Inhaber lautenden Stückaktien zu erhöhen (**Genehmigtes Kapital 2015/I**). Den Aktionären ist dabei grundsätzlich ein Bezugsrecht einzuräumen. Die neuen Aktien können gemäß § 186 Abs. 5 AktG auch von einem Kreditinstitut oder einem nach § 53 Abs. 1 Satz 1 oder § 53b Abs. 1 Satz 1 oder der Abs. 7 KWG tätigen Unternehmen mit der Verpflichtung übernommen werden, sie den Aktionären zum Bezug anzubieten (mittelbares Bezugsrecht).

Der Vorstand ist jedoch ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Bezugsrecht der Aktionäre in den folgenden Fällen ganz oder teilweise auszuschließen (soweit derzeit noch relevant):

- wenn die neuen Aktien gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG gegen Bar-einlagen zu einem Ausgabebetrag ausgegeben werden, der den Börsenpreis der bereits börsennotierten Aktien nicht wesentlich unterschreitet und der anteilige Betrag der nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG unter Ausschluss des Bezugsrechts ausgegebenen Aktien am Grundkapital zehn vom Hundert (10 %) des Grundkapitals zum Zeitpunkt der Eintragung dieser Ermächtigung in das Handelsregister oder – sofern dieser Betrag geringer ist – zum jeweiligen Zeitpunkt der Ausübung der Ermächtigung nicht übersteigt. Aktien, die zur Bedienung von Anleihen mit Wandel- oder Optionsrechten oder Wandelverpflichtungen dienen, sind auf die 10 %-Grenze anzurechnen, wenn diese Anleihen unter Ausschluss der Aktionärsbezugsrechte entsprechend § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG während des Berechtigungszeitraums ausgegeben wurden. Auf die 10 %-Grenze sind eigene Aktien anzurechnen, die von der CHORUS gegebenenfalls während der Laufzeit

dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts gemäß oder entsprechend § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG veräußert worden sind;

- für Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlagen, insbesondere um die neuen Aktien Dritten beim Erwerb von Unternehmen, Unternehmensanteilen oder Beteiligungen an Unternehmen anbieten zu können;
- für Spitzenbeträge;
- um Inhabern von Wandel- oder Optionsrechten bezogen auf Schuldverschreibungen, die von der CHORUS oder deren nachgeordneten Konzernunternehmen ausgegeben werden, ein Bezugsrecht zu gewähren;

Der Vorstand ist ferner ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Durchführung von Kapitalerhöhungen, insbesondere den Inhalt der aktienbezogenen Rechte und die allgemeinen Bedingungen der Aktienaussgabe, festzulegen.

bb) Genehmigtes Kapital 2015/II

Der Vorstand ist gemäß § 4 Abs. 5a der Satzung der CHORUS ermächtigt, das Grundkapital der Gesellschaft mit Zustimmung des Aufsichtsrats bis zum 19. März 2020 einmalig oder mehrmals um bis zu insgesamt EUR 2.275.731 gegen Bar- und/oder Sacheinlagen durch Ausgabe von neuen auf den Inhaber lautenden Stückaktien zu erhöhen (**Genehmigtes Kapital 2015/II**). Den Aktionären ist dabei grundsätzlich ein Bezugsrecht einzuräumen. Die neuen Aktien können gemäß § 186 Abs. 5 AktG auch von einem Kreditinstitut oder einem nach § 53 Abs. 1 Satz 1 oder § 53b Abs. 1 Satz 1 oder Abs. 7 KWG tätigen Unternehmen mit der Verpflichtung übernommen werden, sie den Aktionären zum Bezug anzubieten (mittelbares Bezugsrecht).

Der Vorstand ist jedoch ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Bezugsrecht der Aktionäre in den folgenden Fällen ganz oder teilweise auszuschließen (soweit derzeit noch relevant):

- wenn die neuen Aktien gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG gegen Bar-einlagen zu einem Ausgabebetrag ausgegeben werden, der den Börsenpreis der bereits börsennotierten Aktien nicht wesentlich unterschreitet und der anteilige Betrag der nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG

unter Ausschluss des Bezugsrechts ausgegebenen Aktien am Grundkapital zehn vom Hundert (10 %) des Grundkapitals zum Zeitpunkt der Eintragung dieser Ermächtigung in das Handelsregister oder – sofern dieser Betrag geringer ist – zum jeweiligen Zeitpunkt der Ausübung der Ermächtigung nicht übersteigt. Aktien, die zur Bedienung von Anleihen mit Wandel- oder Optionsrechten oder Wandelverpflichtungen dienen, sind auf die 10 %-Grenze anzurechnen, wenn diese Anleihen unter Ausschluss der Aktionärsbezugsrechte entsprechend § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG während des Berechtigungszeitraums ausgegeben wurden. Auf die 10 %-Grenze sind eigene Aktien anzurechnen, die von der CHORUS gegebenenfalls während der Laufzeit dieser Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts gemäß oder entsprechend § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG veräußert worden sind;

- für Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlagen, insbesondere um die neuen Aktien Dritten beim Erwerb von Unternehmen, Unternehmensteilen oder Beteiligungen an Unternehmen anbieten zu können;
- für Spitzenbeträge;
- um Inhabern von Wandel- oder Optionsrechten bezogen auf Schuldverschreibungen, die von der CHORUS oder deren nachgeordneten Konzernunternehmen ausgegeben werden, ein Bezugsrecht zu gewähren.

Der Vorstand ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Durchführung von Kapitalerhöhungen, insbesondere den Inhalt der aktienbezogenen Rechte und die allgemeinen Bedingungen der Aktienaussgabe, festzulegen.

b) Bedingte Kapitalerhöhungen

aa) Bedingtes Kapital 2015/I

Gemäß § 4 Abs. 6 der Satzung der CHORUS ist das Grundkapital der Gesellschaft um bis zu EUR 300.000,00 durch Ausgabe von bis zu 300.000 neuen, auf den Inhaber lautenden Stückaktien mit einem anteiligen Betrag des Grundkapitals von je EUR 1,00 bedingt erhöht ("**Bedingtes Kapital 2015/I**"). Die bedingte Kapitalerhöhung dient ausschließlich dem Zweck der Gewährung von Bezugsrechten (Aktienoptionen) an Mitglieder des Vorstands der

CHORUS nach näherer Maßgabe der Bestimmungen des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 10. März 2015. Sie wird nur insoweit durchgeführt, wie von Bezugsrechten nach Maßgabe dieses Ermächtigungsbeschlusses Gebrauch gemacht wird und die Gesellschaft die Gegenleistung nicht mit eigenen Aktien erbringt, wobei für die Gewährung und Abwicklung von Bezugsrechten an die Mitglieder des Vorstands ausschließlich der Aufsichtsrat zuständig ist. Die neuen Aktien nehmen vom Beginn des Geschäftsjahrs an, in dem sie durch Ausgabe entstehen, am Gewinn teil. Erfolgt die Ausgabe nach Ablauf eines Geschäftsjahrs, jedoch vor dem Beschluss über die Verwendung des Gewinns, so nehmen die neuen Aktien auch am Gewinn des letzten abgelaufenen Geschäftsjahrs teil, sofern rechtlich zulässig.

Der Aufsichtsrat der Gesellschaft ist ermächtigt, die Fassung von § 4 Abs. 6 der Satzung der CHORUS entsprechend der jeweiligen Inanspruchnahme des bedingten Kapitals durch Ausgabe von Bezugsaktien anzupassen sowie alle sonstigen damit im Zusammenhang stehenden Änderungen der Satzung vorzunehmen, die nur die Fassung betreffen. Entsprechendes gilt für den Fall der Nichtausnutzung der Ermächtigung zur Ausgabe von Bezugsrechten nach Ablauf des Ermächtigungszeitraums sowie für den Fall der Nichtausnutzung des bedingten Kapitals nach Ablauf der Fristen für die Ausübung von Bezugsrechten.

bb) Bedingtes Kapital 2015/II

Gemäß § 4 Abs. 7 der Satzung der CHORUS in der Fassung vom 23. März 2016 ist das Grundkapital der Gesellschaft um bis zu EUR 8.424.269,00, eingeteilt in bis zu 8.424.269 auf den Inhaber lautende Stückaktien, bedingt erhöht ("**Bedingtes Kapital 2015/II**"). Die bedingte Kapitalerhöhung dient der Gewährung von Aktien bei Ausübung von Options oder Wandlungsrechten bzw. bei Erfüllung von Options- oder Wandlungspflichten an die Inhaber bzw. Gläubiger der aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 10. März 2015 ausgegebenen Optionsschuldverschreibungen, Wandelschuldverschreibungen, Genussrechte und/oder Gewinnschuldverschreibungen (bzw. Kombinationen dieser Instrumente) (zusammen die "Schuldverschreibungen"). Die Ausgabe der neuen Aktien erfolgt zu dem nach Maßgabe des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 10. März 2015 jeweils festzulegenden Options- bzw. Wandlungspreis. Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur insoweit durchgeführt, wie die Inhaber bzw. Gläubiger von Schuldverschreibungen, die von der Gesellschaft oder

von Gesellschaften, an denen die Gesellschaft unmittelbar oder mittelbar eine Mehrheitsbeteiligung (Stimm- und Kapitalmehrheit) hält, aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 10. März 2015 bis einschließlich zum 9. März 2020 ausgegeben bzw. garantiert werden, von ihren Options- oder Wandlungsrechten Gebrauch machen bzw. Options- oder Wandlungspflichten aus solchen Schuldverschreibungen erfüllt werden und soweit nicht andere Erfüllungsformen eingesetzt werden. Die aufgrund der Ausübung des Options- oder Wandlungsrechts bzw. der Erfüllung der Options- oder Wandlungspflicht ausgegebenen neuen Aktien nehmen vom Beginn des Geschäftsjahrs an, in dem sie entstehen, am Gewinn teil.

Der Vorstand ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung festzusetzen. Der Aufsichtsrat ist ermächtigt, die Fassung von § 4 Abs. 7 der Satzung der CHORUS entsprechend der jeweiligen Inanspruchnahme des bedingten Kapitals und nach Ablauf sämtlicher Options- bzw. Wandlungsfristen zu ändern sowie alle sonstigen damit in Zusammenhang stehenden Anpassungen der Satzung vorzunehmen, die nur die Fassung betreffen.

Derzeit sind Bezugsrechte weder ausgegeben noch ausstehend, aufgrund deren Ausübung Aktien aus den bedingten Kapitalia ausgegeben werden können; insbesondere hat die CHORUS keine Optionsschuldverschreibungen, Wandelschuldverschreibungen, Genussrechte, Gewinnschuldverschreibungen oder Bezugsrechte zur Gewährung von Aktienoptionen ausgegeben.

c) Eigene Aktien

Die CHORUS hält keine eigenen Aktien.

2. Börsenhandel

a) Börsenhandel bis zum 2. Mai 2017

Die CHORUS-Aktien (ISIN DE000A12UL56 bzw. ISIN DE000A2BPKL6) waren bis zum 2. Mai 2017 (einschließlich) zum Börsenhandel am regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse mit gleichzeitiger Zulassung zum Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (*Prime Standard*) zugelassen. Sie sind darüber hinaus in den Freiverkehr der Börsen in Stuttgart, Berlin,

Düsseldorf und München einbezogen und werden über die elektronische Handelsplattform XETRA gehandelt.

b) **Widerruf der Zulassung zum Prime Standard**

Der Vorstand der CHORUS hat aufgrund eines Beschlusses vom 18. Januar 2017 mit Zustimmung des Aufsichtsrats, einen Antrag auf Widerruf der CHORUS-Aktien zum Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgeflichten (*Prime Standard*) gestellt. Mit Wirkung zum 3. Mai 2017 sind die CHORUS-Aktien zum Börsenhandel am regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (*General Standard*) zugelassen. Der Widerruf betrifft nur den Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse und nicht die unter a) genannten Notierungen im Freiverkehr.

3. Aktionärsstruktur

Die Capital Stage hält zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts unmittelbar 26.320.719 CHORUS-Aktien als auf den Inhaber lautenden Stückaktien und damit 95,0037 % des Grundkapitals der CHORUS. Die Capital Stage ist damit Hauptaktionär im Sinne des § 327 a Abs. 1 AktG. Die übrigen CHORUS-Aktien befinden sich im Streubesitz.

Auf Basis der Pflichtmitteilungen nach dem WpHG und der Veröffentlichung auf der Internetseite der CHORUS ist derzeit neben der Hauptaktionärin die Aktionärin Invesco Ltd., Hamilton, Bermuda mit 3,03 Prozent (840.613 Stimmrechte) laut Stimmrechtsmitteilung vom 11. Februar 2016 an der CHORUS beteiligt. Sämtliche Stimmrechte werden indirekt über die Invesco Asset Management Ltd. gehalten und werden der Invesco Ltd. nach §22 Abs. 1 Nr. 1 WpHG zugerechnet.

IV. Konzernstruktur der CHORUS-Gruppe und wesentliche Beteiligungen

Die CHORUS ist die Muttergesellschaft der aus ihr und ihren Tochtergesellschaften bestehenden Unternehmensgruppe (die "**CHORUS-Gruppe**"). Die CHORUS-Gruppe ist ein unabhängiger und wachstumsorientierter Betreiber von derzeit 95, demnächst nach Vollzug zweier weiterer Transaktionen insgesamt 97 Wind- und Solarparks. Zur CHORUS-Gruppe gehören zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Berichts 84 in den Konsolidierungskreis einbezogene Tochtergesellschaften, 2 Assoziierte Unternehmen und eine Gemeinschaftsvereinbarung (GbR). Die Gesellschaften sind in der als **Anlage 6** beigefügten Tabelle aufgeführt.

Als Muttergesellschaft übt die CHORUS im Wesentlichen Leitungsfunktionen aus, wie u.a. in den Bereichen Konzernstrategie, Risikomanagement, Konzernrechnungslegung und Controlling, Finanzen, Rechtsfunktionen, Besteuerung, Marketing, IT, Personalmanagement und Öffentlichkeitsarbeit. Das operative Geschäft der CHORUS-Gruppe wird ausschließlich von den jeweiligen direkten und indirekten operativen Tochtergesellschaften der CHORUS ausgeführt. CHORUS erbringt die kaufmännische Betriebsführung für diese Gesellschaften.

V. Geschäftstätigkeit der CHORUS-Gruppe

1. Überblick

Die CHORUS-Gruppe ist sowohl als Betreiber von Solar- und Windparks als auch als ganzheitlicher Dienstleister für Investments im Bereich Erneuerbare Energien tätig. Die CHORUS-Gruppe verwaltet aktuell ein Portfolio von derzeit knapp 540 und bald über 555 Megawatt (MW) Gesamtleistung, verteilt über 95 demnächst 97 Anlagen in sieben Ländern Europas. Für institutionelle Investoren bietet sie Möglichkeiten, in Anlagen zur Erzeugung Erneuerbarer Energien zu investieren. Die CHORUS-Gruppe deckt den gesamten Investitionszyklus, - vom Asset sourcing über das Durchführen von Commercial-, Financial-, Technical- und Legal Due Diligence im Rahmen von Solar- und Windpark Transaktionen, das kaufmännische Anlagenmanagement sowie die Steuerung und Überwachung der technischen Betriebsführung bis hin zur Veräußerung der Anlagen- ab.

Das Gesamtportfolio der CHORUS aus eigenen und für Dritte gemanagten Anlagen hat im Geschäftsjahr 2016 insgesamt 758.078 MWh (2015: 392.463 MWh) Strom aus Erneuerbaren Energien Anlagen erzeugt.

2. Geschichtlicher Überblick und Börsengang

Die CHORUS ging in ihrer heutigen Form aus der CHORUS-Gruppe hervor. 1998 wurde die CHORUS GmbH als Keimzelle der CHORUS-Gruppe gegründet. Die CHORUS-Gruppe betätigte sich als Vertriebsgesellschaft für Investitionsmöglichkeiten in Deutschland. Ab 2006 fokussierte die CHORUS-Gruppe ihre Aktivitäten auf das Asset Management im Bereich der erneuerbaren Energien und begann mit dem Aufbau eines Portfolios von Wind- und Solaranlagen. Die CHORUS-Gruppe hat seit 2006 zahlreiche geschlossene Fonds aufgelegt.

2014 wurde die CHORUS-Gruppe reorganisiert. Die heutige CHORUS Aktiengesellschaft wurde geschaffen und am 4. August 2014 in das Handelsregister des Amtsgerichts München eingetragen. Die CHORUS-Fonds brachten ihr Vermögen im Austausch gegen

CHORUS-Aktien als Sacheinlage in die CHORUS ein. Die CHORUS-Fonds haben die CHORUS-Aktien dann an die Anleger der CHORUS-Fonds übertragen.

Am 7. Oktober 2015 folgte der Börsengang der CHORUS. Die CHORUS-Aktie (ISIN DE000A12UL56 bzw. ISIN DE000A26PKL6) wurde im regulierten Markt (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse mit einem Ausgabekurs von EUR 9,75 platziert. Die CHORUS-Aktie war für einen Teil des Jahres 2016 in den SDAX einbezogen.

3. Öffentliches Übernahmeangebot der Capital Stage

Am 30. Mai 2016 veröffentlichte die Capital Stage die Entscheidung zur Abgabe eines freiwilligen, öffentlichen Übernahmeangebots an die Aktionäre der CHORUS. Das Angebot sah einen reinen Aktientausch vor, bei dem jeweils drei (3) CHORUS-Aktien gegen fünf (5) Capital Stage-Aktien umgetauscht wurden ("**Öffentliches Übernahmeangebot**").

Das Öffentliche Übernahmeangebot konnte von den CHORUS-Aktionären in der Zeit vom 28. Juli bis zum 5. Oktober 2016 angenommen werden. 94,42 % der CHORUS-Aktionäre haben ihre CHORUS-Aktien zum Tausch eingereicht. Insgesamt wurden mehr als 26 Millionen CHORUS-Aktien zum Umtausch in Capital Stage-Aktien eingereicht. Auf Basis des Umtauschverhältnisses wurden in Folge mehr als 43,6 Millionen neue Capital Stage-Aktien ausgegeben.

4. Segmente

Die CHORUS ist in den drei Geschäftssegmenten Stromerzeugung aus Solarenergie, Stromerzeugung aus Windenergie und Asset Management tätig. Sowohl im Bereich der Energieerzeugung als auch im Bereich Asset Management hat die CHORUS eine starke Marktposition in den von ihr abgedeckten Märkten inne. Das Asset Management umfasst alle Dienstleistungen in diesem Geschäftsbereich, das heißt die Initiierung von Fonds beziehungsweise die individuelle Gestaltung und Strukturierung sonstiger Investitionen für professionelle Anleger im Bereich Erneuerbare Energien sowie den Betrieb der von diesen Anlegern gehaltenen Anlagen. Darüber hinaus werden die operativen und Asset Management Dienstleistungen auch für Konzerngesellschaften erbracht, die die eigenen Parks betreiben.

a) Segment Solarenergie

Dieses Segment umfasst 55 Solarparks in Deutschland und Italien, die eine Leistung von rund 150 MW erbringen.

b) Segment Stromerzeugung aus Windenergie

Dieses Segment umfasst 13 Windparks in Deutschland, Frankreich und Österreich, die eine Leistung von rund 117 MW erbringen.

c) Segment Asset Management

Dieses Segment umfasst alle Dienstleistungen in diesem Geschäftsbereich, das heißt die Initiierung von Fonds beziehungsweise die individuelle Gestaltung und Strukturierung sonstiger Investitionen für professionelle Anleger im Bereich Erneuerbare Energien sowie den Betrieb der von diesen Anlegern gehaltenen Anlagen. CHORUS erbringt Dienstleistungen für weitere 7 Solarparks und 22 Windparks solcher Anleger. Darüber hinaus werden die operativen und Asset Management Dienstleistungen auch für Konzerngesellschaften der CHORUS-Gruppe erbracht, die die Parks der CHORUS betreiben.

5. Portfolio

Im Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Berichts hat das Portfolio aus Solar und Windparks der CHORUS eine Gesamtleistung von knapp 540. Innerhalb der letzten anderthalb Jahre hat die CHORUS ihr Portfolio stark erweitert und konnte die Zahl der durch die CHORUS betriebenen Erneuerbare Energien Anlagen von 72 auf derzeit 95 erhöhen. Der Erwerb von zwei weiteren Windparks ist bereits erfolgt, der Vollzug der beiden Erwerbe findet kurzfristig statt. Die Gesamtleistung des Portfolios der Erneuerbaren Energie Anlagen wird dann über 555 MW betragen.

Das Portfolio weist eine geographische Ausdehnung auf insgesamt sieben Länder Europas auf und konnte im Geschäftsjahr 2016 im Bereich der Windparks erheblich ausgebaut werden.

Signifikante Zuwächse erreichte die CHORUS auch im Geschäftsbereich Asset Management, in dem sie institutionellen Investoren ein umfangreiches Dienstleistungsspektrum rund um die Investition in und den Betrieb von Erneuerbare Energien Anlagen bietet. Von den insgesamt 62 Solar- und aktuell 33 Windparks ihres Portfolios werden heute sieben Solarparks und 20 Windparks im Rahmen des Asset Managements für Dritte betreut. Allein im zweiten Halbjahr 2016 hat die CHORUS rund EUR Mio. 124 im Auftrag ihrer institutionellen Kunden investiert und weitere Asset Management Vereinbarungen geschlossen. Die Gesamtleistung des Portfolios aus Photovoltaik- und Windanlagen, die die CHORUS für institutionelle Kunden betreut, stieg im Geschäftsjahr 2016 um 100 MW auf über 270 MW an.

Die Standorte der von der CHORUS betriebenen Anlagen sind nach eigener Ansicht besonders ertragreich und weisen eine hohe regionale Diversifizierung auf. Insbesondere hat die CHORUS mit 53 % einen hohen Anteil deutscher Parks im Portfolio (gemessen an der Gesamt-MW-Kapazität für die Parks im Eigenbesitz). Gemäß der Investitionsstrategie der CHORUS werden nur solche Erneuerbare Energien-Anlagen erworben, deren Einspeisevergütung gesetzlich verankert oder über langfristige Abnahmeverträge gesichert und deren Projektentwicklung weitestgehend abgeschlossen ist. Kaufverträge werden so gestaltet, dass die CHORUS keine Entwicklungs- und Baukostenrisiken trägt sondern nur "schlüsselfertige" Parks erwirbt.

VI. Einbeziehung der CHORUS-Gruppe in den Konzern der Capital Stage

Die weitere Annahmefrist des Öffentlichen Übernahmeangebots endete am 5. Oktober 2016 um 24:00 Uhr. Die Annahmequote der CHORUS-Aktionäre betrug 94,42 %. Mit dem Ende der weiteren Annahmefrist hat die Capital Stage Kontrolle über die CHORUS-Gruppe erlangt. Daher wird die CHORUS-Gruppe seit dem 5. Oktober 2016 im Zuge der Vollkonsolidierung in den Konsolidierungskreis der Capital Stage einbezogen. Die Tochtergesellschaften der CHORUS, die bislang den Segmenten Stromerzeugung aus Solarenergie und Stromerzeugung aus Windenergie zugeordnet waren, wurden in die Segmente PV Parks und Windparks der Capital Stage überführt. Im Zuge des Unternehmenszusammenschlusses hat die Capital Stage das Segment Asset Management neu geschaffen. Die CHORUS und die Tochtergesellschaften, die bislang dem Segment Asset Management zugeordnet waren, wurden in die Segmente Verwaltung und Asset Management der Capital Stage überführt. Der Geschäftsbericht 2016 stellt dies ausführlich dar.

VII. Wesentliche Finanzdaten, geschäftliche Entwicklung und Ertragslage der CHORUS-Gruppe

1. Eckdaten für die Geschäftsjahre 2014, 2015 und 2016

Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über die wesentlichen wirtschaftlichen Eckdaten der CHORUS -Gruppe in den Geschäftsjahren 2014, 2015 und 2016. Die Angaben sind, soweit nicht anders angegeben, unverändert den jeweiligen Konzernabschlüssen der CHORUS zum 31. Dezember, die nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) erstellt wurden, beziehungsweise dem Rechnungswesen der CHORUS, entnommen.

In Mio. EUR	2014¹	2015	2015²⁾	2016	2016³
Umsatz	3.349	58.582	58.582	62.751	62.751
EBITDA	-1.289	42.856	45.693	45.644	47.886
EBIT	-1.363	20.880	23.717	18.975	21.217
Jahresüberschuss	-1.590	8.961	11.071	4.282	7.856
Bilanzsumme	509.304	610.745	610.745	676.266	676.266
Eigenkapital	125.692	232.029	232.029	231.171	231.171
Ergebnis je Aktie	-0,40	0,45	0,55	0,15	0,28

Quelle: Geschäftsberichte CHORUS AG 2015, Geschäftsbericht CHORUS AG 2016 (es wurden jeweils die angepassten Vorjahresbeträge verwendet)

2. Geschäftsentwicklung und Ertragslage im Geschäftsjahr 2016

Mit einem Umsatz von TEUR 62.751 in 2016 liegt CHORUS über dem Umsatz des vorherigen Jahres (TEUR 58.582). Hauptursache für den Anstieg sind die Akquisitionen der europäischen Windparks während des Geschäftsjahres 2016 sowie die steigenden Umsätze im Segment Asset Management. Im Gegensatz dazu wirken sich die Veräußerung von zwei italienischen Parks zum Jahresanfang sowie das geringere Windaufkommen negativ auf den Konzernumsatz aus. Aufgrund einer geringeren Sonneneinstrahlung wurde mit den Solaranlagen 6,5 Prozent weniger Umsatz erzielt. Im Segment Windenergie wurde im gleichen Zeitraum ein deutlicher Anstieg der Umsatzerlöse um 117,9 Prozent verzeichnet. Der Anstieg ist größtenteils auf die Akquisitionen im Bereich Windenergie seit Ende 2015 zurückzuführen. Auf dieser Basis stieg der Anteil von Windenergie am Gesamtumsatz von 10,1 in 2015 auf 20,6 Prozent in 2016.

Die Umsatzentwicklung hängt zu großen Teilen von der Stromproduktion der Solar- und Windparks ab. Diese lag im Geschäftsjahr 2016 bei insgesamt 341.306 MWh. Hiervon entfielen 31 Prozent der Stromerzeugung auf die Solarparks in Deutschland und 19 Prozent auf die Solarparks in Italien. Die andere Hälfte der Stromproduktion stammt aus den Windparks, wobei 24 Prozent in Deutschland, 18 Prozent in Frankreich und 8 Prozent in

¹ Finanzkennzahlen nur eingeschränkt vergleichbar, da 74 operative sowie die Holdinggesellschaften inklusive Solar- und Windparks erst im Dezember 2014 eingebracht wurden. Außerdem handelt es sich nur um ein Rumpfgeschäftsjahr für den Zeitraum 31. Juli 2014 bis 31. Dezember 2014.

² Ertragslage bereinigt um einmalige Aufwendungen aus dem Börsengang.

³ Ertragslage bereinigt um einmalige Aufwendungen aus der Übernahme durch die Capital Stage AG.

Österreich generiert wurden. Die von der Gesellschaft erwirtschafteten sonstigen Erträge beinhalten im Wesentlichen Erträge aus Unternehmenszusammenschlüssen sowie Unternehmensverkäufen. Diese stiegen in 2016 im Vergleich zum Vorjahr um TEUR 1.358 von TEUR 2.621 auf TEUR 3.979 an. Vorrangig hängt dies mit der Erfassung der negativen Unterschiedsbeträge aus der Erstkonsolidierung der in 2016 erworbenen Windparks zusammen. Des Weiteren sind die Erträge aus der Veräußerung der beiden italienischen Solarparks Anfang 2016 sowie des Windparks Glénay zum Jahresende enthalten.

Die Aufwendungen enthalten Großteils die Betriebskosten der Solar- und Windparkanlagen sowie Verwaltungskosten, welche sich im Geschäftsjahr 2016 auf TEUR 17.042 (2015: TEUR 15.661) beliefen. Die Erweiterung des Portfolios der CHORUS ist hauptsächlich für den Anstieg verantwortlich. Im Zuge der Übernahme durch die Capital Stage AG liefen weitere Kosten in Höhe von TEUR 2.242 auf, welche unter den sonstigen Aufwendungen erfasst wurden. Im Vorjahr hingegen waren einmalige Kosten in Höhe von TEUR 2.837 in Zusammenhang mit dem Börsengang im Oktober 2015 enthalten.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) im Geschäftsjahr 2016 betrug insgesamt TEUR 45.644 (2015: TEUR 42.856). Damit lag die EBITDA-Marge bei 73 Prozent unverändert zum Vorjahr.

Unter den Abschreibungsaufwand fallen im Wesentlichen die planmäßigen Abschreibungen auf Wind- und Solarparks welche sich in 2016 auf TEUR 26.669 (2015: TEUR 21.976) beliefen. Der verzeichnete Anstieg um TEUR 4.693 lässt sich ebenfalls auf die Erweiterung des Anlagenportfolios zurückführen. Somit ergab sich für das Geschäftsjahr 2016 des CHORUS-Konzerns ein Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT) in Höhe von TEUR 18.975 (2015: TEUR 20.880), was einer EBIT-Marge von 30 Prozent (2015: 36 Prozent) entspricht.

Der Jahresüberschuss im Geschäftsjahr 2016 lag bei TEUR 4.282 und einer Marge von 7 Prozent gegenüber TEUR 8.961 und 15 Prozent Marge in 2015. In dem Gesamtergebnis in Höhe von TEUR 4.129 (2015: TEUR 9.704) ist neben dem Jahresüberschuss noch das sonstige Ergebnis in Höhe von TEUR –153 (2015: TEUR 743) enthalten. Dieses resultiert aus der Marktwertveränderung der zur Veräußerung verfügbaren finanziellen Vermögenswerte nach Steuern.

3. Sondereffekte und das bereinigte Ergebnis

Im Geschäftsjahr 2016 enthielten die sonstigen betrieblichen Aufwendungen einmalige Kosten, die in Zusammenhang mit der Übernahme durch die Capital Stage AG entstanden

sind. Wie bereits vorab erwähnt, sind im Zuge der Übernahme außerdem ein Teil der steuerlichen Verlustvorträge untergegangen.

Im vorherigen Geschäftsjahre fielen außergewöhnliche Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Börsengang an.

In Folge der Anpassungen beträgt der bereinigte Jahresüberschuss des Geschäftsjahrs 2016 TEUR 7.856, was einer angepassten Ergebnis-Marge von 13 Prozent entspricht.

Das um die Aufwendungen für den Börsengang in Höhe von TEUR 2.837 bereinigte E-BITDA belief sich im Geschäftsjahr 2015 auf TEUR 45.693 und einer angepassten Marge von 78 Prozent entspricht. Das Vorjahresergebnis von TEUR 23.717 und einer Marge von 41 Prozent liegt damit weit unter dem aktuellen Ergebnis.

Nach den Anpassungen beläuft sich Jahresüberschuss in 2016 auf TEUR 7,856, was einer Marge von 16 Prozent entspricht. Das Segments Asset Management zeigt aufgrund der Ausweitung der Geschäftstätigkeit im Bereich Asset Management bei den wesentlichen Leistungsindikatoren einen starken Anstieg im Geschäftsjahr 2016 gegenüber dem Vorjahreszeitraum.

4. Ausblick auf die geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation

Die Gutachterliche Stellungnahme von der KPMG, die diesem Übertragungsbericht als **Anlage 1** beigefügt ist (Abschnitt 2.1 bis 2.4), gibt einen detaillierten Einblick auf die von der CHORUS erwartete Geschäftsentwicklung und Ertragslage.

VIII. Gewinnverwendung

Die Zahlung von Dividenden an Aktionäre kann nur aus Bilanzgewinn der Aktiengesellschaft erfolgen, über dessen Verwendung die Hauptversammlung beschließt (§ 174 AktG).

Die Hauptversammlung der CHORUS hat am 22. Juni 2016 die Ausschüttung einer Dividende von EUR 0,18 je Aktie zugestimmt, sodass sich insgesamt eine Zahlung in Höhe von EUR 4.987.000 ergab. Die Dividende war gemäß § 27 KStG steuerfrei. Zur Auszahlung der Dividende wurde gemäß der Beschlussfassung der Hauptversammlung der Bilanzgewinn des Geschäftsjahres 2015 verwendet. Plangemäß erfolgte die Auszahlung der Bardividende am 23. Juni 2016.

Der Gewinnverwendungsbeschluss für die ordentliche Hauptversammlung am 22. Juni 2017 sieht vor den Bilanzgewinn von EUR 10.078.579,43 auf neue Rechnung vorzutragen.

IX. Mitarbeiter

Die CHORUS-Gruppe beschäftigte zum 31. Dezember 2016 im Jahresdurchschnitt 35 Mitarbeiter in Management und Verwaltung (gerechnet auf Basis von Vollzeitkräften).

C. DARSTELLUNG DER HAUPTAKTIONÄRIN

I. Überblick

Die Capital Stage ist eine börsennotierte, nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft, mit Sitz in Hamburg. Die Capital Stage ist im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 63197 eingetragen

Das Geschäftsjahr ist das Kalenderjahr.

Gegenstand des Unternehmens ist gemäß § 2 der Satzung:

1. a) *das Betreiben von Anlagen zur Produktion von Strom aus erneuerbaren Energieträgern im In- und Ausland durch die Gesellschaft selbst oder durch ihre Tochtergesellschaften als freier Stromproduzent;*
 - b) *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 Strom aus erneuerbaren Energieträgern im In- und Ausland durch die Gesellschaft selbst oder durch ihre Tochtergesellschaften;*
 - c) *der Erwerb, das Halten, die Verwaltung und die Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen.*
2. *Die Gesellschaft ist zu allen Maßnahmen und Geschäften berechtigt, die geeignet sind, den Gesellschaftszweck zu fördern. Sie kann im In- und Ausland Zweigniederlassungen errichten, andere Unternehmen gründen, bestehende erwerben oder sich an solchen beteiligen sowie Unternehmensverträge abschließen. Sie kann Patente, Marken, Lizenzen, Vertriebsrechte und andere Gegenstände und Rechte erwerben,*

nutzen und übertragen. Der Unternehmensgegenstand von Tochter- und Beteiligungsunternehmen darf auch ein anderer sein als der im vorstehenden Absatz genannten Unternehmensgegenstand, sofern er nur geeignet erscheint, den Geschäftszweck der Gesellschaft zu fördern.“

II. Grundkapital, Aktien und Aktionäre

Das Grundkapital der Capital Stage beträgt gemäß § 4 Abs. 1 der Satzung EUR 126.523.660,00 und ist eingeteilt in 126.523.660 nennwertlosen auf den Inhaber lautenden Stückaktien. Die Aktien sind zum Handel am regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse bei gleichzeitiger Zulassung zum Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) und am regulierten Markt der Hanseatischen Wertpapierbörse zugelassen. Die Aktien sind unter anderem in den Index SDAX einbezogen. Sie sind darüber hinaus in den Freiverkehr der Börsen in Stuttgart, Berlin, Düsseldorf und München einbezogen und werden über die elektronische Handelsplattform XETRA der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Ferner ist die Capital Stage-Aktie in die Indizes Haspax, PPVX sowie Solar Energy Stock Index einbezogen.

III. Organe und Vertretung

1. Vorstand

Die Capital Stage wird gemäß § 9 der Satzung durch zwei Vorstandsmitglieder gemeinschaftlich oder durch ein Vorstandsmitglied zusammen mit einem Prokuristen vertreten. Ist nur ein Vorstandsmitglied vorhanden, vertritt dieses die Gesellschaft allein. Der Aufsichtsrat kann Einzelvertretungsermächtigung an Vorstandsmitglieder erteilen. Dem Vorstand gehören aktuelle folgende Personen an:

- Dr. Christoph Husmann
- Holger Götze.

2. Aufsichtsrat

Der Aufsichtsrat der Capital Stage besteht gem. § 10 Abs. 1 der Satzung aus acht Mitgliedern, die alle von der Hauptversammlung gewählt werden. Gegenwärtig gehören dem Aufsichtsrat folgende Personen an:

- Herr Dr. Manfred Krüper (Vorsitzender)
- Herr Alexander Stuhlmann (stellvertretender Vorsitzender)
- Albert Büll
- Dr. Cornelius Liedtke
- Dr. Jörn Kreke
- Prof. Dr. Fritz Vahrenholt
- Christine Scheel
- Peter Heidecker

IV. Geschäftstätigkeit

Die Capital Stage ist die Obergesellschaft der Capital Stage-Gruppe (die "**Capital Stage-Gruppe**"), die aus der Obergesellschaft sowie ihren Beteiligungen (darunter die Photovoltaik- und Windparkprojektgesellschaften) besteht. Die Capital Stage-Gruppe ist nach eigener Einschätzung Deutschlands größter unabhängiger Solarparkbetreiber. Ihr Kerngeschäft ist der Erwerb und Betrieb von Solar- und Onshore-Windparks in Deutschland und Europa. Die Hauptaktionärin konzentriert sich bei der Akquisition neuer Anlagen in der Regel auf schlüsselfertige Projekte oder bereits bestehende Anlagen, die über garantierte Einspeisevergütungen oder langfristige Stromabnahmeverträge verfügen und in geografischen Regionen errichtet wurden, die sich durch ein stabiles wirtschaftspolitisches Umfeld und verlässliche Investitions- und Rahmenbedingungen auszeichnen. Die Hauptaktionärin ist in den Segmenten Photovoltaik-Anlagen, Windparks und Photovoltaik-Anlage Service tätig. Das Portfolio der Capital Stage-Gruppe einschließlich der CHORUS umfasst derzeit 160 Solarparks und 44 (bald 46) Windparks, die eine Energiemenge von 1.224 (bald 1.239) MW erzeugen. Die Anlagen befinden sich in sieben Ländern Europas.

D. MEHRHEITSERWERB AN DER CHORUS DURCH DIE CAPITAL STAGE

I. Historie des Erwerbs von CHORUS CLEAN ENERGY AG-Aktien durch die Capital Stage

1. Mehrheitserwerb durch die Capital Stage und Gegenwärtige Beteiligungshöhe

Nach Abwicklung des freiwilligen öffentlichen Erwerbsangebots am 18. Oktober 2016 hielt die Capital Stage insgesamt 26.159.985 CHORUS-Aktien, was einem Anteil von 94,42 % des gesamten Grundkapitals und der Stimmrechte der CHORUS entspricht.

Die Capital Stage hat weitere CHORUS-Aktien über die Börse hinzuerworben und schließlich im März 2017 ein weiteres Paket CHORUS-Aktien von einem institutionellen Investor im Rahmen eines Aktientauschs, zu den wirtschaftlichen Bedingungen des Öffentlichen Übernahmeangebots aus dem Jahre 2016 erworben. Die Capital Stage hält aktuell 95,0037 % des Grundkapitals der CHORUS. Am 8. März 2017 leitete die Capital Stage ein Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären gemäß §§ 327a ff. AktG (Squeeze out) ein.

E. HINTERGRÜNDE DES AUSSCHLUSSES DER MINDERHEITSAKTIONÄRE

Gemäß §§ 327a ff. AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen des Hauptaktionärs beschließen, die Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung zu übertragen. Die Capital Stage möchte als Hauptaktionärin von dieser gesetzlich ausdrücklich vorgesehenen Regelung Gebrauch machen. Das Gesetz verlangt keine sachliche Rechtfertigung für die Übertragung der Aktien auf den Hauptaktionär, gleichwohl fasst die Capital Stage die wesentlichen Gründe für ihr Verlangen wie folgt zusammen:

I. Erhöhte Flexibilität

Nach Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin wird die Capital Stage Alleinaktionärin der CHORUS sein. Beschlüsse der Hauptversammlung der CHORUS können damit zukünftig kurzfristig und ohne aufwendige Vorbereitung einer Publikumshauptversammlung gefasst werden. Die Hauptversammlungen der CHORUS können nach einem Ausschluss der Minderheitsaktionäre unter Verzicht auf Schutzvorschriften zu Gunsten dieser, etwa betreffend Frist und Form der Einberufung, abgehalten werden. Diese Vereinfachung der Beschlussfassung soll es der CHORUS ermöglichen, schnell und flexibel auf etwaige Änderungen der wirtschaftlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen und die Marktverhältnisse zu reagieren sowie Strukturmaßnahmen und sonstige Vorgänge unter Einbeziehung der Hauptversammlung zügiger umzusetzen.

II. Transaktionssicherheit

Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre schafft neben der erhöhten Flexibilität eine erhöhte Transaktionssicherheit. Das Risiko, dass sich Struktur- und Kapitalmaßnahmen insbesondere durch unbegründete Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen von Minderheitsaktionären verzögern, entfällt. Aufwendige und kostenintensive gerichtliche Auseinandersetzungen, die die personellen und finanziellen Ressourcen der Aktiengesellschaft in signifikantem Umfang binden, werden zukünftig vermieden. Die vermögensrechtlichen Interessen der Minderheitsaktionäre werden gemäß den gesetzlichen Vorschriften der §§ 327a ff. AktG umfassend gewahrt, indem sie eine angemessene Barabfindung für die Übertragung ihrer Aktien erhalten.

III. Kosteneinsparung

Zusätzlich zu der erhöhten Flexibilität führt die Möglichkeit, künftig auf die aufwendige Vorbereitung einer Publikumshauptversammlung verzichten zu können, zu einer erheblichen Kostenersparnis. Kosten für Vorbereitung, Einberufung und Durchführung der jährlichen Hauptversammlung entfallen. Neben den Kosten für die Veröffentlichung der Einladung im Bundesanzeiger, die Versendung von Unterlagen an die Aktionäre und die Veranstaltung der Hauptversammlung als solcher betrifft dies insbesondere auch Kosten für die rechtliche Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung, sei es im Zusammenhang mit der Erstellung von Berichten an die Hauptversammlung oder mit der Aufbereitung der Informationen für die Aktionäre. Darüber hinaus bedarf es keines vollumfänglichen Geschäftsberichts und keines Konzernabschlusses mehr für die CHORUS und auch keine gesonderte Prüfung des Abschlusses durch einen eigenen Wirtschaftsprüfer, sodass die dafür anfallenden Kosten gesenkt werden können.

IV. Wegfall der Börsennotierung

Infolge der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der CHORUS auf die Capital Stage wird die Zulassung der CHORUS-Aktien zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse entfallen. Die Zulassung der CHORUS-Aktien zum Handel im regulierten Markt wird, entweder auf Antrag der CHORUS hin oder aufgrund einer Entscheidung von Amts wegen, widerrufen werden ("**Delisting**"). Außerdem wird die CHORUS darauf hinwirken, dass die Einbeziehung der CHORUS-Aktien in den Freiverkehr der Börsen in Stuttgart, Berlin, Düsseldorf und München sowie der Handel über die elektronische Handelsplattform XETRA beendet wird. Hierdurch werden sich die Anforderungen an die Regelpublizität ganz erheblich verringern, die Pflicht zur Ad hoc-Publizität beispielsweise wird vollständig entfallen. Die mit der Notierung als solcher und den hohen Publizitätsstandards verbundenen Kosten können daher künftig eingespart werden. Außerdem kann der gesamte finanzielle und zeitliche firmeninterne Aufwand im

Zusammenhang mit der Börsennotierung entfallen, insbesondere derjenige in Verbindung mit Investor Relations. Ein Bedürfnis für eine Möglichkeit der Kapitalaufnahme über den Kapitalmarkt besteht für die CHORUS nicht.

V. Keine gleichwirksame sinnvolle Alternative zum Squeeze-out

Nur durch Unternehmensverträge oder ein isoliertes Delisting können die aufgeführten Vorteile nicht vollständig erreicht werden.

F. VORAUSSETZUNGEN FÜR DEN AUSSCHLUSS DER MINDERHEITSAKTIONÄRE

I. Überblick über die gesetzliche Regelung

Die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft kann gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär beschließen.

Der Hauptaktionär muss an den Vorstand der Gesellschaft das Verlangen richten, dass die Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt. Zudem muss der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung festlegen, die gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss. Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen oder mehrere auf Antrag des Hauptaktionärs vom zuständigen Landgericht bestellte sachverständige Prüfer zu prüfen (§ 327c Abs. 2 Satz 2 AktG). Die Prüfer haben gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e AktG einen schriftlichen Bericht über das Ergebnis ihrer Prüfung zu erstatten. Ferner hat der Hauptaktionär der Hauptversammlung nach § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen der Übertragung und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden. Vor Einberufung der Hauptversammlung hat der Hauptaktionär zudem dem Vorstand der Gesellschaft die Erklärung eines Kreditinstituts zu übermitteln, in der dieses die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergebenen Aktien zu zahlen (§ 327b Abs. 3 AktG). Als Folge daraus erlangen alle Minderheitsaktionäre

in ihrer Eigenschaft als Gläubiger der Barabfindung einen unmittelbaren Zahlungsanspruch gegen das Kreditinstitut für den Fall, dass der Hauptaktionär die festgelegte Barabfindung nicht oder nicht rechtzeitig zahlt.

Von der Einberufung der Hauptversammlung an sind ferner in den Geschäftsräumen der Gesellschaft der Entwurf des Übertragungsbeschlusses, die Jahresabschlüsse und Lageberichte der Gesellschaft für die letzten drei Geschäftsjahre, der Bericht des Hauptaktionärs sowie der Bericht des vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers zur Einsicht der Aktionäre auszulegen (§ 327c Abs. 3 AktG). Auf Verlangen ist jedem Aktionär unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen zu erteilen (§ 327c Abs. 4 AktG). Die zuletzt genannten Pflichten nach § 327c Abs. 3 und 4 AktG entfallen gemäß § 327c Abs. 5 AktG, wenn die genannten Unterlagen für denselben Zeitraum über die Internetseite der Gesellschaft zugänglich gemacht werden. Zudem sind die genannten Unterlagen in der Hauptversammlung auszulegen (§ 327d Satz 1 AktG).

Die Hauptversammlung hat über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär zu beschließen. Für den Übertragungsbeschluss ist die einfache Stimmenmehrheit ausreichend (§ 133 Abs. 1 AktG). Nach zustimmendem Beschluss der Hauptversammlung hat der Vorstand der Gesellschaft den Übertragungsbeschluss zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden (§ 327e Abs. 1 Satz 1 AktG). Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen kraft Gesetzes gemäß § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG alle Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär über. Im Gegenzug erlangen die Minderheitsaktionäre einen Anspruch gegen den Hauptaktionär auf Zahlung der festgelegten Barabfindung.

II. Die Capital Stage als Hauptaktionärin der CHORUS (Kapitalbeteiligung von mindestens 95 %)

Das Grundkapital der CHORUS beträgt EUR 27.704.950,00. Es ist eingeteilt in 27.704.950 Stückaktien. Da die CHORUS Stückaktien ausgegeben hat, bestimmt sich der Anteil, den die Hauptaktionärin halten muss, vorliegend nach der Zahl der Aktien (§ 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 1 AktG).

Die Capital Stage hielt am 8. März 2017, dem Tag des ersten Übertragungsverlangens nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG, und hält zum heutigen Tag 26.320.719 CHORUS-Aktien. Dies entspricht einer Beteiligung am Grundkapital von 95,0037 %. Die Capital Stage ist damit Hauptaktionärin der CHORUS im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

III. Übertragungsverlangen der Hauptaktionärin nach § 327a Abs. 1 S. 1 AktG

Die Capital Stage hat als Hauptaktionärin mit Schreiben vom 8. März 2017 an den Vorstand der CHORUS das Verlangen gerichtet, die ordentliche Hauptversammlung der CHORUS auf der Grundlage der §§ 327a ff. AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der CHORUS auf die Capital Stage als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Eine Kopie des Schreibens ist dem Übertragungsbericht als **Anlage 2** beigelegt.

Nach Festlegung der Barabfindung auf EUR 11,92 hat die Capital Stage dieses Verlangen mit Schreiben vom 9. Mai 2017 konkretisiert. Eine Kopie des Schreibens vom 9. Mai 2017 ist dem Übertragungsbericht als **Anlage 3** beigelegt.

IV. Festlegung der Barabfindung

Nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest.

Maßgeblich für den Wert der Barabfindung ist grundsätzlich die Ermittlung der Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär.

Die Capital Stage hat als Hauptaktionärin die Höhe der für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre zu gewährenden Barabfindung mit EUR 11,92 je CHORUS-Aktie festgelegt. Bei der Festlegung der Barabfindung wurde die Capital Stage von der KPMG unterstützt (siehe unten unter Ziffer H.II). Die KPMG hat den Unternehmenswert der CHORUS anhand anerkannter Bewertungsgrundsätze ermittelt. Die Capital Stage macht sich die von der KPMG erstellte Gutachterliche Stellungnahme der KPMG vollumfänglich zu Eigen. Sie ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 1** beigelegt und bildet einen integralen Bestandteil dieses Übertragungsberichts. In ihrer Bewertung kommt die KPMG zu dem Schluss, dass EUR 11,74 die angemessene Barabfindung ist (ausführlich hierzu S. 74 ff. der **Anlage 1**). Unter Berücksichtigung des volumengewichteten inländischen Börsenkurs der CHORUS-Aktie während der letzten drei Monate vor dem 8. März 2017 von EUR 11,88, hat die Capital Stage beschlossen, diesen Wert als angemessene Barabfindung anzusehen. Im Hinblick auf den Umstand, dass die Capital Stage nicht beabsichtigt, einer Dividendenzahlung für das Geschäftsjahr 2016 zuzustimmen, hat die Capital Stage diesen Betrag um EUR 0,04 auf EUR 11,92 erhöht, um die Minderheitsaktionäre wirtschaftlich so zu stellen, als werde für das Geschäftsjahr 2016 die gesetzliche Mindestdividende in Höhe von EUR 0,04 je CHORUS-Aktie gezahlt.

V. Übertragungsbericht der Hauptaktionärin

Die Capital Stage erstattet als Hauptaktionärin der CHORUS gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG diesen Übertragungsbericht. In dem Bericht werden in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorgaben insbesondere die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet.

VI. Gewährleistungserklärung Kreditinstitut

Die Capital Stage hat am 10. Mai 2017 eine Erklärung der DZ BANK erhalten, durch die die DZ BANK die Gewährleistung für die Verpflichtung der Capital Stage übernommen hat, den Minderheitsaktionären der CHORUS nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergebenen CHORUS-Aktien zu zahlen. In Übereinstimmung mit § 327b Abs. 3 AktG wurde diese Gewährleistungserklärung dem Vorstand vorab am 11. Mai 2017 und damit vor Einberufung der ordentlichen Hauptversammlung der CHORUS, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschließen soll, übermittelt. Die Gewährleistungserklärung der DZ BANK vom 10. Mai 2017 gibt den Minderheitsaktionären einen unmittelbaren Anspruch auf Zahlung der Barabfindung gegen die DZ BANK. Im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär sind Einwendungen und Einreden der DZ BANK aus deren Verhältnis zur Capital Stage ausgeschlossen.

Im Einklang mit den von der Rechtsprechung bestätigten gesetzlichen Vorgaben beschränkt sich die Gewährleistungserklärung auf die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung. Sollte ein Gericht im Rahmen eines Spruchverfahrens die Angemessenheit der Barabfindung nachträglich höher festsetzen, so ist der Differenzbetrag nicht von der Gewährleistungserklärung der DZ BANK umfasst.

Die Gewährleistungserklärung der DZ BANK ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 4** beigefügt.

VII. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

Die Angemessenheit der Barabfindung ist nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Das Landgericht München I hat auf Antrag der Capital Stage mit Beschluss vom 22. März 2017, A&M als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung nach § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt. Der Beschluss des Landgerichts vom 22. März 2017, ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 5** beigefügt.

A&M erstattet über das Ergebnis der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung nach Maßgabe des § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e AktG gesondert Bericht. Der Bericht des sachverständigen Prüfers wird entsprechend den aktienrechtlichen Bestimmungen ab dem Tag der Einberufung der ordentlichen Hauptversammlung der CHORUS, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschließt, zugänglich gemacht (siehe auch sogleich unter Ziffer F.VIII Zugänglichmachen der Unterlagen zur Vorbereitung der Hauptversammlung).

VIII. Zugänglichmachen der Unterlagen zur Vorbereitung der Hauptversammlung

Von der Einberufung der Hauptversammlung an liegen die folgenden Unterlagen in den Geschäftsräumen der CHORUS zur Einsichtnahme der Aktionäre aus und werden im Internet unter www.chorus.de/investor-relations/hauptversammlung zur Einsicht und zum kostenlosen Download bereitgestellt:

- der Entwurf des Übertragungsbeschlusses;
- die Jahresabschlüsse und Lageberichte (soweit vorhanden) der CHORUS für die Geschäftsjahre 2014, 2015 und 2016;
- dieser Übertragungsbericht der Hauptaktionärin Capital Stage gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG einschließlich seiner Anlagen, namentlich
 - Gutachterliche Stellungnahme von der KPMG zur Ermittlung der Abfindungszahlung für die Minderheitsaktionäre der CHORUS, Neubiberg zum 11. Mai 2017 (**Anlage 1**),
 - Übertragungsverlangen der Capital Stage gemäß § 327a Abs. 1 AktG vom 8. März 2017 (**Anlage 2**),
 - Konkretisiertes Übertragungsverlangen der Capital Stage gemäß § 327a Abs. 1 AktG vom 9. Mai 2017 (**Anlage 3**),
 - Gewährleistungserklärung der DZ BANK Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main vom 10. Mai 2017 (**Anlage 4**),
 - Bestellungsbeschluss des gerichtlichen Prüfers durch das Landgericht München I vom 22. März 2017 (**Anlage 5**),
 - Übersicht über die CHORUS-Gruppe (**Anlage 6**);
- der Bericht des gerichtlich bestellten sachverständigen Prüfers gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG über die Angemessenheit der Barabfindung zum 11. Mai 2017.

Die Unterlagen werden auch in der Hauptversammlung der CHORUS am 22. Juni 2017 ausliegen.

IX. Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung

Über das Verlangen der Hauptaktionärin auf Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und den hierauf gerichteten Beschlussvorschlag der Hauptaktionärin soll in der ordentlichen Hauptversammlung der CHORUS am 22. Juni 2017 beschlossen werden.

Der Entwurf des Übertragungsbeschlusses hat folgenden Wortlaut:

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

Der Beschluss der Hauptversammlung zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin bedarf gemäß § 133 Abs. 1 AktG der Mehrheit der abgegebenen Stimmen (einfache Stimmenmehrheit). Bei der Beschlussfassung ist die Hauptaktionärin stimmberechtigt.

X. Eintragung in das Handelsregister

Nachdem die Hauptversammlung der CHORUS die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Capital Stage beschlossen hat, hat der Vorstand der CHORUS den Übertragungsbeschluss gemäß § 327e Abs. 1 Satz 1 AktG zur Eintragung in das Handelsregister des zuständigen Amtsgerichts – vorliegend das Amtsgericht München – anzu-melden. Bei der Anmeldung hat der Vorstand der CHORUS gemäß § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 5 Satz 1 AktG zu erklären, dass eine Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses nicht oder nicht fristgemäß erhoben oder eine solche Klage rechtskräftig abgewiesen oder zurückgenommen worden ist. Kann diese sogenannte Negativerklärung nicht abgegeben werden oder liegt sie nicht vor, so darf der Übertragungsbeschluss grundsätzlich nicht eingetragen werden (§ 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 5 Satz 2 AktG).

Trotz der fehlenden Negativerklärung kann die Eintragung jedoch unter anderem dann erfolgen, wenn zwar Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses erhoben wurde, das nach § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 7 AktG zuständige Oberlandesgericht – vorliegend das Amtsgericht München – aber auf Antrag der CHORUS durch

Beschluss festgestellt hat, dass die Erhebung der Klage der Eintragung nicht entgegensteht (Freigabeentscheidung gemäß § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 1 AktG). Die Freigabeentscheidung ergeht gemäß § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 3 AktG nur, wenn (1) die Klage unzulässig oder offensichtlich unbegründet ist, (2) der Kläger nicht binnen einer Woche nach Zustellung des Antrags durch Urkunden nachgewiesen hat, dass er seit Bekanntmachung der Einberufung einen anteiligen Betrag am Grundkapital von mindestens EUR 1.000 hält oder (3) das alsbaldige Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses vorrangig erscheint, weil die vom Antragsteller dargelegten wesentlichen Nachteile für die Gesellschaft und ihre Aktionäre nach freier Überzeugung des Gerichts die Nachteile für den Antragsgegner überwiegen, es sei denn, es liegt eine besondere Schwere des Rechtsverstoßes vor. Der Beschluss des Oberlandesgerichts ist gemäß § 319 Abs. 6 Satz 9 AktG unanfechtbar.

G. AUSWIRKUNGEN DES AUSSCHLUSSES AUF MINDERHEITSAKTIONÄRE

I. Übergang der Aktien auf Hauptaktionärin

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister geht nach § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG das Eigentum an allen CHORUS-Aktien der bisherigen Minderheitsaktionäre kraft Gesetzes auf die Capital Stage über. Weitere Rechtshandlungen, wie etwa gesonderte Verfügungsgeschäfte, sind für den Eigentumsübergang nicht erforderlich. Die Minderheitsaktionäre verlieren kraft Gesetz ihre Rechtsstellung als Aktionär. Die Hauptaktionärin erwirbt auf diese Weise alle mit den übergegangenen CHORUS-Aktien verbundenen Mitgliedschaftsrechte, insbesondere das Gewinnbezugsrecht und die im Zusammenhang mit der Hauptversammlung bestehenden Rechte (Teilnahme-, Stimm-, Rede- und Fragerecht) aus den übergegangenen CHORUS-Aktien. Die bisherigen Minderheitsaktionäre erhalten hierfür einen Anspruch auf Zahlung der angemessenen Barabfindung durch die Capital Stage, der ebenfalls mit der Eintragung in das Handelsregister entsteht.

Unerheblich für den Zeitpunkt des Übergangs der Aktien ist die Ausbuchung der Aktien durch das jeweilige depotführende Kreditinstitut; maßgeblich ist insofern allein die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister (§ 327e Abs. 3 Satz 1 AktG).

Nach dem Übergang des Eigentums an den CHORUS-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Capital Stage verkörpern die bei der Clearstream Banking AG, Frankfurt am Main, hinterlegten Globalurkunden, soweit sie im Miteigentum der bisherigen Minderheitsakti-

onäre stehen, nicht mehr das bisherige Mitgliedschaftsrecht, sondern nunmehr ausschließlich den Anspruch gegen die Capital Stage auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung (§ 327e Abs. 3 Satz 2 AktG).

II. Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Zahlung einer angemessenen Abfindung

Der Barabfindungsanspruch der Minderheitsaktionäre gegen die Capital Stage entsteht mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister und dem damit erfolgenden Übergang des Eigentums an den Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Capital Stage. Jeder Minderheitsaktionär der CHORUS erhält für je eine auf den Inhaber lautende Stückaktie der CHORUS einen Betrag von EUR 11,92.

Gemäß § 10 HGB wird das Registergericht die Eintragung in das Handelsregister in dem von der Landesjustizverwaltung bestimmten elektronischen Informations- und Kommunikationssystem (www.registerbekanntmachungen.de) bekannt machen. Mit der elektronischen Bekanntmachung gilt die Eintragung als bekannt gemacht. Nach § 327b Abs. 2 AktG ist die Barabfindung von der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister an zu verzinsen. Der Zinssatz beträgt jährlich fünf Prozentpunkte über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB (§ 327b Abs. 2 AktG).

Zum Schutz der Minderheitsaktionäre hat die Capital Stage als Hauptaktionärin am 10. Mai 2017 die Erklärung der DZ BANK erhalten, durch die die DZ BANK die Gewährleistung übernimmt, den Minderheitsaktionären der CHORUS nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen.

Sollten Minderheitsaktionäre, der Ansicht sein, dass die von der Hauptaktionärin festgelegte Höhe der Barabfindung zu ihren Lasten zu niedrig bemessen sei, können sie die Angemessenheit der Abfindung in einem Spruchverfahren nach § 327f Satz 2 AktG i.V.m. § 1 Nr. 3 SpruchG gerichtlich überprüfen lassen. Eine Anfechtung des Übertragungsbeschlusses mit der Begründung, die durch die Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung sei für die ausscheidenden Minderheitsaktionäre der CHORUS unangemessen, ist gesetzlich ausgeschlossen (§ 327f Satz 1 AktG). Die gerichtliche Überprüfung der festgelegten Barabfindung in einem Spruchverfahren nach § 327f Satz 2 AktG i.V.m. § 1 Nr. 3 SpruchG kann gemäß § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG nur binnen drei Monaten ab dem Tag, an dem die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist, beantragt werden. Ein solcher Antrag muss zudem innerhalb dieser Frist nach Maßgabe des § 4 Abs. 2 SpruchG begründet werden. Falls im Spruchverfahren rechtskräftig festgestellt würde, dass die Barabfindung zu niedrig bemessen worden ist, könnten alle Minderheitsaktionäre der CHORUS, die im Wege

des Ausschlusses nach §§ 327a ff. AktG aus der CHORUS ausgeschieden sind, die Hauptaktionärin auf die erhöhte Barabfindung in Anspruch nehmen (§ 13 SpruchG).

III. Banktechnische Abwicklung der Zahlung der Barabfindung

Mit der Abwicklung der auszahlenden Barabfindung hat die Capital Stage die DZ BANK beauftragt.

Die CHORUS hat keine Einzelurkunden für ihre Aktien ausgegeben. Das Grundkapital der CHORUS ist ausschließlich in Globalurkunden verbrieft. Diese Urkunden sind bei der Clearstream Banking AG, Frankfurt am Main, hinterlegt. Aufgrund der Globalverbriefung und der Girosammelverwahrung der Aktien der CHORUS ist die Einreichung der Aktienurkunde für die Auszahlung der Barabfindung nicht erforderlich.

Die Zahlung der Barabfindung an die Minderheitsaktionäre erfolgt unverzüglich nach der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister auf das Konto des jeweiligen Aktionärs bei der depotführenden Bank, Zug um Zug gegen Ausbuchung der Aktien. Mit einer Gutschrift auf dem Konto des jeweiligen Aktionärs ist unverzüglich nach der Handelsregistereintragung zu rechnen. Die Minderheitsaktionäre werden über das Beschriebene von ihren Depotbanken gesondert informiert und müssen grundsätzlich nicht von sich aus tätig werden. Die ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre der CHORUS müssen für die Auszahlung der Barabfindung keine Provision oder Spesen an die DZ BANK zahlen.

IV. Wegfall der Börsennotierung

Mit Wirksamwerden des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre durch Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der CHORUS gehen alle Aktien der Minderheitsaktionäre der CHORUS auf die Capital Stage über. Ein ordnungsgemäßer Börsenhandel kann nicht mehr gewährleistet werden. Die Capital Stage geht davon aus, dass von Amts wegen zunächst der Handel der CHORUS-Aktien eingestellt wird und dann die Zulassung zum Handel von der Frankfurter Wertpapierbörse widerrufen wird. Die Hauptaktionärin geht davon aus, dass andernfalls, der Vorstand der CHORUS, nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister bei der Frankfurter Wertpapierbörse beantragen wird, die Zulassung der CHORUS-Aktien zum Handel im regulierten Markt zu widerrufen. Die Wertpapierbörsen an denen die CHORUS-Aktien im Freiverkehr gehandelt werden, werden über die entsprechende Einstellung des Handels und den Widerruf der Zulassung informiert.

V. Steuerliche Auswirkungen

1. Vorbemerkung

Nachfolgend werden die steuerlichen Auswirkungen der Zahlung einer Barabfindung an die Minderheitsaktionäre der CHORUS dargestellt. Diese Zusammenfassung betrifft nur in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtige Minderheitsaktionäre und berücksichtigt nicht alle denkbaren Besteuerungssachverhalte. Unbeschränkt einkommensteuerpflichtig ist gem. § 1 Abs. 1 Einkommensteuergesetz (EStG), wer seinen Wohnsitz oder gewöhnlichen Aufenthalt in Deutschland hat. Eine Kapitalgesellschaft ist unbeschränkt körperschaftsteuerpflichtig gem. § 1 Abs. 1 Körperschaftsteuergesetz (KStG), wenn sie ihre Geschäftsleitung oder ihren Sitz in Deutschland hat.

Die steuerlichen Konsequenzen für in Deutschland lediglich beschränkt einkommens- oder körperschaftsteuerpflichtige Minderheitsaktionäre sind nicht Gegenstand dieser Zusammenfassung. Maßgeblich sind für diese Beurteilung die besonderen Vorschriften des deutschen Einkommensteuer- und Körperschaftsteuerrechts für beschränkt Steuerpflichtige, das Steuerrecht des Staates, in dem der jeweilige Minderheitsaktionäre ansässig ist, sowie die Vorschriften eines ggfs. bestehenden Abkommens zur Vermeidung der Doppelbesteuerung zwischen Deutschland und diesem Staat.

Die nachfolgende Darstellung bezieht sich in sachlicher Hinsicht insbesondere auf die in Deutschland ggfs. anfallende Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Kapitalertragsteuer, Gewerbesteuer sowie den Solidaritätszuschlag. Es werden lediglich ausgewählte Aspekte dieser Steuerarten dargestellt. Nicht dargestellt werden Besonderheiten bei Aktien, die als Gegenleistung für eine steuerbegünstigte Einbringung nach den Vorschriften des Umwandlungssteuergesetzes erworben wurden sowie Sonderregelungen für bestimmte Minderheitsaktionäre, die als Unternehmen des Finanz- und Versicherungssektors zu qualifizieren sind.

Grundlage für die Zusammenfassung sind zur Zeit der Abfassung dieses Übertragungsberichtes geltenden Steuervorschriften in Deutschland. Eine rückwirkende Änderung dieser Vorschriften ist nicht ausgeschlossen.

Die Zusammenfassung dient ausschließlich Informationszwecken. Eine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit wird nicht übernommen. Insbesondere kann diese Zusammenfassung eine auf die persönlichen Verhältnisse des Steuerpflichtigen abgestimmte steuerliche Beratung nicht ersetzen. Den Minderheitsaktionären wird aus diesem Grund empfohlen, zur Beurteilung der konkreten Auswirkungen der Übertragung der CHORUS-Aktien ihren steuerlichen Berater zu konsultieren. Nur dieser ist in der Lage,

auch die besonderen steuerlichen Verhältnisse des einzelnen Minderheitsaktionärs angemessen zu berücksichtigen.

2. Steuern auf den Gewinn aus der Übertragung

Die Übertragung der CHORUS-Aktien gegen die Gewährung eines Abfindungsbetrages wird steuerlich als ein Veräußerungsvorgang behandelt. Deshalb finden auf die Besteuerung dieses Vorgangs die für eine Veräußerung von Aktien geltenden Vorschriften entsprechende Anwendung. Im Folgenden wird die Übertragung der CHORUS-Aktien gegen Zahlung einer Barabfindung als Veräußerung bezeichnet. Ein Veräußerungsgewinn wird erzielt, wenn die als Veräußerungspreis anzusehende Barabfindung die fortgeführten Anschaffungskosten (bei Besitz der Aktien im Privatvermögen) oder den Buchwert (bei Besitz der Aktien im Betriebsvermögen) jeweils zuzüglich etwaiger Veräußerungskosten übersteigt (nachfolgend "**Veräußerungsgewinn**"). Andernfalls liegt ein Veräußerungsverlust vor (nachfolgend "**Veräußerungsverlust**").

Die steuerliche Auswirkung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts beurteilt sich danach, ob die CHORUS-Aktien zum Zeitpunkt der Vornahme der Barabfindung im Privatvermögen oder Betriebsvermögen des jeweiligen Minderheitsaktionärs gehalten werden.

a) Privatvermögen

Ist der Minderheitsaktionär eine natürliche Person, die wegen ihres Wohnsitzes oder gewöhnlichen Aufenthalts in Deutschland unbeschränkt einkommensteuerpflichtig ist, und hält sie die CHORUS-Aktien in ihrem Privatvermögen, so ist für die Einkommensbesteuerung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts der Zeitpunkt des Erwerbs der Aktien maßgeblich.

aa) Erwerb der Aktien vor dem 1. Januar 2009

Bei Aktien, die vor dem 1. Januar 2009 erworben und in CHORUS-Aktien umgewandelt und im Privatvermögen gehalten wurden, unterliegt ein aus deren Übertrag folgender Veräußerungsgewinn grundsätzlich nur dann der Besteuerung, wenn der Minderheitsaktionär innerhalb der letzten 5 Jahre vor der Veräußerung unmittelbar oder mittelbar zu mindestens 1 % am Kapital der CHORUS beteiligt war. In diesem Fall handelt es sich um eine Beteiligung i. S. d. § 17 Abs. 1 EStG. Ist die Beteiligungshöhe von 1 % nicht erreicht oder hat eine Beteiligung von mindestens 1 % nicht innerhalb der letzten 5 Jahre

bestanden, ist ein Veräußerungsgewinn nicht einkommensteuerpflichtig. Solche Veräußerungsgewinne waren gemäß § 23 Abs. 1 EStG alter Fassung nur dann steuerpflichtig, wenn zwischen Anschaffung und Veräußerung ein Zeitraum von nicht mehr als einem Jahr lag. Für Aktien, die vor dem 01. Januar 2009 angeschafft wurden, ist diese Jahresfrist bereits abgelaufen.

Besteht eine Steuerpflicht und erfolgte der Erwerb durch den Minderheitsaktionär unentgeltlich, kommt es darauf an, ob dessen Rechtsvorgänger oder, im Falle mehrmals nacheinander erfolgter unentgeltlicher Übertragungen, einer der Rechtsvorgänger in vorstehender Weise beteiligt war.

Veräußerungsgewinne i. S. d. § 17 EStG unterliegen zu 60 % der Einkommensteuer mit dem individuellen Einkommensteuersatz (zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggfs. Kirchensteuer) des Minderheitsaktionärs. Ein Veräußerungsverlust und im Zusammenhang mit der Veräußerung anfallende Aufwendungen sind nur zu 60 % abzugsfähig. Dieses Besteuerungsverfahren wird als Teileinkünfteverfahren bezeichnet. Die Einkünfte i. S. d. § 17 EStG gelten nur für Zwecke der Einkommensteuer als Einkünfte aus Gewerbebetrieb. Ein Veräußerungsgewinn i. S. d. § 17 EStG unterliegt nicht der Gewerbesteuer.

Werden die CHORUS-Aktien durch eine vermögensverwaltende Personengesellschaft gehalten und liegen bei dem Minderheitsaktionär die Voraussetzungen des § 17 EStG vor, so wird der Veräußerungsgewinn auf der Ebene der Personengesellschaft ermittelt, um die Einkünfte den Gesellschaftern zuzurechnen. Auf der Ebene der Personengesellschaft entsteht keine Einkommensteuer. Der Veräußerungsgewinn i. S. d. § 17 Abs. 1 EStG wird durch den Minderheitsaktionär als Gesellschafter dieser Personengesellschaft erzielt. Auch hier findet das zuvor beschriebene Teileinkünfteverfahren Anwendung mit der Folge, dass nur 60 % des Veräußerungsgewinns steuerpflichtig sind. Ein Veräußerungsverlust und Aufwendungen, die im Zusammenhang mit der Veräußerung anfallen, sind nur zu 60 % abzugsfähig.

Werden die CHORUS-Aktien durch ein inländisches Kreditinstitut, ein inländisches Finanzdienstleistungsinstitut (einschließlich inländischer Niederlassung eines solchen ausländischen Instituts), ein inländisches Wertpapierhandelsunternehmen oder eine inländische Wertpapierhandelsbank verwahrt oder verwaltet und zahlt diese/s die Kapitalerträge aus oder schreibt sie gut

(nachfolgend "**Auszahlende Stelle**"), wird die Steuer auf den Veräußerungsgewinn durch einen Abzug von Kapitalertragsteuer durch die Auszahlende Stelle auf den Veräußerungsgewinn in Höhe von 25 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag (Gesamtbelastung 26,375 %) sowie ggfs. Kirchensteuer für Rechnung des Minderheitsaktionärs einbehalten und an das Finanzamt abgeführt. Die Kapitalertragsteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggfs. Kirchensteuer) wird im Rahmen der Veranlagung zur Einkommensteuer auf die Steuerschuld angerechnet und eine sich ggfs. ergebende Steuererstattung ausbezahlt.

bb) Erwerb der Aktien nach dem 31. Dezember 2008

Veräußerungsgewinne aus der Übertragung von Aktien, die in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtige Minderheitsaktionäre im Privatvermögen halten und die nach dem 31. Dezember 2008 angeschafft wurden, sind stets steuerpflichtig. Die Jahresfrist des § 23 EStG alter Fassung hat keine Bedeutung mehr.

Ist der Minderheitsaktionär innerhalb der letzten 5 Jahre vor der Veräußerung unmittelbar oder mittelbar zu mindestens 1 % am Kapital der CHORUS beteiligt gewesen, liegen die Voraussetzungen des § 17 Abs. 1 EStG vor und der Veräußerungsgewinn unterliegt nur zu 60 % des individuellen Einkommensteuersatzes (Teileinkünfteverfahren). Der Veräußerungsgewinn ist in der Einkommensteuererklärung anzugeben. Die einkommensteuerrechtliche Behandlung entspricht derjenigen, die unter Punkt 2. a) aa) dargestellt ist. Dies gilt auch für den Fall, dass der Minderheitsaktionär Gesellschafter einer vermögensverwaltenden Personengesellschaft ist und bei ihm die Voraussetzungen des § 17 Abs. 1 EStG vorliegen.

Wurde eine Beteiligung von weniger als 1 % am Grundkapital der CHORUS gehalten, so erzielt der Minderheitsaktionär insoweit Einkünfte aus Kapitalvermögen i. S. d. § 20 Abs. 2 EStG. Die Besteuerung der Kapitaleinkünfte erfolgt mit einem einheitlichen Einkommensteuersatz in Höhe von 25 % (so genannte Abgeltungssteuer) zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag (Gesamtbelastung 26,375 %) sowie ggfs. Kirchensteuer. Dies gilt auch für den Fall, dass der Minderheitsaktionär Gesellschafter einer vermögensverwaltenden Personengesellschaft ist und bei ihm die Voraussetzungen des § 20 Abs. 2 EStG vorliegen.

Werden die CHORUS-Aktien durch eine Auszahlende Stelle verwahrt oder verwaltet und zahlt diese die Kapitalerträge aus oder schreibt sie gut, wird die Steuer auf den Veräußerungsgewinn im Rahmen der Abgeltungssteuer grundsätzlich dadurch abgegolten, dass die Auszahlende Stelle auf den Veräußerungsgewinn Kapitalertragsteuer in Höhe von 25 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag (Gesamtbelastung 26,375 %) sowie ggfs. Kirchensteuer für Rechnung des Minderheitsaktionärs einbehält und an das Finanzamt abführt. Eine Pflicht zur Angabe des Veräußerungsgewinns in der Einkommensteuererklärung besteht nicht.

Der Minderheitsaktionär kann den Veräußerungsgewinn in der Einkommensteuererklärung angeben und gem. § 32d Abs. 6 EStG beantragen, dass seine Einkünfte aus Kapitalvermögen im Rahmen einer Veranlagung zusammen mit seinen übrigen Einkünften nicht dem Abgeltungssteuersatz, sondern seinem individuellen Einkommensteuersatz unterworfen werden (so genannte Günstigerprüfung). Dieser Antrag ist nur zweckmäßig, wenn der individuelle Einkommensteuersatz niedriger als 26,375 % ist. In diesem Fall wird die Kapitalertragsteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggfs. Kirchensteuer) auf die individuelle Einkommensteuerschuld angerechnet und eine sich ggfls. ergebende Steuererstattung ausgezahlt.

Sowohl bei der Abgeltungssteuer als auch im Rahmen einer Veranlagung können keine Aufwendungen im Zusammenhang mit der Veräußerung (so genannte Werbungskosten) von Einkünften aus Kapitalvermögen abgezogen werden. Im Falle eines Veräußerungsverlusts kann dieser Verlust nur mit Gewinnen aus der Veräußerung von Aktien im Jahr der Verlustentstehung oder in einem späteren Besteuerungszeitraum verrechnet werden. Für die Einkünfte aus Kapitalvermögen kann der Minderheitsaktionär einen so genannten Sparerpauschbetrag in Höhe von 801 EUR (1.602 EUR bei zusammen zur Einkommensteuer veranlagten Ehegatten oder eingetragenen Lebenspartnern) geltend machen. Der Sparerpauschbetrag wird bereits bei Einbehalt der Kapitalertragsteuer berücksichtigt, sofern der Minderheitsaktionär einen Freistellungsauftrag bei der Auszahlenden Stelle eingereicht hat.

b) Im Betriebsvermögen gehaltene Aktien

Werden die CHORUS-Aktien im Betriebsvermögen gehalten, kommt es für die steuerrechtlichen Folgen der Übertragung der CHORUS-Aktien gegen eine Barabfindung darauf an, ob der Minderheitsaktionär eine natürliche Person, eine Körperschaft oder eine Personengesellschaft ist.

aa) Natürliche Person

Ist der Minderheitsaktionär eine natürliche Person, die wegen ihres Wohnsitzes oder gewöhnlichen Aufenthalts in Deutschland unbeschränkt einkommensteuerverpflichtigt ist, so findet auf Veräußerungsgewinne aus der Übertragung der im Betriebsvermögen gehaltenen CHORUS-Aktien unabhängig von der Beteiligungshöhe stets das Teileinkünfteverfahren Anwendung. Nur 60 % der aus der Übertragung der CHORUS-Aktien resultierenden Veräußerungsgewinne werden mit dem individuellen Einkommensteuersatz besteuert (zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggfs. Kirchensteuer). Veräußerungsverluste und die mit der Veräußerung im unmittelbaren Zusammenhang stehende Aufwendungen sind nur zu 60 % abzugsfähig. Sind die CHORUS-Aktien einer inländischen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs des Minderheitsaktionärs zugeordnet, unterliegt der einkommensteuerpflichtige Anteil des Veräußerungsgewinns zusätzlich der Gewerbesteuer. Die Gewerbesteuer wird grundsätzlich im Wege eines pauschalierten Verfahrens vollständig oder teilweise auf die Einkommensteuer angerechnet.

bb) Körperschaft

Ist der Minderheitsaktionär eine Körperschaft, die wegen ihres Sitzes oder ihrer Geschäftsleitung in Deutschland unbeschränkt körperschaftsteuerpflichtig ist, unterliegen im Ergebnis nur 5 % des Veräußerungsgewinns aus der Übertragung der CHORUS-Aktien der Besteuerung, in dem pauschal 5 % vom Veräußerungsgewinn als nichtabzugsfähige Betriebsausgaben behandelt und somit im Ergebnis 95 % steuerfrei bleiben. Darüber hinaus dürfen im Zusammenhang mit der Veräußerung stehende Gewinnminderungen nicht als Betriebsausgaben abgezogen werden. Die vorgehend dargestellte Steuerbefreiung findet keine Anwendung, wenn in früheren Jahren eine Teilwertabschreibung steuerwirksam vorgenommen und diese nicht durch eine so genannte Wertaufholung ausgeglichen wurde. Der Körperschaftsteuersatz zuzüglich Solidaritätszuschlag beträgt 15,825 %

Darüber hinaus ergibt sich für den Körperschaftsteuerpflichtigen Anteil am Veräußerungsgewinn eine Belastung mit Gewerbesteuer, deren Höhe u.a. vom Hebesatz der Gemeinde abhängt, in der die Körperschaft eine inländische Betriebsstätte unterhält.

Ist der Minderheitsaktionär ein Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut, Finanzunternehmen oder Lebens- und Krankenversicherungsunternehmen, finden spezielle Vorschriften Anwendung. Diesbezüglich wird empfohlen, den steuerlichen Berater zu konsultieren.

cc) Personengesellschaft

Ist der Minderheitsaktionär eine Personengesellschaft, so entsteht Einkommensteuer bzw. Körperschaftsteuer nur auf der Ebene des jeweiligen Gesellschafters der Personengesellschaft. Die Personengesellschaft selbst unterliegt weder der Einkommensteuer noch der Körperschaftsteuer. Für Zwecke dieser Ertragsteuern werden die Einkünfte lediglich auf der Ebene der Personengesellschaft ermittelt, um sie den Gesellschaftern zuzurechnen. Die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen richtet sich bei einer Personengesellschaft danach, ob der Gesellschafter eine natürliche Person oder eine Körperschaft ist.

Ist der Gesellschafter eine natürliche Person, findet für Veräußerungsgewinne im Gewinnanteil dieses Gesellschafters das Teileinkünfteverfahren mit den unter Punkt 2. b) aa) dargestellten Grundsätzen Anwendung.

Ist der Gesellschafter eine Körperschaft, so werden die im Gewinnanteil der Gesellschafter enthaltenen Veräußerungsgewinne aus der Übertragung der CHORUS-Aktien grundsätzlich im Ergebnis nur zu 5 % besteuert. Es finden die unter Punkt 2. b) bb) dargestellten Grundsätze zur Besteuerung von Körperschaften Anwendung.

Zusätzlich unterliegt ein Veräußerungsgewinn bei Zurechnung der CHORUS-Aktien zu einer inländischen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs der Personengesellschaft auf der Ebene der Personengesellschaft der Gewerbesteuer. Steuerschuldner der Gewerbesteuer ist die Personengesellschaft. Es besteht ein Freibetrag in Höhe von EUR 24.500. Ist der Gesellschafter eine natürliche Person, sind wegen des o. g. Teileinkünfteverfahrens lediglich 60

% vom (anteiligen) Veräußerungsgewinn gewerbsteuerpflichtig. Ist der Gesellschafter eine Körperschaft, sind wegen der o. g. Steuerbefreiung im Ergebnis 5 % vom (anteiligen) Veräußerungsgewinn gewerbsteuerpflichtig.

Ein Veräußerungsverlust und andere Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den CHORUS-Aktien stehen, bleiben für Zwecke der Gewerbesteuer unberücksichtigt, wenn sie auf einen Gewinnanteil einer Körperschaft entfallen. Bei einer natürlichen Person werden diese Minderungen zu 60 % berücksichtigt. Bei einer natürlichen Person wird darüber hinaus die Gewerbesteuer pauschaliert auf die Einkommensteuer angerechnet.

dd) Kapitalertragsteuer

Auch wenn die CHORUS-Aktien dem Betriebsvermögen zugeordnet sind, unterliegen die aus der Übertragung resultierenden Veräußerungsgewinne (vergleichbar mit den im Privatvermögen CHORUS-Aktien) grundsätzlich der Kapitalertragsteuer in Höhe von 25 % (zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggfs. Kirchensteuer). Die Auszahlende Stelle nimmt jedoch vom Abzug der Kapitalertragsteuer Abstand, wenn der Minderheitsaktionär eine in Deutschland ansässige Körperschaft ist oder wenn die CHORUS-Aktien zu einem inländischen Betriebsvermögen des Minderheitsaktionärs gehören und dies der Auszahlenden Stelle nach amtlich vorgeschriebenem Vordruck mitgeteilt wird.

Kommt es zum Abzug von Kapitalertragsteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggfs. Kirchensteuer) durch die Auszahlende Stelle, erfolgt eine Anrechnung auf die Einkommensteuer- oder Körperschaftsteuerschuld (einschließlich Solidaritätszuschlag und ggfs. Kirchensteuer) und eine sich ggfls. ergebende Steuererstattung ausgezahlt. Der Einbehalt von Kapitalertragsteuer hat keine abgeltende Wirkung.

H. ERLÄUTERUNG UND BEGRÜNDUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

I. Vorbemerkung

Nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG legt die Hauptaktionärin die Höhe der Barabfindung fest. Sie hat die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der

Hauptversammlung zu berücksichtigen. Tag der geplanten ordentlichen Hauptversammlung der CHORUS, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Capital Stage beschließen soll, ist der 22. Juni 2017 (Bewertungsstichtag). Die Capital Stage hat als angemessene Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG einen Betrag von

EUR 11,92

je auf den Inhaber lautende Stückaktie festgelegt. Für die Festlegung der Barabfindung durch die Capital Stage waren die nachfolgenden Erwägungen maßgeblich.

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

Bei der Festlegung der Barabfindung wurde die Capital Stage von der KPMG unterstützt. Die KPMG hat in der Gutachterlichen Stellungnahme vom 11. Mai 2017 "zum Unternehmenswert zum 22. Juni 2017 und zur angemessenen Barabfindung im Rahmen des geplanten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der CHORUS Clean Energy AG" unter Anwendung der "Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen" des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf, in der am 2. April 2008 verabschiedeten und derzeit aktuellen Fassung ("**IDW S 1**") den objektivierten Unternehmenswert der CHORUS ermittelt.

Die Unternehmensbewertung beinhaltet auch eine Analyse des Börsenkurses der CHORUS-Aktie als Wertuntergrenze für die Barabfindung. Die der Ermittlung des Unternehmenswerts zu Grunde liegenden Bewertungsarbeiten hat die KPMG im Zeitraum von März bis Mai 2017 durchgeführt. Die Capital Stage macht sich die von der KPMG erstellte gutachterliche Stellungnahme vollumfänglich zu Eigen. Sie ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 1** beigefügt und bildet einen integralen Bestandteil dieses Übertragungsberichts. Die wesentlichen Ergebnisse 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 der KPMG verwiesen.

1. Unternehmenswert der CHORUS CLEAN ENERGY AG

Die KPMG hat den objektivierten Unternehmenswert mittels des Ertragswertverfahrens ermittelt. Zur Ermittlung des Unternehmenswerts ist der Ertragswert um Sonderfaktoren zu ergänzen, die in der Unternehmensplanung nicht oder nicht vollständig wertmäßig berücksichtigt sind.

Der von der KPMG nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Ertragswert der CHORUS zum 22. Juni 2017 beläuft sich auf TEUR 310.395. Hieraus ergibt sich ein Unternehmenswert der CHORUS zum 22. Juni 2017 von TEUR 325.368. Auf Basis der Gesamtzahl der Aktien der Gesellschaft von 27.704.950 Stück ergibt sich somit ein Unternehmenswert je Aktie von EUR 11,74.

2. Börsenkurs und Referenzzeitraum

Nach der Rechtsprechung darf bei der Festlegung der Höhe der Barabfindung nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG der Börsenkurs der Aktien nicht unberücksichtigt bleiben, wenn der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt (vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, Az. 1 BvR 1613/94 – DAT/Altana).

Nach der Rechtsprechung des BGH ist der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu- legende Börsenwert der Aktien grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme zu ermitteln (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09 – Stollwerk). Nicht maßgeblich für die Ermittlung des relevanten Durchschnittskurses ist hingegen der Tag der Hauptversammlung, die über die Strukturmaßnahme beschließt. Die Referenzperiode vor Bekanntmachung der Strukturmaßnahme ist besser geeignet, den Verkehrswert der Aktie zu ermitteln, als der mit der Hauptversammlung endende Referenzzeitraum, weil mit der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme an die Stelle der Markterwartung hinsichtlich der Entwicklung des Unternehmenswertes und damit des der Aktie innewohnenden Verkehrswertes die Markterwartung an die Abfindungshöhe tritt.

Der Zeitpunkt der möglichen Desinvestitionsentscheidung und der Anknüpfungspunkt für die Bemessung des Durchschnittskurses fallen also auseinander.

Derzeit sind die CHORUS-Aktien zum Börsenhandel am regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (*General Standard*) zugelassen (siehe oben unter B.III.2 zum Börsenhandel). Die CHORUS-Aktie ist also börsennotiert im Sinne von § 3 Abs. 2 AktG. Am Tag der Hauptversammlung steht den CHORUS-Aktionären noch eine freie Desinvestitionsentscheidung durch einen Verkauf über die Börse offen.

Die Absicht der Capital Stage, ein Ausschlussverfahren nach §§ 327a ff. AktG durchzuführen, wurde von der CHORUS am 8. März 2017 als Insiderinformation gemäß Art. 17 MMVO veröffentlicht. Während des dreimonatigen Referenzzeitraums vor dem 8. März 2017 wurde die CHORUS-Aktie im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse Börsen gehandelt (siehe oben unter Ziffer B.III.2)

Der volumengewichtete durchschnittliche inländische Börsenkurs der CHORUS-Aktie während der letzten drei Monate vor dem 8. März 2017 liegt nach Auskunft der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (die "BaFin") bei EUR 11,88 je Aktie und somit über dem von der KPMG ermittelten Unternehmenswert je CHORUS-Aktie von EUR 11,74.

Die Hauptaktionärin hat sich entschieden, den durchschnittlichen Börsenkurs als die Untergrenze der angemessenen Barabfindung anzusetzen.

Eine Hochrechnung des Börsenwertes entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der Kursentwicklung seit Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ist im vorliegenden Fall nicht erforderlich. Eine solche Hochrechnung ist nach der Rechtsprechung nur ausnahmsweise vorzunehmen, 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 (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09 – Stollwerk). Nach der obergerichtlichen Rechtsprechung ist jedenfalls ein Zeitraum von bis zu sechs Monaten kein "längerer Zeitraum" im Sinne des BGH (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. September 2011, Az. 20 W 7/08; OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011, Az. 20 W 14/08). Im vorliegenden Fall liegt zwischen der Bekanntmachung der Maßnahme am 8. März 2017 und der Hauptversammlung der CHORUS am 22. Juni 2017 ein Zeitraum von knapp vier Monaten, also kein "längerer Zeitraum" im Sinne der Rechtsprechung.

Kaufpreise, die die Capital Stage in der Vergangenheit für den Erwerb von CHORUS-Aktien im Rahmen des Öffentlichen Übernahmeangebots aus dem Jahr 2016 und Erwerb eines Aktienpakets von einem institutionellen Investor im Februar 2017 gezahlt hat, waren bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung nach den eindeutigen Vorgaben der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, Az. 1 BvR 1613/94 – DAT/Altana) und des BGH (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09 – Stollwerk) nicht zu berücksichtigen. Zuerwerbe von CHORUS-Aktien über die Börse sind nicht zu berücksichtigen.

3. Festlegung der Barabfindung

Unter Berücksichtigung des volumengewichteten inländischen Börsenkurs der CHORUS-Aktie während der letzten drei Monate vor dem 8. März 2017 von EUR 11,88, hat die Capital Stage beschlossen, diesen Wert als angemessene Barabfindung anzusehen. Im Hinblick auf den Umstand, dass die Capital Stage nicht beabsichtigt, einer Dividendenzahlung für das Geschäftsjahr 2016 zuzustimmen, hat die Capital Stage diesen Betrag um

EUR 0,04 auf EUR 11,92 erhöht, um die Minderheitsaktionäre wirtschaftlich so zu stellen, als werde für das Geschäftsjahr 2016 die gesetzliche Mindestdividende in Höhe von EUR 0,04 je CHORUS-Aktie gezahlt.

4. Prüfung durch den gerichtlich bestellten Prüfer

Die Angemessenheit der Barabfindung wurde gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG von dem gerichtlich ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfer A&M geprüft.

Über das Ergebnis der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung wird A&M nach Maßgabe der § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e AktG gesondert schriftlichen Bericht erstatten.

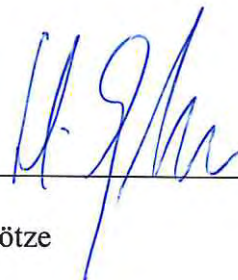
Hamburg, den 11. Mai 2017

Capital Stage AG

Der Vorstand



Dr. Christoph Husmann



Holger Götze

Anlage 1

Gutachterliche Stellungnahme der KPMG



Gutachtliche Stellungnahme

zum Unternehmenswert

zum 22. Juni 2017 und

zur angemessenen Barabfindung

im Rahmen des geplanten Ausschlusses
der Minderheitsaktionäre der

CHORUS Clean Energy AG

Neubiberg/München

Inhaltsverzeichnis

1	Auftrag und Auftragsdurchführung	1
1.1	Auftrag	1
1.2	Auftragsdurchführung	2
2	Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	4
2.1	Gesellschaftsrechtliche Grundlagen	4
2.2	Steuerliche Grundlagen	6
2.3	Wirtschaftliche Grundlagen	6
2.4	Marktumfeld und Wettbewerbsverhältnisse	15
3	Allgemeine Bewertungsgrundsätze	24
3.1	Ertragswert	24
3.2	Sonderwerte	27
3.3	Liquidationswert und Substanzwert	27
3.4	Börsenwert	28
4	Methodische Vorgehensweise	30
4.1	Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts	30
4.2	Bewertungsstichtag	30
4.3	Analyse der Ertragskraft und Ableitung der Zukunftserfolge	31
5	Planungsrechnung	32
5.1	Planungsprozess	32
5.2	Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	33
5.3	Planungstreue	33
5.4	Planungsanalyse	36
6	Kapitalisierungszinssatz	53
6.1	Eigenkapitalkosten	54
6.2	Wachstumsrate	62
7	Unternehmenswert	66
7.1	Ertragswert	66
7.2	Sonderwerte	67
7.3	Unternehmenswert	70
7.4	Wert je Aktie	70
7.5	Plausibilisierung anhand von Multiplikatoren	71
8	Alternative Wertmaßstäbe	75
8.1	Börsenkurs	75
8.2	Vorerwerbspreise	77
9	Gesamtwürdigung und Ableitung der Barabfindung	78
10	Schlussbemerkung	80

Anlagenverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	1
Erhaltene Unterlagen	2
Peer Group.....	3
Langfristplanung	4
Details zur Multiplikatorbewertung	5
Allgemeine Auftragsbedingungen	6

1 Auftrag und Auftragsdurchführung

1.1 Auftrag

Der Vorstand der Capital Stage AG, Hamburg, („Capital Stage“) hat uns mit Schreiben vom 31. März 2017 beauftragt, den Unternehmenswert der

CHORUS Clean Energy AG, Neubiberg/München,
--im Folgenden auch kurz „CHORUS“ oder „Gesellschaft“ genannt--

zu ermitteln.

Capital Stage verfügt über mehr als 95 % der Anteile an der CHORUS. Capital Stage beabsichtigt, als Hauptaktionär auf der Hauptversammlung der CHORUS einen Beschluss zur Übertragung der Anteile der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung herbeizuführen (§§ 327a ff. AktG: Ausschluss von Minderheitsaktionären, sog. „Squeeze out“).

Gegenstand unseres Auftrages ist demzufolge eine Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der CHORUS und zur Höhe der angemessenen Abfindung gemäß § 327a AktG als Vorbereitung auf die Berichterstattung im Zusammenhang mit dem beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre. Als Bewertungsstichtag haben wir den 22. Juni 2017, den Tag der geplanten Hauptversammlung, an dem über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre entschieden werden soll, zugrunde gelegt.

Die Angemessenheit der Barabfindung ist gemäß § 293e AktG durch einen sachverständigen, gerichtlich bestellten Prüfer zu prüfen. Das Landgericht München I hat mit Beschluss vom 22. März 2017 die A & M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München, als Angemessenheitsprüfer ausgewählt und bestellt.

Bei der Auftragsdurchführung haben wir den IDW Standard S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008 (IDW S 1) zugrunde gelegt. Im Sinne dieser Stellungnahme geben wir unsere Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines neutralen Gutachters ab. Der von uns ermittelte Unternehmenswert stellt danach eine objektivierte Größe dar.

Die Gutachtliche Stellungnahme wird nur im Zusammenhang mit der Ermittlung einer angemessenen Barabfindung im Zuge des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre erstellt und ist nur für die interne Verwendung durch den Auftraggeber bestimmt. Die interne Verwendung umfasst auch die Verwendung im Rahmen der schriftlichen und mündlichen Berichterstattung an die Aktionäre der CHORUS. Dies schließt die Möglichkeit zur Einsichtnahme in die Gutachtliche Stellungnahme durch die Aktionäre der CHORUS im Rahmen der ordentlichen Hauptversammlung ein. Die darüber hinausgehende Weitergabe unserer Gutachtlichen Stellungnahme darf vorbehaltlich der ausdrücklichen schriftlichen Zustimmung von KPMG nur in vollem Wortlaut einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck des zugrunde liegenden Auftrags sowie den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen und nur dann an andere Dritte erfolgen, wenn der jeweilige Dritte sich zuvor mit den Allgemeinen Auftragsbedingungen ergänzt um eine individuelle Haftungsvereinbarung sowie seinerseits einer verbindlichen Vertraulichkeitsverpflichtung schriftlich uns gegenüber einverstanden erklärt hat.

Dem Auftrag liegen die als Anlage 6 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 zugrunde. Die Haftungshöchstsumme bestimmt sich nach Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen und ergänzenden schriftlichen Vereinbarungen. Im Verhältnis zu Dritten ist Nr. 1 Abs. 2 und Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen maßgebend.

1.2 Auftragsdurchführung

Wir haben unsere Arbeiten vom 31. März 2017 bis 11. Mai 2017 in den Geschäftsräumen der CHORUS sowie in unserer Niederlassung in München durchgeführt.

Die unserer Tätigkeit zugrunde liegenden wesentlichen Unterlagen haben wir in Anlage 2 zusammengestellt. Darüber hinaus haben uns die von dem Auftraggeber benannten Auskunftspersonen bereitwillig weitergehende Informationen erteilt.

Grundsätzlich basiert unsere Wertermittlung auf den für den Bewertungsanlass zur Verfügung gestellten Unterlagen. Diese haben wir kritisch gewürdigt, jedoch keiner Prüfung im Sinne einer Jahresabschlussprüfung unterzogen. Die Planungsrechnungen wurden von uns ausgehend von der Entwicklung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage in der Vergangenheit, der aktuellen rechtlichen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und Marktstudien, Analystenreports sowie Branchenreports plausibilisiert und mit dem Vorstand der CHORUS und anderen verantwortlichen Mitarbeitern besprochen.

Wir weisen darauf hin, dass die in diesem Bericht ausgewiesenen Berechnungen grundsätzlich gerundet ausgewiesen werden. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgen, kann die Addition bzw. Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den ausgewiesenen Zwischen- bzw. Gesamtsummen führen.

Die Vorstände der CHORUS und der Capital Stage haben uns jeweils eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns alle Angaben, die für die Erstellung dieser Gutachtlichen Stellungnahme von Bedeutung sind, richtig und vollständig erteilt wurden.

2 Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen

2.1 Gesellschaftsrechtliche Grundlagen

Die heutige CHORUS entstammt der CHORUS-Gruppe, welche ihre Wurzeln in der 1998 als Vertriebsgesellschaft gegründeten CHORUS GmbH hat. Nach dem initialen Aufbau des Fonds-Geschäfts der CHORUS Gruppe vollzog sich im Jahr 2006 der strategische Wechsel hin zu Investitionen in Projekte aus dem Bereich der erneuerbaren Energien. In Folge der Neuausrichtung wurde der Bestand der CHORUS Gruppe durch Akquisitionen und Verwaltung von Projekten aufgebaut. Im Jahr 2014 wurde die CHORUS AG gegründet, in die zum Ende des Jahres 2014 sowohl die CHORUS-Fonds als auch die Gesellschafter der CHORUS GmbH ihr Vermögen im Austausch gegen CHORUS-Aktien im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung eingebracht haben.

Am 7. Oktober 2015 folgte der Börsengang der CHORUS. Die CHORUS-Aktie (ISIN DE000A12UL56 bzw. ISIN DE000A26PKL6) wurde im regulierten Markt (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse mit einem Ausgabekurs von EUR 9,75 platziert. Die CHORUS-Aktie war für einen Teil des Jahres 2016 in den SDAX einbezogen.

Die CHORUS Clean Energy AG hat ihren Sitz in der Prof.-Messerschmitt-Str. 3, 85579 Neubiberg/München und ist in das Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 213342 eingetragen.

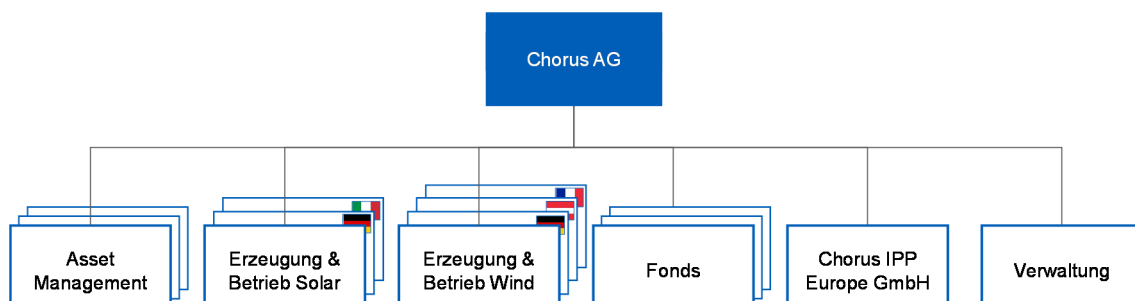
Gegenstand des Unternehmens ist gemäß § 2 der Satzung in der Fassung vom 23. März 2016 das Betreiben von Infrastrukturprojekten, insbesondere von Anlagen zur Erzeugung, Speicherung oder Verteilung von erneuerbaren Energien, sowie aller damit zusammenhängender Tätigkeiten im In- und Ausland durch die Gesellschaft selbst oder durch verbundene Gesellschaften sowie das Erbringen von nicht genehmigungs- oder zustimmungspflichtigen Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Erwerb und der Errichtung von Infrastrukturprojekten, insbesondere bei Anlagen im Bereich der Erzeugung, Speicherung oder Verteilung von erneuerbaren Energien. Im Weiteren zählen das Erbringen von Dienstleistungen im Bereich der kaufmännischen und technischen Betriebsführung während der Betriebsphase von oben benannten Infrastrukturprojekten, die Beratung von Investoren sowie die Konzeption, konzeptionelle Begleitung und die dauerhafte Beratung und Koordination von Beteiligungsprojekten im Bereich Infrastruktur dazu. Dies beinhaltet auch Beteiligungsprodukte in den Bereichen erneuerbare Energien, Telefon- und Kabelnetze, Energieeffizienz und -speicherung, Emissionsreduktionen, Recycling und Wasser. Eine zusätzliche Komponente der Geschäftstätigkeit bildet der Erwerb, die Veräußerung sowie das Halten von Beteiligungen an anderen Unternehmen im In- und Ausland, im Bereich Infrastruktur. Der Fokus liegt hier auf Unternehmen aus den Bereichen Erzeugung, Speicherung oder Verteilung von erneuerbaren Energien sowie aller damit zusammenhängenden Tätigkeiten inkl. der Planung, Konstruktion und Herstellung von Komponenten und Anlagen zur Erzeugung, Speicherung oder Verteilung.

Das Grundkapital der CHORUS beträgt € 27.704.950,00 und ist in 27.704.950 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital in Höhe von € 1,00 je Aktie eingeteilt und in voller Höhe eingezahlt. Jede Aktie ist voll stimm- und dividendenberechtigt. Die CHORUS hält keine eigenen Aktien.

Die Aktien der CHORUS waren bis zum 2. Mai 2017 zum Börsenhandel am regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse mit gleichzeitiger Zulassung zum Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) zugelassen. Darüber hinaus sind die Aktien in den Freiverkehr der Börsen in Stuttgart, Berlin, Düsseldorf und München einbezogen und werden über die elektronische Handelsplattform XETRA gehandelt. Mit Beschluss vom 18. Januar 2017 hat der Vorstand der CHORUS mit Zustimmung des Aufsichtsrats, einen Antrag auf Widerruf der Aktien der CHORUS zum Teilbereich des regulierten Marktes mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) gestellt. Mit Wirkung zum 3. Mai 2017 sind die Aktien der CHORUS zum Börsenhandel am regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (General Standard) zugelassen.

Die Capital Stage, die unmittelbar 26.320.719 Aktien auf den Inhaber lautenden Stückaktien, somit 95,0037 % des Grundkapitals der CHORUS hält, ist Hauptaktionär der CHORUS im Sinne des § 327 a Abs. 1 AktG. Die übrigen Aktien der Gesellschaft befinden sich im Streubesitz.

Die CHORUS ist die Muttergesellschaft der aus ihr und ihren Tochtergesellschaften bestehenden CHORUS-Unternehmensgruppe und als unabhängiger und wachstumsorientierter Betreiber von derzeit 97 Solar- und Windparks - im Eigenbesitz und im für institutionelle Investoren verwalteten Vermögen - tätig. Die Unternehmensgruppe umfasst vornehmlich Betriebsgesellschaften, in Deutschland insbesondere in der Rechtsform der Kommanditgesellschaft, sowie Verwaltungs- und Asset Managementgesellschaften, welche als Kapitalgesellschaften firmieren. Zusätzlich werden zwei assoziierte Unternehmen sowie eine Gemeinschaftsvereinbarung (GbR) in die Unternehmensgruppe eingeschlossen. Die Unternehmensgruppe stellt sich bei typisierter Betrachtung wie folgt dar:



2.2 Steuerliche Grundlagen

Wesentliche steuerliche Organschaften bestehen innerhalb der CHORUS Gruppe nicht. Die Besteuerung erfolgt auf Gesellschaftsebene unter Zugrundelegung des jeweiligen landesspezifischen Steuerrechts.

Wie im vorangegangenen Abschnitt ausgeführt, sind einige Gesellschaften der CHORUS Gruppe Personengesellschaften. Hierbei handelt es sich insbesondere um Betriebsgesellschaften. Die Ergebnisse der deutschen Personengesellschaften werden hierbei bei der CHORUS AG körperschaftsteuerlich veranlagt.

Nach Auskunft der Gesellschaft bestand zum 31. Dezember 2016 ein körperschaftsteuerlicher Verlustvortrag von rd. T€ 480, im Wesentlichen zurückzuführen auf die CHORUS CleanTech Solarinvest 7. GmbH, sowie ein gewerbesteuerlicher Verlustvortrag von rd. T€ 4.741. Ein Teil der existierenden Verlustvorträge bei CHORUS ist bedingt durch den Gesellschafterwechsel untergegangen.¹

Weiterhin verfügt die CHORUS AG zum 31. Dezember 2015 über ein steuerliches Einlagekonto in Höhe von rd. T€ 237.384. Der Bestand des steuerlichen Einlagekontos ist noch nicht veranlagt.

2.3 Wirtschaftliche Grundlagen

Geschäftsfelder und -modell

Das Produktportfolio der CHORUS ist unterteilt in die drei Hauptsegmente „Stromerzeugung aus Solarenergie“, „Stromerzeugung aus Windenergie“ und „Asset Management“. In diesem Rahmen besitzt und verwaltet CHORUS Solar- und Windparks in Deutschland, Italien, Frankreich und Österreich. Außerdem bietet sie innerhalb des Segments Asset Management verschiedene Dienstleistungen innerhalb der CHORUS Gruppe sowie für institutionelle Anleger und größere Investoren an, u.a. die kaufmännische Betriebsführung von Parks in Deutschland, Frankreich, Italien, Finnland, Schweden und Großbritannien.

¹ Vgl. Geschäftsbericht von Chorus zum 31. Dezember 2016, S. 81.

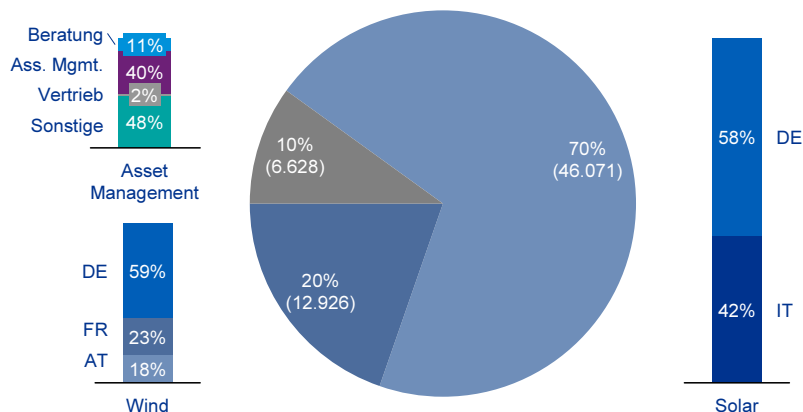


Quelle: CHORUS Geschäftsbericht 2016

Die Gesamtkapazität über alle Segmente beträgt zum Stichtag 31. Dezember 2016 etwa 540 MW und verteilt sich auf 95 Parks. Von den 95 Parks befinden sich 68 im Eigentum von CHORUS, welche sich zum überwiegenden Anteil in Deutschland und Italien befinden. Im Jahr 2017 wurde das Portfolio des Asset Managements um bisher zwei weitere Windparks in Deutschland und Frankreich erweitert, womit die Gesamtkapazität auf 555 MW ansteigt.

Der gesamte Umsatz der CHORUS wird in Europa erwirtschaftet. Über die Hälfte der Umsatzerlöse im Bereich Solar- und Windenergieerzeugung entfällt auf Deutschland.

Umsatzaufteilung nach Segmenten und Regionen (2016*)



*: Stellt den nicht konsolidierten Umsatz dar

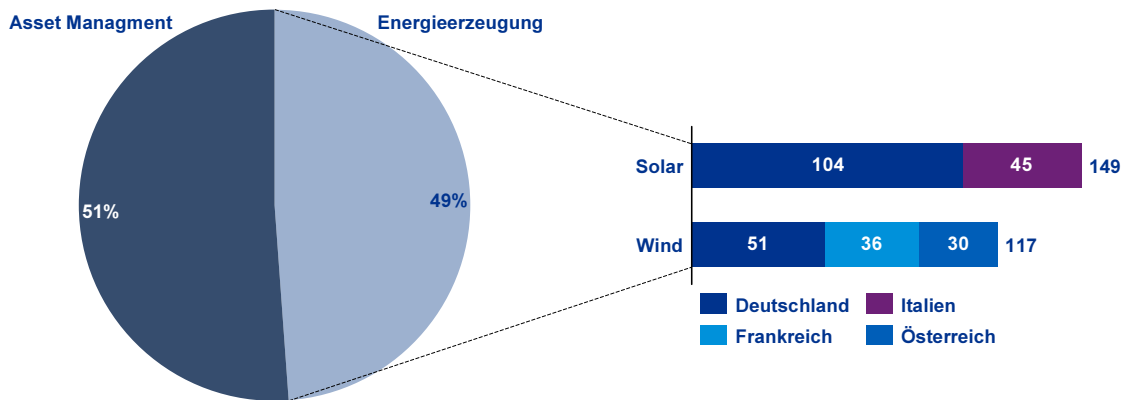
Quelle: CHORUS Geschäftsbericht 2016, KPMG Analysen

Im Jahr 2016 hat die CHORUS mit dem Portfolio aus eigenen und für Dritte verwalteten Parks 758.078 MWh Strom produziert und über die drei Segmente einen Umsatz in Höhe von rd. 62,8 Mio. € generiert. Die Umsatzerlöse wurden hierbei zu 60 % in Deutschland (Vorjahr: 61 %), zu 31 % in Italien (Vorjahr: 36 %), zu 5 % in Frankreich (Vorjahr: 1 %) und zu 4 % in Österreich (Vorjahr: 2 %) erzielt. Im Segment Asset Management setzen sich die Umsatzerlöse neben dem reinen Asset Management zusätzlich aus Beratungs- und Betriebsführungsleistungen, Vertriebsaktivitäten und anderen, dem Asset Management zugehörigen Aktivitäten zusammen.

Bei den 13 im Eigentum befindlichen Windparks wurde auch der Windpark Herrenstein in Österreich mit einer Kapazität von 14,1 MW berücksichtigt. Dieser wird voraussichtlich im Jahr 2017 an das Netz angeschlossen.

Im Bereich Asset Management wurden zum Stichtag 31. Dezember 2016 sieben Solar- und 20 Windparks für institutionelle Investoren verwaltet. Im Laufe des Jahres 2017 wurden zwei weitere Erwerbe an Windparks getätigt.

Eigene und verwaltete Kapazitäten der CHORUS (540MW)



Quelle: CHORUS Geschäftsberichte 2015 und 2016, KPMG Analysen

Die umsatzstärksten Segmente im Portfolio sind die Energieerzeugung aus 68 eigenen Solar- und Windparks mit einer Gesamtleistung von rd. 266 MW. Das Geschäftsmodell in diesen beiden Segmenten besteht hauptsächlich aus dem Erwerb und langfristigen Betrieb von Solar- und Windparks, die kurz vor der Fertigstellung stehen oder erst kürzlich an das Stromnetz angeschlossen wurden. Windparks auf See (Offshore) liegen dagegen nicht im Fokus der Gesellschaft.

Ziel der Investitionstätigkeit ist einen langfristigen und stabilen Finanzrückfluss zu generieren. Neben der fixierten Einspeisevergütung werden daher üblicherweise auch langfristige Verträge im Hinblick auf die Betriebsführung (u. a. Instandhaltung) sowie die Finanzierung der Projekte geschlossen. Die Finanzierung wird typischerweise zu über die Laufzeit fixen Zinssätzen geschlossen. Um Unsicherheiten hinsichtlich der künftigen Rückflüsse zu minimieren, liegt der Fokus von CHORUS auf Ländern mit einer sehr stabilen wirtschaftlichen und politischen Lage.

Wesentliche Werttreiber in diesem Geschäftsmodell sind:

- Die Investitionssumme im Rahmen des Erwerbs der Projekte von Projektierern
- Die produzierte Strommenge sowie die Dauer und Höhe der fixierten Einspeisevergütung
- Die Laufzeit der Anlagen
- Die Höhe der Betriebskosten für die technische und kaufmännische Betriebsführung sowie Pachtentgelte, welche üblicherweise über langfristige Verträge fixiert werden
- Die Höhe der Finanzierungskosten für die üblicherweise stark fremdfinanzierten Erwerbe

Das Segment Asset Management von CHORUS bietet eine große Bandbreite an Dienstleistungen für institutionelle Anleger und größere Investoren. Neben dem Drittgeschäft werden die Asset Management Dienstleistungen auch für Betriebsgesellschaften innerhalb der CHORUS Gruppe erbracht.

Zu den angebotenen Dienstleistungen in diesem Segment zählt das kaufmännische Anlagenmanagement mit einem eigenen Team von Projektmanagern, die Steuerung und Überwachung der technischen Betriebsführung sowie das Gewährleistungs- und Versicherungsmanagement. Das Segment umfasst im Weiteren die Initiierung von Fonds für institutionelle Anleger, die Strukturierung anderer Investitionen sowie das Durchführen von Commercial-, Financial-, Technical- und Legal Due Diligence im Rahmen von Solar- und Windpark Transaktionen.

Mit der Erfahrung aus dem eigenen Parkportfolio bietet CHORUS über das Asset Management insbesondere institutionellen Investoren die Möglichkeit ebenfalls in langfristige Anlagen mit stabilem Cashflow-Profil zu investieren und hierbei an der Projekterfahrung von CHORUS zu partizipieren. Auf Basis dieser speziellen Ausrichtung gehört CHORUS aktuell zu den größten, unabhängigen Stromerzeugern (sog. Independent Power Producer; „IPP“) in Europa.

Ein wichtiger Erfolgsfaktor der CHORUS ist hierbei das Netzwerk aus Projektentwicklern, Generalunternehmern, sowie Banken, Rechtsanwälten und Ingenieurbüros, welches alle wesentlichen Marktteilnehmer umfasst und den Zugang zu neuen Projekten und Investoren sicherstellt.

Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

Die Planung der CHORUS ist nach den International Financial Reporting Standards (im Folgenden „IFRS“) erstellt worden. Die Darstellung und Analyse der historischen Finanzinformationen erfolgt daher korrespondierend zur Planung nach IFRS. Die folgenden Tabellen zeigen die Gewinn- und Verlustrechnungen sowie die Bilanzen der CHORUS für den Zeitraum 2014 bis 2016.

CHORUS Clean Energy AG - Konzerngewinn- und -verlustrechnung			
T€	2014	2015	2016
Umsatzerlöse	3.349	58.582	62.751
<i>Umsatzwachstum</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>7,1%</i>
Sonstige Erträge	930	2.621	3.979
Personalaufwand	2.149	2.686	4.044
Sonstige Aufwendungen	3.419	15.661	17.042
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	-1.289	42.856	45.644
<i>EBITDA Marge</i>	<i>-38,5%</i>	<i>73,2%</i>	<i>72,7%</i>
Abschreibungen	74	21.976	26.669
Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT)	-1.363	20.880	18.975
<i>EBIT Marge</i>	<i>-40,7%</i>	<i>35,6%</i>	<i>30,2%</i>
Finanzergebnis	132	-8.038	-10.245
Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)	-1.231	12.842	8.730
Ertragsteuern	359	3.882	4.448
Jahresüberschuss / -fehlbetrag	-1.590	8.961	4.282
<i>Jahresüberschuss in %</i>	<i>-47,5%</i>	<i>15,3%</i>	<i>6,8%</i>

Quelle: CHORUS Clean Energy AG, KPMG Analyse

Im Geschäftsjahr 2014 wurden lediglich Umsatzerlöse aus dem Segment Asset Management ausgewiesen, da der bilanzielle Erwerb des Solar- und Windparkportfolios in die CHORUS AG mit Wirkung zum 31. Dezember 2014 erfolgte.

Der Anstieg der Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2015 resultierte aus der erstmaligen Zurechnung der Umsatzerlöse der eingebrachten Betriebsgesellschaften. Daneben trugen weitere Akquisitionen in den Jahren 2015 und 2016 zur Umsatzentwicklung bei.

Die sonstigen Erträge weisen insbesondere Erträge aus Unternehmenszusammenschlüssen im Rahmen der Akquisitionen von Solar- und Windparks sowie Erträge aus Entkonsolidierungen im Zuge der Veräußerung einzelner Betriebsgesellschaften aus. Weiterhin sind in den sonstigen Erträgen Einmaleffekte aus Schadenersatzzahlungen, Versicherungsentschädigungen sowie der Auflösung von Rückstellungen enthalten.

Die Entwicklung des Personalaufwands im Jahr 2016 ist auf einen Anstieg der Mitarbeiterzahl sowie in geringfügigem Umfang auf Gehaltssteigerungen begründet.

Die sonstigen Aufwendungen umfassen im Wesentlichen die Betriebskosten der Solar- und Windparks sowie Verwaltungskosten. Daneben beinhalten sie im Geschäftsjahr 2015 Aufwendungen für den Börsengang und im Geschäftsjahr 2016 Aufwendungen aus der Übernahme durch die Capital Stage. Der Anstieg im Geschäftsjahr 2016 ist durch die Erweiterung des Portfolios begründet.

Die im Vergleich zum Jahr 2015 höheren Abschreibungen des Jahres 2016 entstanden ebenfalls durch die Erweiterung des Anlagenportfolios. Im Ergebnis reduzierte sich die EBIT-Marge in 2016 im Vergleich zum Vorjahr um 5,4 %-Punkte auf 30,2 %.

Der Rückgang des Finanzergebnisses war hauptsächlich durch die Stichtagsbewertung von Zinsswaps bedingt, die eine Erhöhung des Finanzaufwands im Vergleich zum Vorjahr von rd. 2,2 Mio. € zur Folge hatten.

Die Aufwendungen für Ertragsteuern im Jahr 2016 sowie die vergleichsweise hohe Steuerquote entstanden hauptsächlich durch den Untergang von steuerlichen Verlustvorträgen im Zusammenhang mit dem mehrheitlichen Gesellschafterwechsel. Die Ertragssteuern beinhalten auch latente Steuern, u.a. aus der Bewertung von immateriellen Vermögenswerten und Sachanlagen sowie lang- und kurzfristigen Verbindlichkeiten.

Unter Berücksichtigung der oben genannten Sachverhalte haben wir folgende Bereinigungen hinsichtlich der Vergangenheit vorgenommen:

CHORUS Clean Energy AG - Konzerngewinn- und -verlustrechnung - bereinigt			
T€	IST		
	2014	2015	2016
Umsatzerlöse	3.349	58.582	62.751
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	-1.289	42.856	45.644
<i>EBITDA Marge</i>	-38,5%	73,2%	72,7%
- Aufwendungen durch Börsengang		2.837	
- Aufwendungen aus Übernahme durch Capital Stage			2.242
- Sonstige Erträge aus Akquisitionen / Veräußerungen		-418	-2.035
Bereinigtes EBITDA	-1.289	45.275	45.851
<i>Bereinigte EBITDA Marge</i>	-38,5%	77,3%	73,1%
Bereinigtes EBIT	-1.363	23.299	19.182
<i>Bereinigte EBIT Marge</i>	-40,7%	39,8%	30,6%

Quelle: CHORUS Clean Energy AG, KPMG Analyse

Bereinigungen betreffen dabei im Wesentlichen Aufwendungen durch den Börsengang in 2015 sowie die Übernahme durch Capital Stage in 2016. Weiterhin wurden Ergebniseffekte aus Akquisitionen bzw. Veräußerungen bereinigt.

Die Bilanz der CHORUS Gruppe nach IFRS stellt sich für die letzten drei abgeschlossenen Geschäftsjahre wie folgt dar:

CHORUS Clean Energy AG - Konzernbilanz			
T€	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Langfristige Vermögenswerte	457.343	468.758	585.867
Immaterielle Vermögenswerte und Geschäfts- oder Firmenwert	181.149	177.149	219.369
Sachanlagen	252.521	273.147	349.810
Nach der Equity-Methode bilanzierte Finanzanlagen	480	585	334
Langfristige finanzielle Vermögenswerte	4.374	5.761	7.730
Latente Steueransprüche	18.819	12.116	8.624
Kurzfristige Vermögenswerte	51.961	141.987	90.399
Bestand an fertigen und unfertigen Erzeugnissen	0	0	14
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6.420	8.623	11.107
Forderungen aus Ertragsteuern	826	439	3.367
Kurzfristige Vermögenswerte	7.425	13.359	17.442
Flüssige Mittel	37.290	114.728	58.469
Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte	0	4.839	0
Bilanzsumme	509.304	610.745	676.266
Eigenkapital	123.844	232.039	231.172
Grundkapital	50	27.705	27.705
Kapitalrücklage	0	192.347	192.347
Kumuliertes sonstiges Ergebnis	0	743	590
Gewinnrücklagen	2.269	11.234	10.530
Noch nicht eingetragene Bareinlagen	5.855	0	0
Noch nicht eingetragene Sacheinlagen	115.645	0	0
Nicht beherrschende Anteile	25	11	0
Langfristige Schulden	350.108	325.719	395.187
Verbindlichkeiten gegenüber Minderheitskommanditisten	4.034	4.368	3.993
Langfristige Rückstellungen	3.358	4.780	9.472
Langfristige finanzielle Verbindlichkeiten	341.057	312.894	363.081
Passiver Rechnungsabgrenzungsposten	0	0	1.470
Latente Steuerschulden	1.659	3.678	17.171
Kurzfristige Schulden	35.352	52.986	49.908
Kurzfristige Rückstellungen	1.382	200	75
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	4.716	10.560	8.340
Verbindlichkeiten aus Ertragsteuern	3.537	2.462	1.300
Kurzfristige finanzielle Verbindlichkeiten	21.446	34.840	36.449
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	3.431	1.682	3.254
Passiver Rechnungsabgrenzungsposten	840	245	490
Zur Veräußerung gehaltene Schulden	0	2.998	0
Bilanzsumme	509.304	610.745	676.266

Quelle: CHORUS Clean Energy AG, KPMG Analyse

Die immateriellen Vermögenswerte umfassen zum 31. Dezember 2016 Stromeinspeiseverträge, erworbene Dienstleistungsverträge für die Verwaltung von Energieparks, insbesondere einen Geschäftsbesorgungsvertrag im Zusammenhang mit dem Erwerb der CHORUS IPP Europe GmbH, sowie vorteilhafte Projektrechte des Eigenbestands. Der Anstieg im Vergleich zum Vorjahr beruht im Wesentlichen auf den Zukäufen der Windparks im Geschäftsjahr und unterliegt den gegenläufigen Effekten planmäßiger Abschreibungen.

Zusätzlich werden Pachtvorauszahlungen und sonstige immaterielle Vermögenswerte i. H. v. T€ 6.583 sowie ein Geschäfts- und Firmenwert i. H. v. T€ 23.148 bilanziert. Der Anstieg der immateriellen Vermögenswerte im Vergleich zum Vorjahr beruht im Wesentlichen auf den Zukäufen der Windparks im Geschäftsjahr.

Das Sachanlagevermögen umfasst zum 31. Dezember 2016 im Wesentlichen die Energieerzeugungsanlagen der Solar- und Windparks im Eigenbestand (T€ 333.013) einschließlich der Grundstücke (T€ 753), sofern diese im Eigentum der CHORUS stehen, und aktivierte Rückbaukosten (T€ 9.283). Weitere Bestandteile sind Anlagen im Bau (T€ 6.582) sowie zu einem kleineren Teil die Betriebs- und Geschäftsausstattung und sonstige Sachanlagen (zusammen T€ 180). Der Anstieg des Sachanlagevermögens resultiert im Wesentlichen neben Zugängen aus der Fertigstellung von Anlagen aus den Erwerben der Windparks Amöneburg zum 31. März 2016 und Hürth zum 13. Mai 2016 sowie eines französischen Windparkportfolios zum 30. September 2016, bestehend aus vier Windparks, von denen einer planmäßig zum Jahresende an einen institutionellen Investor veräußert wurde.

Die nach der Equity-Methode konsolidierten Finanzanlagen umfassen zum 31. Dezember 2016 die Gnannenweiler Windnetz GmbH & Co. KG (T€ 153) sowie die CHORUS IPP Europe GmbH (T€ 181), an der die CHORUS sämtliche Anteile hält. Trotz der Mehrheitsbeteiligung wird die CHORUS IPP Europe GmbH als assoziiertes Unternehmen bilanziert, da die Rückflüsse aus dem Investment mehrheitlich Dritten über die Verzinsung von Genussrechten zugehen. Die im Vorjahr ebenfalls nach der Equity-Methode bilanzierte Beteiligung an der CHORUS Infrastructure Fund S.A. SICAV-SIF (T€ 396) wird fortan als langfristiger finanzieller Vermögenswert zu fortgeführten Anschaffungskosten ausgewiesen.

Langfristige finanzielle Vermögenswerte weisen neben der zuvor benannten CHORUS Infrastructure Fund S.A. SICAV-SIF maßgeblich die durch die CHORUS CleanTech 1. Fonds Invest GmbH und CHORUS 2. Fonds Invest GmbH gehaltenen Beteiligungen aus.

Latente Steueransprüche resultieren aus steuerlichen Verlustvorträgen sowie aus Unterschieden bei dem Ansatz von immateriellen Vermögenswerten aus Unternehmenszusammenschlüssen sowie den Abschreibungen zugrundeliegenden abweichenden Nutzungsdauern der Energieerzeugungsanlagen.

Die liquiden Mittel umfassen neben den Guthaben bei Kreditinstituten (T€ 42.353) Barmittelreserven für Schuldendienst und Projektrücklagen (T€ 16.116), die als Sicherheit für die kreditgebenden Banken der Solar- und Windparks dienen. Diese Projektreservekonten können nur im Einvernehmen mit den finanzierenden Banken für die jeweiligen Unternehmen verwendet werden und werden daher als beschränkt verfügbare Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente klassifiziert. Die verbleibenden liquiden Mittel sind im Wesentlichen für weitere Investitionen in Wind- oder Solarparks vorgesehen.

Anteile von Minderheitskommanditisten an Betriebsgesellschaften innerhalb des CHORUS-Konzerns werden als Verbindlichkeiten (T€ 3.993) ausgewiesen, da die jeweiligen Kommanditisten ein gesetzliches Kündigungsrecht haben, das durch die Gesellschaftsverträge nicht ausgeschlossen werden kann. Die Kommanditisten können somit auf die ihnen zugeordneten Gewinne (kündbare, nicht beherrschende Anteile) gemäß den Regelungen der Gesellschaftsverträge zugreifen, sobald sie ihnen zugeordnet sind und verleihen diesen somit den Charakter von Fremdkapitals.

Langfristige Rückstellungen umfassen Rückbauverpflichtungen zum 31. Dezember 2016 i. H. v. T€ 9.472 im Zusammenhang mit den Solar- und Windparks im Eigenbesitz.

Zum 31. Dezember 2016 hatte die CHORUS lang- und kurzfristige Bank- und Leasingverbindlichkeiten sowie Verpflichtungen aus Derivat-Geschäften im Zusammenhang mit Darlehens- und Leasingverträgen zur Finanzierung der Solar- und Windparks. Die zugrundeliegenden Darlehensvereinbarungen sind sog. Non-Recourse-Darlehen (T€ 362.649), die das Haftungsrisiko auf die jeweiligen Parks beschränken. Dabei wurden die Darlehen zur Finanzierung der Solar- und Windparks mit langfristig fixen Zinssätze abgeschlossen. Soweit Darlehen mit variablen Zinssätzen zur Finanzierung eingesetzt werden, hat die CHORUS entsprechende Zinsswaps zum Zwecke der Zinsabsicherung abgeschlossen, die zum beizulegenden Zeitwert (T€ 8.181) bilanziert werden. Aufgrund der Entwicklung des Marktzinssatzes in Verbindung mit den langfristigen Finanzierungsverträgen mit fixem Zinssatz wurde der beizulegende Zeitwert der Bankdarlehen zum Stichtag 31. Dezember 2016 mit T€ 26.869 über dem IFRS Buchwert ermittelt.

Die Leasingverbindlichkeiten (T€ 28.700) entstanden in Zusammenhang mit Finanzierungsleasingverträgen für italienische Solarparks im Eigenbestand. In diesem Konstrukt ist die CHORUS der Leasingnehmer der einzelnen Solarparks, die die jeweiligen Energieerzeugungsanlagen als Sicherheit für die Verbindlichkeiten einsetzen. Zum Teil handelt es sich dabei um sog. Sale-and-Leaseback-Transaktionen.

Der Anstieg der finanziellen Verbindlichkeiten im Geschäftsjahr 2016 wurde durch die Akquisition weiterer Windparks sowie die entsprechende Finanzierung verursacht; gegenläufige Effekte umfassen im Wesentlichen die Tilgungen entsprechend der zugrundeliegenden Darlehens- und Finanzierungsvereinbarungen.

2.4 Marktumfeld und Wettbewerbsverhältnisse

Das Geschäftsmodell von CHORUS hängt in hohem Maße von der Abnahme und Vergütung des mit den Solar- und Windparks erzeugten Stroms ab. Für CHORUS sind daher Regularien und politische Rahmenbedingungen bezüglich des Ausbaus der erneuerbaren Energien in den jeweiligen Zielmärkten nicht nur für die Identifikation und Akquisition von Investitionsobjekten sondern auch für die Profitabilität entscheidend.

Die Europäische Union hat sich in den vergangenen Jahrzehnten zu diversen klima- und energiepolitischen Zielen verpflichtet. Maßgabe sind das Kyoto-Protokoll sowie das europäische Klima- und Energiepaket.² Auf der UN-Klimakonferenz im Dezember 2015 haben sich zum ersten Mal alle beteiligten Staaten vertraglich auf ein weltweites Klimaschutzabkommen geeinigt. Das Klimaschutzabkommen von Paris trat im November 2016 in Kraft. Durch die Ratifizierung des Pariser Klimaabkommens durch die Europäischen Union hat sie sich zu den im Abkommen festgelegten Klimazielen bekannt. Schon vor dem Pariser Klimaabkommen hat die Europäische Union im Rahmen ihrer Klima- und Energiepolitik bis 2030 eigene klimapolitische Ziele festgelegt. Im Wesentlichen sind dies die Senkung der Treibhausgasemissionen um mindestens 40 % (gegenüber 1990), die Erhöhung des Anteils erneuerbarer Energiequellen auf mindestens 27 % sowie die Steigerung der Energieeffizienz um mindestens 27 %. Diese Ziele, die die EU-Staats- und -Regierungschefs im Jahr 2007 festgelegt und zu denen sie im Jahr 2009 Rechtsvorschriften erlassen haben, sind auch Kernziele der Strategie Europa 2020 für intelligentes, nachhaltiges und integratives Wachstum.³

Der Ausbau der erneuerbaren Energien in europäischen Ländern wurde in der Vergangenheit mehrheitlich über Subventionen, größtenteils über fixe Einspeisevergütungen, gesteuert. Bis zur Einführung der Energie- und Umweltbeihilfeleitlinien durch die EU-Kommission (EEAG) am 1. Juli 2014 gab es keine Harmonisierung der Subventionen von erneuerbaren Energien zwischen den EU Mitgliedsstaaten, da diese frei festgelegt werden konnten. Daher zählten langfristig festgeschriebene Einspeisevergütungen zu den meist verwendeten Subventionen. Das Modell der Einspeisevergütung ist jedoch nach mehrheitlicher Einschätzung aufgrund der verursachten Kosten nur ein temporäres Mittel zur Einführung von erneuerbaren Energien. Langfristig wird die Erzeugung von Strom aus erneuerbaren Energien ein weiteres Element im Energiemix, das sich in ein System aus markt- und wettbewerbsfähige Erzeugungsarten einfügen muss.

² Vgl. Umweltbundesamt – Europäische Energie- und Klimaziele

³ Vgl. Europäische Kommission – Energieunion auf dem richtigen Kurs

In vielen Ländern Europas werden die Subventionsregelungen nun weiterentwickelt und um marktähnliche Steuerungsmechanismen ergänzt. Im Rahmen neuer Leitlinien wurden der staatlichen Förderung von erneuerbare Energie-Anlagen nun Grenzen gesetzt, wie beispielsweise die Nutzung von Ausschreibungsverfahren zur Ermittlung der Förderhöhe anstelle von festen Einspeisevergütungen. Außerdem wurden Ausbaukorridore festgelegt, die sich an den künftigen Anteilen im Energiemix der jeweiligen Energiesysteme in den Ländern orientieren.

Vor diesem Hintergrund wird erwartet, dass die Subventionen für Neuprojekte in den Kernmärkten mittel- bis langfristig auslaufen bzw. sinken werden und sich die Erlösmodelle der Erzeuger erneuerbarer Energien an Marktmechanismen anpassen werden. Bislang war dieses direkt von der Höhe der Einspeisevergütung beeinflusst, die gesetzlich festgelegt wurden. In Anbetracht der oben dargestellten Entwicklungen werden die Erlöse zukünftig vom Einsatz der relevanten Erzeugungsarten im Energiemix bestimmt bzw. beeinflusst werden. Damit werden die erneuerbaren Energien ein normaler, wettbewerblicher und wichtiger Bestandteil des Energiemix (*Quelle: IHK – Finanzierung der Erneuerbaren Energien in EU-Strommärkten 2015*).

Wind

Von Ende 2014 bis Ende 2015 erhöhte sich die installierte Leistung von Windkraftanlagen in Europa von etwa 134 Gigawatt⁴ (GW) in 2014 auf rund 148 GW in 2015. Dies entspricht einer Wachstumsrate in 2015 von 5,4 % und einem Anstieg gegenüber der Wachstumsrate von 3,8 % in 2014. Im Hinblick auf die kumulierte Gesamtkapazität sind innerhalb der Europäischen Union nach Deutschland noch Spanien (23 GW), Großbritannien (14 GW), Frankreich (10 GW) und Italien (9 GW) führend. Weitere Länder wie Schweden, Dänemark, Polen und Portugal verfügen über eine Gesamtkapazität von jeweils mehr als 5 GW (*Quelle: EWEA - Wind in power 2015*).

Solar

Der europäische Markt hat sich innerhalb der letzten dreizehn Jahre schnell entwickelt: Von einer im Jahr 2000 installierten Leistung von 58 MW stieg die jährlich neuinstallierte Leistung auf 22,3 GW in 2011 und verzeichnete im Jahr 2015 neu installierte Kapazitäten von rund 8 GW (*Quelle: IEA - Snapshot Global*). Die bisher höchsten Zuwachsraten Europas im Jahr 2011, die durch die schnelle Expansion von Photovoltaikanlagen in Italien und der hohen Anzahl an Installationen von Photovoltaikanlagen in Deutschland hervorgerufen wurden, konnten in den Folgejahren nicht wieder erreicht werden. Dies lag unter anderem an Anpassungen der Vergütungs- bzw. Fördermechanismen in verschiedenen europäischen Ländern (*Quelle: EPIA 2014*).

⁴ Ein Gigawatt (GW) entspricht 1000 Megawatt (MW)

Deutschland

In Deutschland wird die Abgabe und die Vergütung des aus erneuerbaren Energien erzeugten Stroms durch das Erneuerbare-Energien-Gesetz („EEG“) geregelt. Das EEG ist konzeptionell so angelegt, dass für jede Anlage während der gesamten Dauer ihrer Förderung grundsätzlich die Version des EEG gilt, die bei ihrer Inbetriebnahme in Kraft war.

Das erste Gesetz für den Ausbau erneuerbarer Energien wurde in Deutschland im Jahr 2000 verabschiedet. Bis zum Jahre 2011 bestand die Hauptförderung für erneuerbare Energien aus der deutschen Einspeisevergütung. Produzenten erneuerbarer Energien wurde ein fester Preis pro erzeugter Einheit angeboten, der über dem Preis für die Erzeugung von Strom aus Kohle und Gas lag. Die damit verbundenen Kosten der obligatorischen Einspeisetarife wurden durch einen Zuschlag auf die Stromrechnungen der Endverbraucher zurückgewonnen. Seit dem 1. Januar 2012 können Betreiber von EEG-Anlagen ihren Strom über das Marktprämienmodell direkt vermarkten. Die finanziellen Unterschiede zwischen dem an der Börse erzielten Strompreis und der fixen EEG-Vergütung gleicht eine sogenannte Marktprämie aus. Die Höhe des durchschnittlichen monatlichen Marktpreises an der Strombörse zuzüglich der Marktprämie entspricht dabei exakt der Höhe der fixen EEG-Vergütung. Verkauft der Betreiber an der Strombörse zu Preisen oberhalb des durchschnittlichen monatlichen Marktpreises, generiert er Einnahmen, die die des fixen EEG-Vergütungsmodells übersteigen (*Quelle: BMWI – Erneuerbare Energien in Zahlen*). Nach Überschreiten des Förderzeitraums und bis zum Ende der wirtschaftlichen Nutzungsdauer einer Anlage erfolgt die Vergütung der erzeugten Energie zu den entsprechenden zukünftigen Marktpreisen.

Bis zum 31. Dezember 2016 galt das EEG in seiner letzten Fassung vom Juli 2014 („EEG 2014“). Ab dem 1. Januar 2017 sind Netzbetreiber grundsätzlich dazu verpflichtet, Anlagen aus erneuerbaren Energien unverzüglich vorrangig an ihr Netz anzuschließen und den gesamten Strom aus erneuerbaren Energien abzunehmen. Im Gegenzug erhalten Betreiber von Anlagen zur Erzeugung von Strom aus erneuerbaren Energien über 20 Jahre eine festgelegte Vergütung.

Auf dieser Basis soll der Anteil des Stroms aus erneuerbaren Energien am gesamten Bruttostromverbrauch⁵, bis 2050 auf mindestens 80 % erhöht werden. Das neue Gesetz beinhaltet zudem und erstmals einen Ausbaukorridor, der Ober- und Untergrenzen umfasst.

⁵ Der Bruttostromverbrauch umfasst die gesamte, erzeugte oder eingeführte Gesamtstrommenge abzüglich eventueller Exporte. Im Gegensatz zum Nettostromverbrauch werden auch Verteilungsverluste sowie der Eigenverbrauch der Kraftwerke berücksichtigt.

Wie bereits in der Einleitung erwähnt, soll in naher Zukunft der Zubau von Photovoltaik und Windenergie über einen Marktmechanismus, den „atmenden Deckel“ erfolgen. Der Mechanismus senkt die Vergütung bei einem zu hohen Ausbau und erhöht sie bei einem zu geringen Ausbau. Die Bandbreite des Ausbaukorridors liegt dabei zwischen 2,4 bis 2,6 GW pro Jahr. Mit dem Inkrafttreten des EEG 2017 zum 1. Januar 2017 wird zukünftig auch die Förderung von Onshore-Windanlagen über ein Ausschreibungsverfahren ermittelt.

Im Jahr 2014 hatte die deutsche Bundesregierung im Gesetz für den Vorrang Erneuerbarer Energien ("EEG") einen jährlichen Zubau von 2,5 GW als Ziel festgelegt. Dieses Ziel wurde bereits im Jahr 2014 mit einem Zubau von nur 1,9 GW nicht erreicht und auch im Jahr 2015 mit rund 1,5 GW Zubau deutlich verfehlt.

Wind

Der deutsche Windmarkt verzeichnete im Jahr 2015 das zweitstärkste Jahr für den Onshore-Windenergie Ausbau nach 2014. Nach aktuellen Erhebungen der Deutschen WindGuard im Auftrag des Bundesverbandes WindEnergie e.V. (BWE) und VDMA Power Systems (VDMA PS) wurden im vergangenen Jahr 1.368 (2014: 1.766) Windenergieanlagen mit einer Leistung von 3.730 MW (2014: 4.750,26 MW) neu installiert (*Quelle: WindGuard 2015*). Mit 78 Terrawattstunden⁶ (TWh) wurden im Jahr 2015 rechnerisch 20 Millionen Haushalte versorgt und 12 % des Bruttostromverbrauchs mit Windenergie in Deutschland abgedeckt (*Quelle: BWE - Windenergie an Land*). Laut IEA war im Jahr 2014 der Windenergiesektor einer der wichtigsten Quellen aus erneuerbaren Energien. Der Anteil der Windenergie an allen zur Verfügung gestellten erneuerbaren Energiequellen betrug im Jahr 2014 34,8 %. Im Hinblick auf die gesamte Stromnachfrage in Deutschland betrug der Anteil der Windenergie im Jahr 2014 mit 9,6 % mehr als jede andere erneuerbare Energieressource (*Quelle: Fraunhofer IWES - Windenergie Report Deutschland 2014*).

Die durchschnittliche Einspeisevergütung für Onshore-Windkraft liegt bei unter 9 Cent/kWh, bei Anlagen die vor der EEG 2014 Novelle in Betrieb genommen (2010-2013) wurden, liegt die Vergütung für die ersten fünf Jahre zwischen 9,2 – 9,5 Cent/kWh. Bei Anlagen die nach der EEG 2014 Novelle in Betrieb genommen wurden, liegt die Vergütung bei 8,9 Cent/kWh für die ersten fünf Jahre, wobei sich die Vergütungsdauer in Abhängigkeit vom Referenzertrag der Anlage verlängern kann. Typischerweise ergibt sich eine gesamte Förderdauer von etwa 20 Jahren (*BWE – A bis Z Fakten zur Windenergie*).

⁶ 1 Terrawattstunde (TWh) entspricht 1.000.000 kwh

Solar

Mit insgesamt 40 GW installierter Nennleistung, verteilt auf 1,5 Mio. Anlagen, deckte die Photovoltaikenergie mit einer geschätzten Stromerzeugung von 38,5 TWh ca. 6,4 % des Bruttostromverbrauchs in Deutschland ab. Aufgrund der hohen Dynamik in den Jahren 2010 bis 2012 bleiben die Ziele der Bundesregierung bezogen auf die Stromversorgung aus erneuerbaren Energien, trotz der schwächeren Jahre, noch immer erreichbar (*Quelle: Fraunhofer ISE 2016*). Die Entwicklung in Deutschland begründet sich laut BMWi in der geringeren Wirtschaftlichkeit der Anlagen aufgrund der sinkenden Förderung im EEG. Es wird erwartet, dass es einen weiteren Marktrückgang insbesondere bei großen bzw. größeren Anlagen geben wird, da sich die Wirtschaftlichkeit bei stagnierenden Modulpreisen aber gleichzeitig stetig sinkender Förderung weiter verschlechtert. Etwas anders liegt die Prognose der BMWi für das Kleinanlagensegment unter 10 kW. Dieses dürfte sich aufgrund der weiterhin bestehenden Befreiung von der EEG-Umlage nach dem EEG 2014 auch künftig weitgehend konstant entwickeln (*Quelle: BMWi - Marktanalyse Photovoltaik*).

Die Bandbreite der Einspeisevergütung für Solaranlagen in Deutschland ist relativ hoch und wird durch den Zeitpunkt der Inbetriebnahme, die Nennleistung und den Standort (z.B. Freifläche, Hauswand, Dach, Konversionsfläche) bestimmt. Freiflächensolaranlagen werden bereits seit 2015 durch Ausschreibungen gefördert. Die Höhe der Vergütung wird für eine Laufzeit von 20 Jahren fixiert und ergibt sich aus dem Zuschlag im Ausschreibungsverfahren (*Quelle: Fraunhofer ISE – Aktuelle Fakten zur Photovoltaik in Deutschland*).

Österreich

Die Einspeisevergütung für Strom aus Windenergie ist in Österreich durch das Ökostromgesetz (GEA) geregelt. Der Einspeisetarif orientiert sich am Jahr der Antragstellung und gilt dann für 13 Jahre, wobei die Vergütungslaufzeit erst mit der Abnahme von Ökostrom durch die Ökostromabwicklungsstelle beginnt. Vorher ist daher die Abnahme zum Marktpreis möglich, ohne dass dadurch die Tariflaufzeit gekürzt wird. Für die Abnahme elektrischer Energie aus Windkraftanlagen beträgt der Einspeisetarif gemäß Ökostrom-Einspeisetarifverordnung insgesamt 9,04 Cent/kWh, sofern die Antragstellung im Jahr 2016 erfolgte, und 8,95 Cent/kWh bei Antragstellung im Jahr 2017. Bei Antragsstellung in 2015 werden 9,27 Cent/kWh vergütet und in 2014 9,35 Cent/kWh (*Quelle: Bundesministerium für Wissenschaft, Forschung und Wirtschaft – Ökostrom-Einspeisetarifverordnung 2016*). Nach aktueller Gesetzeslage muss die Inbetriebnahme der Anlage spätestens 36 Monate nach Vertragsabschluss erfolgen, um die Einspeisevergütung zu erhalten (*Quelle: IG Windkraft – Ökostromgesetz*).

Wind

Ende 2016 erzeugten 1.191 Windkraftanlagen mit einer Gesamtleistung von 2,6 GW Strom für über 1,6 Mio. Haushalte, mehr als 40 % aller österreichischen Haushalte. Bis zum Jahr 2030 sollen 20 % der in der EU verbrauchten Energie mit erneuerbaren Energien bereitgestellt werden (*Quelle: IG Windkraft – Windkraft in Österreich 2017*).

Frankreich

Mit der Verabschiedung des Energiewendegesetzes in 2015 durch die französische Nationalversammlung wurde in Frankreich die Energiewende eingeleitet. Im Rahmen des französischen Energiewendegesetzes soll der Ausstoß von Treibhausgasen minimiert werden und der Anteil von grünem Strom an der gesamten Stromproduktion auf 23 % in 2020 und auf 32 % in 2030 ansteigen. Zeitgleich soll der Kernenergiestromanteil auf ungefähr 50 % reduziert werden. Eine signifikante Förderung des Ausbaus von erneuerbaren Energien durch den französischen Staat soll die Zielerreichung unterstützen (*Quelle: Renewable Energy World – France sets fresh renewable targets for 2023*).

Das Inkrafttreten der mehrjährigen Programmplanung für Energie (Programmation Pluriannuelle de l'Énergie, kurz „PPE“), welche durch das französische Ministerium für Umwelt, Energie und Meeresangelegenheiten veröffentlicht wurde, stellt eine große Unterstützung für die Energiewende dar. Die Programmplanung für Energie sieht bis zum Jahr 2023 eine Reduktion des Endenergieverbrauchs, eine Steigerung der installierten erneuerbaren-Energien-Leistung sowie die Steigerung von Wärmeerzeugung aus erneuerbaren Energien vor. Im Rahmen der Steigerung installierter erneuerbarer Energien-Leistung soll die Onshore Windenergie auf 21,8 – 26 GW ausgebaut. Das erfordert einen jährlichen Zubau von etwa 1,8 GW Onshore Windenergie-Leistung um die PPE Ziele bis 2023 zu erreichen.

Als unterstützende Maßnahme hat die Regierung zum Ende des Jahres 2016 neue Vergütungsstrukturen und -mechanismen für Onshore-Windenergie eingeführt. Bisher erhielten Anlagenbetreiber eine feste Mindestvergütung von 8,2 Cent/kWh über 15 Jahre sowie jährliche Anpassung der Einspeisevergütung an die Inflation (*Quelle: Artemis – Investition in Onshore Windenergie*). Das zukünftige System sieht eine Kombination aus Marktpreis und Vergütungskomponente vor, insbesondere für Windparks über 500 kW⁷ Leistung. Der produzierte Strom muss nun auf dem Markt angeboten werden, wobei der Betreiber zusätzlich zum Marktpreis eine unterstützende Vergütung erhält. Für Windparks, welche bereits vor dem 1. Januar 2016 eine Einspeisevergütungszusage erhalten haben, gilt der bestehende Tarif.

⁷ 1 Kilowatt (kW) entspricht 0,001 Megawatt (MW)

Wind

Mit einer installierten Windleistung von insgesamt 10,36 GW deckt dieses Energiesegment 4 % des gesamten nationalen Stromverbrauchs ab. Im Jahr 2015 wurden Windenergieanlagen mit einer Leistung von 1,07 GW neu installiert, das entspricht einer Wachstumsrate von 3 % im Vergleich zum Vorjahr (*Quelle: GWEC Report 2015*).

Auch im Hinblick auf die Windenergie hat Frankreich am 25. April 2016 ihre Ausbauziele neu definiert. Für den Onshore Windbereich soll im Jahr 2018 eine kumulierte Leistungskapazität in Höhe von 15 GW zur Verfügung stehen und zum Jahr 2023 Kapazitäten in Höhe von 21,8 GW bis 26 GW. Die Offshore Wind Ausbauziele lauten für das Jahr 2018 500 MW und für das Jahr 2023 3 GW (*Quelle: BMWi - Frankreich Ausbauziele*).

Italien

In Italien wurde die Einspeisevergütung in den Richtlinien zur Solarförderung, den “Conto Energia” geregelt. In den vergangenen Jahren wurden die festgelegte Einspeisevergütungen für einen Zeitraum von 20 Jahren ausbezahlt, wobei die Höhe der Einspeisevergütung von der Nennleistung, dem Zeitpunkt der Inbetriebnahme und dem Ort abhing.

Solar

Im Jahr 2014 hat die Regierung in Italien den Wegfall der Conto-Energia sowie eine rückwirkende Anpassung der Einspeisevergütung von Solaranlagen beschlossen (*Quelle: CHORUS – Geschäftsbericht 2016*). Für Betreiber von Solaranlagen mit einer Leistung über 200 kW reduziert sich die Einspeisevergütung um 8 %. Zusätzlich bekommen Bestandsanlagen ab dem zweiten Halbjahr 2014 nicht mehr die tatsächliche monatliche Solarstrom-Produktion vergütet, sondern eine konstante monatliche Abschlagszahlung. Diese basiert jedoch nur auf 90 % des prognostizierten Jahresertrags. Im Juni des darauffolgenden Jahres erfolgt dann eine Endabrechnung auf Basis der tatsächlich produzierten Energiemenge. Neu installierte Anlagen müssen seit 2014 den erzeugten Strom zum freien Marktpreis einspeisen, wobei die Anlagenbetreiber wählen können, ob Sie den Strom selbst vermarkten oder an die Gestore di Servizi (GSE) veräußern, die den Strom zum Marktpreis abnimmt.

2015 wurden in Italien Photovoltaikanlagen mit einer Leistung von 300 MW neu installiert, nachdem 2014 Photovoltaikanlagen mit einer Leistung von rund 424 MW neu ans Stromnetz angeschlossen wurden. Dies ist ein erheblicher Rückgang verglichen mit dem Wachstum in 2011, als rund 9,3 GW neu ans Netz angeschlossen wurden (*Quelle: IEA - Snapshot Global*). Zurückzuführen war der Anstieg in 2011 insbesondere auf großzügige Einspeisetarife sowie Vorzieheffekte wegen der Tarifkürzungen im Conto Energia IV vom Mai 2011 sowie im Conto Energia V vom Juli 2012 (*Quelle: McDermott Will & Emery – Key developments in the photovoltaic sector in Italy*).

Einige Solaranlagenbetreiber und Investoren haben 2015 Einspruch gegen die rückwirkende Reduktion der Einspeisevergütung eingelegt haben, da man an der Verfassungsmäßigkeit zweifelt. Diese Klage wurde jedoch im Dezember 2016 vom italienischen Verfassungsgericht als unbegründet abgewiesen.

Wettbewerb

Das Geschäft von CHORUS ist insbesondere dem Wettbewerb in Deutschland und Europa ausgesetzt. Wesentliche Wettbewerber im Markt für neue Projekte sind hierbei insbesondere mittlere und große Finanzinstitutionen und Versorger, wie etwa Institutionelle Fonds und Investoren (z.B. BlackRock, NIBC Infrastructure Partners, SUSI Partners AG, KGAL GmbH & Co. KG, die Nordcapital GmbH, MEAG Munich Ergo Asset Management GmbH) Versorgungsunternehmen (z.B. E.ON SE, die Innogy SE AG, die EnBW Energie Baden-Württemberg AG sowie die Vattenfall GmbH, Stadtwerke München GmbH, und viele weitere, regionale Versorger)

CHORUS fokussiert sich auf eine Nische im Markt und investiert typischerweise in Projekte mittlerer Größe bis ca. 10-30 MW. Während diese Projekte sich aufgrund ihrer Größe für Wettbewerber im Markt weniger attraktiv darstellen, sind diese für kleinere Wettbewerber, wie beispielsweise Family Offices, eher zu groß und ohne das spezielle Know-how der CHORUS aus dem bestehenden Portfolio teilweise zu risikobehaftet. Es kann jedoch davon ausgegangen werden, dass der Wettbewerb um attraktive Projekte zunehmen und sich im Preis der Projekte und den daraus erzielbaren Projektrenditen niederschlagen wird.

Bedingt durch den Zusammenschluss mit der Capital Stage ist nicht ausgeschlossen, dass durch eine gemeinsame Strategie auch größere Investitionsprojekte als in der Vergangenheit erworben werden können (> 40 MW). In diesem Zusammenhang könnten die Gesellschaften im Investitionsbereich von möglichen Synergie- und Skaleneffekten profitieren.

Fazit

Wesentlicher Treiber für die mittel- und langfristige wirtschaftliche Situation von CHORUS sind die aktuell im Bestand befindlichen Solar- und Windparks sowie die Möglichkeit, weitere Parks als Investitionsobjekt oder als betriebsgeführten Park zu akquirieren. Aufgrund der regulierten Einspeisevergütung ist hier weniger eine Wettbewerbsposition als das jeweilige landesspezifische Regulierungsregime relevant. Die für CHORUS relevanten Länder garantieren für die Bestandsanlagen langfristig stabile Einspeisepreise. Erst nach Auslaufen der Periode der garantierten Einspeisevergütungen, im Durchschnitt etwa 15 bis 20 Jahre, werden die Anlagen dem Wettbewerb ausgesetzt sein.

Für ein nachhaltig konstantes Volumen an Kapazitäten wird CHORUS zukünftig den aktuellen Anlagenbestand zumindest langfristig ersetzen müssen. Dies erfordert zukünftig erfolgreiche Erwerbe von und damit Erfolge im Wettbewerb um Projekte.

Hierbei bewegt sich CHORUS aktuell in einer Marktnische von Projekten mittlerer Größe. Der mögliche Zubau von Solar- und Windparks an Land ist in den Ländern, in denen CHORUS aktuell investiert, jedoch begrenzt, was wiederum CHORUS Wachstumspotentiale limitiert. Da sich CHORUS weiterhin auf Länder mit einem sehr stabilen politischen und wirtschaftlichen Rahmen fokussiert, sind auch die Möglichkeiten durch eine weitere regionale Expansion begrenzt. Im Ergebnis ist davon auszugehen, dass sich der Wettbewerb um die für CHORUS relevanten Projekte intensivieren wird.

Der Zusammenschluss mit der Capital Stage könnte im Investitionsbereich hier mögliche Synergiepotentiale bieten und zum zukünftigen Erfolg beim Erwerb von Projekten beitragen.

Der Erfolg im Asset Management hängt insbesondere davon ab, Investoren und damit zu verwaltendes Vermögen zu akquirieren und dieses Volumen nachhaltig zu halten. Der Erfolg setzt auch hier voraus, dass weiterhin und langfristig attraktive Investitionsmöglichkeiten in Solar- und Windparks erarbeitet werden können. Neben dem damit verbundenen und oben dargestellten Wettbewerb um die Projekte, ist hierbei zusätzlich ein Wettbewerb um die Kunden im Asset Management relevant. Hierbei konkurriert CHORUS u. a. mit erfahrenen und kapitalstarken, institutionellen Investoren. Das erweiterte Portfolio durch den Zusammenschluss mit Capital Stage und der Zugang zu neuen Märkten, Partnern und Kunden könnten insbesondere den Bereich Asset Management für institutionelle Investoren noch attraktiver machen und so gewisse Wachstumsmöglichkeiten in diesem Bereich bieten.

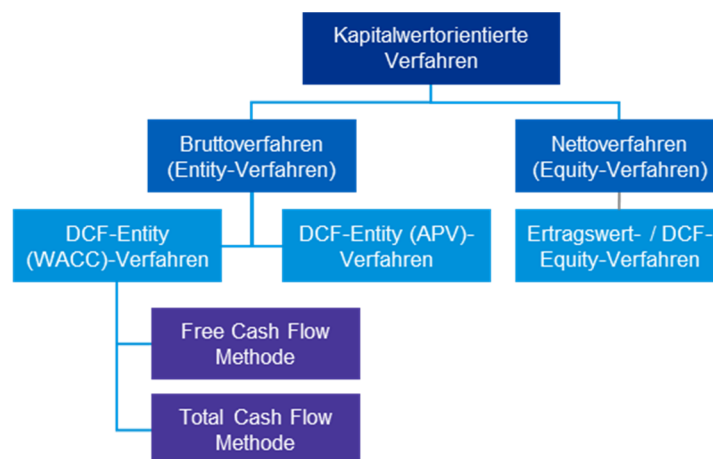
3 Allgemeine Bewertungsgrundsätze

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), gefunden.

Nach herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis, der auch die vorliegende Bewertung folgt, ist der Wert je Aktie aus einem objektivierten Unternehmenswert abzuleiten. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts dar.

3.1 Ertragswert

In der Betriebswirtschaftslehre, der Rechtsprechung und der Bewertungspraxis ist allgemein anerkannt, dass der Wert eines Unternehmens nach einem kapitalwertorientierten Verfahren ermittelt werden kann. Sämtliche kapitalwertorientierte Verfahren führen bei konsistenter Anwendung zum selben Unternehmenswert. Nachfolgende Übersicht gibt einen systematischen Überblick zu den wesentlichen kapitalwertorientierten Bewertungsverfahren:



Im vorliegenden Fall wurde der Unternehmenswert der CHORUS nach dem von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannten Ertragswertverfahren ermittelt.

Der Ertragswert eines Unternehmens bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner.

Im Rahmen der Nettoverfahren (Equity-Verfahren) wird der Ertragswert unmittelbar aus den Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner abgeleitet. Die zur Ermittlung des Ertragswertes abzubühenden Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner ergeben sich vorrangig aus den Ausschüttungen der vom Unternehmen erwirtschafteten finanziellen Überschüsse. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Dabei sind die Nebenbedingungen der gesellschaftsrechtlichen Ausschüttungsfähigkeit und der Finanzierung der Ausschüttungen zu beachten.

Bei der Ermittlung der den Unternehmenseignern zufließenden Nettoeinnahmen ist auch die Verwendung der zu Wertsteigerungen führenden Ergebnisthesaurierungen, z. B. zur Finanzierung von Investitionen, des Bilanzwachstums oder zur Tilgung von Fremdkapital, sachgerecht zu berücksichtigen.

Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswertes ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des dokumentierten Unternehmenskonzepts zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Soweit die Planung zwei Phasen unterscheidet, ist für die erste Phase der Planung (Detailplanungsphase) die Aufteilung der Nettoeinnahmen auf Ausschüttungen und Thesaurierungen auf der Basis des individuellen Unternehmenskonzepts und unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik, der Eigenkapitalausstattung und der steuerlichen Rahmenbedingungen vorzunehmen. Sofern für die Verwendung thesaurierter Beträge keine Planungen vorliegen und auch die Investitions- oder Finanzplanung keine konkrete Verwendung vorsieht, ist eine sachgerechte Prämisse zur Mittelverwendung zu treffen. Zur Vereinfachung des Bewertungskalküls bietet sich hierzu eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner an. Im Rahmen der zweiten Phase (so genannte Fortführungsphase oder ewige Rente) ist grundsätzlich anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten einer Alternativenanlage ist. Auch in dieser Phase können die thesaurierten Beträge fiktiv unmittelbar den Anteilseignern zugerechnet werden, soweit die Thesaurierungen nicht zur Finanzierung des mittels der angesetzten Wachstumsrate abgebildeten künftigen Bilanzwachstums erforderlich sind.

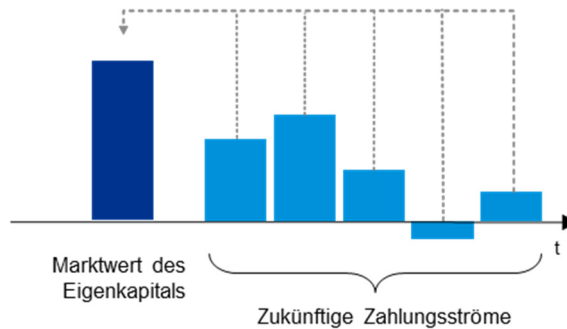
Unterliegen die thesaurierungsbedingten – und den Anteilseignern im Rahmen der Bewertung unmittelbar zugerechneten – Wertzuwächse (Kursgewinne) einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung, ist dies bei der Bewertung zu berücksichtigen (vgl. IDW S 1, Abschnitt 4.4.2.3.). Aus diesem Grund umfassen im Folgenden die Nettoeinnahmen der Anteilseigner sowohl die ihnen zufließenden Dividenden als auch die unmittelbar zugerechneten thesaurierten Beträge.

Da der Unternehmenswert aus der Sicht der Unternehmenseigner ermittelt wird, ist die Steuerbelastung der Anteilseigner auf die Ausschüttungen aus dem Unternehmen sowie auf die Kursgewinne (zugerechnete Thesaurierungsbeträge) zu berücksichtigen.

Wegen der grundsätzlichen Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung objektiver Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich. Bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen i. S. d. IDW S 1 i. d. F. 2008 werden der Typisierung im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person zugrunde gelegt (sog. unmittelbare Typisierung). Bei der Bewertung von deutschen Kapitalgesellschaften ist zu berücksichtigen, dass Zinseinkünfte und Ausschüttungen einer einheitlichen und von den individuellen Verhältnissen des einzelnen Anteilseigners unabhängigen nominellen Steuerbelastung in Höhe von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag unterliegen. Gleiches gilt für realisierte Kursgewinne für Erwerbe ab dem 1. Januar 2009.

Die effektive Steuerlast für Zinsen und Dividenden entspricht regelmäßig der nominellen Steuerbelastung. Die effektive Steuerbelastung auf zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen hängt dagegen vom Zeitpunkt der Realisierung der Wertsteigerung ab. Sie reduziert sich mit der zunehmenden Haltedauer eines Wertpapiers durch den Anteilseigner. Anteilseigner werden deshalb bestrebt sein, die effektive Steuerlast auf Kursgewinne durch lange Haltedauern möglichst gering zu halten. Unter der Annahme langer Haltedauern und des damit verbundenen Abzinsungseffektes bedeutet dies einen gegenüber der nominellen Steuerbelastung von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag deutlich geminderten effektiven Steuersatz für Veräußerungsgewinne, den wir typisierend mit dem hälftigen nominellen Steuersatz zuzüglich Solidaritätszuschlag angesetzt haben.

Für die Bewertung des Unternehmens sind die so ermittelten Nettoeinnahmen an die Unternehmenseigner mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren.



Die Bewertung der Gesellschaft wurde außerdem entsprechend der herrschenden Meinung in der Rechtsprechung und der Betriebswirtschaftslehre auf „stand-alone-Basis“ vorgenommen, das heißt, alle positiven und negativen Verbundeffekte, die erst durch den Ausschluss der Minderheitsaktionäre erzielt werden können, wurden außer Betracht gelassen. Gleiches gilt für solche Investitionen und Desinvestitionen und sonstigen Maßnahmen, die nur unter der Bedingung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre durchgeführt werden können. Sämtliche übrigen Synergien sind in der Bewertung zu berücksichtigen.

3.2 Sonderwerte

Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen kommen dafür unter anderem bestimmte Finanzaktiva und steuerliche Effekte in Frage. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögensteile, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wäre.

Im Rahmen der Bewertung der CHORUS wurden Sonderwerte hinsichtlich steuerlicher Verlustvorräte sowie dem steuerlichen Einlagekonto identifiziert.

3.3 Liquidationswert und Substanzwert

Erweist es sich insgesamt gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, die in den Unternehmen vorhandenen einzelnen Vermögensteile oder in sich geschlossene Betriebsteile gesondert zu veräußern, käme als Unternehmenswert auch der Liquidationswert als Summe der durch Liquidation erzielbaren Nettoerlöse in Betracht.

Da im vorliegenden Fall die bewertete Gesellschaft unbefristet fortgeführt werden soll und ferner davon auszugehen ist, dass der Ertragswert aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten (z. B. Sozialpläne, Entschädigungen) über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würden, wurde auf die Ableitung und Darstellung des Liquidationswertes im Rahmen dieses Berichts verzichtet.

Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem so genannten Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Werte nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat keinen selbständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwertes einer fortzuführenden Unternehmung. Ein Substanzwert wurde deshalb nicht ermittelt.

3.4 Börsenwert

Da die Aktien der CHORUS an verschiedenen Wertpapierbörsen zum Handel zugelassen sind, wäre es denkbar, die Barabfindung anhand der beobachtbaren Aktienkurse der CHORUS zu bestimmen. Allerdings können gewichtige Argumente gegen eine ausschließlich aus dem Börsenkurs abgeleitete Barabfindung sprechen, da der Börsenkurs von zahlreichen Sonderfaktoren, wie zum Beispiel von der Größe und Enge des Marktes, von zufallsbedingten Umsätzen sowie von spekulativen und sonstigen nicht wertbezogenen Einflüssen abhängt und damit unberechenbaren Schwankungen und Entwicklungen unterliegen kann.

Eine Verwendung von Börsenkursen (Marktkapitalisierung) als Grundlage für die Ermittlung der Barabfindung kann eine Unternehmensbewertung nach den dargestellten Grundsätzen nicht ersetzen, sofern diese Bewertung eine detaillierte Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt verwendet und in der Bewertungsmethodik die Kapitalmarktkalküle übernimmt. Die hier dargestellte Bewertung basiert auf einer Analyse von Vergangenheitsdaten und auf langfristigen Unternehmensplanungen, die in diesem Detaillierungsgrad und Umfang nicht öffentlich zugänglich sind.

Das Bundesverfassungsgericht (im Folgenden „BVerfG“) hat mehrfach entschieden, dass bei einigen speziellen Unternehmensbewertungsanlässen (zum Beispiel Abfindung und Ausgleich nach § 304 AktG, § 305 AktG oder § 320b AktG) der Börsenkurs bei der Ermittlung einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre als Mindestwert zu berücksichtigen ist.⁸ Dies gilt in analoger Auslegung auch bei der Ermittlung einer Barabfindung für Minderheitsaktionäre gemäß § 327b AktG. Das Gebot, bei der Festsetzung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs zu berücksichtigen, bedeutet jedoch nach Ansicht des Bundesverfassungsgerichts nicht, dass er stets allein maßgeblich sein müsse. Eine Überschreitung ist verfassungsrechtlich unbedenklich. Es kann aber auch verfassungsrechtlich beachtliche Gründe geben, ihn zu unterschreiten.

Zur Entwicklung und Relevanz des Börsenkurses der Aktie der CHORUS verweisen wir auf Abschnitt 8.

⁸ Vgl. z.B. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94.

4 Methodische Vorgehensweise

Die im vorstehenden Abschnitt erläuterten allgemeinen Bewertungsgrundsätze bilden einen abstrakten Rahmen, der für die Anwendung auf das einzelne Bewertungsobjekt noch zu konkretisieren ist. Die Umsetzung der allgemeinen Bewertungsgrundsätze bei der Bewertung der CHORUS wird im Folgenden erläutert.

4.1 Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts

Bewertungsobjekt ist die CHORUS. Der Ertragswert der CHORUS wurde auf Basis ihrer konsolidierten Planungsrechnung ermittelt. Die konsolidierte Planungsrechnung umfasst alle konsolidierten verbundenen Unternehmen. Die Ergebnisbeiträge der nicht konsolidierter Beteiligungsunternehmen wurden im Beteiligungsergebnis berücksichtigt. Die Planung der CHORUS wird in Kapitel 5 dargestellt und erläutert.

Der Unternehmenswert der CHORUS ergibt sich aus dem Ertragswert. Die CHORUS verfügt über keine nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerte. Sonderwerte für steuerliche Verlustvorträge und das steuerliche Einlagekonto wurden separat bewertet.

4.2 Bewertungsstichtag

Für die Ermittlung des Unternehmenswertes wurde der 22. Juni 2017 zugrunde gelegt. Dies ist der Tag, an dem die Hauptversammlung der CHORUS über den Ausschluss der Minderheiten beschließen soll.

Demzufolge sind der Bewertung alle nach dem 22. Juni 2017 anfallenden Überschüsse der CHORUS (einschließlich des vollständigen finanziellen Überschusses des laufenden Jahres) zugrunde zu legen.

Als technischer Bewertungsstichtag wurde der 31. Dezember 2016 festgelegt. Alle prognostizierten Überschüsse wurden auf diesen Stichtag abgezinst. Der sich zum 31. Dezember 2016 ergebende Unternehmenswert wurde dann auf den 22. Juni 2017 aufgezinst und der Ermittlung der Barabfindung zugrunde gelegt.

4.3 Analyse der Ertragskraft und Ableitung der Zukunftserfolge

Bei der Schätzung der künftigen Erträge ist die Unsicherheit der Zukunftserwartungen zu berücksichtigen. Hierbei sind im Sinne von Erwartungswerten Risiken und Chancen in gleicher Weise zu würdigen. Die tatsächlich erzielten Ergebnisse der Vergangenheit können hierfür eine erste Orientierung geben.

Die Analyse der abgeschlossenen Geschäftsjahre sowie die etwaige Bereinigung ausgewählter Posten der Gewinn- und Verlustrechnungen der Gesellschaft dienen dem Zweck, in einem ersten Schritt die Grundlagen der Planungsrechnung besser beurteilen zu können.

Die im Rahmen der Vergangenheitsanalyse durchgeführten Bereinigungen wirken sich nicht auf die Ermittlung des Unternehmenswertes aus, da die Wertermittlung auf den Prognosen für die zukünftigen Geschäftsjahre beruht und damit die bereinigten Ergebnisse der Vergangenheit lediglich Informations- und Plausibilisierungszwecken dienen.

5 Planungsrechnung

5.1 Planungsprozess

Die Unternehmensplanung von CHORUS basiert auf den Einzelplanungen der heutigen Bestandsanlagen, die zu einer Unternehmensplanung aggregiert wurden. Die Ertrags- und Aufwandsplanungen der im Eigenbestand befindlichen Solar- und Windparks werden grundsätzlich zum Zeitpunkt der Akquisition für einzelne Parks detailliert über die gesamte Laufzeit geplant. Eine Anpassung dieser langfristigen Planungen ist nur notwendig, sofern wesentliche Annahmen, beispielsweise die erwartete Produktionsmenge, über einen längeren Zeitraum abweichen.

Die verabschiedete Unternehmensplanung umfasst den Zeitraum von 2017 bis 2021. Sie berücksichtigt die im Bestand befindlichen Solar- und Windparks sowie die derzeit für Kunden gemanagten Parks (Segment Asset Management). Die Planung besteht aus Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen, Plan-Bilanzen sowie Plan-Cashflow-Rechnungen und ist Bestandteil des regelmäßigen internen Planungs- und Berichterstattungsprozesses bei CHORUS. Diese sog. operative Unternehmensplanung bis 2021 wurde ohne die Berücksichtigung von IFRS-Effekten erstellt, vom Vorstand verabschiedet und vom Aufsichtsrat genehmigt. Eine Verabschiedung einer solchen Bestandsplanung ist aus unserer Sicht branchenüblich.

Die Bestandsplanung bis zum Jahr 2021 wurde um Investitionen in typisierte Modellparks sowie die Erwartungen an die weitere Entwicklung des Segments Asset Management ergänzt.⁹ Zur Abbildung dieser Investitionen werden typisierte Parks mit durchschnittlichen Annahmen aus dem bestehenden Portfolio angesetzt. Dabei haben wir ergänzend und in Abstimmung mit CHORUS zusätzliche Wertbeiträge, u.a. temporäre Überrenditen und Beteiligungsergebnisse, berücksichtigt. Für eine Überleitung zu Ist-Zahlen und für Zwecke der Plausibilisierung wurden durch uns Anpassungen im Hinblick auf IFRS analog der Ist-Berichterstattung vorgenommen.

⁹ Vgl. Geschäftsbericht 2016 der Chorus Clean Energy AG, Seite 88.

Diese Planungsrechnungen, im Folgenden als „strategische Planung“ bezeichnet, wurden durch uns über das Jahr 2021 hinaus bis zum Jahr 2043 verlängert, um eine Überleitung in einen eingeschwungenen Zustand zu gewährleisten. Dabei wurde neben der langfristigen Entwicklung des Bestandsportfolios strategische Erwartungen für die Investitionen der vorhandenen und noch zu erwirtschafteten liquiden Mittel in zusätzliche Solar- und Windparks sowie Erwartungen an die weitere Entwicklung des Segments Asset Management berücksichtigt. Für Darstellungszwecke wurde der Zeitraum annuitätisch in ein Übergangsjahr 2022 und eine ewige Rente ab dem Jahr 2023 umgerechnet. Die Bewertungen auf Basis beider Planungshorizonte führen hierbei zu identischen Ergebnissen.

5.2 Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Bei der Bewertung haben sich folgende besonderen Schwierigkeiten im Sinne des § 327c Abs. 2 Satz 4 i. V. m. § 293e Abs. 1 Satz 2 Nr. 3 AktG ergeben:

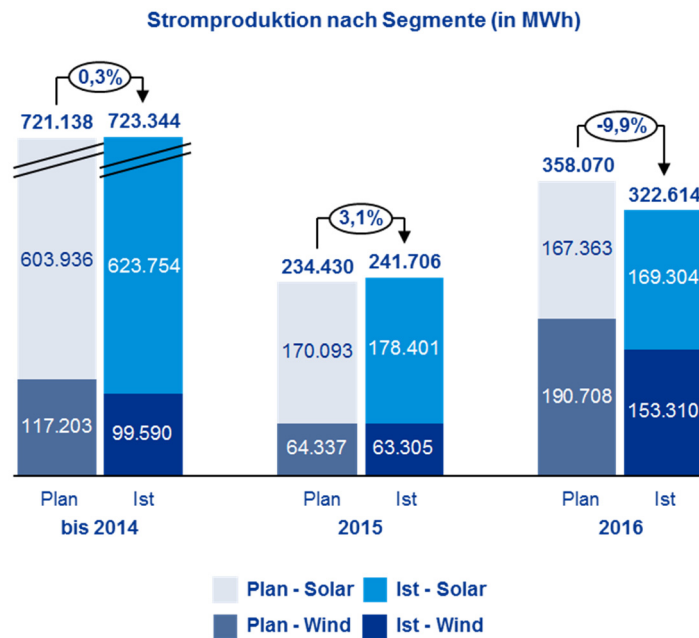
1. Die verabschiedete Unternehmensplanung von CHORUS umfasst das Bestandsgeschäft über einen Zeitraum von fünf Planjahren (2017 bis 2021). Dieses Bestandsgeschäft wird jedoch über einen deutlich längeren Zeitraum betrieben. Um diese wertbeeinflussenden Faktoren sowie weitere Elemente einer nachhaltigen Unternehmensplanung (bspw. Steuern, Auslauf der EEG-Vergütung usw.) berücksichtigen zu können, wurde die Unternehmensplanung auf Basis der Bestandsplanung erweitert und bis zum Jahr 2044 verlängert.
2. Die Ausschüttungspolitik von CHORUS sieht vor, dass wesentliche Teile des erwirtschafteten Jahresüberschusses an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Dennoch setzt das Geschäftsmodell im Zeitablauf liquide Mittel (u. a. durch Abschreibungen, die das auszuschüttende Ergebnis mindern) frei. Diese wurden für Bewertungszwecke in Abstimmung mit dem Management in typisierte Parks reinvestiert um das nachhaltige Ertragspotenzial der Gesellschaft abzubilden.

5.3 Planungstreue

Bedingt durch die langfristig fixierten Einspeisevergütungen ist die Ertragslage der einzelnen Solar- und Windparks im Wesentlichen abhängig von der produzierten Strommenge. Da auch die operativen Kosten, wie beispielsweise Pachtentgelte oder die kaufmännische/technische Betriebsführung, über längerfristige Verträge fixiert sind, schlagen sich Abweichungen in der Produktion nahezu vollständig im operativen Ergebnis (EBIT) nieder. Die Planung der Produktionsmengen basieren auf Messungen und Gutachten pro Park, die im Zuge der Projektentwicklung und des Investitionsprozesses eingeholt werden.

Auf Basis der Empfehlungen eines technischen Beraters werden von den Bruttostromerträgen weitere Effekte berücksichtigt, beispielsweise für Stillstand oder parkindividuelle Netzverluste bis zum Einspeisepunkt. Nach Abzug dieser Effekte resultieren die vom CHORUS Management zugrundegelegten Nettostromerträge, welche die Basis für die Planungsrechnungen sind.

Unsere Analyse der Planungstreue haben wir daher auf der Ebene der Stromproduktionsmengen als wesentlichen Treiber der Ergebnissituation der Solar- und Windparks durchgeführt. Die Gegenüberstellung der Plan- und Ist-Daten für die letzten drei Jahre ist in der folgenden Grafik dargestellt:



Planungsabweichungen der Produktionsmengen und Umsatzerlöse ergeben sich regelmäßig für Solar- und Windparks bei Betrachtung kurzer Planungshorizonte (z.B. Ein-Jahreszeiträume), insbesondere durch die immanente Unbeständigkeit der Wetterfaktoren, wie z.B. Windstärke und Sonnenstunden. Die den Planungen zugrundeliegenden Ertragsgutachten prognostizieren hingegen regelmäßig einen durchschnittlich zu erwartenden Energieertrag, der anhand von Langzeitmessungen, statistischen Verfahren und Standardabweichungen über die gesamte Nutzungsdauer der entsprechenden Anlagen definiert wird. Dabei ist auch der generell rückläufige Wirkungsgrad der Solaranlagen, welcher sich aus der Degradation der Solarmodule ergibt, zu berücksichtigen. Die Analysen, die den Ertragsgutachten zugrunde liegen, belegen, dass statistische Grenzwerte für Standardabweichungen hinsichtlich der Strommengenproduktion mit der Länge der Vergleichsperiode sinken und somit eine isolierte Betrachtung auf Jahresscheibenebene zu Abweichungen führen kann, die sich über die Gesamtnutzungsdauer der jeweiligen Anlage tendenziell relativiert. Basierend auf unseren Analysen liegt die Stromproduktionsmenge der Windparks in den Jahren bis 2014 sowie in 2015 und 2016 unter Plan, konnte jedoch innerhalb der ersten beiden Vergleichszeiträume durch die deutlich positivere Stromproduktionsmenge der Solarparks überkompensiert werden. In 2016 führte jedoch ein im Vergleich zu langfristigen Vorperiodenzeiträumen durch signifikanten Rückgang des Windertrags – insbesondere im vierten Quartal – geprägtes Windjahr¹⁰ zu einer deutlichen Planabweichung, die sich trotz einer Stromproduktionsmenge über Plan auf Ebene der Solarparks in einem Defizit von -9.9 % der Gesamtstromproduktionsmenge widerspiegelt.

Im Ergebnis ergibt sich aus den oben ermittelten Soll/Ist Abweichungen jedoch keine Anhaltspunkte, dass die in den Gutachten prognostizierten Produktionsmengen für die Planungsrechnung zum Bewertungsstichtag zu korrigieren wären.

¹⁰ Vgl. IWR Windertragsindex, 2016.

5.4 Planungsanalyse

Konzernplanung

Im Rahmen der nachfolgenden Planungsanalyse haben wir auch den IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW Praxishinweis 2/2017) zugrunde gelegt.

Die Konzernplanung beinhaltet die nach lokalen Rechnungslegungsstandards erstellten Planungen der Betriebsgesellschaften über die jeweilige Dauer ihrer Betriebstätigkeit und die durch das Management prognostizierten Entwicklungen im Bereich des Asset Managements sowie der Verwaltung. Auf dieser Basis werden Anpassungen zur Überleitung auf die Konzernebene vorgenommen, z. B. abweichende Wertansätze oder konzerninterne Transaktionen. Nach den Anpassungen resultiert eine IFRS-Konzernplanung, welche der Ist-Konzernbilanz und -GuV gegenüber gestellt werden kann.

Die durch den Vorstand der CHORUS am 27. März 2017 verabschiedete operative Konzernplanungsrechnung umfasst den derzeitigen Bestand an Solar- und Windparks sowie das bestehende Geschäft im Asset-Management. Diese entspricht grundsätzlich der oben aufgeführten Planungsgrundlage mit Ausnahme folgender wesentlicher Sachverhalte und IFRS-Effekte:

- Sonstige betriebliche Erträge, z. B. Gewinne aus Unternehmenszusammenschlüssen,
- Abschreibungen auf im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen erworbene immaterielle Vermögenswerte,
- Abschreibungen auf Step-ups/-downs auf im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen erworbene Sachanlagen,
- Zinsen aus Effektivzinsberechnungen sowie aus Zinsswap Bewertungen,
- Finanzaufwendungen aus Zinsanteilen von Leasingverbindlichkeiten und Rückbauverpflichtungen.

Die Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen für die Geschäftsjahre 2017 bis 2021 stellen sich unter Berücksichtigung der obigen Sachverhalte und IFRS-Effekte – unter Gegenüberstellung der Jahre 2014 bis 2016 wie folgt dar:

CHORUS Clean Energy AG - Konzerngewinn- und -verlustrechnung								
T€	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Umsatzerlöse	3.349	58.582	62.751	69.573	72.168	72.277	72.381	72.489
<i>Umsatzwachstum</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>7,1%</i>	<i>10,9%</i>	<i>3,7%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>
Sonstige Erträge	930	2.621	3.979	314	314	314	314	278
Personalaufwand	2.149	2.686	4.044	3.655	3.785	3.917	4.051	4.187
Sonstige Aufwendungen	3.419	15.661	17.042	15.450	15.654	15.893	16.215	16.660
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	-1.289	42.856	45.644	50.782	53.043	52.780	52.428	51.920
<i>EBITDA Marge</i>	<i>-38,5%</i>	<i>73,2%</i>	<i>72,7%</i>	<i>73,0%</i>	<i>73,5%</i>	<i>73,0%</i>	<i>72,4%</i>	<i>71,6%</i>
Abschreibungen	74	21.976	26.669	30.200	31.338	31.292	31.291	31.291
Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT)	-1.363	20.880	18.975	20.583	21.704	21.488	21.138	20.629
<i>EBIT Marge</i>	<i>-40,7%</i>	<i>35,6%</i>	<i>30,2%</i>	<i>29,6%</i>	<i>30,1%</i>	<i>29,7%</i>	<i>29,2%</i>	<i>28,5%</i>
Finanzergebnis	132	-8.038	-10.245	-8.766	-8.509	-7.705	-7.358	-7.308
Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)	-1.231	12.842	8.730	11.817	13.195	13.783	13.780	13.322
Ertragsteuern ^(*)	359	3.882	4.448	2.538	2.820	3.101	3.097	3.246
Jahresüberschuss / -fehlbetrag	-1.590	8.961	4.282	9.279	10.375	10.682	10.683	10.075
<i>Jahresüberschuss in %</i>	<i>-47,5%</i>	<i>15,3%</i>	<i>6,8%</i>	<i>13,3%</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,8%</i>	<i>14,8%</i>	<i>13,9%</i>

Quelle: CHORUS Clean Energy AG, KPMG Analyse

Anmerkungen: (*) Die Ertragsteuern umfassen in der Vergangenheit neben den originären Steuern auch latente Steuer- aufwendungen; im Planungszeitraum werden hingegen in obigen Übersicht lediglich originäre Steuern ausgewiesen.

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

Die Umsatzerlöse umfassen im Wesentlichen Erträge aus Stromerzeugung aus Solar- und Windenergie¹¹ und resultieren primär aus Zuwendungen der öffentlichen Hand im Zuge von Zahlungen unter dem deutschen Erneuerbaren Energien Gesetz (EEG), dem italienischen „Conto Energia“ oder vergleichbaren Regelungen in Österreich und Frankreich. Diese entstehen im Wesentlichen aus der Differenz zwischen den vereinbarten Einspeisevergütungen und aktuellen Marktpreisen. Einen wesentlichen Beitrag zum geplanten Umsatz leisten - sowohl in der Vergangenheit wie im Planungszeitraum - die Betriebsgesellschaften zur Stromerzeugung aus Solarenergie in Deutschland und Italien.

¹¹ Vgl. separate Darstellung der Einzelsegmente später in diesem Abschnitt.

Umsatzerlöse aus der Erbringung von Dienstleistungen werden dem Segment Asset Management zugeordnet und entstehen aus Konzeptionierungs- und Strukturierungsleistungen sowie aus Managementtätigkeiten. Insbesondere in den Jahren 2014 bis 2016 verzeichnete dieses Segment externe Umsätze zwischen T€ 3.349 und T€ 3.754, welche insbesondere durch Einmalzahlungen für erfolgte Investitionen in Solar- oder Windparks geprägt sind. Im Planungszeitraum werden die laufenden Gebühren für die Betriebsführung sowie für die betreuten Fonds fortgeplant.

Im Geschäftsjahr 2014 wurden zunächst lediglich die Umsatzerlöse aus dem Asset Management i. H. v. T€ 3.349 ausgewiesen, da der bilanzielle Erwerb des Solar- und Windparkportfolios und somit der wesentlichen operativen Betriebs- und Holdinggesellschaften in die CHORUS mit Wirkung zum 31. Dezember 2014 erfolgte. Der Anstieg der Umsatzerlöse im Folgejahr resultiert daher insbesondere aus der erstmaligen Zurechnung der Umsatzerlöse der eingebrachten Betriebsgesellschaften sowie aus weiteren Akquisitionen, die pro rata unter Berücksichtigung des jeweiligen Erwerbszeitpunkts einfließen. Auch in 2016 konnte durch weitere Akquisitionen das Windparkportfolio sowie die Ertragskraft der CHORUS Gruppe weiter ausgebaut werden.

Für das aktuelle Jahr plant die CHORUS Gruppe mit einem weiteren Umsatzwachstum von 10,9 %, das insbesondere durch den erstmals ganzjährigen Umsatzbeitrag der Solar- und Windparks Amöneburg, Hürth, Zagersdorf, Marsais I + II und Maisontiers-Tessonniere sowie einen anteiligen Beitrag durch den Windpark Herrenstein (mit geplantem Netzanschluss im Laufe des Jahres) zurückzuführen ist. Zudem führt die im Vergleich zu den Ist-Erträgen des Jahres 2016 höhere Soll-Mengen auf Basis der Ertragsprognosen für die einzelnen Parks (vgl. Abschnitt 5.3 Planungstreue) zu einem weiteren Wachstumsbeitrag im Übergang zum Detailplanungszeitraum. Der erstmalig ganzjährige Umsatzbeitrag des Windparks Herrenstein ist der wesentliche Grund für das erwartete Umsatzwachstums im Jahr 2018, bevor eine konstante Umsatzentwicklung mit fixierter Einspeisevergütung und relativ konstant prognostizierten Einspeisemengen bis ins Jahr 2021 folgt. Die Planung der Umsatzerlöse berücksichtigt hierbei einerseits die Indexierung der zugrundeliegenden Einspeisepreise in Frankreich und Italien und andererseits die abnehmenden Stromproduktion, welche aus der Degradation der Solaranlagen resultiert. Eine leicht zunehmende Stromproduktionsmenge der Windanlagen kompensiert dabei jedoch Großteils die Degradation der Solaranlagen und führt im Ergebnis zur Erwartung eines insgesamt konstanten Umsatzniveaus.

Sonstige Erträge weisen im Jahr 2016 insbesondere Erträge aus Unternehmenszusammenschlüssen sowie Erträge aus Entkonsolidierungen aus, die in der auf den Bestandparks zum 31. Dezember 2016 basierenden Konzernplanung nicht fortgeführt werden, da diese keine weiteren Zu- oder Abgänge von Betriebsgesellschaften vorsieht. Weiterhin beinhalten die sonstigen Erträge der Vergangenheit Einmaleffekte, beispielsweise aus Schadenersatzzahlungen, welche so nicht für die Planung erwartet werden. Für den Planungszeitraum wurden sonstige betriebliche Erträge auf einem fast normalisierten Niveau erwartet.

Der Personalaufwand umfasst Löhne und Gehälter, variable Vergütungen sowie Sozialabgaben. Zum Ende des Geschäftsjahres 2016 beschäftigt die CHORUS 35 Mitarbeiter (2015: 33, 2014: 27). Im Planungszeitraum basieren die prognostizierten Personalaufwendungen grundsätzlich auf der bestehenden Mitarbeiterstruktur unter Berücksichtigung der Inflationsentwicklung als Ausgangsbasis für geplante Gehaltssteigerungen. Zusätzlich werden variable Vergütungen sowie die Vorstandsvergütungen, welche sich anhand der unternehmensspezifischen Kennziffer „Unternehmenswertsteigerung“ bemisst, geplant. Der Rückgang des Personalaufwands im Übergang zum Planungszeitraum ist hauptsächlich auf die Verminderung des Vorstands um zwei Mitglieder zurückzuführen.

Die sonstigen Aufwendungen umfassen im Wesentlichen die Betriebskosten der Solar- und Windparkanlagen sowie Verwaltungskosten auf Ebene der Verwaltungs- und Holdinggesellschaften. Die Betriebskosten der Solar- und Windparkanlagen umfassen insbesondere die Kosten der technischen und kaufmännischen Betriebsführung, die weitestgehend auf langfristigen Verträgen basieren.

Zusätzlich werden Pacht aufwendungen, Bezugsstrom, Versicherungen sowie Reparatur- und Instandhaltungskosten auf Parkebene geplant. Aufgrund der im Wesentlichen fixen Kostenbestandteile bzw. konstanter Bezugsgrößen variabler Kostenbestandteile innerhalb der Planungen der Betriebsgesellschaften, unterliegen die Kosten des laufenden Geschäftsbetriebs der Parks im Planungszeitraum lediglich einer geringen Volatilität mit einer Aufwandsquote von rund 18 % bis 19 %.

Die leicht ansteigende Aufwandsquote resultiert zu großen Teilen aus zusätzlichen bzw. steigenden Reparatur- und Instandhaltungskosten für den Betrieb der Solar- und Windparks mit zunehmender Laufzeit. Die Verwaltungskosten setzen sich fast gänzlich aus Rechts- und Beratungskosten zusammen. Diese sind in den Jahren 2015 und 2016 maßgeblich durch die Einbringung der operativen Betriebs- und Holdinggesellschaften zum Jahresende 2014 sowie durch den Börsengang der CHORUS und die Übernahme durch die Capital Stage getrieben. Letzterer Sachverhalt führt auch im Planjahr 2017 zu einem Einmaleffekt durch Rechtsberatungskosten bevor die Position mit einem angenommenen normalisierten Niveau und einer konstanten Aufwandsquote von rund 3,5 % über den Planungszeitraum berücksichtigt ist.

Soweit bereits im Unternehmenskonzept festgelegt und planbar, sind Effekte aus dem Zusammenschluss von CHORUS mit Capital Stage in der Unternehmensplanung beinhaltet.

Eine Zielsetzung aus dem Zusammenschluss beider Unternehmen war es, Strukturen und Prozesse zu vereinheitlichen, um hierdurch operative, administrative und finanzielle Synergien zu realisieren. So war u.a. geplant, dass nach dem Zusammenschluss insbesondere bei Serviceverträgen mit externen Dienstleistern sowie bei Finanzierungen eine verbesserte Verhandlungsposition erreicht und Einsparpotenziale erzielt werden können. Des Weiteren sollte das technische Management der Parks von CHORUS nach Möglichkeit schrittweise auf Capital Stage übertragen bzw. an Capital Stage vergeben werden. Ein gesteigener Grad der Eigenleistung unter Einbringung der Erfahrung des internen, technischen Managements der Capital Stage, wurde als weitere, mögliche Synergie gesehen, da die CHORUS in der Vergangenheit auf Drittanbieter zurückgreifen musste. Darüber hinaus wurde erwartet, dass die kombinierte Gesellschaft von einer Verringerung von Overheadkosten profitieren kann, die insbesondere im administrativen Bereich entstehen können.

Soweit diese Effekte bereits zum heutigen Zeitpunkt umgesetzt sind bzw. vom Management für den Planungszeitraum quantifizierbar waren, sind sie in der Unternehmensplanung enthalten. Dies betrifft Verwaltungskosten für den operativen Betrieb der Solar- und Windparks.

Aufgrund der dargestellten Umsatz- und Aufwandsposten in den Geschäftsjahren 2015 und 2016 sowie den Erwartungen für den Planungszeitraum, ergibt sich ein leichter Rückgang der EBITDA Marge von 72,7 % in 2016 auf 71,6 % in 2021. Dies resultiert insbesondere aus Indizierung der Kostenpositionen im Planungszeitraum, die nur teilweise von den steigenden Umsatzbeiträgen einzelner Betriebsgesellschaften kompensiert werden.

Die Abschreibungen umfassen im Geschäftsjahr 2016 Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte i. H. v. T€ 11.761 (Vorjahr: T€ 10.513) und Abschreibungen auf Sachanlagevermögen i. H. v. T€ 14.908 (Vorjahr: T€ 11.463). Die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte erfolgten im Wesentlichen im Zusammenhang mit Stromeinspeiseverträgen, Projektrechten, Dienstleistungsverträgen und sonstigen operativen Rechten linear unter Berücksichtigung der jeweiligen Nutzungsdauern. Diese wurden anlässlich der Kaufpreisallokationen für die Akquisitionen und Erstbilanzierungen neuer Betriebsgesellschaften identifiziert und nach IFRS zu Marktwerten bilanziert bzw. über die Restnutzungsdauer abgeschrieben. Die Abschreibungen auf Sachanlagen beziehen sich hauptsächlich auf die Energieerzeugungsanlagen der Solar- und Windparks einschließlich der aktivierten Rückbaukosten sowie der im Zuge der Akquisition und Erstkonsolidierung identifizierten Step-ups/downs auf das Sachanlagevermögen. In den Geschäftsjahren 2015 und 2016 wurde neben den planmäßigen Abschreibungen kein zusätzlicher Wertminderungsbedarf erfasst. Der Anstieg der Abschreibungen resultiert dabei aus zusätzlichen Sachanlagevermögen der in den Geschäftsjahren 2015 und 2016 erworbenen Parks. Ein zusätzlicher Anstieg der Abschreibungsposition im Übergang zum Planungszeitraum ergibt sich dabei aus erstmalig ganzjährigen Ergebnisbeiträgen zuvor unterjährig erworbener Parks. Über den Planungszeitraum wird eine konstante Fortschreibung der linearen Abschreibung des Anlagevermögens prognostiziert. Investitionen sind hierbei ausschließlich für das Jahr 2017 für den Erwerb des Windparks Herrenstein geplant.

Unter Berücksichtigung konstanter und linearer Abschreibungen ergibt sich eine EBIT-Entwicklung analog zur EBITDA Planung mit einer leicht rückläufigen Marge von 30,2 % in 2016 auf 28,5 % in 2021.

Das Finanzergebnis umfasst im Wesentlichen die Finanzierungsaufwendungen im Zusammenhang mit den Finanzierungsdarlehen für die Solar- und Windparks. Zusätzliche Finanzierungsaufwendungen stehen im Zusammenhang mit dem Finanzierungsleasing italienischer Solarparks sowie der Auflösung eines kalkulatorischen Zinsvorteils unter Berücksichtigung der Effektivzinsmethode, welcher sich aus der Finanzierung über Förderdarlehen der Kreditanstalt für Wiederaufbau ergibt. Finanzerträge ergeben sich hingegen insbesondere aus der Bewertung der Zinsswaps. Die Fortplanung des Finanzergebnisses erfolgt auf Basis der zugrundeliegenden Finanzierungsverträge und der damit einhergehenden Zins- und Laufzeitkonditionen sowie der prognostizierten Fortschreibung der Marktwerte des Fremdkapitals. Hierbei haben wir den zum 31.12.2016 ermittelten Unterschied zwischen beizulegendem Zeitwert und Buchwert der Bankdarlehen in Höhe von rd. T€ 26.869 berücksichtigt. Weiterhin wurde die Barmittelreserven für Schuldendienst und Projektrücklagen als beschränkt verfügbare operative Kasse klassifiziert.

Aufgrund des Fremdkapitalcharakters der Minderheitsanteile an den Kommanditgesellschaften, wird der Gewinnanteil der Minderheitskommanditisten ebenfalls im Finanzergebnis ausgewiesen und analog der Ergebnisbeiträge der betreffenden Betriebsgesellschaften im Planungszeitraum fortgeschrieben.

In Ermangelung steuerlicher Organschaftsverhältnisse ergibt sich die Ermittlung der steuerlichen Bemessungsgrundlage grundsätzlich auf Einzelgesellschaftsebene unter Berücksichtigung steuerlicher Wertansätze. Die Ermittlung der originären Steuerbelastung erfolgt dabei in Anwendung des lokalen Steuerrechts. Hierbei wurden Effekte aufgrund kürzerer steuerlicher Nutzungsdauern der Energieerzeugungsanlagen sowie Abschreibungen auf steuerlich nicht ansatzfähige immaterielle Vermögenswerte aus Unternehmenszusammenschlüssen berücksichtigt. Bestehende steuerliche Verlustvorträge wurden separat bewertet.¹² Die ansteigenden Steuerzahlungen und -quoten in der Planungsrechnung sind insbesondere auf zunehmende Steuerbelastung im Ausland durch ansteigende steuerliche Ergebnisse in den Betriebsgesellschaften zurückzuführen.

¹² Vgl. Abschnitt 7.2 „Sonderwerte“

Planung nach Segmenten

Stromerzeugung aus Solarenergie

Die Gewinn- und Verlustrechnungen für das Segment Stromerzeugung aus Solarenergie stellt sich für die Geschäftsjahre 2017 bis 2021 vor Bereinigung konzerninterner Beziehungen, insbesondere im Zusammenhang mit der kaufmännischen Betriebsführung, unter Gegenüberstellung der Jahre 2014 bis 2016 wie folgt dar:

CHORUS Clean Energy AG - Solar									
T€	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Umsatzerlöse	0	49.263	46.071	45.218	45.173	45.132	45.094	45.061	
<i>Umsatzwachstum</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>-6,5%</i>	<i>-1,9%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>-0,1%</i>	
Sonstige Erträge	0	1.147	1.651	50	50	50	50	50	
Sonstige Aufwendungen	0	9.120	7.945	8.466	8.636	8.752	8.877	8.985	
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	0	41.290	39.777	36.803	36.588	36.430	36.267	36.125	
<i>EBITDA Marge</i>	<i>n/a</i>	<i>83,8%</i>	<i>86,3%</i>	<i>81,4%</i>	<i>81,0%</i>	<i>80,7%</i>	<i>80,4%</i>	<i>80,2%</i>	
Abschreibungen	0	19.551	18.992	18.827	18.815	18.815	18.815	18.815	
Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT)	0	21.739	20.785	17.975	17.773	17.615	17.452	17.310	
<i>EBIT Marge</i>	<i>n/a</i>	<i>44,1%</i>	<i>45,1%</i>	<i>39,8%</i>	<i>39,3%</i>	<i>39,0%</i>	<i>38,7%</i>	<i>38,4%</i>	

Quelle: CHORUS Clean Energy AG, KPMG Analyse

Das Segment Stromerzeugung aus Solarenergie umfasst zum 31. Dezember 2016 55 Solarparks (Vorjahr: 57) in Europa mit einer Leistung von rund 150 MW. Zwei Parks wurden im Laufe des Geschäftsjahres planmäßig an zwei deutsche Versorgungswerke veräußert und werden nunmehr im Rahmen des Asset Managements durch CHORUS verwaltet.

Ein Rückgang der Umsatzerlöse i. H. v. 1,9 % im Übergang zum Planungszeitraum ist im Wesentlichen durch den Übergang von Ist-Stromproduktionsmenge auf Soll-Stromproduktionsmenge bedingt, da die Vorjahre insbesondere im Bereich Solarenergie eine Produktion leicht über Plan verzeichnen konnten.

Den Umsatzerlösen stehen dabei insbesondere die Aufwendungen im Zusammenhang mit dem laufenden Betrieb der Parkanlagen gegenüber und umfassen u.a. die technische und kaufmännische Betriebsführung, Pachten sowie Reparatur- und Instandhaltungskosten, welche im Wesentlichen auf langfristigen Verträgen beruhen und im Planungszeitraum unter Berücksichtigung der Inflationserwartung eingeflossen sind.

Die Abschreibungen der Energieerzeugungsanlagen bilden auf Segmentebene die wesentliche Aufwandsposition und basieren auf den historischen Anschaffungskosten unter Anwendung der linearen Abschreibungsmethode über die geplante Nutzungsdauer der Anlagen.

Unter Berücksichtigung der Umsatz- und Aufwandsposten ergibt sich im Planungszeitraum eine EBIT Marge zwischen 38,4 % und 39,8 %, die sich unterhalb der in den Jahren 2015 und 2016 verzeichneten EBIT-Margen bewegt. Die EBIT-Marge des Jahres 2016 war hierbei durch die

überplanmäßige Stromproduktion sowie die erfassten sonstigen Einmalerträge aus dem Erwerb neuer Parks beeinflusst. Der Rückgang der EBIT-Marge über den Planungszeitraum ist insbesondere durch einen durch die Indexierung ansteigenden Aufwand bedingt, der durch die im Zuge der Degradation leicht rückläufigen, jedoch ebenfalls indexierten Umsatzerlöse nicht vollständig kompensiert werden kann.

Stromerzeugung aus Windenergie

Die Gewinn- und Verlustrechnungen für das Segment Stromerzeugung aus Windenergie stellen sich für die Geschäftsjahre 2017 bis 2021 vor Bereinigung konzerninterner Beziehungen, insbesondere im Zusammenhang mit der kaufmännischen Betriebsführung, unter Gegenüberstellung der Jahre 2014 bis 2016 wie folgt dar:

CHORUS Clean Energy AG - Wind									
T€	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Umsatzerlöse	0	5.931	12.926	22.438	25.029	25.180	25.321	25.465	
<i>Umsatzwachstum</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>118,0%</i>	<i>73,6%</i>	<i>11,5%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,6%</i>	
Sonstige Erträge	0	154	2.162	264	264	264	264	228	
Sonstige Aufwendungen	0	1.238	5.338	5.690	5.890	5.974	6.130	6.426	
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	0	4.846	9.750	17.011	19.403	19.469	19.455	19.267	
<i>EBITDA Marge</i>	<i>n/a</i>	<i>81,7%</i>	<i>75,4%</i>	<i>75,8%</i>	<i>77,5%</i>	<i>77,3%</i>	<i>76,8%</i>	<i>75,7%</i>	
Abschreibungen	0	2.336	7.382	10.875	12.044	12.044	12.044	12.044	
Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT)	0	2.510	2.368	6.136	7.360	7.426	7.411	7.224	
<i>EBIT Marge</i>	<i>n/a</i>	<i>42,3%</i>	<i>18,3%</i>	<i>27,3%</i>	<i>29,4%</i>	<i>29,5%</i>	<i>29,3%</i>	<i>28,4%</i>	

Quelle: CHORUS Clean Energy AG, KPMG Analyse

Das Segment Stromerzeugung aus Windenergie umfasst zum 31. Dezember 2016 13 Windparks (Vorjahr: acht) und konnte durch die Akquisitionen der Windparks Amöneburg und Hürth sowie eines Portfolios in Frankreich im abgelaufenen Geschäftsjahr die Nennleistung auf über 115 MW steigern.

Im Zuge der unterjährigen Akquisitionen verzeichneten die Umsatzerlöse im Jahr 2016 ein deutliches Wachstum und resultieren zudem, bedingt durch einen erstmalig ganzjährigen Ergebnisbeitrag im Folgejahr der im Jahr 2016 erworbenen Parks, in einem signifikanten Umsatzzanstieg zu Beginn des Planungszeitraums. Ein weiterer Umsatzzanstieg von 11,5 % im Planjahr 2018 ist u. a. auf einen erstmals ganzjährigen Ergebnisbeitrag des Windparks Herrenstein mit geplanten Netzanschluss im Jahr 2017 zurückzuführen. Im weiteren Planungsverlauf 2019 bis 2021 steigen die Umsatzerlöse um 0,6 % p. a. aufgrund einer teilweisen Indexierung der Einspeisepreise an.

Den Umsatzerlösen stehen die Kosten des Betriebs der Parks gegenüber und umfassen insbesondere die auf langfristigen Verträgen basierenden Kosten der technischen und kaufmännischen Betriebsführung, Pachten sowie Reparatur- und Instandhaltungskosten, welche unter Berücksichtigung der Inflationserwartungen in die Planungen der jeweiligen Betriebsgesellschaften eingeflossen sind.

Unter Berücksichtigung der Umsatz- und Aufwandsposten ergibt sich im Planungszeitraum eine EBIT-Marge zwischen 27,3 % und 29,5 %, welche sich unterhalb den EBIT-Margen im Bereich der Stromerzeugung aus Solarenergie bewegt und insbesondere auf die im Vergleich niedrigeren Einspeisevergütungen im Zusammenhang mit der Stromerzeugung aus Windenergie zurückzuführen ist.

Asset Management

Die Gewinn- und Verlustrechnungen für das Segment Asset Management stellen sich für die Geschäftsjahre 2017 bis 2021 vor Bereinigung konzerninterner Beziehungen, insbesondere im Zusammenhang mit der kaufmännischen Betriebsführung der Solar- und Windparks im Eigenbestand, unter Gegenüberstellung der Jahre 2014 bis 2016 wie folgt dar:

CHORUS Clean Energy AG - Asset Management									
T€	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Umsatzerlöse	3.349	4.833	6.628	3.676	3.300	3.303	3.306	3.308	
<i>Umsatzwachstum</i>	<i>n/a</i>	<i>44,3%</i>	<i>37,1%</i>	<i>-44,5%</i>	<i>-10,2%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,0%</i>	
Sonstige Erträge	0	566	29	0	0	0	0	0	
Sonstige Aufwendungen	931	847	476	295	319	319	319	319	
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	2.418	4.552	6.181	3.381	2.981	2.984	2.987	2.989	
<i>EBITDA Marge</i>	<i>72,2%</i>	<i>94,2%</i>	<i>93,3%</i>	<i>92,0%</i>	<i>90,3%</i>	<i>90,3%</i>	<i>90,4%</i>	<i>90,4%</i>	
Abschreibungen	0	0	11	27	27	27	27	27	
Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT)	2.418	4.552	6.170	3.354	2.954	2.957	2.961	2.962	
<i>EBIT Marge</i>	<i>72,2%</i>	<i>94,2%</i>	<i>93,1%</i>	<i>91,2%</i>	<i>89,5%</i>	<i>89,5%</i>	<i>89,5%</i>	<i>89,5%</i>	

Quelle: CHORUS Clean Energy AG, KPMG Analyse

Die CHORUS betreute zum 31. Dezember 2016 sieben Solar- und 20 Windparks im Rahmen des Asset Managements für Dritte. Im Rahmen der Dienstleistungen des Asset Managements übernimmt CHORUS für institutionelle Investoren den gesamten Wertschöpfungsprozess für Direktinvestitionen in erneuerbare Energie-Anlagen. Im Zuge der Auflage eines Fonds bzw. der Projektstrukturierung erhält CHORUS von den jeweiligen Anlegern eine Einmalzahlung. Im Rahmen der laufenden Anlagenbetreuung, insbesondere im Zusammenhang mit der kaufmännischen Betriebsführung der Parks, erhält CHORUS zusätzlich über die Laufzeit vertraglich vereinbarte Vergütungen. Die originäre Planung umfasst die laufenden Vergütungen im Zusammenhang mit dem zum 31. Dezember 2016 bestehenden Investitionsmitteln, so dass sich im Übergang zum Planungszeitraum zunächst ein Umsatzrückgang erwartet wird. Dies ist auf die durch Einmalzahlungen beeinflussten Umsatzerlöse der Vorjahre zurückzuführen. Die externen Umsatzerlöse betragen dabei im Planungszeitraum konstant rd. € 2,0 Mio.

Das EBITDA im Rahmen des Segments Asset Management wird im Wesentlichen durch Konzernumlagen, welche insbesondere Personalkosten umfassen, beeinflusst und weist somit regelmäßig eine EBITDA Marge über 90 % aus.

Überleitung – Verwaltung/Konsolidierung

Um sämtliche im Konzern relevanten und betriebsnotwendigen, operativen Aktivitäten in eine Gesamtplanung zu überführen, werden Geschäftsvorfälle, die in keinem unmittelbaren Zusammenhang mit den operativen Segmenten - Stromerzeugung aus Solar, Stromerzeugung aus Wind und Asset Management - des CHORUS Konzerns stehen, korrigiert bzw. ergänzt. Dies umfasst neben der Konsolidierung konzerninterner Geschäftsbeziehungen insbesondere die Personalkosten der Verwaltung sowie die weiteren Erträge und Aufwendungen der Konzernzentrale.

CHORUS Clean Energy AG - Überleitung - Verwaltung/Konsolidierung								
T€	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Umsatzerlöse	0	-1.445	-2.873	-1.759	-1.335	-1.338	-1.341	-1.345
Sonstige Erträge	930	754	136	0	0	0	0	0
Personalaufwand	2.149	2.686	4.044	3.655	3.785	3.917	4.051	4.187
Sonstige Aufwendungen	2.487	4.456	3.283	999	809	848	889	930
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	-3.706	-7.833	-10.064	-6.413	-5.929	-6.104	-6.281	-6.461
Abschreibungen	74	89	284	470	453	406	405	405
Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT)	-3.781	-7.922	-10.348	-6.883	-6.382	-6.510	-6.686	-6.867

Quelle: CHORUS Clean Energy AG, KPMG Analyse

Die eingangs in diesem Abschnitt dargestellten Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen für die Geschäftsjahre 2017 bis 2021 ergeben sich hierbei aus der Aggregation der dargestellten Segmentplanungen unter Berücksichtigung der Verwaltung/Konsolidierung.

Konzernplanung inkl. strategischer Planung (2017 bis 2021) und ewiger Rente

Nachfolgende Tabelle zeigt die Konzernplanung der CHORUS für die Jahre 2017 bis 2021 unter Berücksichtigung von Wachstumsbeiträgen aus der strategischen Planung. Das Übergangsjahr 2022 und die ewige Rente ab dem Jahr 2023 wurde für Darstellungszwecke annuitätisch aus der längerfristigen Planungsrechnung bis zum Jahr 2043 ermittelt.

CHORUS Clean Energy AG - Konzerngewinn- und -verlustrechnung										
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	TV
Umsatzerlöse	3.349	58.582	62.751	76.891	83.876	87.086	91.478	97.026	105.465	106.519
<i>Umsatzwachstum</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>7,1%</i>	<i>22,5%</i>	<i>9,1%</i>	<i>3,8%</i>	<i>5,0%</i>	<i>6,1%</i>	<i>8,7%</i>	<i>1,0%</i>
Sonstige Erträge	930	2.621	3.979	314	314	314	314	278	233	235
Personalaufwand	2.149	2.686	4.044	3.870	4.179	4.422	4.725	5.087	5.145	5.196
Sonstige Aufwendungen	3.419	15.661	17.042	17.643	18.801	19.824	21.114	22.707	20.130	20.331
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	-1.289	42.856	45.644	55.692	61.211	63.155	65.953	69.510	80.423	81.227
<i>EBITDA Marge</i>	<i>-38,5%</i>	<i>73,2%</i>	<i>72,7%</i>	<i>72,4%</i>	<i>73,0%</i>	<i>72,5%</i>	<i>72,1%</i>	<i>71,6%</i>	<i>76,3%</i>	<i>76,3%</i>
Abschreibungen	74	21.976	26.669	31.698	33.999	34.727	35.887	37.436	48.652	49.139
Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT)	-1.363	20.880	18.975	23.994	27.212	28.428	30.066	32.074	31.771	32.089
<i>EBIT Marge</i>	<i>-40,7%</i>	<i>35,6%</i>	<i>30,2%</i>	<i>31,2%</i>	<i>32,4%</i>	<i>32,6%</i>	<i>32,9%</i>	<i>33,1%</i>	<i>30,1%</i>	<i>30,1%</i>
Finanzergebnis	132	-8.038	-10.245	-8.394	-8.159	-7.558	-7.777	-8.645	-7.839	-7.918
Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)	-1.231	12.842	8.730	15.600	19.053	20.870	22.288	23.429	23.932	24.171
Ertragsteuern	359	3.882	4.448	3.550	4.451	5.098	5.518	6.145	7.777	7.855
Jahresüberschuss / -fehlbetrag	-1.590	8.961	4.282	12.050	14.602	15.771	16.770	17.284	16.155	16.316
<i>Jahresüberschuss in %</i>	<i>-47,5%</i>	<i>15,3%</i>	<i>6,8%</i>	<i>15,7%</i>	<i>17,4%</i>	<i>18,1%</i>	<i>18,3%</i>	<i>17,8%</i>	<i>15,3%</i>	<i>15,3%</i>

Quelle: CHORUS Clean Energy AG, KPMG Analyse

Strategische Planung 2017 bis 2021

Aufbauend auf der oben dargestellten Konzernplanung werden in der strategischen Planung für die Jahre 2017 bis 2021 Wachstumsbeiträge aus neuen Solar- und Windparks sowie aus dem Bereich Asset Management berücksichtigt.

Die Beiträge zur strategischen Planung aus Investitionen in Solar- und Windparks wurden hierbei auf Basis typischer Investitionen in Modellparks vorgenommen. Das Management der CHORUS geht hierbei davon aus, dass auch zukünftig in vergleichbare Projekte im Bereich der erneuerbaren Energien investiert werden kann, insbesondere vor dem Hintergrund der eingangs erläuterten weiteren Ausbauziele für erneuerbare Energien sowie die Reinvestitionsanfordernisse für die aktuellen Bestandsanlagen nach Ende ihrer jeweiligen wirtschaftlichen Nutzungsdauer. Die Typisierung trägt dem Umstand Rechnung, dass eine verlässliche Prognose hinsichtlich der regionalen und technologischen Zuordnung der Investitionen, aus heutiger Sicht nicht verlässlich vorgenommen werden kann. Typisierende Annahmen sind im Wesentlichen das Investitionsvolumen und die Laufzeit der Parks sowie Annahmen zu den mit den typisierten Parks zu erzielenden Renditen.

Im Planungszeitraum bis zum Jahr 2021 wurden hierbei in Summe 16 Investitionen mit einem Gesamtvolumen von rd. 160 Mio. € berücksichtigt. Das Investitionsvolumen spiegelt hierbei die über den Planungszeitraum frei werdenden Mittel sowie die noch für Investitionszwecke zur Verfügung stehenden liquiden Mittel wider (vgl. Abschnitt 2.3 Wirtschaftliche Grundlagen).

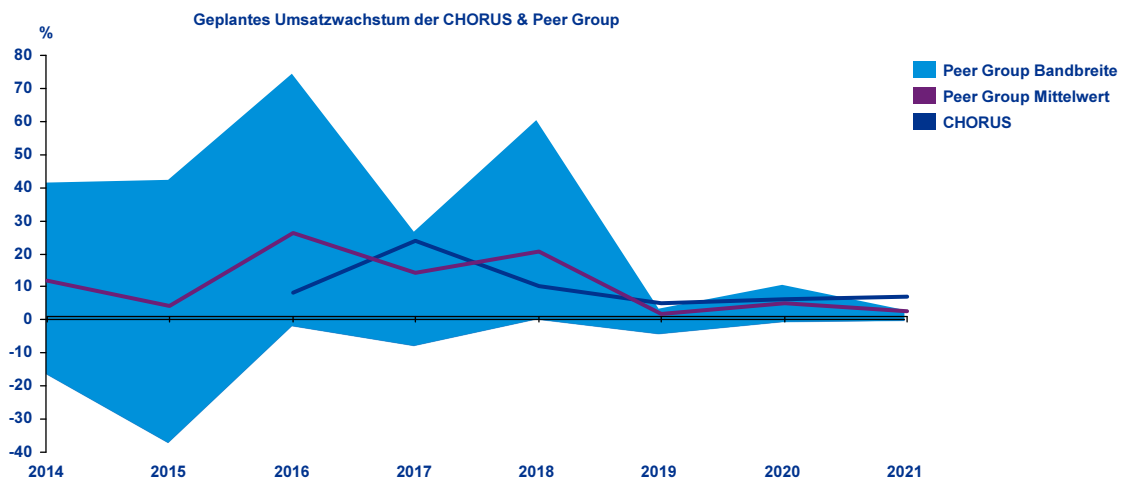
Die strategische Planung für den Bereich Asset Management basiert auf einer langfristigen Wachstumsannahme des verwalteten Fondsvolumens unter Berücksichtigung einer strategischen Zielgröße zum jährlichen Wachstum des Asset Management Volumens bis zum Jahr 2021. Im Vergleich zum aktuellen Asset Management Bestandsgeschäft stellt dies eine deutliche Ausweitung der Geschäftsaktivitäten dar. Die Ertragsseite ist hierbei durch geplante Ein-

malvergütungen, bspw. für die Strukturierung der Projekte, sowie durch die laufenden Verwaltungsvergütungen geprägt. Aufwandsseitig wurden geschäftsübliche Kosten berücksichtigt, u.a. für Personal, Vertrieb, operative sowie allgemeine Verwaltungskosten, die dem Wachstumsplan in einem angemessenen Verhältnis gegenüberstehen.

Die Geschäftsentwicklung des Asset Management Bereichs des Jahres 2017 bestätigt bisher die für das aktuelle Jahr gesetzten Wachstumsziele. Neben weiteren Kapitalzusagen von Investoren wurde im Verlauf des Jahres bereits der Erwerb zweier Windparks für institutionelle Kunden aus dem Asset Management getätigt.¹³

Aus dem oben dargestellten Rahmenwerk zur strategischen Planung ergibt sich im Vergleich zur verabschiedeten Planung ein deutliches Wachstum der Umsatzerlöse. Die Erwartungen sind im Wesentlichen durch die Investitionen in neue Solar- und Windparks und die damit verbundenen Erträge aus Stromverkäufen geprägt. Weiterhin trägt das im Planungsverlauf ansteigende Asset Management Volumen insbesondere über die zunehmenden laufenden Vergütungen zum Anstieg der Umsatzerlöse bei.

Das durchschnittliche Umsatzwachstum zwischen den Jahren 2016 und 2021 beträgt in der strategischen Planung rd. 9,1 %. Hierbei sind über den Planungsverlauf rückläufige Wachstumsraten beobachtbar. Die in der nachfolgenden Grafik dargestellte Vergleichsanalyse zeigt, dass das geplante Umsatzwachstum in der Bandbreite des von Analysten erwarteten Umsatzwachstums der Peer Group Unternehmen liegt.



Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse

¹³ Windpark Clementine in der französischen Region Picardie und Windpark Redekin in Sachsen-Anhalt

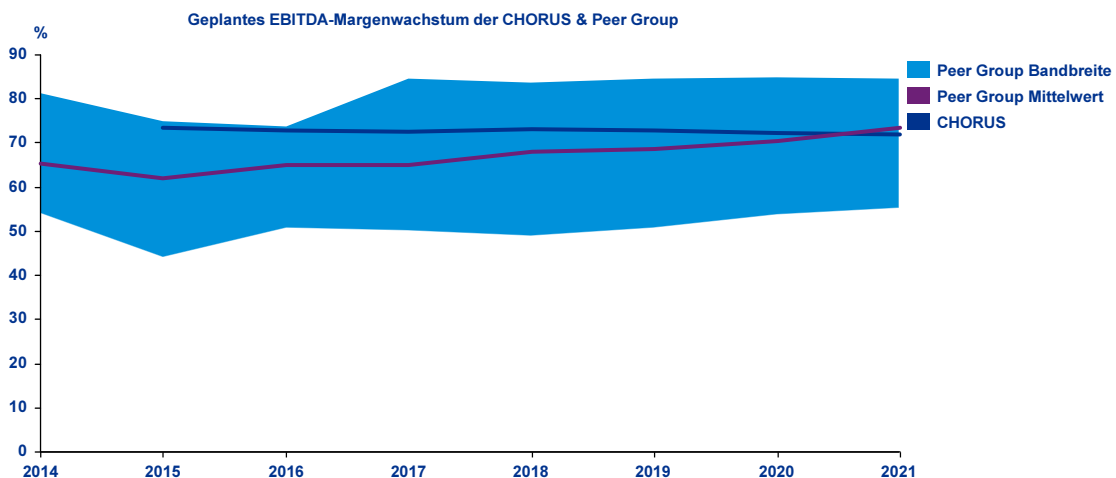
Auf Basis der zuvor beschriebenen Markterwartung bezüglich erneuerbarer Energien-Projekte, der durchgeführten Plan-Ist-Analysen, den Vergleichsanalysen, der vergangenen Geschäftsentwicklung und den durchgeführten Managementgesprächen haben wir die Unternehmensplanung nachvollzogen und die Wachstumsziele im Bereich der Solar- und Windanlagen als realistisch und die des Asset Managements als ambitioniert erachtet.

Zu begründen sind diese Wachstumserwartungen unter anderem mit Synergieeffekten aus der Übernahme durch Capital Stage. Das erweiterte Portfolio und der Zugang zu neuen Märkten, Partnern und Kunden könnten insbesondere den Bereich Asset Management für institutionelle Investoren noch attraktiver werden lassen und daher ein wichtiger Wachstumstreiber des kombinierten Unternehmens sein.

Neben den in der Konzernplanung enthaltenen Aufwendungen beinhaltet die strategische Planung Kosten für die Betriebsführung der neuen Solar- und Windparks sowie Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Aufbau und der Verwaltung des zusätzlichen Volumens im Asset Management.

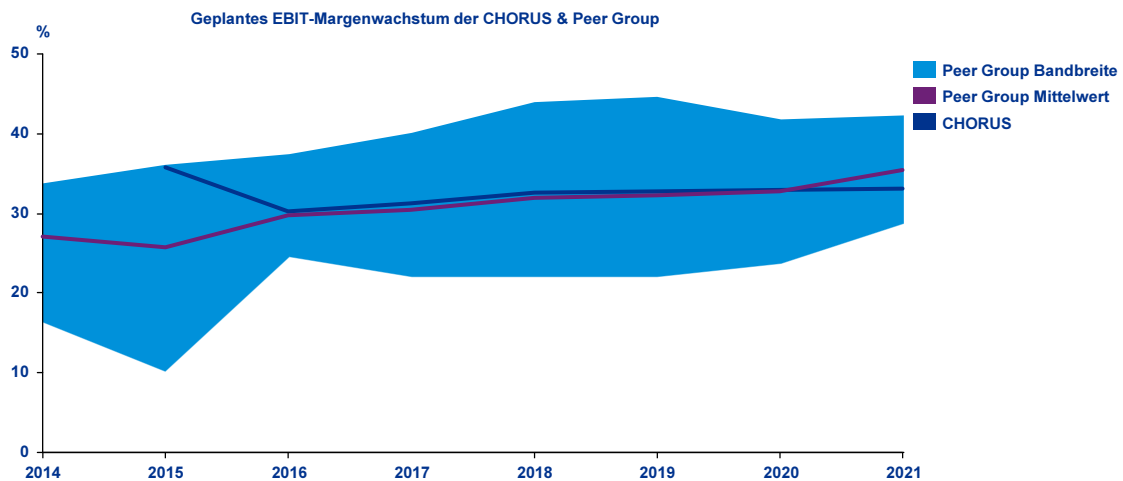
Die Planung der Personalaufwendungen berücksichtigt einen moderaten Anstieg der Mitarbeiterzahl, um dem durch das ansteigende Geschäftsvolumen erhöhten Verwaltungsaufwand auf Ebene der CHORUS Rechnung zu tragen.

Im Ergebnis resultieren ein im Planungszeitraum um rd. 24 Mio. € ansteigendes EBITDA bei einer Marge in Höhe von rd. 72 bis 73 %. Die EBITDA Marge liegt hierbei auf dem Niveau der Jahre 2015 und 2016 und innerhalb der Bandbreite der Peer Group. Zum Ende des Planungszeitraums liegt die EBITDA-Marge der CHORUS auf dem mittleren Niveau der Analystenschätzungen für die Peer Group Unternehmen.



Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse

Nachfolgende Graphik stellt die im Rahmen der strategischen Planung der CHORUS geplanten EBIT-Margen denen der Peer Group Unternehmen gegenüber. Die Höhe der geplanten EBIT Margen liegen hierbei nahezu exakt auf dem Mittelwert der Analystenschätzungen für die Peer Group Unternehmen.



Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse

Auf Basis der dargestellten Analysen sowie der mit dem Management geführten Gespräche erachten wir die Erwartungen der Konzernplanung (inkl. strategischen Planung) insbesondere im Hinblick auf den Bewertungsanlass als ambig jedoch als plausibel und nachvollziehbar hergeleitet.

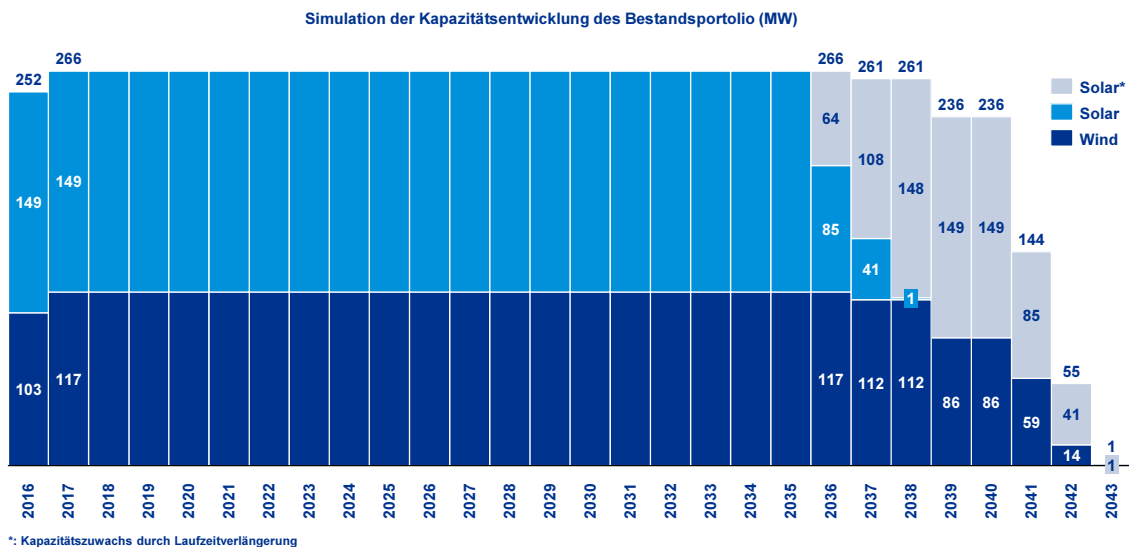
Das Finanzergebnis wurde auf Basis der aus dem Wachstum resultierenden Finanzierungserfordernisse integriert ermittelt. Die Finanzierungsbedingungen der Konzernplanung wurden hierbei auch für Zwecke der strategischen Planung übernommen. Für die Wertpapiere des Anlagevermögens sowie die Beteiligungen wurde ergänzend zu den Planungsrechnungen des Managements ein typisiertes Beteiligungsergebnis berücksichtigt.

Die Steuerplanung berücksichtigt das Anfallen von Ergebnissen aus dem Wachstum des Asset Managements in den deutschen Asset Management Gesellschaften. Vor diesem Hintergrund wurden die hieraus entstehenden Ergebnisse mit einem Steuersatz in Höhe von 29,8 % belegt. Für die zu versteuernden Ergebnisbeiträge aus den Zusatzinvestitionen in Solar- und Windparks wurde ein Steuersatz der in Höhe von 29,9 % angesetzt. Dieser basiert auf einer Durchschnittsbetrachtung der landesspezifischen Steuersätze für die Länder, in denen CHORUS derzeit Solar- und Windparks hält. Die im Vergleich zur Detailplanung resultierenden höheren Steuerquoten sind auf niedrigere steuerliche Abschreibungen im Bestandsportfolio aufgrund kürzerer steuerlicher Nutzungsdauern zurückzuführen.

Ewige Rente

Um die strategische Planung in einen eingeschwungenen Zustand zu überführen, haben wir die Planung um ein Übergangsjahr ergänzt. Die Abbildung des eingeschwungenen Zustandes für die CHORUS wurde unter Berücksichtigung der nachfolgend dargestellten Sachverhalte ermittelt.

Die Restlaufzeit für das Bestandsportfolio an Solar- und Windparks der CHORUS beträgt rd. 25 Jahre. Die Entwicklung der Kapazität des aktuellen Bestandsportfolios im Zeitablauf kann unten nachfolgender Grafik entnommen werden.



Quelle: Planungsdaten der CHORUS Clean Energy AG, KPMG Analyse

Zur Ableitung des eingeschwungenen Zustandes und zur Abbildung eines nachhaltig wachsenden Ertrages, sind die Restlaufzeit der einzelnen Anlagen und der daraus resultierende Reinvestitionsbedarf sachgerecht zu berücksichtigen. Vor diesem Hintergrund haben wir eine langfristige Projektion der Ergebnisbeiträge aus den Bestandspark auf Basis der vom Management zur Verfügung gestellten langfristigen Planungsrechnungen auf Parkebene vorgenommen und diese anschließend in der Ermittlung des nachhaltigen Jahres annuitätisch berücksichtigt. In diesem Zusammenhang wurden insbesondere folgende Effekte berücksichtigt:

- Nach Auslaufen der fixierten Einspeisevergütungen wurden die Absatzpreise auf ein prognostiziertes Marktpreisniveau zum jeweiligen parkindividuellen Zeitpunkt angepasst. Die Marktpreisprognosen basieren hierbei auf einer langfristigen Einschätzung des Managements, welche durch externe Studien zu länderspezifischen Strompreisen plausibilisiert wurden.

- Die Planungsrechnungen des Managements berücksichtigen für Solarparks eine Laufzeitannahme von 25 Jahren. Da für Solarparks eine Laufzeit von 30 Jahren als branchenüblich angesehen werden kann, haben wir die Parkplanungen entsprechend verlängert.
- Auch über das Jahr 2021 hinaus wird die Gesellschaft zur Erhaltung einer stabilen Anlagenbasis Investitionen in Solar- und Windparks tätigen. Auf Basis von typisierten Modellparks haben wir hierbei entsprechende Ergebnisbeiträge unter der Annahme nachhaltig zu erzielender Renditen berücksichtigt. Hierbei wurde dem Umstand Rechnung getragen, dass über Marktprozesse nachhaltig eine Angleichung der Renditeerwartungen an die Kapitalkosten der Investoren zu erwarten ist. Zur Annahme einer langfristigen stabilen Anlagenbasis und der Annahme, dass CHORUS auch zukünftig erfolgreich wirtschaftliche Projekte akquirieren kann, tragen u.a. auch Synergiepotentiale im Investitionsbereich durch die Übernahme durch Capital Stage bei.
- Im Asset Management haben wir das vom Management geplante hohe Wachstum bis zum Jahr 2021 berücksichtigt. In der Langfristplanung haben wir das im Jahr 2021 erreichte Volumen im Asset Management moderat reduziert, um Risiken bezüglich möglicher Kundenverluste und damit einhergehenden Volumenverlusten Rechnung zu tragen. Einmalerträge aus der Akquise neuer Platzierungsvolumina wurden dabei auf die langfristige Asset Management Volumenplanung angepasst. Hierbei wurden typische Kapitalanlagehorizonte der Investoren berücksichtigt.
- Die in den Planungsrechnungen bis zum Jahr 2021 enthaltenen IFRS Effekte, insbesondere Effekte aus Kaufpreisallokationen in der Vergangenheit, wurden bis zum Auslaufen dieser Effekte fortentwickelt.
- Die Entwicklung der Finanzierungs- und Steuerrechnung wurde integriert unter Berücksichtigung der oben genannten Sachverhalte abgebildet. Die Ertragsteuern haben wir auf Basis des letzten Jahres der Detailplanung (2021) fortentwickelt. Wesentliche Effekte auf die steuerliche Bemessungsgrundlage, insbesondere aus der Entwicklung der steuerlichen Abschreibungen, wurden gesondert berücksichtigt. Die nachhaltige Steuerquote liegt hierdurch über dem Niveau der Jahre 2017 bis 2021, welche noch durch vergleichsweise hohe steuerliche Abschreibungen gekennzeichnet sind.
- Für die Detailplanungsphase sowie die Jahre 2022 ff. wurde von einer Ausschüttungsquote von 100 % der ausschüttbaren handelsrechtlichen Ergebnisse ausgegangen. Bezogen auf den IFRS- Jahresüberschuss resultiert eine Ausschüttungsquote von durchschnittlich rd. 50 % im Detailplanungszeitraum und rd. 70 % in den Jahren 2022 ff. Diese Ausschüttungsquote orientiert sich an den für vergleichbare Unternehmen beobachtbaren Ausschüttungsquoten sowie der kommunizierten Ausschüttungspolitik des Unternehmens.

Die Langfristplanung wurde bis zum Jahr 2043 abgebildet. Aufgrund der oben aufgeführten Sachverhalte ist davon auszugehen, dass dieses Jahr einen eingeschwungenen Zustand für die CHORUS darstellt und eine geeignete Basis für die sog. ewige Rente ab dem Jahr 2044 darstellt. Die Planungsrechnung bis zum Jahr 2043 (vgl. Anhang 4) wurde für Darstellungszwecke annuitätisch in ein Übergangsjahr 2022, als Basis für eine ewige Rente ab dem Jahr 2023, umgerechnet. Eine Bewertung auf Basis der längerfristigen Planungsrechnung bis zum Jahr 2043 würde hierbei zu identischen Ergebnissen führen.

Als nachhaltige Wachstumsrate halten wir eine Rate von 1,0 % für angemessen. Für weitere Ausführungen verweisen wir auf Abschnitt 6.2.

6 Kapitalisierungszinssatz

Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftig zu erwartenden Nettoeinnahmen der Anteilseigner mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage. Diese ist zu dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent (IDW S 1, Tz. 114).

Nachfolgend sind die Bestandteile des Kapitalisierungszinssatzes zusammengefasst.

Eigenkapitalkosten		
Parameter	Quelle	Parameterwert
Basiszinssatz	— Deutsche Bundesbank (vor persönlichen Steuern)	— 1,25 %
Unverschuldeter Betafaktor	— Peer Group Unternehmen	— 0,40
Marktrisikoprämie	— Empfehlung des IDW / Empirische Studien (Tax-CAPM, nach persönlichen Steuern)	— 5,50 %
Unverschuldete Eigenkapitalkosten	— Unverschuldete Eigenkapitalkosten im Planungszeitraum 2017 bis 2021 (nach persönlichen Steuern)	— 3,12 %
Verschuldete Eigenkapitalkosten	— Bandbreite verschuldete Eigenkapitalkosten im Planungszeitraum 2017 bis 2021 sowie in der ewigen Rente 2022 ff. (nach persönlichen Steuern, vor Wachstumsabschlag)	— 4,41 % - 5,27 % — 3,70 %
Nachhaltige Wachstumsrate	— Die nachhaltige Wachstumsrate bildet zukünftige unternehmensspezifische Inflations- und Effizienzerwartungen ab.	— 1,00 %

Quelle: KPMG Analyse

6.1 Eigenkapitalkosten

Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen zur Ableitung der Eigenkapitalkosten sind insbesondere empirisch beobachtbare Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) maßgeblich. Diese Renditen vergüten insgesamt den momentanen Konsumverzicht der Anteilseigner und die zukünftige Geldentwertung sowie die Übernahme unternehmerischer Risiken, da eine Investition in Unternehmen und Unternehmensanteile von Unsicherheiten geprägt ist. Die gesamte Rendite kann daher grundsätzlich in einen Renditeanteil für die Vergütung der zeitlichen Überlassung von Kapital – den sogenannten Basiszinssatz – und in eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegt werden. Die Risikoprämie selbst wird durch allgemeine Marktrisiken und unternehmensspezifische Risiken geprägt. Sollen diese unternehmensspezifischen Risiken sachgerecht berücksichtigt werden, wird die modellhafte Zerlegung der empirisch beobachtbaren Gesamtrenditen in ihre Einzelbestandteile notwendig.

Die nachfolgende Ermittlung der Eigenkapitalkosten basiert hierfür auf Modellüberlegungen, die insbesondere auf kapitalmarkttheoretische Modelle wie das Capital Asset Pricing Model (CAPM, Tax-CAPM) zurückgreifen. Diese Modelle treffen einerseits vereinfachende Annahmen und abstrahieren insoweit von der Komplexität der realen Kapitalmärkte. Andererseits bieten sie den Vorteil, geeignete intersubjektiv nachvollziehbare Grundüberlegungen, Ausgangsgrößen und Maßstäbe für die Bestimmung der benötigten Kapitalkosten zu liefern. Ungeachtet der heute in der Praxis grundsätzlich unstrittigen Akzeptanz und Verwendung theoretischer Kapitalmarktmodelle zur Ableitung der Kapitalkosten ist zu berücksichtigen, dass theoretische Modelle empirisch beobachtbare Sachverhalte erklären und nicht einfach ersetzen sollen. Die Ergebnisse theoretischer Modelle müssen sich daher an den empirischen Beobachtungen und Renditeerwartungen der Marktteilnehmer (Gesamtrenditen) messen lassen. Hierfür sind die Vereinbarkeit der Prämissen des verwendeten (theoretischen) Bewertungsmodells mit den (empirischen) Rahmenbedingungen des Kapitalmarkts zum Erhebungszeitpunkt der zu beurteilenden Kapitalmarktparameter ebenso kritisch zu hinterfragen wie zyklusbedingte Marktüber- oder -untertreibungen, die jeweils den größten Abstand zwischen empirisch beobachtbaren Preisen und langfristig erzielbaren inneren Werten markieren.

Eine unreflektierte Übernahme empirischer Daten in theoretische Modelle, die die Existenz solcher Daten grundsätzlich ausschließen, ist jedoch zu vermeiden. Theoretische Modelle und die von ihnen aus unterschiedlichen empirischen Erhebungsmethoden verwendeten Eingangsgrößen liefern in einem ersten Schritt ein bloßes Rechenergebnis für die gesuchten Renditeerwartungen der Anteilseigner. Dieses ist einerseits den zum Stichtag empirisch beobachtbaren Renditeerwartungen (Gesamtrenditen) gegenüber zu stellen und andererseits mit den für langfristige Investitionsentscheidungen maßgeblichen nachhaltigen Alternativrenditen, z. B. auf der Basis langfristig durchschnittlich erzielter Renditen, zu vergleichen. Laufen die Ergebnisse von theoretischen Modellen, historischen sowie zukunftsorientierten Analysen auseinander, ist kritisch zu würdigen, inwieweit die einzelnen modellhaften Renditebestandteile untereinander

konsistent und modellkonform zum jeweiligen Bewertungsstichtag abgeleitet wurden. Eine eingeschränkte oder fehlende Kompatibilität zwischen (empirischen) Kapitalmarktdaten und (theoretischem) Modell ist unter Berücksichtigung einer wirtschaftlich sinnvollen Gesamtschau auf die gesamte Renditeerwartung zu vermeiden.

Im Rahmen dieser Gesamtschau zeigen empirische Analysen, dass sich – trotz zyklusbedingter Extrempunkte, die in der Vergangenheit regelmäßig zu beobachten waren – die langfristigen Durchschnitte von Kapitalmarktrenditen für Unternehmensanteile in einem relativ stabilen Korridor bewegen.

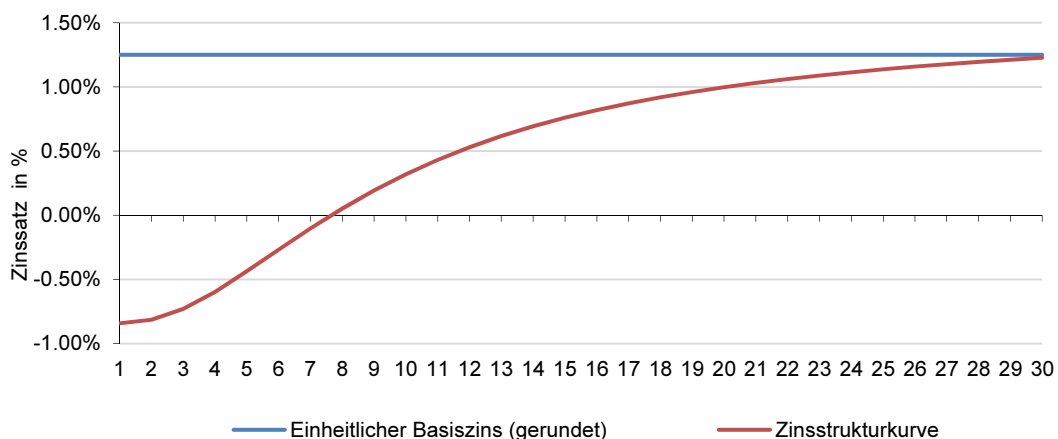
6.1.1 Basiszinssatz

Gemäß (Tax-)CAPM repräsentiert der Basiszinssatz eine risikofreie und fristadäquate Alternativenanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Zur Einhaltung der Laufzeitäquivalenz ist grundsätzlich für jedes Jahr mit dem jeweiligen laufzeitadäquaten Zinssatz zu diskontieren.

Da die Bewertung der CHORUS in lokaler Währung erfolgt, sind grundsätzlich Zinsstrukturkurven für Staatsanleihen des Sitzlandes der CHORUS in Landeswährung zur Ableitung der gesuchten fristadäquaten Zerobondfaktoren heranzuziehen.

Für die Bestimmung des Basiszinssatzes kann von der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen ausgegangen werden. Zur objektivierten Schätzung der Zinsstrukturkurve kann auf die veröffentlichten Regressionsparameter und -ergebnisse der Deutschen Bundesbank zurückgegriffen werden. Diese lassen eine auf empirischen Daten basierende Ableitung einer Zinsstrukturkurve für einen dreißigjährigen Zeitraum zu.

Zinsstrukturkurve zum 30. April 2017 (3-Monats-Durchschnitt)



Quelle: Deutsche Bundesbank; KPMG Analyse

Zur Abbildung einer Zinsstrukturkurve mit einer unendlichen Laufzeit kann der ermittelte Zero-Bond-Zinssatz für eine Restlaufzeit von dreißig Jahren als nachhaltiger Schätzwert angesetzt werden. Aus Praktikabilitätsgründen kann aus der Zinsstrukturkurve auch ein einheitlicher Basiszinssatz über den gesamten Zeitraum, das heißt beginnend mit dem ersten Planjahr, berechnet und verwendet werden. Der auf diese Weise unter Berücksichtigung der Struktur der zu bewertenden finanziellen Überschüsse abgeleitete einheitliche Basiszinssatz wurde unter Verwendung der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für die Monate Januar bis März in Höhe von 1,2256 % ermittelt. Zur Glättung von kurzfristigen Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler insbesondere bei langfristigen Renditen wurde dieser Wert auf einen ¼-Prozentpunkt gerundet und ein Basiszinssatz in einer Höhe von 1,25 % abgeleitet.

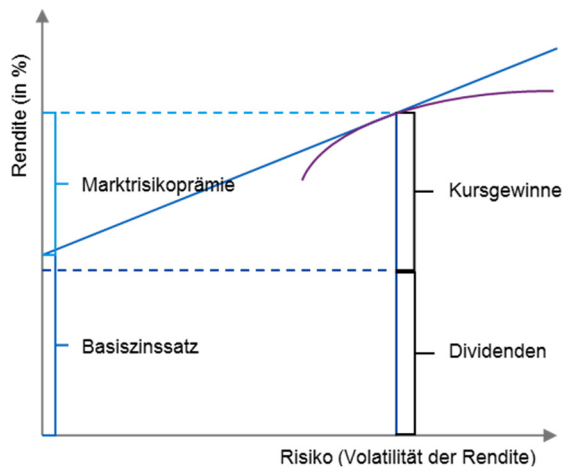
Zinseinkünfte werden mit einer nominellen Steuerbelastung in Höhe von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag belastet (Abgeltungsteuer). Hieraus resultiert ein Basiszinssatz nach Einkommensteuer in Höhe von 0,92 %.

6.1.2 Risikozuschlag

Bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswertes ist zur Ableitung des Risikozuschlags nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf die Preisbildung auf dem Kapitalmarkt abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren gegenüber einer Investition in risikolose Anlagen ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen sehen. Der Risikozuschlag ist ein Renditebestandteil der mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) erklärten Gesamrendite und kann aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen (historisch und zukunftsgerichtet) abgeleitet werden.

Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikozuschläge ohne die Berücksichtigung der Wirkungen von persönlichen Ertragsteuern erklärt werden. Gemäß dem CAPM setzt sich der Risikozuschlag aus der allgemeinen Marktrisikoprämie und dem unternehmensspezifischen Betafaktor zusammen.

Die Berechnung der kapitalmarktorientierten Marktrisikoprämie kann durch Bildung der Differenzrendite zwischen Anlagen in ein repräsentatives Marktportfolio bestehend aus Unternehmensanteilen (Aktien) und risikolosen Anlagen sowohl auf der Basis historischer Daten als auch zukunftsorientiert erfolgen, wie nachfolgende Grafik illustriert.



Quelle: KPMG Darstellung

Da Aktienrenditen und Risikozuschläge grundsätzlich durch Ertragsteuern beeinflusst werden, erfolgt eine realitätsnähere Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der unterschiedlichen Wirkungen persönlicher Ertragsteuern in Deutschland auf Zinseinkünfte und Dividenden einerseits sowie Kursgewinne andererseits erweitert. Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und dem auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikozuschlag nach Ertragsteuern zusammen. Der Risikozuschlag nach Ertragsteuern ist analog zum CAPM das Produkt aus dem unternehmensspezifischen Betafaktor und der Marktrisikoprämie nach Ertragsteuern.

Marktrisikoprämie

Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW hat am 19. September 2012 „Hinweise zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung“ (vgl. IDW-Fachnachrichten, Nr. 10/2012) veröffentlicht. Im Rahmen dieser empfiehlt er, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern an einer Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 % zu orientieren.

Wir haben zur Plausibilisierung der vom FAUB empfohlenen Bandbreite eigene Analysen vorgenommen und hierauf basierend einen konkreten Wert für die Marktrisikoprämie innerhalb dieser empfohlenen Bandbreite abgeleitet. Dabei haben wir für die Schätzung der Marktrisikoprämie sowohl in der Vergangenheit realisierte historische (Gesamt-)Renditen und daraus abgeleitete Risikoprämien als auch aus Börsenkursen und Ergebnisschätzungen von Finanzanalysten abgeleitete zukunftsorientierte (Gesamt-)Renditeerwartungen und Risikoprämien (implizite Renditen und Risikoprämien) berücksichtigt. Empirische Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt zeigen, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit je nach dem zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum durchschnittlich drei bis sieben Prozentpunkte höhere Renditen erzielten als Anlagen in (quasi) risikofreien Kapitalmarktanlagen.¹⁴ In der Vergangenheit erzielte Renditen und Risikoprämien bieten damit eine Basis für die Abschätzung einer wirtschaftlich sinnvollen Bandbreite von auch zukünftig zu erwartenden Renditen und Risikoprämien unter der Annahme, dass die durchschnittlich in der Vergangenheit beobachtbaren konjunkturellen Verhältnisse unter Berücksichtigung langfristiger Trendentwicklungen und Inflationseffekte in die Zukunft übertragbar sind. Zum Bewertungsstichtag abgeleitete implizite Renditen und Risikoprämien hingegen ermöglichen eine stichtagsbezogen zukunftsorientierte und konkrete Ableitung der Marktrisikoprämie unter der Berücksichtigung von aktuellen Veränderungen der erwarteten Renditen und der Interdependenzen der jeweiligen Renditebestandteile (Basiszinssatz und Risikoprämien) im Zeitablauf basierend auf den Renditeerwartungen der Investoren an den Kapitalmärkten.¹⁵

Im Zusammenhang mit dem aktuell historisch niedrigen Zinsniveau erstklassiger Schuldner, wie z.B. Deutschland, können unseres Erachtens grundsätzlich zwei Thesen in Bezug auf die (Real-)Renditeerwartung von Investoren unterschieden werden:¹⁶

1. Nachhaltig relativ stabile (Real-)Renditeerwartungen der Investoren
2. Nachhaltig reduzierte (Real-)Renditeerwartungen der Investoren

¹⁴ Eine langfristig höhere Rendite unsicherer Anlagen gegenüber sicheren Anlagen ist plausibel und begründet zudem die grundsätzliche Nachfrage nach unsicheren Anlagen, denn kein rational handelnder Anteilseigner würde eine unsichere Anlage einer sicheren Anlage vorziehen, wenn er hierfür nicht im langfristigen Durchschnitt eine risikoäquivalente Vergütung als Komponente der Gesamrendite erhalten würde.

¹⁵ Vgl. Bertram/Castedello/Tschöpel, Überlegungen zur Marktrendite und zur Marktrisikoprämie, CF 2015, S. 468 ff.

¹⁶ Vgl. Zeidler/Tschöpel/Bertram, Kapitalkosten in Zeiten der Finanz- und Schuldenkrise, CFB 2012, S. 70–80.

Empirische Beobachtungen zeigen, dass Investoren – abgesehen von temporären Reduzierungen – zuletzt weitgehend stabile Renditeerwartungen hatten und somit das derzeit historisch niedrige Zinsniveau mit erhöhten Risikoprämien einhergeht. Im Falle nachhaltig reduzierter (Real-)Renditeerwartungen (These 2) in Verbindung mit einer expansiven Geldmengenausweitung ist zumindest nachhaltig der zu erwartende Einfluss auf die Ergebnisentwicklung der Unternehmen¹⁷ allgemein und auch im Falle der CHORUS¹⁸ zu untersuchen.

Wir haben die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern vor dem Hintergrund unserer Analysen zur Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern mit 5,5 % angesetzt¹⁹. Sie liegt damit in der vom FAUB empfohlenen Bandbreite.

Zur Ableitung der unternehmensspezifischen Risikoprämie wird nach dem Tax-CAPM diese Marktrisikoprämie mit dem so genannten Betafaktor multipliziert, der das unternehmens- und branchenspezifische Risiko ausdrückt.

Aufgrund der Umsatzerzielung der CHORUS auch im europäischen Ausland wäre der Ansatz einer Länderrisikoprämie denkbar. Vor dem Hintergrund einer Peer Group mit ebenfalls diversifizierten Umsatzerlösen in zur CHORUS vergleichbaren Ländern, gehen wir jedoch davon aus, dass sich entsprechende Risiken bereits in einem Betafaktor ausdrücken. Eine zusätzliche Länderrisikoprämie kann daher unbeachtet bleiben.

Betafaktor

Für die CHORUS als börsennotiertem Unternehmen (seit Oktober 2015) können grds. aus Kapitalmarktdaten Betafaktoren abgeleitet werden. Die Analyse der Aktienkursbewegungen sowie der Handelsumsätze hat jedoch ergeben, dass aufgrund des geringen Zeitraums und Free-Floats der Aktien nach der Übernahme der beobachtbare Betafaktor der CHORUS statistisch nicht belastbar war. Es wurde deshalb auf Betafaktoren börsennotierter Vergleichsunternehmen (im Folgenden „Peer Group“) zurückgegriffen.

¹⁷ Bei (angenommener) nachhaltiger Reduzierung der allgemeinen (Real-)Renditeerwartungen der Investoren wäre in Verbindung mit einer Ausweitung der Geldmenge zu erwarten, dass hieraus eine Erhöhung von Investitionen und eine Verschärfung des Wettbewerbs resultiert, mit der Konsequenz einer mittel- bis langfristigen Beeinträchtigung der Ertragskraft der Unternehmen. Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass auf funktionierenden Märkten die erzielbaren Unternehmensrenditen sich der Grenzrenditeerwartung der Investoren annähern, da Überrenditen infolge von Arbitrageprozessen nachhaltig nicht erzielbar sind.

¹⁸ Die Planung der CHORUS basiert auf der aktuellen Markteinschätzung des Managements vom 31. März 2017. Eine verminderte Ergebniserwartung aufgrund des aktuellen Kapitalmarktumfelds ist nicht erkennbar.

¹⁹ Die Überleitung der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern zur Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern erfolgt unter analoger Vorgehensweise wie gezeigt bei Zeidler/Schöniger/Tschöpel, FB 2008, S. 276-288.

Als Vergleichsunternehmen wurden Unternehmen herangezogen, bei denen wesentliche Merkmale (z.B. Tätigkeitsfelder, Absatzmärkte) mit der CHORUS in möglichst hohem Maße vergleichbar sind. Für die Ermittlung dieser Unternehmen wurde zunächst eine umfassende Liste aus verschiedenen Broker Reports sowie aus weiteren ähnlichen Sekundärquellen zusammengestellt. Anschließend wurden diese ermittelten Unternehmen auf ihre Kapitalmarkt-orientierung (Börsennotierung) überprüft und das Geschäftsmodell mit dem der CHORUS abgeglichen. Nach intensiver Prüfung der Vergleichsunternehmen wurden diese, je nach Übereinstimmung des Geschäftsmodells, in die Kategorien A bis D eingeteilt, wobei A diejenigen Unternehmen repräsentierte, welche eine höchstmögliche Übereinstimmung mit dem Geschäftsmodell der CHORUS aufwiesen.

Im weiteren Vorgehen wurden für die Unternehmen der Kategorie A und B umfangreiche Analysen der Geschäftsmodelle und Finanzkennzahlen durchgeführt und weniger passende Unternehmen aus der Liste ausgeschlossen. Für die verbleibenden Peer Group wurde abschließend eine detaillierte Auswertung der Multiplikatoren vorgenommen und zusammengefasst.

Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist, dennoch halten wir das so ermittelte operative Risiko der Vergleichsunternehmen insgesamt für vergleichbar zur CHORUS. In Anlage 3 sind die Unternehmen beschrieben.

Die am Markt beobachtbaren Betafaktoren²⁰ der Peer Group – jeweils gespiegelt an einem marktbreiten lokalen Aktienindex – lagen in dem Zeitraum zwischen dem 1. April 2013 und dem 31. März 2017 zwischen 0,37 und 1,14; im Durchschnitt bei 0,71.

²⁰ Adjusted Betafaktor, gemessen jeweils gegen einen marktbreiten lokalen Index, ermittelt auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters S&P Capital IQ, ein Geschäft der The McGraw-Hill Companies, New York City/USA

Um eine hohe statistische Validität der empirischen Daten zu erreichen und auf die für die Umrechnung von verschuldeten in unverschuldete Betafaktoren notwendigen Kapitalstrukturdaten zugreifen zu können, wurden wöchentliche Betafaktoren für fünf unabhängige Jahresscheiben ermittelt.

Verschuldete Betafaktoren						
Name	2017	2016	2015	2014	2013	Durchschnitt 2015-2017
Falck Renew ables S.p.A.	0,71	1,00	0,97	0,40	0,60	0,90
Fersa Energías Renovables, S.A.	n/a	0,50	0,86	1,27	1,01	0,68
Saeta Yield, S.A.	0,35	0,38	n/a	n/a	n/a	0,37
7C Solarparken AG	0,70	0,68	0,31	n/a	n/a	0,57
Capital Stage AG	0,78	0,50	0,48	n/a	n/a	0,59
FUTUREN SA	n/a	0,83	1,45	n/a	n/a	1,14
Mittelwert	0,64	0,65	0,81	0,84	0,81	0,71

Quelle: S&P Capital IQ; KPMG Analyse

Zur Berücksichtigung der sich im Planungszeitraum verändernden Finanzierungsstrukturen der Gesellschaften wurden die in der Vergangenheit beobachteten Betafaktoren der verschuldeten Unternehmen zunächst in unverschuldete Betafaktoren umgerechnet (so genanntes „unlevern“)²¹.

Unverschuldete Betafaktoren						
Name	2017	2016	2015	2014	2013	Durchschnitt 2015-2017
Falck Renew ables S.p.A.	0,38	0,45	0,46	0,27	0,60	0,43
Fersa Energías Renovables, S.A.	n/a	0,31	0,44	0,57	0,38	0,37
Saeta Yield, S.A.	0,27	0,28	n/a	n/a	n/a	0,27
7C Solarparken AG	0,41	0,38	0,23	n/a	n/a	0,34
Capital Stage AG	0,43	0,33	0,34	n/a	n/a	0,37
FUTUREN SA	n/a	0,50	0,80	n/a	n/a	0,65
Mittelwert	0,37	0,37	0,45	0,42	0,49	0,41

Quelle: S&P Capital IQ; KPMG Analyse

Die unverschuldeten Betafaktoren lagen in einer Bandbreite von 0,27 bis 0,65, im Mittel bei 0,41. Vor dem Hintergrund der Analyse halten wir einen unverschuldeten Betafaktor von 0,40 für angemessen. Multipliziert mit der allgemeinen Marktrisikoprämie von 5,50 % errechnet sich für CHORUS ein Risikozuschlag für das operative Risiko von 2,20 % (vor Anpassung an die periodenspezifische Finanzierungsstruktur).

²¹ Das „Unlevern“ erfolgte unter der Annahme von unsicheren steuerlichen Vorteilen der Fremdfinanzierung sowie nicht risikolosem Fremdkapital.

Finanzierungsstruktur

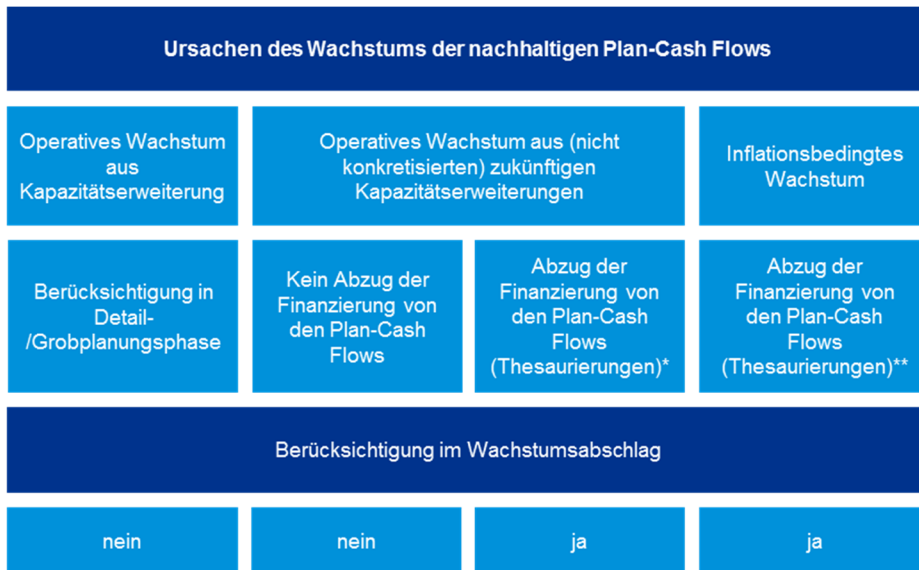
Abschließend wurde der unverschuldete Kapitalisierungszinssatz anhand der sich aus der Planungsrechnung ergebenden zukünftigen Finanzierungsstruktur und des Verschuldungsgrads wieder periodenspezifisch in verschuldete Kapitalkosten zurückgerechnet (so genanntes „relevern“).

6.2 Wachstumsrate

In der Mittelfristplanung der CHORUS ist für die Jahre 2017 bis 2021 das erzielbare Wachstum in den erwarteten Entwicklungen der Erträge und Aufwendungen sowie der Bilanzposten reflektiert. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum ist insoweit nicht erforderlich. Auch in den Jahren 2023 ff. (Fortführungsperiode) werden sich die Posten der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung und somit auch die aus den Planungen ableitbaren Nettoeinnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum lässt sich grundsätzlich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag vom Kapitalisierungszinssatz abbilden.

Ursächlich für nachhaltig wachsende Unternehmensergebnisse und -Cashflows können grundsätzlich rein real-wirtschaftliche (positive und negative) Effekte (Kapazitätsoptimierungen und Kapazitätserweiterungen) sowie rein nominale, d. h. durch Preisveränderungen bedingte Effekte unterschieden werden. Das Gesamtwachstum eines Unternehmens setzt sich hiernach zusammen aus operativem und inflationsbedingtem Wachstum. Die Berücksichtigung der wachstumsdeterminierenden Einzeleffekte hängt vom gewählten Bewertungsansatz ab.²²

²² Vgl. WP-Handbuch 2014, Band II, S. 138, Tz. 396.



* Dividend Discount Model (DDM)
 ** Zzgl. Inflationsbedingter Fremdkapitalaufnahme bei Verschuldung

Quelle: KPMG Darstellung

Die in der Fortführungsphase thesaurierten und den Anteilseignern fiktiv unmittelbar zugerechneten Beträge bilden unter Berücksichtigung des im vorliegenden Fall gewählten Bewertungsansatzes bereits einen wesentlichen Teil des zukünftigen Gesamtwachstums ab. Grundsätzlich stehen Thesaurierungen im Jahr der Thesaurierung den Anteilseignern nicht als Nettoeinnahmen zur Verfügung; der positive Ertragswerteffekt von Thesaurierungen schlägt sich vielmehr in dadurch induzierten zukünftig wachsenden Ausschüttungen nieder. Eine zusätzliche Berücksichtigung dieses operativen Wachstums in der anzusetzenden Wachstumsrate scheidet somit aus. Alternativ wäre in der Fortführungsphase die ausschließliche Diskontierung der Ausschüttungen an die Anteilseigner bei korrespondierender Berücksichtigung des durch Thesaurierungen finanzierten operativen Wachstums in der Wachstumsrate denkbar. Bei ausschließlicher Diskontierung der Ausschüttungen an die Anteilseigner ist insoweit ein nachhaltiges operatives Wachstum der Ausschüttungen in Höhe von 2,09 % anzusetzen. Beide Vorgehensweisen führen zu identischen Ergebnissen.

Unter der Voraussetzung, dass CHORUS die die eigene Risiko- und Finanzierungsstruktur reflektierenden Kapitalkosten nachhaltig verdient, korrespondieren die zukünftig wachsenden Ausschüttungen direkt mit dem Wertbeitrag aus Wertsteigerungen. Somit ist der wesentliche Teil des zukünftigen Gesamtwachstums bereits durch die direkte Zurechnung des Wertbeitrags aus Wertsteigerungen zu den nachhaltigen Nettoeinnahmen der Anteilseigner berücksichtigt.

Lediglich noch verbleibende, zum Beispiel temporär begrenzte zusätzliche Wachstumseffekte, die auf zeitlich begrenzt erzielbaren Überrenditen aufgrund besonderer Markt- und Branchenbedingungen oder spezieller Unternehmensmerkmale beruhen und unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumseffekte sind im Wachstumsabschlag zu berücksichtigen. Unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumseffekte unterscheiden sich hierbei von gesamtwirtschaftlichen Indikatoren wie z. B. der „allgemeinen“ (konsumorientierten) Inflationsrate, die durch die Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex gemessen wird. So werden unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumseffekte durch die jedes Unternehmen individuell treffenden Preisveränderungen auf den Beschaffungsmärkten, die Fähigkeit des Unternehmens zur kontinuierlichen Generierung von Effizienzgewinnen sowie seine eigenen absatzmarktseitig bestimmten Möglichkeiten zu Preisanpassungen bestimmt. Die allgemeine (konsumorientierte) Inflationsrate steht vor diesem Hintergrund grundsätzlich in keiner unmittelbaren Beziehung zur unternehmensspezifischen Inflationsrate. Sie reflektiert vielmehr die Preisveränderungen eines idealisierten Warenkorbs von Konsumgütern und findet als Inflationsrate ihre Berücksichtigung in den geforderten Kapitalkosten der Anteilseigner. Hierdurch wird sichergestellt, dass der ermittelte Unternehmenswert genau den Wert reflektiert, zu dem die zukünftigen Nettoeinnahmen die geforderten Kapitalkosten der Anteilseigner verdienen und somit auch die Kompensation der Anteilseigner für die allgemeine konsumorientierte Inflation vollständig erfolgt. Voraussetzung hierfür ist, dass das Unternehmen in der Lage ist, nachhaltig die effektive unternehmensspezifische Inflation, welche durch Preisveränderungen auf den Beschaffungsmärkten und Effizienzgewinne erklärt wird, vollständig auf die Abnehmer seiner Erzeugnisse zu überwälzen.

Aufgrund des aktuell stark regulierten Markts, in dem CHORUS tätig ist, sowie des hohen Preis- und Wettbewerbsdrucks bei der Akquise neuer Projekte ist davon auszugehen, dass etwaige Überrenditen infolge von Arbitrageprozessen auf funktionierenden Märkten nachhaltig nicht zu erzielen sind, mithin sich erzielbare Unternehmensrenditen den Grenzrenditeerwartung der Investoren annähern.

Zur Ableitung der unternehmensspezifischen inflationsbedingten Wachstumseffekte wurden die aktuellen branchenbedingten Rahmenbedingungen sowie die Kosten-Erlös-Struktur und -entwicklung der CHORUS berücksichtigt. Aufgrund des auch für die Zukunft erwarteten starken Wettbewerbs um erneuerbare Energie-Projekte und dem daraus folgenden Preisdrucks auf Investitionskosten wird der (Preis-) Wettbewerb auch zukünftig hoch sein mit der Folge, dass der bereits bestehende Preisdruck verstärkt. Die vollständige Überwälzung von inflationsbedingten beschaffungsseitigen Kostensteigerungen wird unseres Erachtens künftig nur sehr eingeschränkt möglich sein. Restrukturierungsbedingte Effizienzgewinne werden diese Entwicklung voraussichtlich nur teilweise kompensieren können und somit lediglich zur Stabilisierung der nachhaltigen Profitabilität beitragen. Empirische Untersuchungen zeigen zudem, dass unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumsraten im Durchschnitt unterhalb des von der Europäischen Zentralbank definierten Zielwertes für eine langfristig anzustrebende (konsumorientierte) Inflationsrate liegen. Eine weiterführende Analyse der unternehmensspezi-

fischen Inflationsrate der CHORUS unter Berücksichtigung der geplanten Wachstumsraten der CHORUS sowie der korrespondierenden Kapitalkosten bestätigt dieses Ergebnis. Vor diesem Hintergrund ist die Wachstumsrate für CHORUS mit 1,0 % angesetzt worden. Zur Finanzierung des Wachstums in der Fortführungsperiode ist eine Thesaurierung zu berücksichtigen, die aus dem Finanzierungsbedarf nachhaltig inflationsbedingt wachsender Aktiva und Passiva resultiert.

Die periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze der CHORUS werden im Rahmen der Ermittlung des Ertragswertes im folgenden Abschnitt dargestellt.

7 Unternehmenswert

7.1 Ertragswert

Ausgehend vom Jahresüberschuss der CHORUS und den hieraus abgeleiteten Nettoeinnahmen abzüglich der effektiven Einkommensteuer unter Berücksichtigung von Kapitalmaßnahmen und Veränderungen der Nettofinanzposition ergibt sich unter Anwendung der maßgeblichen periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens der CHORUS zum 22. Juni 2017 wie folgt:

CHORUS Clean Energy AG							
	Planung						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	TV
	T€	T€	T€	T€	T€	T€	T€
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	12.050	14.602	15.771	16.770	17.284	16.155	16.316
Thesaurierung	7.904	8.161	7.955	7.460	6.952	2.828	2.856
Wertbeitrag aus Wertsteigerungen	-	-	-	-	-	2.024	2.045
Effektive persönliche Ertragsteuer auf Wertsteigerungen	-	-	-	-	-	513	518
Wertbeitrag aus Ausschüttung	4.146	6.442	7.816	9.310	10.332	11.302	11.415
Persönliche Ertragsteuer auf Ausschüttung	1.093	1.699	2.062	2.456	2.725	2.981	3.011
<i>Ausschüttungsquote</i>	<i>34,4%</i>	<i>44,1%</i>	<i>49,6%</i>	<i>55,5%</i>	<i>59,78%</i>	<i>69,96%</i>	<i>69,96%</i>
Nettoeinnahmen	3.052	4.743	5.755	6.855	7.607	9.833	9.931
Nettoeinnahmen	3.052	4.743	5.755	6.855	7.607	9.833	9.931
Barwerte jeweils zum 31.12.	323.234	335.533	346.772	356.466	364.578	368.224	
Zwischensumme Kapitalisierung	326.286	340.276	352.527	363.320	372.185	378.057	9.931
<i>Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag</i>	<i>5,12%</i>	<i>5,27%</i>	<i>5,06%</i>	<i>4,77%</i>	<i>4,41%</i>	<i>3,70%</i>	<i>2,70%</i>
Barwertfaktor für das jeweilige Jahr	0,9513	0,9499	0,9518	0,9545	0,9578	0,9643	37,0781
Barwerte jeweils zum 31.12. des Vorjahres	310.395	323.234	335.533	346.772	356.466	364.578	368.224
Ertragswert zum 31. Dezember 2016	310.395						
Aufzinsungsfaktor (exponentielle Aufzinsung)	1,02						
Ertragswert zum 22. Juni 2017	317.828						

CHORUS Clean Energy AG							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	TV
<i>Basiszinssatz vor persönlicher Ertragsteuer</i>	<i>1,25%</i>	<i>1,25%</i>	<i>1,25%</i>	<i>1,25%</i>	<i>1,25%</i>	<i>1,25%</i>	<i>1,25%</i>
<i>Persönliche Ertragsteuer</i>	<i>0,33%</i>	<i>0,33%</i>	<i>0,33%</i>	<i>0,33%</i>	<i>0,33%</i>	<i>0,33%</i>	<i>0,33%</i>
<i>Basiszinssatz nach persönlicher Ertragsteuer</i>	<i>0,92%</i>	<i>0,92%</i>	<i>0,92%</i>	<i>0,92%</i>	<i>0,92%</i>	<i>0,92%</i>	<i>0,92%</i>
<i>Marktrisikoprämie nach persönlicher Ertragsteuer</i>	<i>5,50%</i>	<i>5,50%</i>	<i>5,50%</i>	<i>5,50%</i>	<i>5,50%</i>	<i>5,50%</i>	<i>5,50%</i>
Betafaktor unverschuldet	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
Barwerte jeweils zum 31.12. des Vorjahres	310.395	323.234	335.533	346.772	356.466	364.578	368.224
Nettofinanzposition jeweils zum 31.12. des Vorjahres	393.517	411.911	383.773	364.315	351.446	296.684	299.651
<i>Verschuldungsgrad</i>	<i>127%</i>	<i>127%</i>	<i>114%</i>	<i>105%</i>	<i>99%</i>	<i>81%</i>	<i>81%</i>
Betafaktor verschuldet	0,76	0,79	0,75	0,70	0,63	0,50	0,50
<i>Risikozuschlag</i>	<i>4,20%</i>	<i>4,35%</i>	<i>4,14%</i>	<i>3,85%</i>	<i>3,49%</i>	<i>2,78%</i>	<i>2,78%</i>
<i>Wachstumsabschlag</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>1,00%</i>
<i>Verschuldete Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag</i>	<i>5,12%</i>	<i>5,27%</i>	<i>5,06%</i>	<i>4,77%</i>	<i>4,41%</i>	<i>3,70%</i>	<i>2,70%</i>

Quelle: KPMG Analyse

Für die Detailplanungsphase sowie die Jahre 2022 ff. wurde von einer Ausschüttungsquote von 100 % der ausschüttbaren handelsrechtlichen Ergebnisse ausgegangen. Bezogen auf den IFRS-Jahresüberschuss resultiert eine Ausschüttungsquote von durchschnittlich rd. 50 % im Detailplanungszeitraum und rd. 70 % in den Jahren 2022 ff. Diese Ausschüttungsquote orientiert sich an den für vergleichbare Unternehmen beobachtbaren Ausschüttungsquoten sowie der kommunizierten Ausschüttungspolitik des Unternehmens.

Da die Thesaurierungen – soweit sie nicht zur Finanzierung des künftigen Bilanzwachstums erforderlich sind – in der Fortführungsphase und die hieraus resultierenden zukünftigen Wertsteigerungen auch wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Aktionäre abgebildet werden können, wurden aus Vereinfachungsgründen in der Fortführungsperiode den Anteilseignern die thesaurierten Beträge unmittelbar als Wertbeiträge aus Wertsteigerungen zugerechnet.

Die Dividenden wurden mit der aktuell gültigen nominellen Steuerbelastung in Höhe von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag belastet (Abgeltungsteuer).

Die zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen sowie die nachhaltig inflationsbedingten Wertsteigerungen wurden anstelle der nominellen Steuerlast von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag mit einer effektiven Steuer belastet, die typisierend unter Berücksichtigung einer langen Haltedauer in Höhe von 12,5 % (hälftiger nomineller Steuersatz) zuzüglich Solidaritätszuschlag angesetzt wurde.

Durch die so genannte Wachstumsthesaurierung in der ewigen Rente in Höhe des Wachstumsabschlags bezogen auf die zukünftig wachsenden bilanziellen Aktiva und Passiva zum Ende der Detailplanungsphase wird berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der Posten der Gewinn- und Verlustrechnung bzw. der Überschüsse einher gehende Wachstum der Bilanzposten zu finanzieren ist. Die zum Bilanzwachstum nötige Thesaurierung ist daher nicht in den Wertbeitrag aus der unmittelbaren Zurechnung von Thesaurierungen an die Anteilseigner einzubeziehen.

Die sich aus der Summe der Wertbeiträge aus Thesaurierung und abzüglich Ertragsteuern ergebenden Nettoeinnahmen wurden mit dem periodenspezifischen Kapitalisierungszinssatz kapitalisiert.

7.2 Sonderwerte

Freie Liquidität

Freie Liquidität besteht bei CHORUS nicht. Die liquiden Mittel zum Bilanzstichtag 31. Dezember 2016 werden entweder für die Projektreservekonten oder zur Finanzierung der geplanten Investitionen in neue Parks benötigt.

Da der Hauptversammlung der CHORUS keine Ausschüttung für das Geschäftsjahr 2016 vorgeschlagen werden soll, wurde kein Liquiditätseffekt aus einer Ausschüttung für das vergangene Geschäftsjahr berücksichtigt.

Steuerliches Einlagekonto

Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen.

Die Höhe des steuerlichen Einlagekontos der CHORUS beläuft sich zum 31. Dezember 2016 laut Hochrechnungen der Gesellschaft auf T€ 237.384. Bis zum vollständigen Abbau des steuerlichen Einlagekontos werden die Ausschüttungen der CHORUS, die den auf Basis steuerlicher Vorschriften ermittelten sogenannten ausschüttbaren Gewinn übersteigen, gemäß § 27 KStG auf Ebene der Aktionäre nicht als Dividenden, sondern als Einlagenrückgewähr (Verwendung des steuerlichen Einlagekontos) behandelt. Dies hat zur Folge, dass die Ausschüttungen auf Ebene der Aktionäre nicht der typisierten Einkommensteuer unterliegen. Gleichzeitig reduziert sich das steuerliche Einlagekonto in der jeweiligen Höhe. Zudem führt die Einlagenrückgewähr zu einer Minderung der rechnerischen Anschaffungskosten und so zu einer entsprechenden Erhöhung eines Kursgewinnes bei späterer Veräußerung der Aktien durch den Aktionär.

Da Kursgewinne bei Veräußerung gemäß § 20 Abs. 2 EStG zu den Einkünften aus Kapitalvermögen gehören und entsprechend mit der typisierten Einkommensteuer zu versteuern sind, stellt die Verwendung des steuerlichen Einlagekontos eine Steuerstundung zum Zeitpunkt der Ausschüttung bis zum späteren Zeitpunkt der Veräußerung der Aktien dar. Da der Ertragswert der CHORUS aus bewertungstechnischen Gründen unter Berücksichtigung der typisierten Einkommensteuer ermittelt wurde, ist der Wert dieser Steuerstundung gesondert ermittelt worden.

Für die Frage des Wertes der Steuerstundung ist die Frage der Haltedauer, das heißt wann die Anteile veräußert werden und somit die Steuerstundung entfällt, von wesentlicher Bedeutung. Bei Annahme einer sehr kurzen Haltedauer weist die Steuerstundung nahezu keinen Wert auf. Währenddessen bei Annahme einer unendlichen Haltedauer aus der Steuerstundung faktisch eine Steuerersparnis wird, da die spätere Besteuerung höherer Kursgewinne im Bewertungskalkül nie eintritt.

Studien zur Haltedauer von Aktien zeigen eher kurze Haltedauern. Es erscheint jedoch geboten, für die Bestimmung des Wertes des steuerlichen Einlagekontos eine Annahme zur Haltedauer zu treffen, die konsistent ist zu den übrigen Annahmen im Bewertungskalkül. Da der verwendeten effektiven Kursgewinnbesteuerung bei der Ableitung der Wertbeiträge aus Thesaurierung auf Basis der Empfehlungen des FAUB des IDW eher lange Haltedauern zu Grunde liegen, haben wir eine Haltedauer von 40 Jahren angenommen²³.

²³ Vgl. Wagner/Saur/Willershausen, WPg 2008, Seite 736 und Wiese, WPg 2007, Seite 368 ff.

Der jeweiligen Steuerersparnis zum Zeitpunkt der Ausschüttung steht somit eine Belastung aufgrund der Besteuerung höherer Kursgewinne von in Summe gleicher Höhe in 40 Jahren gegenüber.

Als Saldo ergibt sich bei Verwendung der unverschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern in Höhe von 3,12 % als Diskontierungszins ein Barwert und somit ein Wertbeitrag des steuerlichen Einlagekontos zum 31. Dezember 2016 von T€ 6.383.

Sonderwert des steuerlichen Einlagekontos	
T€	
Sonderwert zum 31.12.2016	6.233
Aufzinsungsfaktor	1,02
Sonderwert zum 22.06.2017	6.383

Quelle: KPMG Analyse

Steuerliche Verlustvorträge

Bei CHORUS bestehen zum 31. Dezember 2016 körperschaftsteuerliche und gewerbsteuerliche Verlustvorträge in Höhe von T€ 480 bzw. T€ 4.741.

Der berücksichtigte Wert der aktiven latenten Steuern auf diese Verlustvorträge beträgt T€ 1.318. Die Ermittlung der aktiven latenten Steuern haben wir nachvollzogen und ist im Ergebnis der Höhe nach angemessen. Unter Annahme einer Nutzung dieser Verlustvorträge über die kommenden zehn Jahre resultiert ein diskontierter Wert zum 31. Dezember 2016 in Höhe von T€ 1.130.

Der Sonderwert für die steuerlichen Verlustvorträge wurde wie folgt ermittelt:

Sonderwert der Verlustvorträge	
T€	
Aktive latente Steuern auf Verlustvorträge zum 31.12.201	1.318
Diskontierungseffekt	-188
Sonderwert zum 31.12.2016	1.130
Aufzinsungsfaktor	1,02
Sonderwert zum 22.06.2017	1.157

Quelle: KPMG Analyse

Bei der nachstehenden Ermittlung des Sonderwertes für steuerliche Verlustvorträge ist berücksichtigt worden, dass die Höhe der steuerlichen Verlustvorträge noch der Betriebsprüfung unterliegt und eine langfristige Planung steuerlicher Effekte – analog zur Planungsrechnung der CHORUS – mit Unsicherheiten behaftet ist.

Die zukünftigen Steuererminderungen, die sich auf Grundlage der voraussichtlichen steuerlichen Verlustvorträge ergeben, wurden auf Basis der sich aus der Planungsrechnung ergebenden steuerpflichtigen Ergebnisse und des Steuersatzes der CHORUS bestimmt.

7.3 Unternehmenswert

Der Unternehmenswert der CHORUS ergibt sich somit wie folgt:

Ableitung Unternehmenswert CHORUS Clean Energy AG	
	T€
Ertragswert	310.395
Sonderwerte	7.363
davon steuerliches Einlagekonto	6.233
davon Steuerliche Verlustvorträge	1.130
Unternehmenswert zum 1. Januar 2017	317.758
Aufzinsungsfaktor	1,02
Unternehmenswert zum 22. Juni 2017	325.368

Quelle: KPMG Analyse

Der sich zum 31. Dezember 2016 ergebende Unternehmenswert in Höhe von T€ 317.758 € ist 173 Tage mit dem Kapitalisierungszinssatz aufzuzinsen. Der sich auf diesen Stichtag ergebende Unternehmenswert der CHORUS beträgt T€ 325.368.

7.4 Wert je Aktie

Der Wert je Aktie der CHORUS ergibt sich aus dem ermittelten Unternehmenswert und der maßgeblichen Anzahl der Aktien wie folgt:

Anteiliger Unternehmenswert CHORUS Clean Energy AG	
Unternehmenswert zum 22. Juni 2017 in T€	325.368
Anzahl der Aktien in Stück	27.704.950
Wert je Aktie in €/Aktie	11,74

Quelle: KPMG Analyse

Das Grundkapital der CHORUS war zum 22. Juni 2017 in 27.704.950 Stückaktien eingeteilt.

7.5 Plausibilisierung anhand von Multiplikatoren

Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertkalkülen die so genannte Multiplikator-methode. Dieses kapitalmarktorientierte Bewertungskonzept folgt, ebenso wie die Ertragswert-methode, dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert stark vereinfachend anhand des Vielfachen einer Ergebnisgröße wie z.B. EBITDA (Ergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern), EBIT (Ergebnis vor Zinsen und Steuern), Jahresüberschuss bzw. in Einzelfällen anhand des Umsatzes ermittelt. Das Multiplikatorenverfahren basiert dabei auf einer vergleichenden Preisbestimmung in dem Sinne, dass geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden. Multiplikatoren können dabei aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen (sog. Peer Group) oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden. Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist. Das Ergebnis der Multiplikatorbewertung kann deshalb im Regelfall nur eine Bandbreite möglicher Werte darstellen, in der sich das Bewertungsergebnis wiederfinden sollte. Bei auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise in hohem Maße durch die subjektive Interessenlage der Transaktionspartner bestimmt sind. Sie berücksichtigen bspw. Synergieeffekte und subjektive Erwartungshaltungen. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren für die Plausibilisierung eines objektivierten Unternehmenswerts regelmäßig niedriger. Dementsprechend haben wir in der folgenden Analyse ausschließlich vergleichbare börsennotierte Unternehmen zugrunde gelegt.

Bei Anwendung dieses auf Kennzahlen vergleichbarer börsennotierter Unternehmen aufbauenden Preisfindungsverfahrens ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer als repräsentativ angesehenen Ergebnisgröße des Unternehmens mit dem Ergebnismultiplikator der Vergleichsunternehmen. Der Multiplikator ergibt sich aus dem Verhältnis von Wertgröße zu Ergebnisgröße der Vergleichsunternehmen.

Zur Plausibilisierung des nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen abgeleiteten fundamentalen Unternehmenswertes der CHORUS wurden – entsprechend IDW S 1 Abschnitt 7.5 – ergänzend Werte auf Basis von branchenspezifischen Multiplikatoren aus den am Markt beobachtbaren Börsenkursen der Peer Group Unternehmen (so genannte Trading Multiples) ermittelt. Hierfür wurden EBITDA und EBIT der bereits für die Beta Ermittlung definierten Peer Group Unternehmen zugrunde gelegt. Diese operativen Ergebnisgrößen werden regelmäßig für die Ableitung von Trading Multiples herangezogen.

Eine Berücksichtigung von Umsatz²⁴-, Jahresüberschuss/Konzernergebnis²⁵-Multiplikatoren erfolgte hingegen nicht.

Der Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value) der Vergleichsunternehmen wurde aus der Marktkapitalisierung (Market Value) unter Hinzurechnung der Nettofinanzposition ermittelt. Übersicht 5 in der Anlage gibt einen Überblick über die ermittelten Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen. Die ermittelten Multiplikatoren wurden anschließend auf die äquivalenten (Plan-)Größen EBITDA/EBIT der Jahre 2016 bzw. 2017 der CHORUS übertragen.

Jüngste Studien haben gezeigt haben, dass bei der Bewertung von Solar- und Windanlagen so genannte Kapazitätsmultiplikatoren als branchentypischer Ansatz eine gute Ergänzung darstellen.²⁶ Grundlegender Zweck der berechneten Multiplikatoren ist das Aufzeigen einer Beziehung zwischen der installierten Kapazität (Gesamtleistung der Solar- und Windparks in MW) und dem Unternehmensgesamtwert der CHORUS. Bei der Verwendung von Kapazitätsmultiplikatoren ist darauf zu achten, dass eine klare Unterscheidung des Entwicklungsstandes des jeweiligen Solar- oder Windparks (in Betrieb, in Entwicklung, oder in Planung) erfolgt. Wird diesem Umstand Rechnung getragen, kann grundsätzlich von einer hohen Aussagekraft dieser Multiplikatoren ausgegangen werden. Mit dem Bewusstsein, dass Transaktionspreise von vielen weiteren Faktoren, wie Alter, lokale Windbedingungen, Einspeisevergütungen und geographischen Faktoren abhängen, wurden die Kapazitätsmultiplikatoren separat für jedes Land in Strom- und Windenergie unterteilt. Für Windparks wurde zusätzlich zwischen On- und Offshore unterschieden.

Die angegebenen Kapazitätsmultiplikatoren basieren auf KPMG-internen Recherchen, wobei Mergermarket als Hauptquelle diente. Basis für die Recherche waren Transaktionen, bei denen Wind- bzw. Solarparks das Transaktionsobjekt darstellten. Dabei wurden ausschließlich jene Transaktionen verwendet, bei welchen die transferierten Kapazitäten (MW) bereits vollständig installiert und in Betrieb waren.

In einem ersten Schritt wurde die Datenbank „Mergermarket“ nach relevanten Transaktionen in aus den Bereichen Wind und Solar abgefragt.

Anschließend wurde jede Transaktion analysiert, ob eine eindeutige Zuweisung des transferierten Solar- oder Windparks zu einem Land möglich ist und die ausgewiesenen Kapazitäten

²⁴ Da Umsatzmultiplikatoren regelmäßig die Aufwandsstruktur des zu bewertenden Unternehmens unberücksichtigt lassen, besitzen sie für die hier zugrunde zu legende stand alone Sicht keine Aussagekraft. Umsatzmultiplikatoren finden hingegen regelmäßig für Transaktionszwecke Anwendung unter der Annahme, dass das erwerbende Unternehmen seine Kostenstruktur auf das zu erwerbende Unternehmen übertragen kann.

²⁵ Auf die Ableitung von Jahresüberschussmultiplikatoren wurde vor dem Hintergrund der in Relation zur Peer Group stark abweichenden Kapitalstruktur der CHORUS verzichtet.

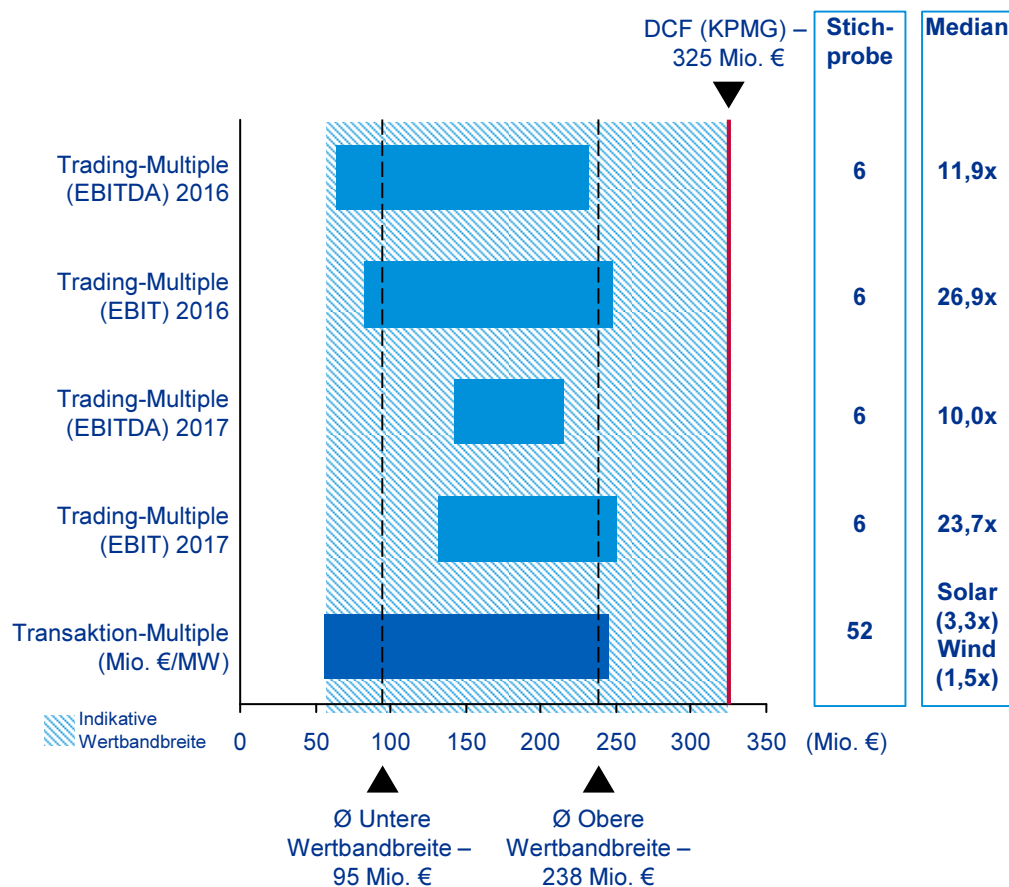
²⁶ Deloitte (April 2016): A market approach for valuing solar PV farm assets; Deloitte (April 2016): A market approach for valuing wind farm assets

(MW) angegeben werden bzw. klar identifizierbar sind. Abschließend wurden die Kapazitätsmultiplikatoren aus dem Transaktionspreis und der Nennleistung der jeweils transferierten Anlage berechnet.

Der Fokus unserer Analysen lag auf den Ländern Europas, in welchen CHORUS eigene Solar- und Windparks betreibt. Für Windparks waren dies Deutschland, Frankreich und Österreich, für Solarparks Deutschland und Italien.

Auf Basis der vorgegebenen, regionalen Schwerpunkte wurde für jede Land-Technologie-Kombination (z. B. Deutschland-Solar) der Median sowie Quantile berechnet.

Die nachfolgende Übersicht gibt einen Überblick über die unter Anwendung der ermittelten Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen abgeleiteten Marktwerte für das Eigenkapital der CHORUS.



Quelle: CHORUS, KPMG Analysen, Capital IQ, Bloomberg

Als Ergebnis der vergleichenden Marktbewertung ist festzustellen, dass der nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen abgeleitete fundamentale Unternehmenswert nach IDW S 1 unabhängig vom gewählten Multiplikator und Zeitraum über der Bandbreiten vergleichbarer Unternehmen liegt.

Aus unserer Sicht ist dies jedoch insbesondere auf dem im Rahmen der Bewertung berücksichtigten Wertbeitrag für das Asset Management inklusive damit zusammenhängender Synergiepotentiale zurückzuführen, welcher sich in den Multiplikatorbewertungen in dieser Form nicht widerspiegelt.

Anhaltspunkte, dass der ermittelte Ertragswert im Vergleich zum aktuellen Kapitalmarktumfeld nicht angemessen oder die zugrunde liegende Planungsrechnung der CHORUS zu ambitioniert ist, ergeben sich somit aus der vergleichenden Marktbetrachtung nicht.

Aus der Plausibilisierung anhand von Multiplikatoren ergeben sich somit keine Anhaltspunkte, dass eine auf Basis des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren festgelegte Barabfindung nicht angemessen wäre.

8 Alternative Wertmaßstäbe

8.1 Börsenkurs

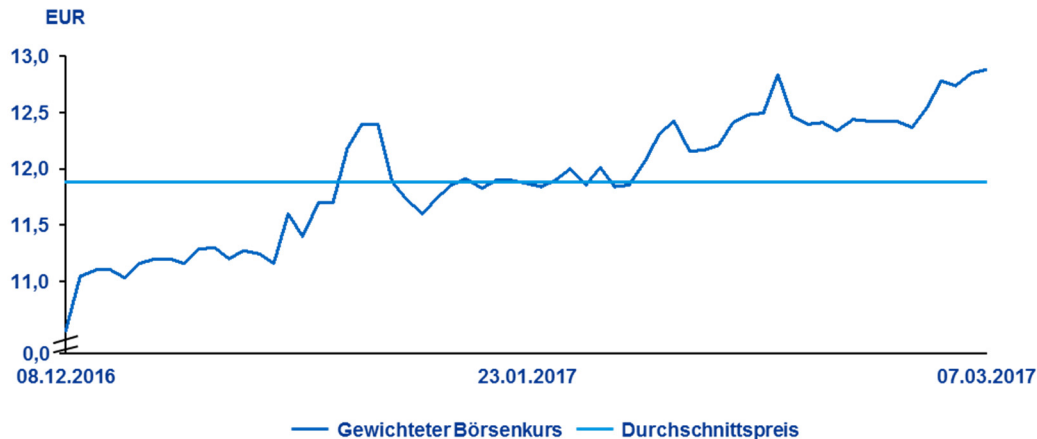
Im Hinblick auf die Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999²⁷ ist der Börsenkurs der Aktien der zu bewertenden Gesellschaft dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Wert je Aktie für Zwecke der Festlegung der Barabfindung gegenüberzustellen. Nach dem Beschluss des BVerfG darf ein existierender Börsenkurs bei der Bemessung der Abfindung nicht unberücksichtigt bleiben. Dementsprechend bildet der Börsenkurs grundsätzlich die Untergrenze der angemessenen Abfindung. Eine Unterschreitung kommt jedoch in Betracht, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Die Rechtsprechung des BVerfG wurde durch den Beschluss des Bundesgerichtshofs (im Folgenden „BGH“) vom 12. März 2001²⁸ konkretisiert. Dort wird erneut deutlich gemacht, dass der Börsenwert dann nicht als Untergrenze der angemessenen Abfindung in Betracht kommt, wenn er den Verkehrswert nicht widerspiegelt. Dies kann nach dem Beschluss des BGH dann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum mit den Aktien der Gesellschaft kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer besonderen Marktengung der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern, oder der Börsenpreis manipuliert worden ist.

Obwohl im vorliegenden Fall nur ein geringer Handel in der Aktie zu beobachten war, bestehen keine Anhaltspunkte, dass einzelne Aktionäre nicht in der Lage gewesen wären, ihre Aktien zum Börsenkurs zu veräußern. Auch für eine Manipulation des Börsenkurses liegen keine hinreichend sicheren Erkenntnisse vor. Zu beobachten war allerdings, dass der Aktienkurs unmittelbar nach der ad hoc-Mitteilung der CHORUS vom 8. März 2017, dem Tag der Veröffentlichung des förmliche Verlangens der Capital Stage AG gemäß § 327 a AktG zur Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf die Capital Stage AG (Hauptaktionär) gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung, deutlich anstieg und sich seither auf im Vergleich zur jüngeren Vergangenheit hohem Niveau bewegt.

²⁷ AktZ. 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff.

²⁸ AktZ. II ZB 15/00, ZIP 2001, S. 734-737.

Die nachfolgende Grafik zeigt die Entwicklung des Aktienkurses der CHORUS seit dem 8. Dezember 2016 bis zum 7. März 2017:



Quelle: Capital IQ, KPMG-Analyse

Nach dem Beschluss des BGH vom 12. März 2001 ist für die Ermittlung des Börsenkurses grundsätzlich, d.h. sofern nicht bestimmte Einflüsse dem entgegenstehen, ein Referenzkurs zugrunde zu legen, der sich aus dem Durchschnittskurs über einen Zeitraum von drei Monaten ergibt. Die Durchschnittsbildung soll mögliche manipulative Einflüsse und kurzfristige Verzerrungen eliminieren. Mit Beschluss vom 19. Juli 2010 hat der BGH seinen im Schrifttum heftig kritisierten Beschluss vom 12. März 2001²⁹ dahin gehend korrigiert, dass nunmehr der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenkurs grundsätzlich als gewichteter Durchschnittskurs einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Maßnahme zu ermitteln ist.

Maßgeblich für die Ermittlung des Durchschnittskurses der Aktie der CHORUS ist auf dieser Grundlage der Drei-Monats-Zeitraum bis zum 7. März 2017 (einschließlich). Der in diesem Drei-Monats-Zeitraum gemäß § 31 Abs. 7 WpÜG i. V. m. § 5 Abs. 3 WpÜG-Angebotsverordnung ermittelte, mit den Handelsvolumina gewichtete und von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) veröffentlichte gewichtete Durchschnittskurs lag bei 11,88 € je Stückaktie.

Zudem ist gemäß des BGH der Börsenkurs entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen, soweit zwischen der Bekanntmachung der Maßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt.

²⁹ BGH ZIP 2001, 734.

Da zwischen der Bekanntgabe des Squeeze Out Verlanges am 8. März 2017 und der beschlussfassenden Hauptversammlung der CHORUS am 22. Juni 2017 lediglich ein Zeitraum von rd. drei Monaten liegt, der allein durch die erforderliche Zeit für die Ermittlung und Prüfung des angemessenen Ausgleichs und der angemessenen Abfindung sowie die Vorbereitung und fristgerechte Einberufung der Hauptversammlung bedingt ist, besteht der vom BGH angesprochene Sachverhalt einer Nichtumsetzung der angekündigten Maßnahme in diesem Falle nicht. Eine Hochrechnung der ermittelten Börsenwerte ist daher im vorliegenden Fall nicht erforderlich.

8.2 Vorerwerbspreise

Das BVerfG hat mit seiner Entscheidung vom 27. April 1999 festgestellt, dass die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Anteilseigentums zur Bemessung der Abfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben können, weil sie regelmäßig weder zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderheitsaktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien eine Beziehung haben. Die subjektiven Erwägungen eines Aktionärs, der im Vorfeld und zur Vorbereitung einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme gegebenenfalls überhöhte Preise zu akzeptieren bereit ist, hätten für Dritte keine Bedeutung. Dieser Auffassung folgen die ganz herrschende Meinung in der Literatur und die höchstrichterliche Rechtsprechung. Eine vergleichbare Entscheidung hat der Europäische Gerichtshof (im Folgenden „EuGH“) am 15. Oktober 2009 getroffen. Nach Auffassung des EuGH enthält das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz, durch den die Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt sind, dass der Hauptaktionär verpflichtet ist, deren Aktien zu den gleichen Bedingungen aufzukaufen wie die, die beim Erwerb einer Beteiligung vereinbart wurden, mit der der Hauptaktionär die Kontrolle erlangt oder seine Kontrolle verstärkt wird. Neuere Rechtsprechung bestätigt die Sicht des BVerfG, so hat der BGH in seiner Stollwerk-Entscheidung vom 19. Juli 2010 ausdrücklich erklärt, dass die angemessene Abfindung sich nicht an den Preisen orientieren müsse, die vom Mehrheitsaktionär anderen Aktionären gezahlt werden oder wurden und sich zur Begründung auf die Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999 bezogen. Auch das OLG Stuttgart hat in seinem Beschluss vom 4. Mai 2011 (20 W 11/08) entschieden, dass Vorerwerbe seitens des Mehrheitsaktionärs nicht maßgeblich für die Bemessung der Barabfindung sind.

Dem an einzelne Aktionäre bzw. dem im Rahmen des Übernahmeangebots gezahlten Preis je Aktie der CHORUS in Höhe von 11,50 €³⁰ kommt bei der Ermittlung der Abfindung somit keine rechtliche Bedeutung zu. Er liegt zudem unterhalb des relevanten Börsenkurses und unterhalb des Unternehmenswerts je Aktie.

³⁰ Vgl. Capital Stage AG Übernahmeangebot für CHORUS Clean Energy AG vom 28. Juli 2016

9 Gesamtwürdigung und Ableitung der Barabfindung

Für mit Hilfe des Ertragswertverfahrens abgeleitete Unternehmenswerte empfiehlt sich aufgrund der teilweise bestehenden Ermessensspielräume bei der Bestimmung einzelner Parameter des Bewertungskalküls, insbesondere des Kapitalisierungszinssatzes, grundsätzlich eine Plausibilisierung anhand von anderen Wert- und Preismaßstäben. Sie wurde daher auch im vorliegenden Fall vorgenommen. Hierbei kommen verschiedene Markt- und Vergleichspreise, Werte anderer Bewertungsverfahren, erfolgreiche Übernahmeangebote, Analysteneinschätzungen etc. in Frage (vgl. WP Handbuch 2014, Band II, A 200).

Diese Plausibilisierungsmaßstäbe sind in ihrer Gesamtheit zu würdigen und in einer Gesamtschau mit dem Bewertungsergebnis zu vergleichen. Abweichungen zu einzelnen Referenzpunkten können aus guten Gründen bestehen (vgl. WP Handbuch 2014, Band II, A 201). Diese Gesamtschau im Wertermittlungsprozess und bei der Festlegung des Kapitalisierungszinssatzes wird auch von der Rechtsprechung gefordert (vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 24. November 2011, Az. 21 W 7/11, juris Rz. 40).

Nach § 327a AktG kann die Hauptversammlung auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft von mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Nach der Rechtsprechung des BVerfG bildet der Börsenkurs in analoger Anwendung auf Squeeze outs grundsätzlich die Untergrenze der Barabfindung. Da der Unternehmenswert je Aktie mit € 11,74 je Stammaktie unter dem durchschnittlichen Börsenkurs der CHORUS liegt, ist im vorliegenden Fall der Börsenkurs relevant.

Der Unternehmenswert liegt darüber hinaus über einer aus einer Analyse von Multiplikatoren von Vergleichsunternehmen abgeleiteten Wertbandbreite.

Die Gesamtschau zeigt im vorliegenden Fall, dass der Unternehmenswert auf Basis des Ertragswertverfahrens unter Berücksichtigung des Sonderwertes für das steuerliche Einlagekonto und der steuerlichen Verlustvorträge somit tendenziell im oberen Drittel einer Bandbreite anderer Wert- und Preismaßstäbe liegt.

Vor diesem Hintergrund bestehen keine Bedenken eine angemessene Barabfindung auf Basis des maßgeblichen Börsenkurses festzulegen. Die angemessene Barabfindung beträgt somit € 11,88 je Aktie.

Der Vorstand der Capital Stage hat uns mitgeteilt, dass die Höhe der für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre zu gewährenden Barabfindung mit € 11,92 je CHORUS-Aktie festgelegt werden soll und damit über dem gewichteten inländischen Börsendurchschnittskurses von € 11,88 liegt. Die Capital Stage möchte dies im Hinblick darauf beschliessen, als dass die Capital Stage nicht beabsichtigt, einer Dividendenzahlung der CHORUS für das Geschäftsjahr 2016 zuzustimmen. Daher beabsichtigt die Capital Stage diesen Betrag um € 0,04 auf € 11,92 zu erhöhen, um die Minderheitsaktionäre wirtschaftlich so zu stellen, als werde für das Geschäftsjahr 2016 die gesetzliche Mindestdividende in Höhe von € 0,04 je CHORUS-Aktie gezahlt.

10 Schlussbemerkung

Das Ergebnis unserer Gutachtlichen Stellungnahme zum Unternehmenswert der CHORUS AG fassen wir wie folgt zusammen:

- Unter Zugrundelegung des Unternehmenswerts der CHORUS zum 22. Juni 2017 in Höhe von T€ 325.368 und der relevanten 27.704.950 Stückaktien der CHORUS ergibt sich ein Wert je Aktie der CHORUS Clean Energy AG von € 11,74.
- Der durchschnittliche Aktienkurs beträgt im Dreimonatszeitraum vom 8. Dezember 2016 bis zum 7. März 2017 € 11,88. Er liegt oberhalb des ermittelten Wertes je Stückaktie und ist damit relevant für die Bestimmung der Barabfindung gemäß § 327b AktG.
- Der Vorstand der Capital Stage hat uns mitgeteilt, dass beabsichtigt wird, die Höhe der für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre zu gewährenden Barabfindung mit € 11,92 je CHORUS-Aktie festzulegen. Somit würde die Barabfindung über dem relevanten Börsendurchschnittskurs von € 11,88 und dem Ertragswert je Stückaktie von € 11,74 liegen.

Bezüglich besonderer Schwierigkeiten bei der Bewertung verweisen wir auf Abschnitt 5.2. Wir haben dieses Gutachten auf der Grundlage der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen sowie der uns erteilten Auskünfte und der Ergebnisse eigener Untersuchungen erstellt.


München, den 11. Mai 2017

KPMG AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Salcher

*Wirtschaftsprüfer
Steuerberater*



Thein

Anlagen

Anlage 1: Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
APV	Adjusted Present Value
BEE	Bundesverband Erneuerbare Energie
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft und Energie
BWE	Bundesverband WindEnergie
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DCF	Discounted Cashflow
e.V.	Eingetragener Verein
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation
EBT	Earnings Before Taxes
EEG	Erneuerbare-Energien-Gesetz
EIU	Economist Intelligence Unit
Erw.	Erweiterung

EU	Europäische Union
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
ff.	fortfolgend
ggü.	gegenüber
GJ	Geschäftsjahr
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
GW	Gigawatt
h	Stunde
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister, Abteilung B
i. H. v.	in Höhe von
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IEA	International Energy Agency
IFRS	International Financial Reporting Standards
KG	Kommanditgesellschaft

KPMG	KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München
KW	Kilowatt
KWh	Kilowattstunde
MKAP	Marktkapitalisierung
Mio.	Million
Mrd.	Milliarde
MW	Megawatt
MWh	Megawattstunde
p. a.	Per annum
S.	Seite
sog.	Sogenannt
T€	Tausend Euro
TWh	Terawattstunde
Tz.	Textziffer
WACC	Weighted Average Cost of Capital

Anlage 2: Erhaltene Unterlagen

- Geprüfte und jeweils mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehene Konzernabschlüsse nach IFRS und Jahresabschlüsse der CHORUS Clean Energy AG nach HGB der Jahre 2014 bis 2016;
- Satzungen und Handelsregisterauszüge der CHORUS Clean Energy AG sowie wesentlicher Tochtergesellschaften in der jeweils aktuellen Fassung;
- Konsolidierte Planungsrechnung der CHORUS Clean Energy AG für die Jahre 2017 bis 2021 bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnungen, Bilanzen sowie Kapitalflussrechnungen nach IFRS mit Stand vom 27. März 2017 einschließlich entsprechender Erläuterungen;
- Konzern-Anlagenspiegel für die CHORUS Clean Energy AG für die Jahre 2015 bis 2021;
- Planungsrechnungen der Betriebsgesellschaften bzw. der Wind- und Solarparks der CHORUS Clean Energy AG bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnungen nach HGB für die Laufzeit der jeweiligen Anlagen sowie die IFRS Überleitungen und HB II Anpassungen für die Jahre bis 2021;
- Soll-Ist-Vergleich der Stromproduktionsmengen aufgeschlüsselt auf die einzelnen Solar- und Windparks für die Jahre bis einschließlich 2014, sowie die Jahre 2015 und 2016;
- Zugrundeliegende Wind-/Solargutachten für die einzelnen Solar- und Windparks im Eigenbestand des CHORUS Konzerns;
- Informationen zu den Finanzierungsbedingungen des CHORUS Konzerns einschließlich der zugrundeliegenden Darlehensverträge im Auszug;
- Steuerliche Unterlagen der CHORUS Clean Energy AG und ihrer Tochtergesellschaften bestehend aus Steuerberechnungen und –bescheiden der Jahre 2014 bis 2016 sowie der Steuerplanungen auf Ebene der Legaleinheiten unter Berücksichtigung des lokalen Steuerrechts einschließlich der steuerlichen Verlustvorträge;
- Wertpapierprospekt vom 24. September 2015 zur Kapitalerhöhung sowie zur Zulassung der Aktien der CHORUS Clean Energy AG zum Börsenhandel am regulierten Markt, die von der außerordentlichen Hauptversammlung am 20. Mai 2015 beschlossen wurde;
- Angebotsunterlage der Capital Stage AG im Rahmen des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots vom 28. Juli 2016 an die Aktionäre der CHORUS Clean Energy AG;
- Weitere für die Bewertung relevante Unterlagen und Informationen.

Anlage 3: Peer Group

Unternehmen	Land	MKAP (T€)	MKAP (T€)	Gesamtumsatz letztes GJ (T€)	EBIT-Marge letztes GJ (%)	Unternehmensbeschreibung
Falck Renewables S.p.A	IT	324.996	324.996	249.622	23,9%	Falck Renewables S.p.A. entwickelt, baut und verwaltet zusammen mit seinen Tochtergesellschaften Energieproduktionsanlagen in Italien, Großbritannien, Frankreich, Spanien, Japan, Kanada, Mexiko und Bulgarien. Das Portfolio des Unternehmens beinhaltet dabei Erzeugungskapazitäten aus den Bereichen Solar, Photovoltaik, Biomasse und Abfall. Das Unternehmen bietet auch erneuerbare Energien-Management-Dienstleistungen und Ingenieur- und Beratungsdienstleistungen zur Entwicklung von Projekten zur Stromerzeugung vor allem aus Solar- und Windenergie an. Die gesamte installierte Kapazität beträgt rd. 726 MW. Das Unternehmen war früher als Actelios S.p.A bekannt und änderte im August 2010 seinen Namen in Falck Renewables S.p.A. Die Gesellschaft wurde 2002 gegründet und hat ihren Sitz in Sesto San Giovanni, Italien und ist eine Tochtergesellschaft der Falck S.p.A.
Fersa Energías Renovables, S.A.	ES	89.602	89.602	30.168	13,9%	Fersa Energías Renovables, S.A. ist in der Stromerzeugung im Bereich der erneuerbaren Energien in Amerika und Europa tätig. Das Unternehmen erzeugt hierbei den Großteil des Stroms aus Windenergie. Die installierte Windkapazität beträgt rd. 185 MW. Das Unternehmen wurde im Jahr 2000 gegründet und hat seinen Sitz in Barcelona, Spanien. Seit dem 7. September 2016 ist Fersa Energías Renovables S.A. als Tochtergesellschaft von Audax Energía S.A. tätig.
Saeta Yield, S.A.	ES	696.667	696.667	277.178	36,5%	Saeta Yield, S.A. erzeugt und verteilt Strom in Spanien. Das Unternehmen betreibt 16 Windparks und 5 Solarthermie-Anlagen mit einer Gesamtkapazität von rd. 789 MW. Das Unternehmen war früher als El Recuenco Eólica, S.A. bekannt und änderte im Jahr 2014 seinen Namen in Saeta Yield, S.A. Die Gesellschaft wurde 2009 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Madrid, Spanien.
7C Solarparken AG	DE	99.544	99.544	25.362	27,4%	7C Solarparken AG besitzt und betreibt Photovoltaik Anlagen, vorwiegend in Deutschland. Das Unternehmen ist auch in Belgien und Italien tätig und verfügt über ein kombiniertes Anlagenportfolio von rd. 86 MW. 7C Solarparken war früher als Colexon Energy, AG bekannt und hat im Januar 2015 seinen Namen in 7C Solarparken AG umbenannt. Die Gesellschaft hat ihren Sitz in Bayreuth, Deutschland.
Capital Stage AG	DE	781.894	781.894	141.783	25,2%	Die Capital Stage AG ist eine Investmentgesellschaft, die sich auf den Erwerb und Betrieb von Solar- und Onshore-Windenergieanlagen in Deutschland, Frankreich und Italien spezialisiert hat. Vor dem Hintergrund der damit verbundenen Entwicklungs- oder Konstruktionsrisiken fokussiert sich die Gesellschaft dabei nicht auf Greenfield-Projekte sondern investiert in der Regel in schlüsselfertige Parks mittlerer Größe. Die Firma strebt Mehrheitsbeteiligungen an und konzentriert sich auf den Erwerb und Betrieb der schlüsselfertigen Solar- und Windparks aus dem Sekundärmarkt. Die Gesellschaft wurde 1996 gegründet und hat ihren Sitz in Hamburg, Deutschland.
FUTUREN SA	FR	192.890	192.890	59.155	24,5%	Die FUTUREN SA ist als unabhängiger Stromerzeuger in Deutschland, Frankreich, Marokko und Italien tätig. Das Unternehmen entwickelt, baut und betreibt Onshore-Windparks. Zum 31. August 2015 wurden rd. 302 MW im Eigenbesitz und rd. 530 MW für Dritte betrieben. Das Unternehmen war früher als THEOLIA SA bekannt und hat im September 2015 seinen Namen in FUTUREN SA geändert. Die Gesellschaft wurde 1999 gegründet und hat ihren Hauptsitz in Paris, Frankreich.

Quelle: S&P Capital IQ, KPMG Analyse

Anlage 4: Langfristplanung

CHORUS Clean Energy AG - Konzerngewinn- und -verlustrechnung																															
TE	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	TV
Umsatzerlöse	3.349	58.582	62.751	76.891	83.876	87.086	91.478	97.026	101.717	103.569	106.598	107.824	109.996	116.526	122.323	126.869	131.519	118.555	117.134	121.506	130.870	139.990	149.861	151.154	154.878	156.009	161.537	148.473	132.923	126.095	127.356
Sonstige Erträge	930	2.621	3.979	314	314	314	314	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278	278	281
Personalaufwand	2.149	2.686	4.044	3.870	4.179	4.422	4.725	5.087	5.194	5.285	5.435	5.492	5.596	5.951	6.247	6.481	6.709	5.972	5.863	6.079	6.554	7.016	7.197	7.005	7.001	7.022	7.291	6.873	6.275	6.091	6.152
Sonstige Aufwendungen	3.419	15.661	17.042	17.643	18.801	19.824	21.114	22.707	22.541	23.053	23.714	24.185	24.986	25.864	26.756	27.568	28.511	28.258	28.739	29.663	31.244	32.620	34.485	34.782	35.536	35.152	36.107	30.290	22.951	20.418	20.623
Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)	-1.289	42.856	45.644	55.692	61.211	63.155	65.953	69.510	74.259	75.509	77.727	78.425	79.692	84.989	89.597	93.097	96.577	84.603	82.809	86.042	93.350	100.631	108.457	109.645	112.619	114.113	118.417	111.588	103.975	99.864	100.862
Abschreibungen	74	21.976	26.669	31.698	33.999	34.727	35.887	37.436	39.936	40.711	41.873	42.635	43.781	47.544	50.591	53.230	55.579	51.875	53.019	55.492	59.059	63.021	64.795	61.516	62.145	63.785	65.884	64.719	62.676	62.676	63.303
Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT)	-1.363	20.880	18.975	23.994	27.212	28.428	30.066	32.074	34.323	34.798	35.854	35.790	35.911	37.446	39.006	39.867	40.998	32.729	29.790	30.550	34.291	37.611	43.661	48.129	50.474	50.329	52.533	46.869	41.299	37.188	37.560
Finanzergebnis	132	-8.038	-10.245	-8.394	-8.159	-7.558	-7.777	-8.645	-9.130	-8.489	-8.322	-8.244	-8.199	-8.118	-8.029	-7.942	-7.858	-7.808	-7.978	-8.743	-9.858	-10.844	-10.760	-10.201	-10.452	-10.954	-10.515	-9.798	-9.744	-9.730	-9.773
Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)	-1.231	12.842	8.730	15.600	19.053	20.870	22.288	23.429	25.192	26.309	27.532	27.546	27.712	29.328	30.977	31.926	33.140	24.921	21.812	21.807	24.433	26.767	32.902	37.927	40.022	39.375	42.018	37.071	31.555	27.458	27.787
Ertragsteuern	359	3.882	4.448	3.550	4.451	5.098	5.518	6.145	6.620	6.770	6.990	6.846	6.920	7.458	7.910	8.198	9.001	12.149	13.035	12.932	13.197	13.483	14.092	14.270	14.207	13.568	13.555	11.588	9.534	8.603	8.689
Jahresüberschuss / -fehlbetrag	-1.590	8.961	4.282	12.050	14.602	15.771	16.770	17.284	18.573	19.539	20.543	20.700	20.792	21.870	23.067	23.728	24.139	12.772	8.777	8.875	11.236	13.284	18.810	23.657	25.814	25.806	28.463	25.483	22.021	18.856	19.099

Anlage 5: Details zur Multiplikatorbewertung

Unternehmensgesamtwert zu EBITDA						
	31.03.2014	31.03.2015	31.03.2016	31.03.2017	LTM	NTM
Analysedatensätze	Ist	Ist	Ist	Ist/Erwartung	Ist	Erwartung
Falck Renewables S.p.A.	7,2 x	7,7 x	6,3 x	7,1 x	7,1 x	6,6 x
Fersa Energias Renovables, S.A.	9,9 x	14,0 x	11,4 x	13,0 x	13,0 x	n/a
Saeta Yield, S.A.	n/a	10,7 x	13,6 x	10,2 x	10,2 x	8,8 x
7C Solarparken AG	n/a	n/a	12,4 x	9,9 x	12,1 x	9,9 x
Capital Stage AG	16,3 x	18,8 x	17,0 x	11,6 x	21,0 x	11,6 x
FUTUREN SA	9,1 x	10,2 x	7,6 x	9,2 x	9,5 x	9,2 x
Minimum	7,2 x	7,7 x	6,3 x	7,1 x	7,1 x	6,6 x
30 %-Quantil	8,9 x	10,3 x	9,5 x	9,5 x	9,8 x	8,9 x
Mittelwert	10,6 x	12,3 x	11,4 x	10,1 x	12,1 x	9,2 x
Median	9,5 x	10,7 x	11,9 x	10,0 x	11,1 x	9,2 x
70 %-Quantil	10,5 x	13,4 x	13,0 x	10,9 x	12,5 x	9,8 x
Maximum	16,3 x	18,8 x	17,0 x	13,0 x	21,0 x	11,6 x
Anzahl der verfügbaren Unternehmen	4	5	6	6	6	5

Quelle: S&P, Capital IQ, KPMG Analyse

Unternehmensgesamtwert zu EBIT						
	31.03.2014	31.03.2015	31.03.2016	31.03.2017	LTM	NTM
Analysedatensätze	Ist	Ist	Ist	Ist/Erwartung	Ist	Erwartung
Falck Renewables S.p.A.	12,1 x	15,2 x	12,1 x	14,9 x	14,9 x	14,1 x
Fersa Energias Renovables, S.A.	21,4 x	43,2 x	26,8 x	29,3 x	52,6 x	n/a
Saeta Yield, S.A.	n/a	21,3 x	26,9 x	20,0 x	20,0 x	16,8 x
7C Solarparken AG	n/a	n/a	33,4 x	24,0 x	36,4 x	24,0 x
Capital Stage AG	34,6 x	38,9 x	33,2 x	36,6 x	58,4 x	20,8 x
FUTUREN SA	30,1 x	44,1 x	17,7 x	23,4 x	20,8 x	23,4 x
Minimum	12,1 x	15,2 x	12,1 x	14,9 x	14,9 x	14,1 x
30 %-Quantil	20,5 x	24,8 x	22,2 x	21,7 x	20,4 x	17,6 x
Mittelwert	24,6 x	32,5 x	25,0 x	24,7 x	33,8 x	19,8 x
Median	25,8 x	38,9 x	26,9 x	23,7 x	28,6 x	20,8 x
70 %-Quantil	30,5 x	42,4 x	30,1 x	26,7 x	44,5 x	22,9 x
Maximum	34,6 x	44,1 x	33,4 x	36,6 x	58,4 x	24,0 x
Anzahl der verfügbaren Unternehmen	4	5	6	6	6	5

Quelle: S&P, Capital IQ, KPMG Analyse

Solar - EV/MW Multiples			
	Italy	Germany	IT & DE
Anzahl	30	2	32
30 %-Quantil	2,90	1,69	2,83
70 %-Quantil	3,83	2,45	3,74
Median	3,38	2,07	3,30

Quelle: MergerMarket, Geschäftsberichte, KPMG Analyse

Wind-Onshore - EV/MW Multiples			
	France	Germany	FR & DE
Anzahl	6	14	20
30 %-Quantil	1,14	1,20	1,18
70 %-Quantil	1,31	1,96	1,77
Median	1,21	1,58	1,47

Quelle: MergerMarket, Geschäftsberichte, KPMG Analyse

Allgemeine Auftragsbedingungen

für

Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2017

1. Geltungsbereich

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

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

7. Mängelbeseitigung

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

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

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

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

9. Haftung

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

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

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

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

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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

Anlage 2

Übertragungsverlangen der Capital Stage vom 8. März 2017

Capital Stage AG • Große Elbstraße 59 • D-22767 Hamburg

**An die
CHORUS Clean Energy AG
Vorstand
Prof.-Messerschmitt-Str. 3
85579 Neubiberg / München**

Capital Stage AG
Große Elbstraße 59
D-22767 Hamburg

info@capitalstage.com
www.capitalstage.com

Ihr Ansprechpartner
Dr. Christoph Husmann
Vorstand
T +49 40 378562- 0
F +49 40 378562-129
christoph.husmann@capitalstage.com

08.03.2017

Einleitung eines Verfahrens zum Ausschluss von Minderheitsaktionären gemäß §§ 327 a ff. AktG (Squeeze-out)

Sehr geehrte Herren,

gemäß der als Anlage beigefügten Depotbestätigung der DZ Bank AG vom 08. März 2017 ist die Capital Stage AG mit 26.320.719 auf den Inhaber lautenden Stückaktien am EUR 27.704.950,00 betragenden und in 27.704.950 Stückaktien eingeteilten Grundkapital Ihrer Gesellschaft beteiligt. Demzufolge halten wir 95,0037% am Grundkapital Ihrer Gesellschaft und sind daher Hauptaktionär im Sinne des § 327 a Abs. 1 AktG.

Namens der Capital Stage AG richten wir hiermit an Sie als Vorstand der CHORUS Clean Energy AG das Verlangen, folgenden Tagesordnungspunkt auf die Tagesordnung der ordentlichen Hauptversammlung für das Geschäftsjahr 2016 zu setzen:

Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der CHORUS Clean Energy AG auf die Capital Stage AG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung.

Ferner bittet die Capital Stage AG darum, dass Vorstand und Aufsichtsrat der CHORUS Clean Energy AG der Hauptversammlung vorschlagen, folgenden Beschluss zu fassen:

"Die Aktien der übrigen Aktionäre der CHORUS Clean Energy AG (Minderheitsaktionäre) werden gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären nach §§ 327 a ff. AktG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung auf die Capital Stage AG (Hauptaktionär) übertragen."

Eine Mitteilung der konkreten Höhe der angemessenen Barabfindung geht Ihnen nach deren Festlegung schriftlich zu. Die nach § 327 b Abs. 3 AktG erforderliche Gewährleistungserklärung eines Kreditinstituts werden wir Ihnen entsprechend der gesetzlichen Bestimmung vor Einberufung der Hauptversammlung zukommen lassen.

Mit freundlichen Grüßen

Capital Stage AG
Vorstand

Dr. Christoph Husmann

Holger Götze

Capital Stage AG
 z. Hd. Herrn Marc-Peter Münch
 Große Elbstr. 59
 22767 Hamburg

Depotanzeige per 08.03.2017

mit Vortageskursen

Bestand für Depot 1400740000

Depotinhaber

Capital Stage AG

WKN / ISIN	Zinssatz	Menge	Einstands-	Bewertungs-	Kurswert /
Gattung	Fälligkeit		kurs	kurs/-datum	Schw.Ergebnis
DA LGST VA STA SP SOND				Uhrzeit/Börse	in EUR (ca.)
A12UL5 / DE000A12UL56		22.302.609,00	10,6886	12,88 EUR	287.257.603,92
CHORUS CLEAN ENERGY AG		Stk.	EUR	07.03.2017	
0 / 600502 / 14 / 0 / 0 / 0				17:36:21 / EDE	

Summe Kurswert: 287.257.603,92 EUR

Summe schwebendes Ergebnis: 0,00 EUR

Anzahl unbewerteter Positionen: 0

Summe aufgelaufener Stückzinsen: 0,00 EUR

Ohne unser Obligo.

Capital Stage AG
 Große Elbstr. 59
 22767 Hamburg

Depotanzeige per 08.03.2017
 mit Vortageskursen

Bestand für Depot 1400740001 Depotinhaber Capital Stage AG

WKN / ISIN	Zinssatz		Einstands-	Bewertungs-	Kurswert /
Gattung	Fälligkeit	Menge	kurs	kurs/-datum	Schw.Ergebnis
DA LGST VA STA SP. SOND				Uhrzeit/Börse	in EUR (ca.)
A2BPKL / DE000A2BPKL6		4.018.110,00			
CHORUS CLEAN ENER.PAKET		Stk.			
0 / 600502 / 14 / 0 / 0 / 0					

Summe Kurswert: 0,00 EUR
 Summe schwebendes Ergebnis: 0,00 EUR
 Anzahl unbewerteter Positionen: 1
 Summe aufgelaufener Stückzinsen: 0,00 EUR
 Ohne unser Obligo.

Anlage 3

Konkretisiertes Übertragungsverlangen der Capital Stage vom 9. Mai 2017

Capital Stage AG • Große Elbstraße 59 • D-22767 Hamburg

Vorab per E-Mail:

An die
CHORUS Clean Energy AG
Vorstand
Prof.-Messerschmitt-Str. 3
85579 Neubiberg / München

Capital Stage AG
Große Elbstraße 59
D-22767 Hamburg

christoph.husmann@capitalstage.com

Ihr Ansprechpartner
Dr. Christoph Husmann / Holger Götze
Vorstand
T +49 40 378562-241
F +49 40 378562-129

Hamburg, den 9. Mai 2017

Konkretisiertes Verlangen nach § 327a Abs. 1 Aktiengesetz

Sehr geehrte Herren,

wir, die Capital Stage AG mit Sitz in Hamburg und Geschäftsanschrift Große Elbstraße 59, 22767 Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg unter HRB 63197 ("Capital Stage") halten gegenwärtig unmittelbar 26.320.719 auf den Inhaber lautende Aktien an dem EUR 27.704.950,00 betragenden und in 27.704.950 eingeteilten Grundkapital der CHORUS Clean Energy AG ("CHORUS"). Dies entspricht 95,0037% des Grundkapitals der CHORUS. Die Capital Stage ist damit Hauptaktionärin im Sinne von § 327a Abs. 1 Aktiengesetz ("AktG"). Entsprechende Nachweise in Form von Depotauszügen, sind diesem Schreiben als Anlage beigelegt.

Mit Schreiben vom 8. März 2017 hat die Capital Stage Ihnen gegenüber das Verlangen gestellt, die Hauptversammlung der CHORUS über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Capital Stage gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Ferner haben wir Sie darum gebeten, alle für die Beschlussfassung der Hauptversammlung der CHORUS erforderlichen Maßnahmen nach § 327a ff. AktG zu ergreifen und alle für die Festlegung der Barabfindung notwendigen Unterlagen zur Verfügung zu stellen und Auskünfte zu erteilen (§ 327b Abs. 1 AktG).

Die Capital Stage hat zwischenzeitlich die angemessene Barabfindung, die den Minderheitsaktionären der CHORUS für die Übertragung ihrer Aktien zu gewähren ist, auf EUR 11,92 je Aktie festgelegt. Bei der Festlegung der Barabfindung wurde die

Capital Stage von der KPMG unterstützt. Die KPMG hat den Unternehmenswert der CHORUS anhand anerkannter Bewertungsgrundsätze ermittelt. Die Capital Stage macht sich die von der KPMG erstellte Gutachterliche Stellungnahme vollumfänglich zu Eigen. In ihrer Bewertung kommt die KPMG zu dem Schluss, dass EUR 11,74 die angemessene Barabfindung ist. Unter Berücksichtigung des gewichteten inländischen Börsendurchschnittskurses von EUR 11,88 über einen Dreimonatszeitraum, der am 8. März 2017 dem Tag der Mitteilung des Squeeze Out Verlangens endet, hat die Capital Stage beschlossen, diesen Wert als angemessene Barabfindung anzusehen. Im Hinblick auf den Umstand, dass die Capital Stage nicht beabsichtigt, einer Dividendenzahlung für das Geschäftsjahr 2016 zuzustimmen, hat die Capital Stage diesen Betrag um EUR 0,04 auf EUR 11,92 erhöht, um die Minderheitsaktionäre wirtschaftlich so zu stellen, als werde für das Geschäftsjahr 2016 die gesetzliche Mindestdividende in Höhe von EUR 0,04 je CHORUS-Aktie gezahlt.

Die Capital Stage stellt nunmehr in Konkretisierung des Verlangens vom 8. März 2017 das Verlangen gegenüber der CHORUS, den folgenden Tagesordnungspunkt auf die Tagesordnung der kommenden ordentlichen Hauptversammlung für das Geschäftsjahr 2016 der CHORUS zu setzen:

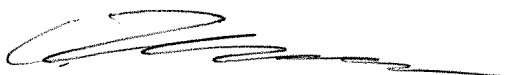
"Die auf den Inhaber lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der CHORUS Clean Energy AG, Neubiberg, werden gemäß den §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer von der Hauptaktionärin, der Capital Stage AG mit Geschäftssitz Große Elbstraße 59, 22767 Hamburg, eingetragen im Handelsregister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

Die Capital Stage hat die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ("DZ BANK"), mit der Ausstellung einer Garantie, mit der diese die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Capital Stage übernimmt, den Minderheitsaktionären der CHORUS nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 11,92 für je eine auf die Capital Stage übergegangene Aktie der CHORUS zu zahlen. Wir werden Ihnen die Garantie der DZ BANK in den nächsten Tagen übermitteln.

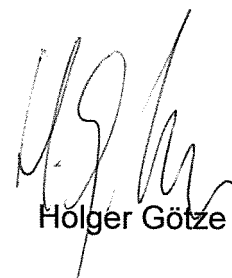
Den schriftlichen Bericht an die Hauptversammlung der CHORUS gemäß § 327c Abs. 2 AktG über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und die Angemessenheit der Barabfindung und den Bericht des vom Landgericht München bestellten sachverständigen Prüfers über die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung übermitteln wir Ihnen separat.

Mit freundlichen Grüßen

Capital Stage AG
Vorstand



Dr. Christoph Husmann



Holger Götze

Anlage 4

Gewährleistungserklärung der DZ BANK



Bankgarantie

Nr. FKRCCK1700039_1

CAPITAL STAGE AG
VORSTAND
Große Elbstraße 59
22767 Hamburg

zur Übermittlung an den

Vorstand der
CHORUS Clean Energy AG
Prof.-Messerschmidt-Str. 3
85579 Neubiberg / München

Erklärung der Gewährleistung gemäß § 327b Abs. 3 AktG zugunsten der Minderheitsaktionäre der CHORUS Clean Energy AG [Bankgarantie Nr. FKRCCK1700039_1]

Die CAPITAL STAGE AG, Große Elbstraße 59, 22767 Hamburg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Hamburg, HR-Nummer: 63197 ("**Hauptaktionärin**"), hat uns mitgeteilt, dass sie per aktuell unmittelbar insgesamt 26.320.719 auf den Inhaber lautenden Stückaktien (entspricht 95,003% des Grundkapitals) der CHORUS Clean Energy AG, München, hält und sie damit den in § 327a AktG genannten Schwellenwert überschreitet.

Wir wurden ferner davon unterrichtet, dass die Hauptversammlung der CHORUS Clean Energy AG am 22.06.2017 auf Verlangen der Hauptaktionärin gemäß § 327a AktG die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre der CHORUS Clean Energy AG ("**Minderheitsaktionäre**") auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 11,92 je übergegangene Aktie der CHORUS Clean Energy AG beschließen soll.

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

Dies vorausgeschickt, übernimmt die

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main
mit Sitz in 60265 Frankfurt am Main,
HR-Nummer: 45651 ("**DZ BANK**")

als im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugtes Kreditinstitut hiermit nach § 327b Abs. 3 AktG die Gewährleistung in Form einer Bankgarantie für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister unverzüglich die festgelegte Barabfindung

in Höhe von EUR 11,92

(in Worten: elf 92/100 Euro)

je übergegangene Aktie zu zahlen. Im Umfang dieser unwiderruflichen Gewährleistungserklärung erwirbt jeder Minderheitsaktionär einen unmittelbaren Zahlungsanspruch gegen die DZ BANK aus einem echten Vertrag zugunsten Dritter im Sinne von § 328 BGB. Die DZ BANK kann nur insoweit in Anspruch genommen werden, als der Anspruch auf Barabfindung jeweils besteht und nicht verjährt ist. Eine Garantie auf erstes Anfordern wird nicht übernommen.

Etwaige Einwendungen, die der DZ BANK gegen die Hauptaktionärin zustehen, können nicht gegenüber den Minderheitsaktionären geltend gemacht werden; § 334 BGB findet insoweit keine Anwendung.

Diese Erklärung im Sinne von § 327b Abs. 3 AktG unterliegt ausschließlich dem Recht der Bundesrepublik Deutschland unter Ausschluss des Internationalen Privatrechts.

Frankfurt am Main, den 10.05.2017

DZ BANK AG

**Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank,
Frankfurt am Main**



Andreas Hennig



Mike Kretschmer

(Unterschriften)

Anlage 5

Gerichtliche Bestellung des Prüfers

Landgericht München I
Abteilung für Zivilsachen



Landgericht München I 80316 München

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

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

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

Ihr Zeichen

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

Datum
22.03.2017

In Sachen
Capital Stage AG
wg. Bestellung eines Prüfers

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

Mit freundlichen Grüßen

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

Hausanschrift
Lenbachplatz 7,
80316 München

Haltestelle
U-Bahn, S-Bahn: Haltestelle
Karlsplatz

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

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

5 HK O 4267/17

B e s c h l u s s

vom 22.03.2017:

1. Auf Antrag der

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

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

A & M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft,
Thierschplatz 6
80538 München

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

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

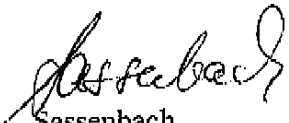
G r ü n d e :

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

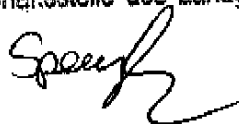
Der Gleichlaut der Ausfertigung mit der Ur-
schrift wird bestätigt. **22. März 2017**

München, den

Der Urkundsbeamte der
Geschäftsstelle des Landgerichts München I


Sassenbach
Vorsitzende Richterin
am Landgericht





Spensberger
Justizangestellte

Anlage 6

Übersicht über die CHORUS-Gruppe

Zur CHORUS-Gruppe gehören zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Berichts die folgenden vollkonsolidierten Gesellschaften:

	Name des Unternehmens	Land	Sitz	31. März 2017
Vollkonsolidierte Konzernunternehmen				
1	Atlantis Energy di Chorus Solar Italia Centrale 5. Srl & Co. SAS	Italien	Bruneck	100,00%
2	Cagli Solar di Chorus Solar Italia Centrale 5. Srl & Co. SAS	Italien	Bruneck	100,00%
3	Centrale Eolienne de Bihy SARL	Frankreich	Vern sur Seiche	100,00%
4	CHORUS Clean Energy Advisor GmbH	Deutschland	Neubiberg	100,00%
5	CHORUS Clean Energy Assetmanagement GmbH	Deutschland	Neubiberg	100,00%
6	CHORUS Clean Energy Invest GmbH	Deutschland	Neubiberg	100,00%
7	CHORUS Clean Energy Verwaltungs GmbH	Deutschland	Neubiberg	100,00%
8	CHORUS CleanTech 1. Fonds Invest GmbH	Deutschland	Neubiberg	100,00%
9	CHORUS CleanTech 2. Fonds Invest GmbH	Deutschland	Neubiberg	100,00%
10	CHORUS CleanTech 7. Solarinvest GmbH	Deutschland	Neubiberg	100,00%
11	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solardach Betze KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
12	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Bitterfeld KG	Deutschland	Neubiberg	36,00%
13	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Bockelwitz KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
14	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Burgheim KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
15	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Denkendorf KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
16	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Eisleben KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
17	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Gardelegen KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
18	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Greiz KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
19	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Gut Werchau KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
20	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Kemating KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
21	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Neuenhagen KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
22	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Pasewalk KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
23	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Richelbach KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
24	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Rietschen KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
25	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Rüdersdorf KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
26	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Ruhland KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
27	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Scheibenberg KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
28	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Vilseck KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
29	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarpark Warrenzin KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
30	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Solarparks Niederbayern KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
31	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Windpark Hellberge KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
32	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Windpark Ruhlkirchen KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
33	CHORUS CleanTech GmbH & Co. Windpark Stolzenhain KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
34	CHORUS CleanTech Management GmbH	Deutschland	Neubiberg	100,00%
35	CHORUS Energieanlagen GmbH	Deutschland	Neubiberg	100,00%
36	CHORUS GmbH	Deutschland	Neubiberg	100,00%
37	CHORUS Solar 3. Srl	Italien	Bruneck	100,00%
38	CHORUS Solar 3. Srl & Co. SAS	Italien	Bruneck	100,00%
39	CHORUS Solar 3. Srl & Co. SAS 2	Italien	Bruneck	100,00%
40	CHORUS Solar Casarano SRL	Italien	Bruneck	100,00%
41	CHORUS Solar Italia Centrale 5. Srl	Italien	Bruneck	100,00%
42	CHORUS Solar Matino SRL	Italien	Bruneck	100,00%
43	CHORUS Solar Nardò SRL	Italien	Bruneck	100,00%
44	CHORUS Solar Srl	Italien	Bruneck	100,00%
45	CHORUS Solar Srl & Co. Foggia Cinque SAS	Italien	Bruneck	100,00%
46	CHORUS Solar Srl & Co. Foggia Due SAS	Italien	Bruneck	100,00%
47	CHORUS Solar Srl & Co. Foggia Nove SAS	Italien	Bruneck	100,00%
48	CHORUS Solar Srl & Co. Foggia Otto SAS	Italien	Bruneck	100,00%
49	CHORUS Solar Srl & Co. Foggia Quattro SAS	Italien	Bruneck	100,00%
50	CHORUS Solar Srl & Co. Foggia Sei SAS	Italien	Bruneck	100,00%
51	CHORUS Solar Srl & Co. Foggia Sette SAS	Italien	Bruneck	100,00%
52	CHORUS Solar Srl & Co. Foggia Tre SAS	Italien	Bruneck	100,00%
53	CHORUS Solar Srl & Co. SAS	Italien	Bruneck	100,00%
54	CHORUS Solar Ternavasso Due SRL	Italien	Bruneck	100,00%

55	CHORUS Solar Ternavasso Uno SRL	Italien	Bruneck	100,00%
56	CHORUS Solar Torino Due SRL	Italien	Bruneck	100,00%
57	CHORUS Solar Torino Uno SRL	Italien	Bruneck	100,00%
58	CHORUS Vertriebs GmbH	Deutschland	Neubiberg	100,00%
59	CHORUS Wind Amöneburg GmbH & Co. KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
60	CHORUS Wind Appeln GmbH & Co. KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
61	CHORUS Wind Hürth GmbH & Co. KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
62	Collecchio Energy SRL	Italien	Bruneck	100,00%
63	Energia & Sviluppo SRL	Italien	Bruneck	100,00%
64	Ferme Eolienne de Maisontiers-Tessonniere SAS	Frankreich	Strasbourg	100,00%
65	Ferme Eolienne de Marsais 1 SAS	Frankreich	Strasbourg	100,00%
66	Ferme Eolienne de Marsais 2 SAS	Frankreich	Strasbourg	100,00%
67	Infrastruktur Amöneburg-Roßdorf GmbH & Co. KG	Deutschland	Wörrstadt	71,43%
68	La Rocca Energy di Chorus Solar 3. Srl & Co. SAS	Italien	Bruneck	100,00%
69	Le Lame SRL	Italien	Bruneck	100,00%
70	Lux Energy SRL	Italien	Bruneck	100,00%
71	San Giuliano Energy SRL	Italien	Bruneck	100,00%
72	San Martino SRL	Italien	Bruneck	100,00%
73	Solarpark Gelchsheim GmbH & Co. KG	Deutschland	Neubiberg	100,00%
74	Solarpark Gnannenweiler GmbH & Co. KG	Deutschland	Reußenköge	56,80%
75	Solarpark Staig GmbH & Co. KG	Deutschland	Reußenköge	75,70%
76	Sun Time Renewable Energy di Chorus Solar 3. Srl & Co. SAS	Italien	Bruneck	100,00%
77	Treponti di Chorus Solar 3. Srl & Co. SAS	Italien	Bruneck	100,00%
78	Windpark Breberen GmbH	Deutschland	Gangelt	100,00%
79	Windpark Herrenstein GmbH	Österreich	Kilb	100,00%
80	Windpark Lairg Management GmbH	Deutschland	Neubiberg	100,00%
81	Windpark Lairg Services GmbH	Deutschland	Neubiberg	100,00%
82	Windpark Lairg Verwaltungs GmbH	Deutschland	Neubiberg	100,00%
83	Windpark Pongratzer Kogel GmbH	Österreich	Wien	100,00%
84	Windpark Zagersdorf GmbH	Österreich	Kilb	100,00%
Gemeinsame Vereinbarungen				
85	Richelbach Solar GbR	Deutschland	Neubiberg	60,00%
Assoziierte Unternehmen				
86	CHORUS IPP Europe GmbH	Deutschland	Neubiberg	100,00%
87	Gnannenweiler Windnetz GmbH & Co. KG	Deutschland	Bopfingen	20,00%