

VERTRAGSBERICHT

Gemeinsamer Bericht

des Vorstands der

STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft, Bad Vilbel,

und

der Geschäftsführung der

Nidda Healthcare GmbH, Frankfurt am Main,

gemäß

§ 293a Aktiengesetz

über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

zwischen

der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft und der Nidda Healthcare GmbH

19. Dezember 2017

INHALTSVERZEICHNIS

A.	Einleitung	1
B.	Die Vertragsparteien	3
I.	STADA und der STADA Konzern	3
1.	Überblick	3
2.	Geschichte und Geschäftsentwicklung	4
3.	Rechtsform, Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand	6
4.	Kapital, Aktionäre und Börsenhandel	7
4.1	Grundkapital	7
4.2	Genehmigtes Kapital	7
4.3	Bedingtes Kapital 2013	8
4.4	Eigene Aktien	8
4.5	Wesentliche Finanzierungsverträge mit Kontrollwechselklauseln	9
4.6	Aktionäre	10
4.7	Börsenhandel	10
5.	Vorstand und Aufsichtsrat von STADA	11
5.1	Vorstand	11
5.2	Aufsichtsrat	11
5.3	Beirat	12
6.	Struktur des STADA Konzerns	12
6.1	Rechtliche Struktur und wesentliche Beteiligungen	12
6.2	Führungsstrukturen	14
7.	Geschäftstätigkeit des STADA Konzerns	17
7.1	Segment Generika	17
7.2	Segment Markenprodukte	17
8.	Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation des STADA Konzerns	18
8.1	Finanzkennzahlen für die Geschäftsjahre 2014, 2015 und 2016	18
8.2	Geschäftliche Entwicklung und Ertragslage im Geschäftsjahr 2016	19
8.3	Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation für den Neun-Monats-Zeitraum bis zum 30. September 2017 sowie Ausblick für das Geschäftsjahr 2017	20
9.	Mitarbeiter und Mitbestimmung	21
9.1	Mitarbeiter	21
9.2	Mitbestimmung	22

II.	Nidda Healthcare	22
1.	Überblick.....	22
2.	Rechtsform, Sitz, Unternehmensgegenstand, Stammkapital, Geschäftsjahr	22
3.	Organe und Vertretung.....	22
4.	Geschäftstätigkeit	23
5.	Gesellschafterstruktur	23
5.1	Konsortialvertrag	25
5.2	Informationen über die Konsortialpartner	25
5.3	Gesellschaftervereinbarung	26
6.	Ergebnissituation und Vermögenslage der Nidda Healthcare	26
7.	Finanzielle Ausstattung von Nidda Healthcare zur Erfüllung ihrer Verbindlichkeiten aus dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag.....	27
8.	Übernahmeangebot und weitere Beteiligungserwerbe der Nidda Healthcare	29
8.1	Übernahmeangebot und weitere Aktienerwerbe.....	29
8.2	Einbringung der STADA Aktien in Nidda Healthcare	30
8.3	Mögliche Erwerbe außerhalb des Abfindungsangebots	30
C.	Gründe für den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags.....	30
I.	Wirtschaftliche und rechtliche Gründe.....	30
1.	Ziel der Stärkung und des Wachstums des STADA Konzerns.....	30
2.	Grenzen und Beschränkungen der Zusammenarbeit im derzeitigen faktischen Konzernverhältnis.....	31
3.	Schaffung eines Vertragskonzerns durch Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags	33
4.	Zusammenfassendes Ergebnis.....	34
II.	Steuerliche Gründe	35
III.	Alternativen.....	36
1.	Abschluss eines isolierten Beherrschungs- bzw. eines isolierten Gewinnabführungsvertrags	36
2.	Ausschluss der Minderheitsaktionäre (Squeeze-out)	37
3.	Eingliederung oder Verschmelzung	37
4.	Formwechsel	38
5.	Zusammenfassende Ergebnisse	39
D.	Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag.....	39

I.	Erläuterungen des Vertragsinhalts.....	39
1.	Leitung (§ 1 des Vertrags).....	39
2.	Gewinnabführung (§ 2 des Vertrags).....	41
3.	Verlustübernahme (§ 3 des Vertrags).....	42
4.	Ausgleich (§ 4 des Vertrags)	43
4.1	Ausgleichszahlung	43
4.2	Art der Ausgleichszahlung.....	44
4.3	Bestimmung der Ausgleichszahlung als Bruttozahlung, Höhe der Ausgleichszahlung	45
4.4	Sonstige Erläuterungen zu § 4 des Vertrags	46
5.	Abfindung (§ 5 des Vertrags)	48
5.1	Art der Abfindung	48
5.2	Gründe für die Gewährung einer Barabfindung	49
5.3	Höhe der Abfindung	50
5.4	Sonstige Erläuterungen zu § 5 des Vertrags	50
6.	Auskunftsrecht (§ 6 des Vertrags)	52
7.	Wirksamwerden und Dauer (§ 7 des Vertrags).....	53
7.1	Wirksamwerden	53
7.2	Beginn der Vertragslaufzeit	53
7.3	Vertragslaufzeit/Mindestlaufzeit	54
7.4	Kündigung des Vertrags.....	54
8.	Schlussbestimmungen (§ 8 des Vertrags)	56
II.	Zahlung der Abfindung und des Ausgleichs (banktechnische Abwicklung)	56
III.	Rechtliche Auswirkungen für die außenstehenden STADA Aktionäre.....	57
1.	Gesellschaftsrechtliche Auswirkungen.....	57
2.	Schutz der außenstehenden STADA Aktionäre.....	60
2.1	Abfindung und Ausgleich.....	60
2.2	Vertragsprüfung durch einen sachverständigen Prüfer.....	61
2.3	Spruchverfahren	61
IV.	Steuerliche Auswirkungen für die außenstehenden STADA Aktionäre.....	62
1.	Vorbemerkung	62
2.	Besteuerung von Ausgleichszahlungen bei den Aktionären	63
2.1	Kapitalertragsteuer	63
2.2	Aktien im Privatvermögen.....	63
2.3	Aktien im Betriebsvermögen	64

3.	Besteuerung von Abfindungsleistungen bei den STADA Aktionären.....	65
3.1	Kapitalertragsteuer	66
3.2	Aktien im Privatvermögen.....	66
3.3	Aktien im Betriebsvermögen.....	68
V.	Steuerliche Auswirkungen für STADA.....	69
VI.	Kosten des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags.....	69
E.	Art und Höhe des Ausgleichs und der Abfindung nach § 304, § 305 AktG	69
I.	Überblick.....	69
II.	Ermittlung und Festlegung der Höhe der angemessenen Ausgleichszahlung nach § 304 AktG	72
III.	Ermittlung und Festlegung der Höhe des angemessenen Abfindungsbetrags nach § 305 AktG.....	72
F.	Vertragsprüfung.....	73

ANLAGENVERZEICHNIS

- Anlage 1:** Aufstellung des Anteilsbesitzes der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft gemäß § 285 Nr. 11 HGB zum 31. Dezember 2016
- Anlage 2:** Vereinfachte Gesellschafterstruktur der Nidda Healthcare GmbH
- Anlage 3:** Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft und der Nidda Healthcare GmbH
- Anlage 4:** Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom 21. September 2017 über die Bestellung der ADKL AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Breite Straße 29-31, 40213 Düsseldorf, zum sachverständigen Prüfer (Vertragsprüfer) i.S.v. § 293b Abs. 1 AktG
- Anlage 5:** Gutachterliche Stellungnahme der ValueTrust Financial Advisors SE vom 18. Dezember 2017 über die Ermittlung des Unternehmenswerts der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft zum 2. Februar 2018

Der Vorstand der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft (nachfolgend **STADA**, zusammen mit den von STADA i.S.v. § 17 AktG abhängigen Unternehmen der **STADA Konzern**) und die Geschäftsführung der Nidda Healthcare GmbH (nachfolgend **Nidda Healthcare**) erstatten gemäß § 293a AktG gemeinsam den folgenden Bericht (nachfolgend der **Vertragsbericht**) über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (nachfolgend der **Vertrag**) zwischen Nidda Healthcare als herrschendem Unternehmen und STADA als beherrschtem Unternehmen (zusammen nachfolgend die **Vertragsparteien**).

A. Einleitung

Die Nidda Healthcare Holding GmbH (vormals bis zur Eintragung des Formwechsels am 23. Oktober 2017 firmierend unter Nidda Healthcare Holding AG) (nachfolgend die **Nidda Holding**), eine Holdinggesellschaft und die unmittelbare Muttergesellschaft der Nidda Healthcare, die gemeinschaftlich durch Fonds kontrolliert wird, die von Bain Capital Private Equity (Europe), LLP und Cinven Partners LLP beraten werden, veröffentlichte am 10. April 2017 ihre Entscheidung zur Abgabe eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots an alle Aktionäre von STADA (nachfolgend die **STADA Aktionäre**).

Zuvor hatten Bain Capital Private Equity (Europe), LLP, handelnd im Namen der von ihr und von mit ihr verbundenen Unternehmen beratenden Fonds (zusammen mit sämtlichen verbundenen Unternehmen **Bain Capital**), und Cinven Partners LLP, handelnd als Berater der Sixth Cinven Fund-Gesellschaften (zusammen mit sämtlichen verbundenen Unternehmen **Cinven**) jeweils im Namen der von ihnen beratenen Fonds am 13. März 2017 einen Konsortialvertrag abgeschlossen (nachfolgend der **Konsortialvertrag**), in dem sie sich zu einer strategischen Partnerschaft hinsichtlich eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots und dem Erwerb sämtlicher von STADA ausgegebenen Aktien zusammenschlossen. Weiterhin vereinbarten sie die Finanzierung sowie die Corporate Governance-Struktur der Nidda Holding und ihrer unmittelbaren und mittelbaren Muttergesellschaften, sowohl vor als auch nach Vollzug eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots.

Am 27. April 2017 veröffentlichte die Nidda Holding ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot an die STADA Aktionäre zum Erwerb ihrer nennwertlosen Namensaktien (nachfolgend das **Ursprüngliche Übernahmeangebot**). Der Vollzug des Ursprünglichen Übernahmeangebots stand unter anderem unter der Vollzugsbedingung, dass eine Mindestannahmeschwelle von mindestens 75 % aller von STADA ausgegebenen Aktien erreicht wird.

Nachdem diese Mindestannahmeschwelle am 7. Juni 2017, 12:30 Uhr (einen Tag vor Ablauf der regulären Annahmefrist am 8. Juni 2017, 24:00 Uhr), nicht erreicht worden war, entschied sich die Nidda Holding dazu, das Ursprüngliche Übernahmeangebot zu ändern und die Mindestannahmeschwelle des Ursprünglichen Übernahmeangebots von 75 % auf 67,5 % abzusenken. Am 26. Juni 2017 gab die Nidda Holding bekannt, dass die auf 67,5 % herabgesenkte Mindestannahmeschwelle des Ursprünglichen Übernahmeangebots nicht erreicht wurde und das Ursprüngliche Übernahmeangebot damit erloschen ist.

Zwischen dem 30. Juni und 10. Juli 2017 schloss die Nidda Holding insgesamt elf Andienungsvereinbarungen mit STADA Aktionären ab, die insgesamt 12.221.410 STADA Aktien und damit rund 19,6 % des Grundkapitals und der Stimmrechte hielten und die sich unwiderruflich dazu verpflichteten, ein neues freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot der Nidda Holding mit sämtlichen von ihnen gehaltenen sowie mit etwaig zukünftig erworbenen STADA Aktien anzunehmen.

Mit Zustimmung von STADA und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) veröffentlichte die Nidda Holding am 10. Juli 2017 die Entscheidung, ein erneutes freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (nachfolgend das **Übernahmeangebot**) an die STADA Aktionäre abzugeben. Das Übernahmeangebot wurde am 19. Juli 2017 veröffentlicht und stand unter der Vollzugsbedingung, dass eine Mindestannahmeschwelle von 63 % sämtlicher von STADA ausgegebener Aktien erreicht wird. Die Annahmefrist endete am 16. August 2017, 24:00 Uhr. Die weitere Annahmefrist begann am 19. August 2017 und endete am 1. September 2017, 24:00 Uhr. Zum Ende der Annahmefrist wurde das Übernahmeangebot für 39.749.517 STADA Aktien und zum Ende der weiteren Annahmefrist für weitere 66.813 STADA Aktien angenommen, insgesamt entsprechend für 39.816.330 STADA Aktien, was einem Anteil von ca. 63,87 % der Stimmrechte und des Grundkapitals von STADA entspricht. Die Nidda Holding hat zudem im Zeitraum vom 21. bis 23. August 2017 börslich Kaufverträge über insgesamt 878.883 weitere STADA Aktien geschlossen, an denen sie am 23., 24. bzw. 25. August 2017 Eigentum erwarb.

Am 24. August 2017 gab die Nidda Holding bekannt, dass sie beabsichtige, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der Nidda Holding oder einem mit ihr verbundenen Unternehmen als herrschendem sowie STADA als beherrschtem Unternehmen abzuschließen. Der Vorstand von STADA beschloss am selben Tag, mit Nidda Holding Gespräche über den Abschluss eines solchen Vertrags aufzunehmen, und gab dies per Ad hoc-Mitteilung am 24. August 2017 bekannt.

Am Morgen des 25. August 2017 brachte die Nidda Holding sämtliche zu diesem Zeitpunkt von ihr gehaltenen 40.207.789 STADA Aktien (d.h. die 39.749.517 STADA Aktien, die bis zum Ablauf der Annahmefrist eingereicht und an Nidda Holding übereignet waren, sowie weitere 458.272 börslich erworbenen Aktien, die zu diesem Zeitpunkt schon an die Nidda Holding übereignet waren) als Sacheinlage in ihre neugegründete 100 %ige Tochtergesellschaft, der Nidda Healthcare, ein. Weitere 487.424 STADA Aktien (d.h. die weiteren 420.611 börslich erworbenen STADA Aktien, die am 25. August 2017 erst nach der vorgenannten Einbringung an die Nidda Holding übereignet wurden, sowie die 66.813 bis zum Ablauf der weiteren Annahmefrist eingereichten und an Nidda Holding übereigneten STADA Aktien) brachte die Nidda Holding mit weiteren Einbringungsverträgen vom 28. August 2017 und vom 15. September 2017 in die Nidda Healthcare ein (siehe ausführlich dazu Ziffer B.II.8).

Auf gemeinsamen Antrag des Vorstands von STADA und der Geschäftsführung von Nidda Healthcare hat das Landgericht Frankfurt am Main durch Beschluss vom 21. September 2017 die ADKL AG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Breite

Straße 29-31, 40213 Düsseldorf, als gemeinsamen Vertragsprüfer (nachfolgend der **Vertragsprüfer** oder **ADKL**) zur Prüfung des Vertrags ausgewählt und bestellt.

Der Vertrag, der Gegenstand des vorliegenden gemeinsamen Vertragsberichts ist, wurde am 19. Dezember 2017 abgeschlossen. Der Aufsichtsrat der STADA hatte am 23. Oktober 2017 einen BGAV-Ausschuss errichtet und delegierte das Zustimmungserfordernis des Aufsichtsrats nach § 7 Abs. 1 i.V.m. Ziffer 8 der Anlage 2 A zur Geschäftsordnung des Vorstands (Stand: 14. September 2017) an den BGAV-Ausschuss. Der BGAV-Ausschuss stimmte vor der Unterzeichnung des Vertrags dessen Abschluss in seiner Sitzung am 19. Dezember 2017 zu. Bei seiner Beschlussfassung lagen dem Aufsichtsrat vor

- (i) der finale Entwurf des Vertrags,
- (ii) der finale Entwurf dieses Vertragsberichts,
- (iii) die unterzeichnete Fassung der gutachtlichen Stellungnahme der ValueTrust Financial Advisors SE, Theresienstraße 1, 80333 München (nachfolgend der **Bewertungsgutachter** oder **ValueTrust**) vom 18. Dezember 2017 (nachfolgend die **Gutachtliche Stellungnahme**) sowie
- (iv) eine schriftliche Bestätigung des Vertragsprüfers, dass die Festlegung der Ausgleichszahlung und Abfindung im Vertrag innerhalb der in der Gutachtlichen Stellungnahme genannten Bandbreiten in dem am 21. Dezember 2017 auszufertigenden Bericht über die Vertragsprüfung (nachfolgend der **Prüfbericht**) als angemessen bestätigt werden wird.

Durch den Vertrag unterstellt STADA die Leitung ihrer Gesellschaft Nidda Healthcare und verpflichtet sich, den ganzen Gewinn an Nidda Healthcare abzuführen. Nidda Healthcare verpflichtet sich, einen bei STADA entstehenden Jahresfehlbetrag auszugleichen sowie einen angemessenen Ausgleich oder eine angemessene Abfindung an die außenstehenden STADA Aktionäre zu zahlen. Die Gesellschafterversammlung von Nidda Healthcare hat am 19. Dezember 2017 dem Vertrag zugestimmt. Der Zustimmungsbeschluss der Hauptversammlung von STADA soll am 2. Februar 2018 gefasst werden. Der Vertrag wird gemäß § 294 Abs. 2 AktG mit Eintragung in das Handelsregister am Sitz von STADA wirksam.

B. Die Vertragsparteien

I. STADA und der STADA Konzern

1. Überblick

Das Geschäftsmodell des international tätigen STADA Konzerns ist schwerpunktmäßig auf den Gesundheitsmarkt, mit Fokus auf dem Pharmabereich, und damit auf eine der weltweiten, relativ konjunkturunabhängigen Wachstumsbranchen ausgerichtet. Aus Kosten- und Risikogründen konzentriert sich STADA nicht auf die Erforschung und Entwicklung innovativer Wirkstoffe, sondern auf die Entwicklung und Vermarktung pharmazeutischer Produkte, für die keine gewerblichen Schutzrechte, insbesondere Patente, mehr bestehen (so genannte „Generika“).

Der STADA Konzern ist in die Segmente Generika und Markenprodukte gegliedert. Im Segment Generika vertreibt der STADA Konzern Arzneimittel, die den gleichen Wirkstoff enthalten wie die entsprechenden Arzneimittel von Erstanbietern und die gleiche therapeutische Wirksamkeit und Sicherheit aufweisen, aber nach Ablauf des Patents oder anderer gewerblicher Schutzrechte zu deutlich günstigeren Preisen angeboten werden können. Das Produktportfolio im Segment Generika umfasst unter anderem Tilidin Naloxon, Atorvastatin, Pantoprazol, Epoetin Zeta und Diclofenac. Die am Umsatz gemessen acht größten Märkte innerhalb des Segments Generika waren im Geschäftsjahr 2016 sowie in den ersten neun Monaten 2017 Deutschland, Italien, Spanien, Russland, Belgien, Frankreich, Vietnam und Serbien. Im Segment Markenprodukte zielt der STADA Konzern neben der Erweiterung des Portfolios erfolgreicher Markenprodukte auch auf die zunehmende Internationalisierung erfolgreicher Marken ab. Zusätzlich werden laufend innovative Produkte eingeführt, um zusätzliche Wachstumschancen zu nutzen, die in Nischenmärkten und nicht regulierten Märkten bestehen. Das Produktportfolio im Segment Markenprodukte beinhaltet unter anderem APO-Go, Grippostad, Snup, Fultium und Vitaprost. Die am Umsatz gemessen fünf größten Märkte innerhalb des Segments Markenprodukte waren im Geschäftsjahr 2016 Deutschland, Großbritannien, Russland, Italien und Vietnam; in den ersten neun Monaten 2017 waren dies Deutschland, Großbritannien, Russland, Italien und die Vereinigten Staaten von Amerika.

STADA hielt konzernweit zum 31. Dezember 2016 117 Unternehmensbeteiligungen im In- und Ausland und beschäftigte konzernweit 10.923 Mitarbeiter. Zum 30. September 2017 betrug die Anzahl der Unternehmensbeteiligungen im In- und Ausland 112; die Anzahl der konzernweit Beschäftigten betrug zum Stichtag 30. September 2017 rund 11.117. Im Geschäftsjahr 2016 erwirtschaftete der STADA Konzern einen bereinigten Konzernumsatz von EUR 2.167,2 Mio. und ein bereinigtes EBITDA von EUR 398,0 Mio. Im Geschäftsjahr 2016 entfielen 59,4 % des bereinigten Konzernumsatzes auf das Segment Generika und 40,6 % auf das Segment Markenprodukte. In den ersten neun Monaten 2017 betrug der bereinigte Konzernumsatz EUR 1.641,1 Mio. bei einem bereinigten EBITDA von EUR 347,5 Mio. Dabei entfielen in den ersten neun Monaten 2017 EUR 960,8 Mio. (58,5 %) des bereinigten Konzernumsatzes auf das Segment Generika und EUR 680,3 Mio. (41,5 %) auf das Segment Markenprodukte.

2. Geschichte und Geschäftsentwicklung

Die Wurzeln von STADA reichen über 120 Jahre bis in das Jahr 1895 zurück, als sich einige Apotheker mit dem Ziel zusammenschlossen, unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten Gemeinschaftspräparate herzustellen. Unter anderem in Berlin, Dresden, Würzburg und Darmstadt wurden daraufhin Gemeinschaftspräparate in den beteiligten Apotheken hergestellt. Mit der Gründung des Deutschen Apotheker-Vereins wurde die Selbsterstellung pharmazeutischer Spezialitäten von der Herstellung über die Verpackung und Etikettierung bis zum Preis geregelt.

Im Zuge der politischen Gleichschaltung regionaler Spezialunternehmen wurde im Jahr 1933 der Deutsche Apotheker-Verein in die Standesgemeinschaft Deutscher Apotheker (St.d.A.) überführt. Nach vielzähligen gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen wurde 1995 die heutige Mittelstandsholding mit Sitz in Bad Vil-

bel errichtet. Im Jahr 1997 begann der Börsengang mit der Platzierung stimmrechtslosen Vorzugsaktien, der im Jahr 1998 mit der Platzierung vinkulierter Stammaktien abschloss. Die neuen finanziellen Mittel ermöglichten STADA ab dem Jahr 1999 die zunehmende Internationalisierung.

Im Jahr 2001 begann STADA unter Einbeziehung von privatem Venture Capital mit der Entwicklung von Biogenerika (heute: Biosimilars). Darüber hinaus trieb STADA die internationale Expansion voran, sodass im Jahr 2001 erstmals die Umsatzschwelle von EUR 500 Mio. überschritten wurde. Im selben Jahr fand eine Wandlung der Vorzugsaktien in Stammaktien statt und es erfolgte die Aufnahme in das Börsensegment MDAX der Frankfurter Wertpapierbörse. Im Folgejahr erwarb STADA den zweitgrößten spanischen Generika-Anbieter Bayvit S.A. Im Jahr 2004 gelang STADA mit dem Erwerb von ca. 97,5 % der Anteile des russischen Pharmaunternehmens Nizhpharm OJSC ein strategisch wichtiger Schritt zum Ausbau des Geschäfts in Russland. Bis einschließlich 2007 erfolgten weitere wichtige Schritte zur internationalen Expansion, wie z.B. die Akquisition der serbischen Hemofarm-Gruppe. Im Jahr 2010 platzierte STADA die erste Unternehmensanleihe, wodurch u.a. diverse weitere nationale und internationale Akquisitionen finanziert werden konnten. Im Jahr 2011 ging STADA eine Kooperation mit der Gedeon Richter AG, einem ungarisch-multinationalen Pharma- und Biotechnologieunternehmen, zur Entwicklung von zwei Biosimilar-Produkten ein. Ein Jahr später setzte STADA weitere Maßnahmen im Rahmen des 2011 eingeleiteten Kosteneffizienzprogramms um, wie z.B. den Verkauf einer irischen und zweier russischer Produktionsstätten. Im Jahr 2013 gelang STADA mit „STADA Diagnostik“ der Einstieg in die personalisierte Arzneimitteltherapie. Zudem erwarb STADA mit Thornton & Ross Ltd. den fünftgrößten Anbieter im britischen Markt für verschreibungsfreie Produkte (OTC).

Zur Bündelung der IT-Dienstleistungen des STADA Konzerns gründete STADA im Jahr 2013 in Serbien ein IT-Shared-Service-Center. Zusätzlich erweiterte STADA sein Biosimilar-Angebot und platzierte eine zweite Unternehmensanleihe. 2014 richtete STADA das Logistik- und Vertriebszentrum in Dubai ein und erreichte erstmals einen Umsatz von mehr als EUR 2 Mrd. Im Jahr 2015 platzierte STADA zur Refinanzierung der im selben Jahr auslaufenden Unternehmensanleihe aus 2010 eine weitere Unternehmensanleihe. Zudem lizenzierte STADA das Biosimilar Pegfilgrastim von der Gedeon Richter AG, um die Biosimilar-Aktivitäten auszubauen. Darüber hinaus erweiterte STADA das Markenprodukt-Portfolio durch den Erwerb der österreichischen SCIOTEC Diagnostics Technologies GmbH. Im Jahr 2016 erhielt STADA die „positive opinion“ für ein Biosimilar Teriparatid. Des Weiteren erwarb STADA das britische Markenprodukt-Unternehmen Natures Aid Ltd.

Mitte 2017 bündelte STADA zur Steigerung der Effizienz und Stärkung des nationalen Geschäfts die deutschen Aktivitäten. Im Rahmen dessen wurde die STADA GmbH auf die STADAvita GmbH und die STADApHarm GmbH auf die cell pharm Gesellschaft für pharmazeutische und diagnostische Präparate mbH verschmolzen, jeweils unter Fortführung der Firma der übertragenden Gesellschaften, sowie die Organisations- und Vertriebsstrukturen in der neuen STADA GmbH bzw. der neuen STADAPHARM GmbH gebündelt.

3. **Rechtsform, Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand**

STADA ist eine deutsche Aktiengesellschaft mit Sitz in Bad Vilbel, Deutschland, eingetragen in das Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter der Nummer HRB 71290. Das Geschäftsjahr von STADA ist das Kalenderjahr.

Satzungsgemäßer Unternehmensgegenstand von STADA ist

- die Entwicklung, die Herstellung und der Vertrieb von sowie der Handel mit Produkten aller Art für den weltweiten Gesundheitsmarkt, insbesondere im Bereich der pharmazeutischen, biotechnischen, chemischen und kosmetischen Industrie, der Medizin- und Labortechnik, des Klinikbedarfs sowie der diätischen Nahrungsmittel- und Süßwarenindustrie;
- die Errichtung, der Betrieb, der Erwerb und die Veräußerung von sowie die Beteiligungen an Unternehmungen mit Aktivitäten im weltweiten Gesundheitsmarkt, insbesondere im Bereich der pharmazeutischen, biotechnischen, chemischen und kosmetischen Industrie, der Medizin- und Labortechnik sowie der diätischen Nahrungsmittel- und Süßwarenindustrie;
- die Entwicklung und Ausführung von Dienstleistungen aller Art für den weltweiten Gesundheitsmarkt, gegen Entgelt; auch unentgeltliche Dienstleistungen können von der Gesellschaft – insbesondere für Patienten und Konsumenten sowie medizinisch-pharmazeutische Fachkreise – entwickelt und ausgeführt werden, sofern diese geeignet sind, andere Unternehmungen der Gesellschaft zu ergänzen, zu fördern oder zu unterstützen;
- das Erwirken, der Erwerb, die Lizenznahme oder Lizenzvergabe von sowie der Handel mit immateriellen Wirtschaftsgütern mit Bezug zum weltweiten Gesundheitsmarkt, insbesondere von Software und Internetapplikationen sowie von Arzneimittelzulassungen, Warenzeichen, gewerblichen Schutz- und Mitvertriebsrechten für Produkte, insbesondere im Bereich der pharmazeutischen, biotechnischen, chemischen und kosmetischen Industrie, der Medizin- und Labortechnik, des Klinikbedarfs sowie der diätischen Nahrungsmittel- und Süßwarenindustrie; die Gesellschaft kann auch direkt oder indirekt über Tochtergesellschaften Lizenzen an Apotheken vergeben, nach denen diese für ausgewählte Produkte einzelne Herstellungsschritte selbst übernehmen können;
- die Vornahme aller Geschäfte, die zur Erreichung des Gesellschaftszwecks notwendig oder nützlich erscheinen.

Darüber hinaus ist STADA berechtigt, sich an Unternehmen gleicher oder verwandter Art im In- und Ausland in jeder Form zu beteiligen sowie Zweigniederlassungen oder Repräsentanzen zu errichten.

4. Kapital, Aktionäre und Börsenhandel

4.1 Grundkapital

Das Grundkapital beträgt EUR 162.090.344,00 und ist eingeteilt in 62.342.440 auf den Namen lautende Stückaktien (**STADA Aktien**) mit einem rechnerisch anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 2,60 je Aktie.

4.2 Genehmigtes Kapital

Der Vorstand ist gemäß § 6 Abs. 1 der Satzung ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital von STADA bis zum 4. Juni 2018 einmal oder mehrmals um bis zu EUR 77.134.304,00 durch Ausgabe von bis zu 29.667.040 Namensaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen einmal oder mehrmals zu erhöhen. Den STADA Aktionären steht das gesetzliche Bezugsrecht grundsätzlich zu. Die neuen Aktien können auch von einem oder mehreren durch den Vorstand bestimmten Kreditinstituten oder Unternehmen im Sinne von § 186 Abs. 5 Satz 1 AktG mit der Verpflichtung übernommen werden, sie den STADA Aktionären zum Bezug anzubieten (mittelbares Bezugsrecht). Der Vorstand ist jedoch ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das gesetzliche Bezugsrecht der STADA Aktionäre in folgenden Fällen auszuschließen:

- für Spitzenbeträge;
- bei Kapitalerhöhungen gegen Bareinlagen bis zu einem Betrag, der insgesamt 10 % des zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Ermächtigung bestehenden Grundkapitals oder – sofern dieser Betrag niedriger ist – 10 % des zum Zeitpunkt der jeweiligen Ausübung dieser Ermächtigung bestehenden Grundkapitals nicht übersteigt, wenn der Ausgabepreis der neuen Aktien den Börsenpreis der bereits börsennotierten Aktien gleicher Ausstattung nicht wesentlich im Sinne der § 203 Abs. 1 Satz 1 und Satz 2 AktG i.V.m. § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG unterschreitet. Auf diese 10 %-Grenze werden Aktien angerechnet, die aufgrund einer Ermächtigung der Hauptversammlung erworben und gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5 AktG i.V.m. § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG während der Laufzeit der Ermächtigung veräußert werden. Ferner sind auf diese Begrenzung diejenigen Aktien anzurechnen, die zur Bedienung von Schuldverschreibungen mit Options- oder Wandlungsrechten bzw. -pflichten auszugeben sind, sofern die Schuldverschreibungen in entsprechender Anwendung des § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG unter Ausschluss des Bezugsrechts während der Laufzeit dieser Ermächtigung ausgegeben werden;
- bei Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlagen zur Gewährung von neuen Aktien im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen oder zum Zweck des unmittelbaren oder mittelbaren Erwerbs von Unternehmen, Unternehmensteilen oder Unternehmensbeteiligungen und von sonstigen Vermögensgegenständen (einschließlich Darlehens- und sonstigen Verbindlichkeiten);

- soweit es erforderlich ist, um Inhabern bzw. Gläubigern der von der Gesellschaft oder deren Konzerngesellschaften ausgegebenen oder künftig auszugebenden Schuldverschreibungen mit Options- oder Wandlungsrechten bzw. -pflichten, ein Bezugsrecht auf neue Aktien in dem Umfang zu gewähren, wie es ihnen nach Ausübung der Options- und/oder Wandlungsrechte bzw. nach Erfüllung einer Options- oder Wandlungspflicht zustünde.

Der rechnerisch anteilige Betrag am Grundkapital, der auf Aktien entfällt, die während der Laufzeit der Ermächtigung unter Ausschluss des Bezugsrechts der STADA Aktionäre gegen Bar- und/oder Sacheinlagen ausgegeben werden, darf insgesamt 20 % des im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung bestehenden Grundkapitals von STADA nicht übersteigen.

Darüber hinaus ist der Vorstand ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats, den weiteren Inhalt der Aktienrechte, die Einzelheiten der Kapitalerhöhung sowie die Bedingungen der Aktienaussgabe, insbesondere den Ausgabebetrag, festzulegen.

4.3 Bedingtes Kapital 2013

Gemäß § 6 Abs. 2 der Satzung ist das Grundkapital von STADA um bis zu EUR 69.188.340,00 durch Ausgabe von bis zu 26.610.900 Namensaktien bedingt erhöht (**Bedingtes Kapital 2013**). Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur so weit durchgeführt, wie die Inhaber bzw. Gläubiger von Options- und/oder Wandlungsschuldverschreibungen, Gewinnschuldverschreibungen und/oder Genussrechten mit Options- und/oder Wandlungsrechten bzw. -pflichten, die STADA ihren Konzerngesellschaften aufgrund des Ermächtigungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 5. Juni 2013 bis zum 4. Juni 2018 ausgegeben hat, von ihren Options- bzw. Wandlungsrechten aus diesen Schuldverschreibungen Gebrauch machen oder zur Options- bzw. Wandlungsausübung verpflichtete Inhaber von Schuldverschreibungen ihre Verpflichtung zur Optionsausübung bzw. Wandlung erfüllen, und zwar in allen Fällen jeweils soweit das Bedingte Kapital 2013 nach Maßgabe der Anleihebedingungen der Schuldverschreibungen benötigt wird. Die Ausgabe der neuen Aktien erfolgt zudem nach Maßgabe des vorstehend bezeichneten Ermächtigungsbeschlusses jeweils zu bestimmenden Options- bzw. Wandlungspreis. Die neuen Aktien nehmen ab Beginn des Geschäftsjahres, für das zum Zeitpunkt ihrer Ausgabe noch kein Beschluss über die Verwendung des Bilanzgewinns gefasst worden ist, am Gewinn teil. Der Vorstand ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats die weiteren Einzelheiten der Durchführung der bedingten Kapitalerhöhung festzusetzen.

4.4 Eigene Aktien

Mit Beschluss der Hauptversammlung vom 5. Juni 2013 wurde STADA gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG ermächtigt, eigene Aktien in Höhe von bis zu insgesamt 10 % des zum Zeitpunkt der Beschlussfassung oder des zum Zeitpunkt der Ausübung der Ermächtigung bestehenden Grundkapitals zu erwerben. Auf die erworbenen Aktien dürfen zusammen mit anderen Aktien, die sich im Eigentum von STADA befinden oder ihr nach § 71d und § 71e AktG zuzurechnen sind, zu kei-

nem Zeitpunkt mehr als 10 % des jeweiligen Grundkapitals entfallen. Die Ermächtigung darf von STADA nicht zum Zweck des Handels mit eigenen Aktien genutzt werden. Die Ermächtigung gilt bis zum 5. Juni 2018. Ferner wurde der Vorstand ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats erworbene Aktien zu veräußern oder anderweitig zu verwenden. Die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien kann ganz oder in Teilbeträgen, einmal oder mehrmals, in Verfolgung eines oder mehrerer Zwecke durch STADA, aber ebenso durch ihre unmittelbaren oder mittelbaren Tochtergesellschaften oder für ihre oder deren Rechnung durch Dritte ausgeübt werden. Die nähere Ausgestaltung des Erwerbs eigener Aktien, ihrer Veräußerung und sonstiger Verwendung regelt der Hauptversammlungsbeschluss vom 5. Juni 2013.

Von der vorstehenden Ermächtigung zum Aktienrückkauf wurde bis zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts kein Gebrauch gemacht. Zum 31. Dezember 2016 hielt STADA 85.043 eigene Aktien, dies entspricht ca. 0,14 % am Grundkapital; zum 30. September 2017 hielt STADA 84.311 eigene Aktien, dies entspricht ca. 0,14 % am Grundkapital.

4.5 Wesentliche Finanzierungsverträge mit Kontrollwechselklauseln

STADA hat eine ungesicherte festverzinsliche Unternehmensanleihe mit einem Volumen von EUR 350 Mio. am 29. Mai 2013 platziert (die **STADA-Anleihe 2013**). Die STADA-Anleihe 2013 hat eine Laufzeit von fünf Jahren bei einer jährlichen Verzinsung von 2,25 % und ist an der Luxemburger Wertpapierbörse zum Handel im regulierten Markt zugelassen (ISIN: XS0938218400). Die STADA-Anleihe 2013 wird am 5. Juni 2018 fällig sein.

Weiterhin hat STADA eine ungesicherte festverzinsliche Unternehmensanleihe mit einem Volumen von EUR 300 Mio. am 31. März 2015 platziert (die **STADA-Anleihe 2015**). Die STADA-Anleihe 2015 hat eine Laufzeit von sieben Jahren bei einer jährlichen Verzinsung von 1,75 % und ist an der Luxemburger Wertpapierbörse zum Handel im regulierten Markt zugelassen (ISIN: XS1213831362). Die STADA-Anleihe 2015 wird am 8. April 2022 fällig sein.

Neben der STADA-Anleihe 2013 und der STADA-Anleihe 2015 bestehen zum Zeitpunkt des Abschlusses des Vertragsberichts folgende weitere wesentliche, bereits in Anspruch genommene (valutierte) Finanzierungen von STADA: (i) Schuldscheindarlehen in Höhe von insgesamt EUR 526 Mio. unter Führung der Landesbank Hessen-Thüringen – Girozentrale (Helaba) und der Landesbank Baden-Württemberg (LBBW), (ii) drei weitere Schuldscheindarlehen in Höhe von zusammen EUR 65 Mio. und (iii) ein weiterer Kreditvertrag in Höhe von EUR 25 Mio. (sämtliche Schuldscheindarlehen, der Kreditvertrag zusammen mit der STADA-Anleihe 2013 und der STADA-Anleihe 2015 die **Wesentlichen Finanzierungsverträge** und jeweils einzeln ein **Wesentlicher Finanzierungsvertrag**).

Die vorstehend aufgeführten Wesentlichen Finanzierungsverträge mit Kontrollwechselklauseln beschränken jeweils nicht den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags. Jedoch gewähren die jeweiligen Vertragsbedin-

gungen im Falle eines Kontrollwechsels und einer Ratingabsenkung (das **Rückzahlungsereignis**) gemäß den Finanzierungsbedingungen jedem Gläubiger ein Wahlrecht, die Rückzahlung des jeweiligen Wesentlichen Finanzierungsvertrags zum Nennbetrag zzgl. aufgelaufener Zinsen zu verlangen: (i) betreffend die Schuldscheindarlehen und den Kreditvertrag bis zum Wahlrückzahlungstag (ausschließlich), d.h. bis zum 5. Januar 2018 und (ii) betreffend die STADA-Anleihe 2013 und die STADA-Anleihe 2015 innerhalb des Rückzahlungszeitraums, d.h. bis zum 8. Januar 2018.

Der Kontrollwechsel trat am 22. August 2017 ein, da die Beteiligung der Nidda Holding an diesem Tag die für den Kontrollwechsel maßgebliche Grenze von 50 % der Stimmrechte überschritten hatte. Damit steht den Gläubigern der Schuldscheindarlehen und des Kreditvertrags sowie den Anleihegläubigern unter der STADA-Anleihe 2013 und der STADA-Anleihe 2015 ein Rückzahlungsrecht zu. Dieses Recht kann jeweils bis zum 5. bzw. 8. Januar 2018 ausgeübt werden. Bei Abschluss dieses Vertragsberichts ist nicht absehbar, wie viele Gläubiger von ihrem Recht zur vorzeitigen Rückzahlung letztlich Gebrauch machen werden. Daher ist auch unklar, in welchem Umfang die vorstehenden Finanzverbindlichkeiten vorzeitig fällig gestellt werden.

Um aber die Liquidität von STADA sicherzustellen, haben Nidda Holding und Nidda Topco S.à r.l. zugesichert, der STADA die notwendigen Finanzmittel zur Befriedigung der ausscheidenden Finanzgläubiger zur Verfügung zu stellen.

4.6 Aktionäre

Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts hält Nidda Healthcare 40.695.213 STADA Aktien. Dies entspricht einer Beteiligungsquote von ca. 65,28 % des in 62.342.440 Aktien eingeteilten Grundkapitals von STADA (für weitere Details wird auf Ziffer B.II.8 verwiesen).

Nach Abzug der von STADA gehaltenen eigenen 84.311 Aktien (entsprechend 0,14 % des Grundkapitals), befinden sich die übrigen 34,58 % STADA Aktien im Streubesitz.

4.7 Börsenhandel

Die STADA Aktien notieren mit der ISIN DE0007251803 an der Frankfurter Wertpapierbörse im Teilbereich des Regulierten Marktes mit zusätzlichen Zulassungsfolgepflichten (**Prime Standard**) sowie an der Düsseldorfer Börse im Regulierten Markt. Darüber hinaus werden die STADA Aktien über das elektronische Handelssystem *XETRA* sowie im Freiverkehr an den Regionalbörsen Berlin, Hamburg, Hannover, München, Stuttgart sowie über Tradegate-Exchange gehandelt. Die STADA Aktien sind gegenwärtig in den Indizes MDAX, EuroSTOXX 600 und MSCI Small Cap Europe enthalten.

5. Vorstand und Aufsichtsrat von STADA

5.1 Vorstand

Der Vorstand von STADA besteht gemäß § 9 Abs. 1 der Satzung nach näherer Bestimmung des Aufsichtsrats aus zwei oder mehr Personen.

Dem Vorstand von STADA gehören an:

- Dr. Claudio Albrecht (Vorstandsvorsitzender, seit 27. September 2017)
- Mark Keatley (Vorstand Finanzen, seit 27. September 2017)
- Dr. Barthold Piening (Vorstand Produktion und Entwicklung, seit 1. April 2017)

STADA wird gemäß § 10 Abs. 1 der Satzung durch zwei Mitglieder des Vorstands oder durch ein Mitglied des Vorstands in Gemeinschaft mit einem Prokuristen vertreten. Nach § 10 Abs. 2 der Satzung kann der Aufsichtsrat ferner bestimmen, dass einzelne Vorstandsmitglieder zur Alleinvertretung von STADA befugt sind.

5.2 Aufsichtsrat

Die Zusammensetzung des Aufsichtsrats bestimmt sich gemäß § 12 Abs. 1 der Satzung nach den gesetzlichen Vorschriften. Gemäß § 95 Satz 4 AktG i.V.m. § 4 Abs. 1 DrittelbG gehören dem Aufsichtsrat von STADA neun Mitglieder an, zusammengesetzt aus sechs Anteilseignervertretern und drei Arbeitnehmervertretern.

Die Anteilseignervertreter sind:

- Dr. Günter von Au (Vorsitzender des Aufsichtsrats)
- Dr. Eric Cornut
- Dr. Michael Siefke
- Benjamin Kunstler
- Bruno Schick
- Jan-Nicolas Garbe

Die früheren Aufsichtsratsmitglieder Carl Ferdinand Oetker, Rolf Hoffmann, Dr. Birgit Kudlek, Tina Müller und Dr. Gunnar Riemann hatten mit Wirkung zum Ablauf des 25. September 2017 ihre Aufsichtsratsmandate niedergelegt. Mit Beschluss vom 26. September 2017 hat das Amtsgericht Frankfurt am Main Dr. Michael Siefke, Benjamin Kunstler, Bruno Schick, Jan-Nicolas Garbe und Dr. Günter von Au mit sofortiger Wirkung bis zum Ablauf der nächsten ordentlichen Hauptversammlung, als neue Mitglieder des Aufsichtsrats bestellt. Dr. Günter von Au wurde am 27. September 2017 von den Aufsichtsratsmitgliedern zum Vorsitzenden des Aufsichtsrats gewählt.

Die Arbeitnehmervertreter sind:

- Jens Steegers (stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsrats)
- Halil Duru
- Dr. Ute Pantke

5.3 Beirat

Darüber hinaus besteht bei STADA ein Beirat, der den Vorstand und den Aufsichtsrat von STADA bei deren Aufgaben unterstützt und berät. Der Beirat kann Empfehlungen und Vorschläge gegenüber dem Vorstand und dem Aufsichtsrat von STADA aussprechen und besteht aus elf Mitgliedern. Die derzeitigen Mitglieder des Beirats sind Dr. Thomas Meyer (Vorsitzender), Dr. med. Frank-R. Leu (stellvertretender Vorsitzender), Rika Aschenbrenner, Wolfgang Berger, Gerd Berlin, Alfred Böhm, Jürgen Böhm, Axel Boos, Reimar Michael von Kolczynski, Dr. Wolfgang Schlags und Jürgen Schneider.

6. Struktur des STADA Konzerns

6.1 Rechtliche Struktur und wesentliche Beteiligungen

STADA ist ein international tätiger Gesundheitskonzern in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft mit Sitz in Deutschland und mit Geschäftsanschrift in der Stadastraße 2 - 18, 61118 Bad Vilbel. Das Geschäftsmodell ist schwerpunktmäßig auf den Gesundheitsmarkt mit dem Fokus auf den Pharmabereich ausgerichtet. STADA hält zum 30. September 2017 weltweit direkt und indirekt Anteile an 112 (zum 30. Dezember 2016: 117) zum STADA Konzern gehörenden Gesellschaften.

STADA erbringt alle typischen Verwaltungs- und Holdingfunktionen innerhalb des STADA Konzerns und ist insbesondere verantwortlich für die strategische Konzernentwicklung. Somit ist bei der Bewertung des Ergebnisses von STADA das operative Ergebnis aus den Aktivitäten der Konzerngesellschaften in den Segmenten Generika und Markenprodukte zu berücksichtigen. Einen signifikanten Einfluss auf das Ergebnis haben die Serviceleistungen aus der Funktion von STADA als Muttergesellschaft bzw. Holding des STADA Konzerns, die Warenlieferungen an andere Konzerngesellschaften mit einschließen. Diese strategischen Leistungen werden STADA von den in Anspruch nehmenden Konzerngesellschaften vergütet und bei STADA im Umsatz ausgewiesen. Der Jahresüberschuss von STADA wird darüber hinaus durch Erträge aus Beteiligungen beeinflusst.

STADA hält in den einzelnen Ländern, in denen der STADA Konzern tätig ist, regionale Gesellschaften. Die wesentlichen¹ Tochtergesellschaften von STADA zum Ende des Geschäftsjahres 2016 sind in folgender Übersicht dargestellt:

¹ Als wesentlich werden in diesem Zusammenhang alle Tochtergesellschaften klassifiziert, die im Jahr 2016 einen Anteil am Gesamtumsatz des STADA Konzerns von $\geq 3\%$ hatten.

Gesellschaft	Sitz
AO Nizhpharm (direkte Beteiligung)	Nizhny Novgorod, Russland
ALIUD PHARMA GmbH (indirekte Beteiligung)	Laichingen, Deutschland
EG S.p.A. (direkte Beteiligung)	Mailand, Italien
Thornton & Ross Limited (indirekte Beteiligung)	Huddersfield, Großbritannien
Laboratorio STADA, S.L. (direkte Beteiligung)	Barcelona, Spanien
STADA GmbH (direkte Beteiligung)	Bad Vilbel, Deutschland
S.A. Eurogenerics N.V. (indirekte Beteiligung)	Brüssel, Belgien
Hemofarm A.D. (indirekte Beteiligung)	Vrsac, Serbien
STADApHarm GmbH (direkte Beteiligung)	Bad Vilbel, Deutschland
EG Labo – Laboratoires Eurogenerics SAS (direkte Beteiligung)	Boulogne-Billancourt, Frankreich
Britannia Pharmaceuticals Ltd. (indirekte Beteiligung)	Reading, Großbritannien

Die wesentlichen² Tochtergesellschaften von STADA zum 30. September 2017 sind in folgender Übersicht dargestellt:

² Als wesentlich werden in diesem Zusammenhang alle Tochtergesellschaften klassifiziert, die in den ersten neun Monaten 2017 einen Anteil am Gesamtumsatz des STADA Konzerns von ≥ 3 % hatten.

Gesellschaft	Sitz
AO Nizhpharm (direkte Beteiligung)	Nizhny Novgorod, Russland
ALIUD PHARMA GmbH (indirekte Beteiligung)	Laichingen, Deutschland
EG S.p.A. (direkte Beteiligung)	Mailand, Italien
STADA GmbH ³ (direkte Beteiligung)	Bad Vilbel, Deutschland
S.A. Eurogenerics N.V. (indirekte Beteiligung)	Brüssel, Belgien
Thornton & Ross Limited (indirekte Beteiligung)	Huddersfield, Großbritannien
Laboratorio STADA, S.L. (direkte Beteiligung)	Barcelona, Spanien
STADApHarm GmbH ⁴ (direkte Beteiligung)	Bad Vilbel, Deutschland
EG Labo – Laboratoires Eurogenerics SAS (direkte Beteiligung)	Boulogne-Billancourt, Frankreich

Die Gesellschaften Hemofarm A.D. und Britannia Pharmaceuticals Ltd., die im Berichtszeitraum 2016 zu den als wesentlich klassifizierten Gesellschaften zählten, weisen in den ersten neun Monaten 2017 einen Anteil am Gesamtumsatz des STADA Konzerns von weniger als 3 % auf.

Eine Aufstellung des Anteilsbesitzes von STADA zum 31. Dezember 2016 ist diesem Vertragsbericht als Anlage 1 beigelegt.

6.2 Führungsstrukturen

Die Führungs- und Organisationsstruktur des STADA Konzerns unterteilt sich in folgende funktionale Bereiche:

(i) Vorstandsvorsitz

Der Vorstandsvorsitzende ist maßgeblich für die Definition, Kommunikation und Umsetzung der Strategie für den STADA Konzern verantwortlich. Dazu gehören insbesondere auch die Leitung der Bereiche Marketing und Vertrieb (einschließlich der Biotechnologie) sowie Geschäftsentwicklung. Neben den vorstehenden strategischen Bereichen verantwortet der Vorstandsvorsitzende auch die Bereiche Kon-

³ Mit Wirkung zum 30. Juni 2017 wurde im Rahmen der strategischen Weiterentwicklung des Konzerns die STADA GmbH auf die STADAvita GmbH unter Fortführung der Firma der STADA GmbH verschmolzen.

⁴ Mit Wirkung zum 30. Juni 2017 wurde im Rahmen der strategischen Weiterentwicklung des Konzerns die STADApHarm GmbH auf die cell pharm Gesellschaft für pharmazeutische und diagnostische Präparate mbH unter Fortführung der Firma der STADApHarm GmbH verschmolzen.

zernkommunikation, Personalwesen sowie Recht einschließlich Compliance, Corporate Governance, Risikomanagement (*Corporate Risk Management*) und Qualitätssicherung (*Corporate Quality Assurance*).

(ii) Finanzen

Im Bereich Finanzen werden zentrale Finanzdienstleistungen zur Überwachung und Steuerung des STADA Konzerns gebündelt. Hierzu zählen insbesondere die Funktionen des Konzernrechnungswesens (*Corporate Accounting*), des Rechnungsprüfung (*Corporate Controlling*), der Unternehmensfinanzierung (*Corporate Treasury*), Unternehmensentwicklung und Unternehmenszusammenschlüsse und -käufe (*Corporate Development and Mergers & Acquisitions*), des Bereichs Konzernsteuern, der Konzernrevision sowie des Bereichs Investorenbeziehungen.

(iii) Produktion und Entwicklung

Der Vorstand für Produktion und Entwicklung ist für die reibungslose Produktversorgung der Vertriebsorganisationen des STADA Konzerns sowie für die Weiterentwicklung des Produktsortiments durch neue Produkte und Technologien verantwortlich. Zu den Aufgabenbereichen zählen die Leitung und Weiterentwicklung der internen Produktion, der Koordination der externen Lieferanten, die Koordination der Materialversorgung und Lieferketten (*Supply Chain Management*), die Auftragsvergabe (*Procurement*) sowie der Sicherheits- und Umweltschutzstandards, die Leitung der Arzneimittelzulassung, der Arzneimittelsicherheit, der klinischen und pharmazeutischen Entwicklung und das globale Projektmanagement.

Der Vorstand führt die genannten Bereiche in gemeinsamer Verantwortung. Nach der internen Geschäftsverteilung hat Dr. Claudio Albrecht den Vorstandsvorsitz inne, Mark Keatley leitet den Bereich Finanzen und Dr. Barthold Piening den Bereich Produktion und Entwicklung. Die unterhalb des Vorstands angesiedelten, in der nachfolgenden Übersicht abgebildeten Funktionen in den einzelnen Bereichen, werden konzernweit jeweils grundsätzlich von einer Führungskraft geleitet. Eine Ausnahme bilden die Bereiche Marketing und Vertrieb (derzeit interimistisch unter der Führung von dem Vorstandsvorsitzenden) sowie Globales Supply Chain Management und Klinische & pharmazeutische Entwicklung (derzeit interimistisch unter der Führung des Vorstands Produktion und Entwicklung). Die nachfolgende Übersicht reflektiert die derzeitige Führungsstruktur:

Vorstandsvorsitzender (CEO) Dr. Claudio Albrecht	Vorstand Finanzen (CFO) Mark Keatley	Vorstand Produktion und Entwicklung (CTO) Dr. Barthold Piening
Marketing und Vertrieb (inkl. Biotechnologie) (<i>Marketing and Sales (incl. Biotechnology)</i>)	Konzernrechnungswesen (<i>Corporate Accounting</i>)	Globale Produktion (inkl. lokale Qualitätssicherung, Technik & Immobilienverwaltung) (<i>Global Production (incl. Local Quality, Engineering & Facility Management)</i>)
Geschäftsentwicklung (Portfoliomanagement, Marktforschung, Globale Lizenzierungen, Geistiges Eigentum / Patente, Biosimilar-Lizenzierungen, Globales Projektmanagement) (<i>Business Development (Portfolio Management, Market Research, Global Licensing, IP / Patents, Biosimilar Licensing, Global Project Management)</i>)	Konzernrechnungsprüfung (<i>Corporate Controlling</i>)	Umwelt-, Gesundheits- und Sicherheitsstandards (<i>Environmental Health & Safety</i>)
Konzernkommunikation (<i>Corporate Communication</i>)	Konzern-Treasury (<i>Corporate Treasury</i>)	Globales Supply Chain Management (<i>Global Supply Chain Management</i>)
Konzernpersonalwesen (<i>Corporate Human Resources</i>)	Konzernsteuerwesen (<i>Corporate Tax</i>)	Globales Beschaffungsmanagement (<i>Global Procurement</i>)
Recht (inkl. Corporate Governance, Konzern-Compliance, Konzernrisikomanagement) (<i>Legal (incl. Corporate Governance, Corporate Compliance, Corporate Risk Management)</i>)	Konzerninformationstechnik (<i>Corporate IT</i>)	Regulatorische, medizinische und klinische Angelegenheiten (<i>Regulatory & Medical & Clinical Affairs</i>)
Konzern-Qualitätssicherung (<i>Corporate Quality Assurance</i>)	Unternehmensentwicklung und Unternehmenszusammenschlüsse und -käufe (<i>Corporate Development and Mergers & Acquisitions</i>)	Klinische und pharmazeutische Entwicklung (<i>Pharmaceutical Development</i>)
	Interne Revision (<i>Internal Audit</i>)	F&E Projektmanagement (<i>R&D Project Management</i>)
	Investor Relations	

7. Geschäftstätigkeit des STADA Konzerns

Der STADA Konzern ist eine international tätige Unternehmensgruppe im Bereich Gesundheitswesen mit Fokus auf die Entwicklung, Vermarktung, Herstellung und dem Vertrieb pharmazeutischer Produkte, für die keine gewerblichen Schutzrechte, insbesondere Patente, mehr bestehen. Der STADA Konzern ist auf einen relativ konjunkturunabhängigen Wachstumsmarkt ausgerichtet. Seit der im 3. Quartal 2016 erfolgten grundlegenden Änderung der Berichtsstrukturen wird der STADA Konzern nach den beiden Segmenten Generika und Markenprodukte gesteuert.

7.1 Segment Generika

Im Generika-Segment, das derzeit einen Anteil von rund 60 % an dem um Währungs- und Portfolioeffekte bereinigten Konzernumsatz hat, besitzt STADA ein umfassendes Portfolio inklusive ausgewählter Biosimilars. Generika, d.h. Arzneimittel, die identische Wirkstoffe enthalten wie die ursprünglich patentierten Arzneimittel der Erstanbieter, werden innerhalb des Pharmamarktes weitere Wachstumschancen zugeschrieben, da sie eine preisgünstigere Alternative zu den Originalpräparaten darstellen. So liegt der Fokus im Generika-Segment auf einer günstigen Preisgestaltung.

Die Anforderungen an das Produktportfolio sind an die jeweilige regulatorische Struktur in den einzelnen Märkten ausgerichtet, in denen Generika vertrieben werden. In der Regel beinhaltet das Produktportfolio im Segment Generika für die meisten relevanten pharmazeutischen Wirkstoffe zahlreiche Darreichungsformen und Dosierungen. Die Top-5-Generika Wirkstoffe (gemessen am Umsatz) waren im Geschäftsjahr 2016 Tilidin Naloxon, Atorvastatin, Pantoprazol, Epoetin Zeta und Diclofenac; in den ersten neun Monaten 2017 waren dies Tilidin Naloxon, Atorvastatin, Epoetin Zeta, Pantoprazol und Diclofenac. Die am Umsatz gemessen acht größten Märkte innerhalb dieses Segments waren im Geschäftsjahr 2016 und in den ersten neun Monaten 2017 Deutschland, Italien, Spanien, Russland, Belgien, Frankreich, Vietnam und Serbien.

7.2 Segment Markenprodukte

Das Markenprodukte-Segment zeichnet sich insbesondere durch die hohe Margenattraktivität aus. Es hat derzeit einen Anteil von rund 40 % an dem um Währungs- und Portfolioeffekte bereinigten Konzernumsatz. Der STADA Konzern verfolgt im Segment Markenprodukte ein Konzept der so genannten „starken Marken“, das auf einen hohen Bekanntheitsgrad der Produkte setzt.

Unter Markenprodukten werden derzeit im Wesentlichen verschreibungsfreie (OTC), unter einem Markennamen bekannte verschreibungspflichtige (RX) sowie verschreibungsfähige Produkte (OTX) verstanden. Dabei wird das Portfolio kontinuierlich erweitert und zunehmend internationalisiert. Im Vordergrund steht bei diesen Produkten der Markenname. Die Top-5-Markenprodukte (gemessen am Umsatz) waren im Geschäftsjahr 2016 APO-Go, Grippostad, Snup, Fultium und Vitaprost; in den ersten neun Monaten 2017 waren dies APO-Go, Grippostad, Snup, Aqualor und Vitaprost. Die gemessen am Umsatz fünf größten Märkte wa-

ren im Geschäftsjahr 2016 in diesem Segment Deutschland, Großbritannien, Russland, Italien und Vietnam; in den ersten neun Monaten 2017 waren dies Deutschland, Großbritannien, Russland, Italien und die USA.

8. Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation des STADA Konzerns

8.1 Finanzkennzahlen für die Geschäftsjahre 2014, 2015 und 2016

Die Ergebnisse der Segmente wurden in der Darstellung konsolidiert. Die Konzernabschlüsse wurden nach den International Financial Reporting Standards (IFRS), wie sie in der Europäischen Union anzuwenden sind, erstellt. Daneben wurden die handelsrechtlichen Vorschriften nach § 315a Abs. 1 HGB angewandt.

Angaben in Mio. EUR	2014	2015	2016
Ertragslage			
Konzernumsatz	2.062,2	2.115,1	2.139,2
- Generika	1.217,7	1.261,4	1.280,7
- Markenprodukte	800,5	853,6	858,5
Operatives Ergebnis	188,5	223,7	178,1
- Operatives Segmentergebnis Generika	108,3	288,8	195,2
- Operatives Segmentergebnis Markenprodukte	138,2	130,0	81,4
Operatives Ergebnis (bereinigt)	320,7	283,8	294,4
- Operatives Segmentergebnis Generika (bereinigt)	176,9	182,7	214,2
- Operatives Segmentergebnis Markenprodukte (bereinigt)	192,9	173,2	152,8
EBITDA	418,8	377,1	361,5
- EBITDA Generika	223,1	233,2	255,8
- EBITDA Markenprodukte	231,5	211,8	186,2
EBITDA (bereinigt)	431,9	389,4	398,0
- EBITDA Generika (bereinigt)	228,7	232,0	264,9
- EBITDA Markenprodukte (bereinigt)	240,0	220,1	200,7
EBIT	190,3	225,3	178,9
EBIT (bereinigt)	322,4	285,3	295,1
EBT	124,7	157,8	127,4
EBT (bereinigt)	253,3	220,9	244,2
Konzerngewinn	64,6	110,4	85,9
Konzerngewinn (bereinigt)	186,2	165,8	177,3
Kapitalflussrechnung			
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	223,8	311,7	333,5
Cashflow aus der laufenden Investitionstätigkeit	-262,0	-178,2	-172,6
Free Cashflow	-38,2	133,5	160,9
Free Cashflow (bereinigt)	157,4	212,4	243,0
Bilanz			
Bilanzsumme	3.335,5	3.287,4	3.440,4
Langfristige Vermögenswerte	2.013,8	2.032,3	1.949,5
Kurzfristige Vermögenswerte	1.321,7	1.255,1	1.490,9
Eigenkapital	903,4	1.018,5	1.047,1
Eigenkapitalquote in %	27,1%	31,0%	30,4%
Langfristiges Fremdkapital	1.246,7	1.282,6	1.493,7
Kurzfristiges Fremdkapital	1.185,4	986,3	899,6
Nettoverschulden	1.327,5	1.215,7	1.118,2
Mitarbeiter/-innen			
Mitarbeiter/-innen stichtagsbezogen	10.363	10.532	10.923
Mitarbeiter/-innen Jahresdurchschnitt	10.209	10.441	10.839
Aktie			
Anzahl Aktien (durchschnittlich, ohne eigene Aktien)	60.408.501	61.637.621	62.256.532
Marktkapitalisierung (31.12.)	1.530,8	2.327,9	3.066,3
Ergebnis je Aktie	1,07	1,79	1,38
Ergebnis je Aktie (bereinigt)	3,08	2,69	2,85
Verwässertes Ergebnis je Aktie	1,05	1,79	-
Verwässertes Ergebnis je Aktie (bereinigt)	3,04	2,69	-

8.2 Geschäftliche Entwicklung und Ertragslage im Geschäftsjahr 2016

Im Rahmen der weiterentwickelten Unternehmensstrategie konnte der STADA Konzern im Geschäftsjahr 2016 wichtige Veränderungen vorantreiben.

Insgesamt war die Ertragslage in 2016 durch hohe Sondereffekte, insbesondere durch Aufwandseffekte aus Reorganisationsentscheidungen, geprägt. Infolge der im Juli 2016 geänderten Unternehmensstruktur wurden auch die Berichtsstrukturen geändert. Dies führte zu einer Abkehr von regionalen Verantwortlichkeiten und zu der Begründung einer zentralen Steuerung der Segmente Generika und Markenprodukte. Dem folgten weiterhin eine Reihe von strukturellen Maßnahmen, die sich insbesondere auf Personalentscheidungen und die Neubewertung von Portfolioaktivitäten bezogen. Infolgedessen entwickelten sich die ausgewiesenen Ertragskennzahlen abweichend von den bereinigten Ertragskennzahlen. Zudem war die Entwicklung des ausgewiesenen operativen Ergebnisses stark durch negative Translationseffekte beeinflusst, die auf einen schwächeren russischen Rubel und eine seit dem EU-Referendum zunehmende Schwäche des britischen Pfunds zurückzuführen waren.

Im Geschäftsjahr 2016 sah die Entwicklung des Konzernumsatzes, des EBITDA und des Konzerngewinns wie folgt aus:

- Der ausgewiesene Konzernumsatz erhöhte sich im Berichtsjahr um 1 % auf EUR 2.139,2 Mio. (Vorjahr: EUR 2.115,1 Mio.). Unter Herausrechnung von Umsatzeinflüssen, die aus Veränderungen im Konzernportfolio und Währungseffekten resultierten, wies der bereinigte Konzernumsatz einen Anstieg von 3 % auf EUR 2.167,2 Mio. auf (Vorjahr: EUR 2.100,4 Mio.).
- Das ausgewiesene EBITDA reduzierte sich um 4 % auf EUR 361,5 Mio. (Vorjahr: EUR 377,1 Mio.). Der ausgewiesene Konzerngewinn nahm um 22 % auf EUR 85,9 Mio. ab (Vorjahr: EUR 110,4 Mio.). Nach Bereinigung der Ertragskennzahlen, um im Periodenvergleich verzerrende Einflüsse aus Sondereffekten, zeigte das bereinigte EBITDA eine Steigerung von 2 % auf EUR 398,0 Mio. (Vorjahr: EUR 389,4 Mio.). Der bereinigte Konzerngewinn legte um 7 % auf EUR 177,3 Mio. zu (Vorjahr: EUR 165,8 Mio.).

8.3 Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation für den Neun-Monats-Zeitraum bis zum 30. September 2017 sowie Ausblick für das Geschäftsjahr 2017

In den ersten neun Monaten 2017 wies der STADA Konzern eine gute Geschäftsentwicklung auf. Hierzu trugen vor allem die sehr erfreulichen Entwicklungen im belgischen Generika Segment und russischen Markenprodukt Segment bei. Positiv wirkte sich zudem der im 3. Quartal 2017 erzielte gute Geschäftsverlauf des deutschen Markenprodukt Segments aus. Die Entwicklung der ausgewiesenen Ertragskennzahlen wurde in den ersten neun Monaten 2017 jedoch durch Sondereffekte aufgrund von Beratungsleistungen beeinflusst.

Der ausgewiesene Konzernumsatz erhöhte sich in den ersten neun Monaten 2017 um 10 % auf EUR 1.698,0 Mio. (1-9/2016: EUR 1.541,7 Mio.). Unter Herausrechnung von Umsatzeinflüssen, die auf Veränderungen im Konzern-Portfolio und Währungseffekte zurückzuführen waren, nahm der bereinigte Konzernumsatz um 7 % auf EUR 1.641,1 Mio. zu (EUR 1-9/2016: 1.537,4 Mio.).

Das ausgewiesene EBITDA stieg um 11 % auf EUR 320,3 Mio. (Januar bis September 2016: EUR 289,1 Mio.). Das bereinigte EBITDA wies einen Zuwachs von 16 % auf EUR 347,5 Mio. auf (Januar bis September 2016: EUR 300,6 Mio.). Der ausgewiesene Konzerngewinn zeigte eine Steigerung von 9 % auf EUR 109,2 Mio. (Januar bis September 2016: EUR 100,3 Mio.). Der bereinigte Konzerngewinn legte um 4 % auf EUR 145,4 Mio. zu (Januar bis September 2016: EUR 139,9 Mio.).

Die Vermögens- und Finanzlage des STADA Konzerns verzeichnete in den ersten neun Monaten 2017 eine positive Entwicklung. Die Nettoverschuldung belief sich zum 30. September 2017 auf EUR 1.066,3 Mio. (Januar bis September 2016: EUR 1.118,2 Mio.). Das Verhältnis Nettoverschuldung zum bereinigten EBITDA verbesserte sich in den ersten neun Monaten 2017 bei linearer Hochrechnung des bereinigten EBITDA der ersten neun Monate 2017 auf Jahresbasis auf 2,3 (Januar bis September 2016: 3,0).

STADA ist zuversichtlich, die für das Geschäftsjahr 2017 gesetzten Ziele zu erreichen. Dies belegen auch die guten Ergebnisse der ersten neun Monate 2017 als sich der bereinigte Konzernumsatz um 7 % auf EUR 1.641,1 Mio. erhöhte (Januar bis September 2016: EUR 1.537,4 Mio.), das bereinigte EBITDA um 16 % auf EUR 347,5 Mio. stieg (Januar bis September 2016: EUR 300,6 Mio.) und der bereinigte Konzerngewinn um 4 % auf EUR 145,4 Mio. zunahm (Januar bis September 2016: EUR 139,9 Mio.).

Für das Geschäftsjahr 2017 geht der Vorstand von STADA gegenüber dem Vorjahr unverändert von weiterem Wachstum aus. Dabei sollte ein um Währungs- und Portfolioeffekte bereinigter Konzernumsatz in einer Spanne zwischen EUR 2,280 Mrd. und EUR 2,350 Mrd., ein bereinigtes EBITDA zwischen EUR 430 Mio. und EUR 450 Mio. und ein bereinigter Konzerngewinn zwischen EUR 195 Mio. und EUR 205 Mio. erreicht werden.

Insgesamt wird die künftige Umsatz- und Ertragsentwicklung des STADA Konzerns sowohl durch wachstumsfördernde als auch herausfordernde Rahmenbedingungen gekennzeichnet sein. Angesichts der eingeleiteten Änderungsprozesse und der neuausgerichteten Unternehmenskultur, der Umsetzung der zahlreichen Initiativen im Rahmen der weiterentwickelten Unternehmensstrategie sowie der strategischen Erfolgsfaktoren sollten jedoch die positiven Aussichten überwiegen.

9. Mitarbeiter und Mitbestimmung

9.1 Mitarbeiter

Der STADA Konzern beschäftigte zum 31. Dezember 2016 weltweit 10.923 Arbeitnehmer und zum 30. September 2017 11.117 Arbeitnehmer. Im 12-monatigen Durchschnitt waren im Geschäftsjahr 2016 1.164 Mitarbeiter in Deutschland beschäftigt, wovon ca. 158 gewerbliche Mitarbeiter waren, deren Tätigkeit typischerweise von Handarbeit/körperlicher Arbeit geprägt und oftmals durch einen Stundenlohn vergütet wurde. Von den 1.164 Mitarbeitern in Deutschland waren durchschnittlich 908 am Konzernsitz in Bad Vilbel beschäftigt. An den ausländi-

schen Konzernstandorten der Unternehmensgruppe waren durchschnittlich 9.675 Mitarbeiter angestellt.

9.2 Mitbestimmung

Der Aufsichtsrat von STADA besteht aus neun Mitgliedern, von denen drei Mitglieder nach den Bestimmungen des Drittelbeteiligungsgesetzes von den Arbeitnehmern gewählt werden.

II. Nidda Healthcare

1. Überblick

Nidda Healthcare und Nidda Holding sind mittelbare Tochtergesellschaften der Nidda Topco S.à r.l. mit Sitz in Luxemburg. Gesellschafter der Nidda Topco S.à r.l. sind Universe Luxembourg S.C.A. und Ciddan S.à r.l. mit einer Kapital- und Stimmeteiligung in Höhe von jeweils 50 %, die ihr Verhalten auf der Grundlage des Konsortialvertrags und der Gesellschaftervereinbarung (siehe unter Ziffern A, B.II.5.1 und B.II.5.3) abstimmen. Universe Luxembourg S.C.A. ist eine mittelbare Tochtergesellschaft der Bain Capital Investors, LLC. Ciddan S.à r.l. ist eine mittelbare Tochtergesellschaft der Cinven (Luxco 1) S.A.

2. Rechtsform, Sitz, Unternehmensgegenstand, Stammkapital, Geschäftsjahr

Nidda Healthcare ist eine am 25. August 2017 nach deutschem Recht gegründete und durch Eintragung im Handelsregister am 7. September 2017 entstandene Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in Frankfurt am Main, Deutschland. Sie ist im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 109528 eingetragen. Ihre inländische Geschäftsanschrift lautet c/o Intertrust (Deutschland) GmbH, Grüneburgweg 58-62, 60322 Frankfurt am Main.

Unternehmensgegenstand von Nidda Healthcare ist die Verwaltung eigenen Vermögens sowie der Erwerb, die Veräußerung, das Halten und die Verwaltung von Beteiligungen an anderen Unternehmen mit Aktivität im Gesundheitsmarkt im In- und Ausland. Ausgenommen vom Unternehmensgegenstand sind Bankgeschäfte oder erlaubnispflichtige Finanzdienstleistungen nach dem Kreditwesengesetz.

Das Stammkapital von Nidda Healthcare beträgt EUR 25.000,00 und ist in 25.000 Geschäftsanteile mit den laufenden Nummern 1 bis 25.000 mit einem Nennbetrag von jeweils EUR 1,00 eingeteilt. Das Stammkapital ist vollständig eingezahlt. Alleingesellschafterin ist die Nidda Holding.

Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.

3. Organe und Vertretung

Gemäß § 6 Abs. 1 des Gesellschaftsvertrags von Nidda Healthcare besteht die Geschäftsführung aus einer oder mehreren Personen, die von der Gesellschafterversammlung bestellt und abberufen werden. Gemäß § 7 Abs. 1 ihres Gesellschaftsvertrags wird Nidda Healthcare – sofern nur ein Geschäftsführer bestellt ist – durch einen Geschäftsführer und im Übrigen durch zwei Geschäftsführer gemeinsam oder durch einen Geschäftsführer zusammen mit einem Prokuristen vertreten.

Seit der Gründung der Nidda Healthcare am 25. August 2017 ist Herr Andreas Grundhöfer als alleiniger Geschäftsführer mit der Befugnis zur Einzelvertretung bestellt. Darüber hinaus ist er von den Beschränkungen des § 181 BGB befreit.

Nidda Healthcare verfügt weder über einen Aufsichtsrat noch ein dem Aufsichtsrat entsprechendes Organ.

4. Geschäftstätigkeit

Die Geschäftstätigkeit von Nidda Healthcare besteht in der Verwaltung eigenen Vermögens sowie im Erwerb, der Veräußerung, dem Halten und der Verwaltung von Beteiligungen an anderen Unternehmen mit Aktivität im Gesundheitsmarkt im In- und Ausland.

Nidda Healthcare hält zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts 40.695.213 STADA Aktien, was ca. 65,28 % des Grundkapitals und der Stimmrechte an STADA entspricht.

Des Weiteren hält die Nidda Healthcare 100 % der Geschäftsanteile an der Nidda Healthcare Beteiligungserwerbs- und -verwaltungs GmbH (**Nidda Healthcare Beteiligung**). Diese ist im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 110372 eingetragen. Ihre inländische Geschäftsanschrift lautet c/o Intertrust (Deutschland) GmbH, Grüneburgweg 58-62, 60322 Frankfurt am Main.

Die Geschäftstätigkeit von Nidda Healthcare Beteiligung ist die Verwaltung eigenen Vermögens, sowie der Erwerb, die Veräußerung, das Halten und die Verwaltung von Beteiligungen an anderen Unternehmen mit Aktivität im Gesundheitsmarkt im In- und Ausland mit Ausnahme einer Beteiligung an STADA.

Bain Capital und Cinven planen, ihr Portfolio im Gesundheitsmarkt zukünftig zu erweitern, wobei mögliche Zukäufe über Nidda Healthcare Beteiligung erfolgen sollen.

5. Gesellschafterstruktur

Eine vereinfachte Übersicht der mit Nidda Healthcare verbundenen Unternehmen (der **Nidda Konzern**) wird diesem Vertragsbericht als Anlage 2 beigelegt:

- Alleinige Gesellschafterin der Nidda Healthcare ist die Nidda Holding, eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach deutschem Recht mit Sitz in Frankfurt am Main und eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 109897.
- Alleinige Gesellschafterin der Nidda Holding ist die Nidda Bond-Co GmbH, eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach deutschem Recht mit Sitz in Frankfurt am Main und eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 110003.
- Alleinige Gesellschafterin der Nidda BondCo GmbH ist die Nidda German Midco GmbH, eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach deutschem Recht mit Sitz in Frankfurt am Main und eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 110001.

- Alleinige Gesellschafterin der Nidda German Midco GmbH ist die Nidda German Topco GmbH, eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach deutschem Recht mit Sitz in Frankfurt am Main und eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 110007.
- Alleinige Gesellschafterin der Nidda German Topco GmbH ist die Nidda Midco S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*société à responsabilité limitée*) nach luxemburgischem Recht mit Sitz in Luxemburg und eingetragen im Handels- und Unternehmensregister von Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés*) unter der Registernummer B213313.
- Alleinige Gesellschafterin der Nidda Midco S.à r.l. ist die Nidda Topco S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*société à responsabilité limitée*) nach luxemburgischem Recht mit Sitz in Luxemburg und eingetragen im Handels- und Unternehmensregister von Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés*) unter der Registernummer B213311.
- Gesellschafter der Nidda Topco S.à r.l. sind Universe Luxembourg S.C.A., eine Kommanditgesellschaft auf Aktien (*société en commandite par actions*) nach luxemburgischem Recht mit Sitz in Luxemburg und eingetragen im Handels- und Unternehmensregister von Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés*) unter der Registernummer B212953, und Ciddan S.à r.l., eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*société à responsabilité limitée*) nach luxemburgischem Recht mit Sitz in Luxemburg und eingetragen im Handels- und Unternehmensregister von Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés*) unter der Registernummer B213741. Universe Luxembourg S.C.A. und Ciddan S.à r.l. halten jeweils 50 % der Geschäftsanteile und der Stimmrechte an der Nidda Topco S.à r.l. und stimmen ihr Verhalten auf der Grundlage des Konsortialvertrags (siehe unter Ziffern A, B.II.5.1 und B.II.5.3) im Sinne einer Mehrmütterschaft ab.
- Unmittelbare und mittelbare Gesellschafter der Universe Luxembourg S.C.A. sind verschiedene Funds- und Verwaltungsgesellschaften der Bain Capital Funds sowie einzelne Gesellschafter mit Minderheitsanteilen, die keinen beherrschenden Einfluss ausüben. Die Funds- und Verwaltungsgesellschaften der Bain Capital Funds werden von der Bain Capital Investors, LLC, einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*limited liability company*) nach dem Recht des Bundesstaates Delaware, Vereinigte Staaten von Amerika, mit Sitz in Wilmington, Delaware, Vereinigte Staaten von Amerika, beherrscht.
- Unmittelbare und mittelbare Gesellschafter der Ciddan S.à r.l. sind verschiedene Funds- und Verwaltungsgesellschaften des Sixth Cinven Fund sowie einzelne Gesellschafter mit Minderheitsbeteiligung ohne beherrschenden Einfluss. Die Funds- und Verwaltungsgesellschaften des Sixth Cinven Fund werden von der Cinven (Luxco 1) S.A., einer Aktiengesellschaft (*société anonyme*) nach luxemburgischem Recht mit Sitz in Luxem-

burg und eingetragen im Handels- und Unternehmensregister von Luxemburg (*Registre de Commerce et des Sociétés*) unter der Registernummer B163382, beherrscht. Bei der unmittelbaren Tochtergesellschaft der Cinven (Luxco 1) S.A., der Cinven Capital Management (VI) General Partner Limited, einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach dem Recht von Guernsey mit Sitz in St. Peter Port, Guernsey, und eingetragen im Unternehmensregister (*registry of companies*) von Guernsey, handelt es sich um den Funds-Manager bestimmter Gesellschaften des Sixth Cinven Funds im Sinne einer Kapitalverwaltungsgesellschaft.

5.1 Konsortialvertrag

Im Konsortialvertrag (siehe auch oben unter Ziffer A) verpflichten sich Bain Capital und Cinven unter anderem zur gegenseitigen Unterstützung beim Erwerb von STADA. Alle Entscheidungen betreffend das Übernahmeangebot werden von Bain Capital und Cinven gemeinsam getroffen. Weiterhin verpflichtet der Konsortialvertrag zur Gründung einer Gesellschaft, an der Bain Capital und Cinven zu jeweils 50 % beteiligt sind. Diese Verpflichtung wurde mit Gründung der Nidda Topco S.à r.l. erfüllt. Diesbezüglich wurde zusätzlich eine Gesellschaftervereinbarung geschlossen, die die begründete Mehrmütterschaft weiter konkretisiert (dazu Ziffer B.II.5.3).

5.2 Informationen über die Konsortialpartner

(i) Bain Capital

Bain Capital wurde im Jahr 1984 gegründet und arbeitet seitdem mit den Führungskräften von Portfoliounternehmen zusammen und stellt diesen in enger Zusammenarbeit strategisch wichtige Ressourcen zur Verfügung. Das weltweite Team von etwa 220 Investment-Experten schafft Mehrwert für Unternehmen durch eine globale Plattform sowie umfassende Expertise in Schlüsselbranchen, wie etwa dem Gesundheitswesen, Konsumgüter (FMCG), Finanzdienstleistungen, Industrie und Technologie, Medien und Telekommunikation (TMT). Diese gemeinsame globale Plattform sowie die gebündelte Expertise unterstützt Unternehmen darin, Chancen in strategischen Kernbereichen besser wahrzunehmen.

Bain Capital verfügt über Büros in Boston, Chicago, New York, Palo Alto, San Francisco, Dublin, London, Luxemburg, München, Melbourne, Mumbai, Hongkong, Shanghai, Sydney und Tokio. Bis heute hat Bain Capital in mehr als 300 Unternehmen investiert. Zusätzlich investiert Bain Capital auch über den Bereich Private Equity hinaus in verschiedene Anlageklassen, darunter Kreditengagements, Aktien und Wagniskapital (Venture Capital). Insgesamt verwaltet Bain Capital ein Vermögen von rund USD 75 Milliarden.

Weitere Informationen sind über die Internetseite von Bain Capital ist unter <http://www.baincapitalprivateequity.com> abrufbar.

(ii) Cinven

Cinven ist eine führende internationale Beteiligungsgesellschaft, die sich auf den Aufbau von dynamisch wachsenden europäischen und globalen Unternehmen fokussiert. Die von Cinven beratenen Fonds konzentrieren sich auf sechs Branchen: Gesundheitswesen, Dienstleistungen, Finanzdienstleistungen, Industrie, Konsumgüter sowie Technologie, Medien und Telekommunikation (TMT). Cinvens Ansatz ist geprägt von strategischer Verantwortung für die Portfoliounternehmen, deren Mitarbeiter, Zulieferer, das lokale Gemeinwesen, die Umwelt und die Gesellschaft. Dazu werden Portfoliounternehmen unter Einsatz bewährter Wachstumsstrategien gezielt weiterentwickelt, um so Wert zu generieren.

Cinven unterhält Büros in wichtigen Zentren wie Frankfurt, London, Paris, Mailand, Madrid, Guernsey, Hongkong und New York. Seit ihrer Gründung im Jahr 1988 hat die Cinven Gruppe über ihre Fonds rund EUR 90 Milliarden in 120 Unternehmen investiert. Derzeit verwaltet Cinven ein Vermögen von mehr als EUR 15 Milliarden.

Weitere Informationen sind über die Internetseite von Cinven ist unter <http://www.cinven.com> abrufbar.

5.3 Gesellschaftervereinbarung

Im Hinblick auf die gleichberechtigte Beteiligung Bain Capitals und Cinvens in Höhe von 50 % an der Nidda Topco S.à r.l. haben deren unmittelbare Gesellschafter, die Universe Luxembourg S.C.A. (eine mittelbar beherrschte Tochtergesellschaft von Bain Capital) und die Ciddan S.à r.l. (eine mittelbar beherrschte Tochtergesellschaft von Cinven) unter Beteiligung der Nidda Topco S.à r.l. am 21. August 2017 eine Gesellschaftervereinbarung (**Gesellschaftervereinbarung**) abgeschlossen.

Die Gesellschaftervereinbarung konkretisiert die Corporate Governance-Struktur für die gemeinsam von Bain Capital und Cinven kontrollierte Nidda Topco S.à r.l. und regelt den rechtlichen Rahmen für die Ausübung von Stimmrechten aus den Aktien der STADA. Insbesondere enthält die Gesellschaftervereinbarung einen Katalog von Angelegenheiten, die der beidseitigen Zustimmung von Bain Capital und Cinven bedürfen. Hierzu gehören unter anderem die Änderung der gesellschaftsrechtlichen Dokumente eines Konzernunternehmens zum Nachteil von Bain Capital oder Cinven, die materielle Änderung der Geschäftstätigkeit der abhängigen Unternehmen sowie die Durchführung von Kapitalmaßnahmen oder Gewinnausschüttungen in einem abhängigen Unternehmen und folglich jegliche Angelegenheiten, die die Bestimmung der Finanz- und Geschäftspolitik der STADA betrifft.

6. Ergebnissituation und Vermögenslage der Nidda Healthcare

Das erste Geschäftsjahr der Nidda Healthcare ist – bedingt durch ihre Entstehung am 7. September 2017 – ein Rumpfgeschäftsjahr, das erst mit Ablauf des 31. Dezember 2017 enden wird. Dementsprechend existiert zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts noch kein Jahresabschluss für das am 31. Dezember 2017 ablaufende Geschäftsjahr.

Das Stammkapital von Nidda Healthcare wurde im Wege der Sacheinlage durch Einbringung von 40.207.789 STADA Aktien durch die Nidda Holding erbracht. Am 25. August 2017 hatten diese STADA Aktien einen Wert von ca. EUR 2.649 Mio. Zudem erbrachte die Nidda Holding mit weiteren 487.424 STADA Aktien eine erneute Sacheinlage in Nidda Healthcare, sodass die Nidda Holding insgesamt 40.695.213 STADA Aktien in Nidda Healthcare einbrachte (siehe dazu ausführlich Ziffern A und B.II.8.1). Zum Datum dieses Vertragsberichts hält Nidda Healthcare 40.695.213 STADA Aktien, was einer Beteiligungsquote von rund 65,28 % entspricht.

Nidda Holding hat die Nidda Healthcare am 1. September 2017 ein Gesellschafterdarlehen in Höhe von EUR 650 Mio. gewährt, welches Nidda Healthcare am 5. September 2017 in Höhe von EUR 21.537.114,84 zurückbezahlte. Demzufolge valuiert das Gesellschafterdarlehen zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts in Höhe von EUR 628.462.885,16. Die Nidda Healthcare hatte zum 30. September 2017 ein Eigenkapital von EUR 2.054.684.799,00.

7. Finanzielle Ausstattung von Nidda Healthcare zur Erfüllung ihrer Verbindlichkeiten aus dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

Vor der Unterzeichnung dieses Vertragsberichts haben der Vorstand von STADA und die Geschäftsführung der Nidda Healthcare geprüft, ob Nidda Healthcare in der Lage sein wird, ihre Zahlungsverpflichtungen aus dem Vertrag zu erfüllen. Auf der Grundlage der derzeitigen wirtschaftlichen, finanziellen und vertraglichen Verhältnisse von Nidda Healthcare sind der Vorstand von STADA und die Geschäftsführung von Nidda Healthcare zu dem Ergebnis gelangt, dass Nidda Healthcare in der Lage sein wird, ihre Verbindlichkeiten aus dem Vertrag zu erfüllen.

Der Vorstand von STADA und die Geschäftsführung von Nidda Healthcare haben sich dabei im Wesentlichen auf folgende Gesichtspunkte gestützt:

Die künftigen Zahlungsverpflichtungen von Nidda Healthcare unter dem Vertrag sind die Zahlung des Ausgleichs nach § 4 Abs. 2 des Vertrags, der Abfindung nach § 5 Abs. 1 des Vertrags und, soweit überhaupt relevant, die Verlustausgleichspflicht nach § 3 des Vertrags.

Zum Zeitpunkt des Abschlusses des Vertrags halten außenstehende STADA Aktionäre 21.562.916 STADA Aktien (62.342.440 ausgegebene STADA Aktien abzüglich 84.311 eigene von STADA gehaltene Aktien sowie 40.695.213 von Nidda Healthcare gehaltene STADA Aktien). Nach § 5 Abs. 1 des Vertrags bietet die Nidda Healthcare den außenstehenden STADA Aktionären eine Abfindung in Höhe von EUR 74,40 pro STADA Aktie gegen Erwerb ihrer STADA Aktien an (dazu Ziffer D.I.5). Demgemäß beläuft sich der maximale Finanzierungsbetrag der Nidda Healthcare im Hinblick auf die Barabfindung auf EUR 1.604.280.950,40. Weiterhin leistet die Nidda Healthcare gemäß § 4 Abs. 2 des Vertrags den außenstehenden STADA Aktionären während der Vertragslaufzeit eine jährliche feste Ausgleichszahlung in Höhe von brutto EUR 3,82 je STADA Aktie (dazu Ziffer D.I.4). Demgemäß beläuft sich der maximale Finanzierungsbetrag für die Nidda Healthcare im Hinblick auf die Ausgleichszahlung während der Vertragslaufzeit auf jährlich brutto EUR 82.370.339,12 (bzw. nach gegenwärtig geltenden Körper-

schaftssteuersatz inklusive Solidaritätszuschlag netto EUR 76.117.093,48). Zu berücksichtigen ist, dass an diejenigen außenstehenden STADA Aktionäre, die von ihrem Recht Gebrauch machen, gegen angemessene Barabfindung aus der STADA auszuschcheiden, keine Ausgleichszahlung mehr zu leisten sein wird.

Die derzeitige Eigenkapitalausstattung der Nidda Healthcare umfasst ein Stammkapital von EUR 25.000,00 und Kapitalrücklagen in Höhe von EUR 2.054.659.799,00. Für die Zahlung des Ausgleichs steht nach Wirksamwerden der Gewinnabführungspflicht aus dem Vertrag der gesamte Gewinn von STADA zur Verfügung (siehe Ziffer D.I.2). Für die Zahlung der Abfindung kann auch der abgeführte Gewinn genutzt werden. Sofern der abgeführte Gewinn für die Zahlung der Abfindung nicht ausreicht, können Kreditlinien und Zusagen über die Zuführung von Eigenkapital beansprucht werden. Nach eingehender Prüfung ist der Vorstand von STADA zu dem Ergebnis gelangt, dass die Finanzierungsmaßnahmen zur Erfüllung der Verbindlichkeiten aus dem Vertrag beansprucht werden können.

Zum einen haben sich Universe Luxembourg S.C.A. (eine mittelbar beherrschte Tochtergesellschaft von Bain Capital) und Ciddan S.à r.l. (eine mittelbar beherrschte Tochtergesellschaft von Cinven) in der Gesellschaftervereinbarung verpflichtet, der Nidda Topco S.à r.l., der mittelbaren Muttergesellschaft der Nidda Healthcare, unmittelbar oder mittelbar einen Betrag von bis zu EUR 3 Mrd. in Form von Eigenkapital und/oder Gesellschafterdarlehen oder ähnlichen Instrumenten zur Verfügung zu stellen (Eigenkapitalzusagen), der unter anderem dazu dient, den Erwerb von STADA Aktien, d.h. auch zur Zahlung des Ausgleichs, zu finanzieren. Von diesen Eigenkapitalzusagen steht noch ein Betrag von rund EUR 1,3 Mrd. zur Verfügung. Außerdem kann die Nidda Healthcare Kreditzusagen in Anspruch nehmen, um ihre Verpflichtungen aus dem Vertrag zu erfüllen. Die Nidda Healthcare kann die folgenden Mittel zum Erwerb von STADA Aktien, d.h. auch zur Zahlung des Ausgleichs, in Anspruch nehmen: (i) rund EUR 831 Mio. an abrufbaren Mitteln unter einem ursprünglich EUR 1.165 Mio. betragenden langfristigen Darlehen mit einer Laufzeit bis 2024 (*Senior Secured Term Facility*) und (ii) rund GBP 260 Mio. (was umgerechnet rund EUR 295 Mio. entspricht) an abrufbaren Mitteln aus einem weiteren, bisher nicht in Anspruch genommenen langfristigen Darlehen mit einer Laufzeit bis 2024 (*Senior Secured Term Facility*). Weiterhin kann die Nidda Healthcare die folgenden Mittel zur Erfüllung all ihrer Verbindlichkeiten aus dem Vertrag in Anspruch nehmen: (i) rund EUR 232 Mio. an treuhänderisch verwalteten Erlösen aus von der Nidda Holding begebenen Anleihen mit einer Laufzeit bis 2024 (*Senior Secured Notes*) und (ii) rund EUR 387 Mio. an abrufbaren Mitteln unter einem ursprünglich EUR 400 Mio. betragenden revolvingierenden Darlehen (*Senior Secured Revolving Facility*). Abgeführte Gewinne sowie diese Eigen- und Fremdmittel müssen auch genutzt werden, wenn Nidda Healthcare zum Verlustausgleich gemäß § 3 des Vertrags verpflichtet ist. Es bestehen derzeit keine Anhaltspunkte dafür, dass in den kommenden Jahren ausgleichspflichtige Verluste entstehen werden. Der STADA Konzern hatte in dem am 31. Dezember 2016 endenden Geschäftsjahr einen bereinigten Konzerngewinn von

ca. EUR 177,3 Mio. und zum Ablauf des 30. September 2017 einen bereinigten Konzerngewinn von EUR 145,4 Mio.

8. Übernahmeangebot und weitere Beteiligungserwerbe der Nidda Healthcare

Die Angebotsbedingungen des Ursprünglichen Übernahmeangebots, das am 27. April 2017 veröffentlicht wurde, wurden nicht erfüllt und das Angebot daher nicht vollzogen. Nachdem am 10. Juli 2017 die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ihre Zustimmung gemäß § 26 Abs. 2 WpÜG zu einem erneuten freiwilligen Übernahmeangebot durch die Nidda Holding vor Ablauf der einjährigen Sperrfrist erteilte, veröffentlichte die Nidda Holding am 10. Juli 2017 ihre Absicht zur Abgabe des Übernahmeangebots an die STADA Aktionäre.

8.1 Übernahmeangebot und weitere Aktienerwerbe

Am 19. Juli 2017 veröffentlichte Nidda Holding das Übernahmeangebot an die STADA Aktionäre zum Erwerb sämtlicher STADA Aktien zu einem Angebotspreis von EUR 66,25 je STADA Aktie, einschließlich einer Erhöhung von EUR 0,72 je STADA Aktie, sofern der Vollzug des Übernahmeangebots vor dem Tag, an dem die Hauptversammlung von STADA über die Verwendung des Bilanzgewinns für das Geschäftsjahr 2016 beschließt, stattfindet. Vorstand und Aufsichtsrat von STADA haben in der am 24. Juli 2017 veröffentlichten begründeten Stellungnahme ausgeführt, dass sie in der Gesamtbewertung die von der Nidda Holding angebotene Gegenleistung für fair und angemessen halten.

Der Vollzug des Übernahmeangebots stand unter anderem unter der Bedingung, dass mit Ablauf der Annahmefrist am 16. August 2017 eine Mindestannahmeschwelle von 63 %, dementsprechend 39.222.621 zum Verkauf eingereichte STADA Aktien, erreicht wird. Mit Ablauf der Annahmefrist wurden insgesamt 39.749.517 bzw. 63,77 % der ausgegebenen STADA Aktien zum Verkauf eingereicht, wodurch die Mindestannahmeschwelle erreicht wurde. Die zustande gekommenen Kaufverträge wurden am 22. August 2017 entsprechend den Bedingungen des Übernahmeangebots erfüllt, wodurch Nidda Holding Eigentum an diesen STADA Aktien erhielt.

Die weitere Annahmefrist für das Übernahmeangebot endete zum Ablauf des 1. September 2017. Mit Ablauf der weiteren Annahmefrist wurden weitere 66.813 bzw. 0,11 % der ausgegebenen STADA Aktien zum Verkauf eingereicht. Die zustande gekommenen Kaufverträge wurden am 15. September 2017 erfüllt, wodurch Nidda Holding Eigentum an diesen weiteren STADA Aktien erhielt.

Zwischen dem 21. August 2017 und dem 23. August 2017 hat die Nidda Holding weitere STADA Aktien über die Börse erworben, nämlich 443.208 STADA Aktien am 21. August 2017, 15.064 STADA Aktien am 22. August 2017 und 420.611 STADA Aktien am 23. August 2017.

8.2 Einbringung der STADA Aktien in Nidda Healthcare

Der Gesellschaftsvertrag von Nidda Healthcare sieht vor, dass die Nidda Holding die zum Gründungszeitpunkt am 25. August 2017 bereits in ihrem Eigentum stehenden 40.207.789 STADA Aktien – sich zusammensetzend aus den im Rahmen des Übernahmeangebots zum Verkauf angedienten 39.749.517 STADA Aktien sowie den über die Börse am 21. August 2017 erworbenen 443.208 STADA Aktien und den am 22. August 2017 erworbenen 15.064 STADA Aktien – als Sacheinlage einbringt. Mit Einbringungsvertrag vom selben Tag hat die Nidda Holding folglich 40.207.789 STADA Aktien an die Nidda Healthcare übertragen.

Die von der Nidda Holding am 23. August 2017 über die Börse erworbenen 420.611 STADA Aktien wurden mit Einbringungsvertrag vom 28. August 2017 an Nidda Healthcare übertragen.

Die der Nidda Holding bis zum Ablauf der weiteren Angebotsfrist am 15. September 2017 zum Erwerb angebotenen 66.813 STADA Aktien wurden an die Nidda Healthcare mit Einbringungsvertrag vom selben Tag übertragen.

8.3 Mögliche Erwerbe außerhalb des Abfindungsangebots

Nidda Healthcare behält sich vor, jederzeit im Rahmen des rechtlich Zulässigen weitere STADA Aktien auch außerhalb des vertraglichen Abfindungsangebots gemäß § 5 des Vertrags (dazu Ziffer D.I.5) unmittelbar oder mittelbar über die Börse zu erwerben.

C. Gründe für den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

I. Wirtschaftliche und rechtliche Gründe

1. Ziel der Stärkung und des Wachstums des STADA Konzerns

Der Vertrag wird eine engere und effektive Zusammenarbeit zwischen STADA und ihrer Mehrheitsaktionärin Nidda Healthcare sowie den von Bain Capital und Cinven kontrollierten Gesellschaften ermöglichen.

Das vertragliche Weisungsrecht erlaubt es der Geschäftsführung von Nidda Healthcare, eine einheitliche Leitung im Konzerninteresse und einheitliche Konzernstrukturen sowie Strategien auch gegenüber STADA durchzusetzen. Dies wiederum ist eine wesentliche Voraussetzung für die beabsichtigte Zusammenarbeit zwischen Nidda Healthcare und STADA.

Nach Abschluss des Vertrags soll daher STADA anhand des mit dem neuen Management zu entwickelndem Geschäftsplan weiterentwickelt werden. Auf der Grundlage des Vertrags haben sich STADA und Nidda Healthcare zum Ziel gesetzt, die Position von STADA im weltweiten Wettbewerb zu stärken und auszubauen. Bain Capital und Cinven möchten dies durch ihre umfangreiche Branchenexpertise, ihr weltweites Netzwerk gerade im Gesundheitswesen und ihre langjährige Erfahrung und damit verbundene Erfolgshistorie bei der Umsetzung von Wachstumsstrategien in Unternehmen in Schlüsselbranchen im Allgemeinen und

im Gesundheitswesen im Besonderen erreichen. Dies soll STADA ermöglichen, in effizienter Weise weltweit ein größeres und stärkeres Kerngeschäft zu erzeugen.

Der Mehrwert für STADA wird in der Unterstützung des Managements von STADA durch die Nidda Holding-Struktur und damit in der Nutzung des Potentials von Bain Capital und Cinven liegen. Der Vorstand von STADA soll insbesondere dabei unterstützt werden, die bereits eingeleitete umfangreiche strategische Weiterentwicklung von STADA und die Umsetzung des Transformationsprozesses erfolgreich fortzusetzen, etwa bei:

- der Optimierung der Konzernstruktur und ihrer Segmente Markenprodukte und Generika,
- der Bereinigung des Produktportfolios von Produkten, die nach Kosten-Nutzen-Erwägungen nicht zu einer angemessenen Profitabilität beitragen,
- der Entwicklung und der internationalen Lancierung attraktiver Markenprodukte, wofür bereits sieben Markenprodukte identifiziert wurden,
- der Erschließung neuer Wachstumsmärkte, etwa den Bereich der Nahrungsergänzungsmittel oder der Generika,
- der Entwicklung eines Plans für Wachstum durch strategische Akquisitionen, Strategie für M&A-Transaktionen (Umsetzung, Finanzierung und Integration) und Identifizierung von möglichen Zielunternehmen für M&A-Transaktionen zur Stärkung des Wachstums.

Insbesondere die große Erfahrung von Bain Capital und Cinven im Bereich des Gesundheitswesens sowie im Hinblick auf M&A-Prozesse und die Optimierung von Konzernstrukturen sollen dabei helfen, das große Potential von STADA mittel- und langfristig zu heben.

2. Grenzen und Beschränkungen der Zusammenarbeit im derzeitigen faktischen Konzernverhältnis

Aufgrund der Mehrheitsbeteiligung von Nidda Healthcare an STADA besteht derzeit zwischen STADA und Nidda Healthcare ein faktisches Konzernverhältnis. Dasselbe gilt mittelbar im Verhältnis zu den von Bain Capital und Cinven gehaltenen Gesellschaften des Nidda Konzerns wie in Anlage 2 aufgeführt. Der Steuerung und Koordinierung von Aktivitäten sind im faktischen Konzernverhältnis enge Grenzen gesetzt. Der Vorstand von STADA ist nach § 76 Abs. 1 AktG weiterhin verpflichtet, STADA in eigener Verantwortung zu leiten. Greift die Einflussnahme in die eigenverantwortliche Leitung des Vorstands von STADA ein und führt sie zu einem Nachteil für STADA, darf der Vorstand von STADA sie nur befolgen, sofern die durch die Einflussnahme begründeten Nachteile durch Nidda Healthcare oder das einflussnehmende Unternehmen des Nidda Konzerns ausgeglichen werden, § 311 Abs. 1 AktG. Ein solcher Nachteilsausgleich hat bis zum Ende des Geschäftsjahres von STADA, in dem die nachteilige Einflussnahme vorgenommen wurde und damit in einem zeitlich engen Rahmen, zu erfolgen, und zwar in Form eines tatsächlichen Ausgleichs oder der Gewähr eines entsprechenden Rechtsan-

spruchs, § 311 Abs. 2 AktG. Lässt sich der Nachteil nicht quantifizieren und deshalb auch nicht ausgleichen, darf der Vorstand von STADA die Maßnahme oder das Rechtsgeschäft nicht durchführen. Deswegen hat der Vorstand von STADA bei jeder erfolgten bzw. unterlassenen Maßnahme und jedem Rechtsgeschäft von STADA, das auf Veranlassung oder im Interesse von Nidda Healthcare erfolgte bzw. unterlassen wurde, zu prüfen, ob die Einflussnahme rechtlich zulässig ist und ob sie zu Nachteilen für STADA führt. Eine solche Einzelfallprüfung kann umfangreiche Analysen erfordern und die Vorstandsressourcen stark einbinden, ohne dass die Prüfung in jedem Fall zu einem absolut rechtssicheren Ergebnis führt. In vielen Fällen, insbesondere bei Maßnahmen mit langfristiger Zielsetzung ist es sehr schwierig festzustellen, ob die Maßnahme nachteilig ist. Kurzfristige nachteilige Effekte können durch langfristige positive ausgeglichen werden. Ob und inwieweit die positiven Effekte eintreten, ist aber oft unklar. Der Vorstand von STADA hat auch immer die Interessen der Minderheitsaktionäre zu berücksichtigen.

Ferner sind in einem faktischen Konzernverhältnis sämtliche Maßnahmen und Rechtsgeschäfte, die mit dem herrschenden Unternehmen oder einem mit ihr verbundenen Unternehmen oder auf Veranlassung oder im Interesse dieser Unternehmen vorgenommen wurden, im Einzelnen zu dokumentieren. Der Vorstand von STADA hat über sie in einem jährlichen sogenannten Abhängigkeitsbericht unter Bezifferung etwaiger nachteiliger Auswirkungen zu berichten (§ 312 AktG). Der Abhängigkeitsbericht ist sodann von einem Abschlussprüfer und hiernach auch vom Aufsichtsrat von STADA zu prüfen (§ 313, § 314 AktG).

All diese Regelungen führen auf beiden Seiten, insbesondere aber auf Seiten von STADA als abhängigem Unternehmen, zu erheblichem Einsatz von Zeit und finanziellen sowie personellen Ressourcen. Denn allen Maßnahmen und Rechtsgeschäften von STADA, die von Nidda Healthcare oder von einem mit ihr verbundenen Unternehmen veranlasst oder in ihrem Interesse vorgenommen oder unterlassen werden, – seien es solche mit Nidda Healthcare oder mit Dritten – müssen unter Einbeziehung von Vorstand als auch anderer Abteilungen von STADA geprüft werden (z.B. Rechtsabteilung, Rechnungswesen und Steuern oder Unternehmensfinanzierung), um die Einhaltung der im faktischen Konzernverhältnis geltenden Regeln sicherzustellen. Neben der Bindung von Ressourcen und der nicht absolut herzustellenden Rechtssicherheit führt dieser notwendige Prüfungsschritt auch zu Verzögerungen in der beabsichtigten Zusammenarbeit zwischen dem STADA Konzern und dem Nidda Konzern. Dadurch wird die zügige und effiziente Umsetzung von dringlichen, aber auch von im gemeinsamen Interesse liegenden unternehmerischen Entscheidungen erschwert.

Ebenfalls bereitet die Feststellung des Nachteilsausgleichs, insbesondere die Quantifizierung und die Ermittlung von Art und Umfang der Ausgleichsfähigkeit des Nachteils, in der Regel praktische Schwierigkeiten. Solche Schwierigkeiten treten regelmäßig bei Maßnahmen und Rechtsgeschäften, die über den bloßen Austausch von Leistung und Gegenleistung (z.B. Bezug von Waren oder Erbringung von Dienstleistungen) hinausgehen oder für deren Gegenleistung ein Marktpreis nicht

(hinreichend sicher) ermittelt werden kann. Solche Maßnahmen können beispielsweise bei einem Austausch von Know-how und geschäftlichen Informationen bestehen. In diesen Fällen ist es in der Praxis schwierig, wenn nicht gar oftmals unmöglich, etwaige Nachteile bzw. korrespondierende Vorteile des abhängigen Unternehmens zu quantifizieren und auszugleichen. Dies hat zur Folge, dass derartige Maßnahmen im faktischen Konzernverhältnis nicht mit hinreichender rechtlicher Sicherheit möglich sind und nur mit erheblichem Prüfungs- und Dokumentationsaufwand durchgeführt werden können bzw. ganz zu unterbleiben haben.

3. Schaffung eines Vertragskonzerns durch Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

Diese in einem faktischen Konzernverhältnis bestehenden Schwierigkeiten werden bei Bestehen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vermieden, da hierdurch eine vertragliche Basis für die beabsichtigte enge Zusammenarbeit geschaffen wird. In einem Vertragskonzern finden die Bestimmungen über einen Einzelausgleich für nachteilige Rechtsgeschäfte und Maßnahmen, die vom herrschenden Unternehmen oder einem mit ihm verbundenen Unternehmen veranlasst oder in ihrem Interesse vorgenommen oder unterlassen wurden, keine Anwendung. Insbesondere hat die herrschende Vertragspartei aufgrund des die Beherrschung betreffenden Vertragsteils das Recht, den Vorstand der abhängigen Gesellschaft unmittelbar anzuweisen, Maßnahmen oder Rechtsgeschäfte im Interesse der herrschenden Vertragspartei oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens vorzunehmen. Dies gilt selbst dann, wenn derartige Maßnahmen oder Rechtsgeschäfte für das abhängige Unternehmen isoliert betrachtet nachteilig sein sollten (§ 308 AktG), die Nachteile nicht innerhalb desselben Geschäftsjahres ausgeglichen werden können und/oder eine genaue Quantifizierung der Nachteile nicht möglich ist. Dies ermöglicht es, Ressourcen effizienter einzusetzen und auch solche Kooperationsmaßnahmen umzusetzen, für welche die Quantifizierung etwaiger Nachteile und gegebenenfalls korrespondierender Vorteile nicht rechtssicher möglich ist. Geschäftsführungsmaßnahmen können damit am gemeinsamen Interesse der verbundenen Unternehmen ausgerichtet werden, ohne dass es einer aufwendigen Kontrolle jeder Maßnahme auf ihre Auswirkungen auf die abhängige Gesellschaft hin bedarf. Daneben entfällt auch der mit der Erstellung und Prüfung des Abhängigkeitsberichts verbundene Aufwand, da ein solcher in einem Vertragskonzern nicht erstellt werden muss.

Für Nidda Healthcare ermöglicht der Vertrag spiegelbildlich eine bessere Steuerung der beabsichtigten Zusammenarbeit mit dem STADA Konzern im gemeinsamen Interesse der gesamten Unternehmensgruppe. Der Vertrag wird darüber hinaus den unbeschränkten Informationsaustausch auch im Hinblick auf Best Practice Policies zwischen STADA und dem Nidda Konzern erleichtern.

Der Abschluss des Vertrags erweist sich damit als geeignetes rechtliches Mittel zur Umsetzung der beabsichtigten umfassenden Kooperation der beteiligten Unternehmen, welche auch von anderen Unternehmen in vergleichbaren Fällen angewandt wird und gerade für diesen Zweck vom Gesetz vorgesehen ist.

Die Interessen von STADA werden nach Abschluss des Vertrags zudem dadurch geschützt, dass das Recht zur Erteilung von Weisungen nicht grenzenlos besteht (vgl. hierzu Ziffer D.I.1). Insbesondere darf STADA nicht durch nachteilige Weisungen die Fähigkeit zur Fortexistenz genommen werden, da die gesetzlichen Bestimmungen von einem Fortbestand der abhängigen Gesellschaft auch für die Zeit nach einer etwaigen Beendigung des Vertrags ausgehen. Zudem sind nachteilige Weisungen unzulässig und lösen keine Folgepflicht aus, wenn sie offensichtlich nicht den Belangen des herrschenden Unternehmens oder eines mit ihm oder der abhängigen Gesellschaft verbundenen Unternehmens dienen.

Aufgrund der Kombination eines Beherrschungsvertrags mit einem Gewinnabführungsvertrag steht Nidda Healthcare nach Wirksamwerden des Vertrags ab dem 1. Januar 2018 zwar ein Anspruch gegen STADA auf Gewinnabführung zu (§ 301 AktG), sofern die Hauptversammlung von STADA am 2. Februar 2018 dem Abschluss des Vertrags zustimmt und er im Laufe des Geschäftsjahres 2018 ins Handelsregister am Sitz von STADA eingetragen wird. Im Gegenzug ist Nidda Healthcare allerdings verpflichtet, jeden bereits mit Beginn der Wirksamkeit auch nur des Beherrschungsteils des Vertrags während der Vertragsdauer entstehenden Jahresfehlbetrag an STADA auszugleichen, soweit dieser nicht dadurch ausgeglichen wird, dass den anderen Gewinnrücklagen Beträge entnommen werden, die während der Vertragsdauer in sie eingestellt worden sind (§ 302 AktG). Anders als im Falle eines bloßen faktischen Konzernverhältnisses ist STADA damit nicht auf den Ausgleich jedes einzelnen Nachteils, der möglicherweise aufgrund einer Einflussnahme entstanden ist, angewiesen. Vielmehr steht STADA unabhängig von einer Einflussnahme oder sonstigen Faktoren kraft Gesetzes ein Anspruch auf vollen Verlustausgleich durch Nidda Healthcare zu (vgl. § 302 AktG). Für die außenstehenden STADA Aktionäre bedeutet der Vertrag eine Interessenabsicherung, die im faktischen Konzernverhältnis nicht besteht. Außenstehende STADA Aktionäre erhalten einen gesetzlichen Anspruch gegen Nidda Healthcare entweder auf Zahlung eines jährlich wiederkehrenden angemessenen Ausgleichs für die Dauer des Vertrags nach § 304 AktG (dazu Ziffer D.I.4) oder auf Erwerb der Aktien des außenstehenden Aktionärs gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung nach § 305 AktG (dazu Ziffer D.I.5).

4. Zusammenfassendes Ergebnis

Die Begründung eines Vertragskonzerns zwischen STADA und Nidda Healthcare festigt und erweitert die Möglichkeiten für eine engere und intensive Zusammenarbeit zwischen STADA und ihrer Hauptaktionärin Nidda Healthcare. Der Vertragskonzern führt gegenüber dem derzeitigen faktischen Konzernverhältnis zur Einsparung von Kosten und zur Vermeidung von Aufwand, etwa durch den Entfall der Prüfungs- und Dokumentationspflicht für Nachteile aufgrund vorgenommener Einflussnahme. Ebenso begründet der Vertragskonzern Rechtssicherheit in der Zusammenarbeit zwischen STADA und Nidda Healthcare und der Umsetzung von Organisations- und Strukturmaßnahmen. Er erlaubt größere Flexibilität im Hinblick auf Weisungen und schnellere und effizientere Entscheidungsprozesse und deren Umsetzung. Auch könnten nach Wirksamwerden des Vertrags durch die in-

tensive Zusammenarbeit zusätzliche Synergien erzielt werden. Schließlich gewährt der Vertragskonzern STADA als beherrschtem Unternehmen einen Anspruch auf Ausgleich eines entstandenen Jahresfehlbetrags unabhängig von der erfolgten Einflussnahme oder Höhe eines Nachteils sowie den außenstehenden Aktionären eine Sicherung in Form des angemessenen Ausgleichs oder der angemessenen Abfindung.

II. Steuerliche Gründe

Der Abschluss des Vertrags führt zur Begründung einer körperschaft- und gewerbesteuerlichen Organschaft (ertragsteuerliche Organschaft) zwischen Nidda Healthcare als Organträgerin und STADA als Organgesellschaft.

Das Bestehen einer ertragsteuerlichen Organschaft erfordert unter anderem, dass Nidda Healthcare an STADA seit Beginn deren Wirtschaftsjahres ununterbrochen dergestalt beteiligt ist, dass ihr die Mehrheit der Stimmrechte aus den Anteilen an der Organgesellschaft zusteht, § 14 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 Satz 1 KStG, und die Beteiligung ununterbrochen während der gesamten Dauer der Organschaft einer inländischen Betriebsstätte von Nidda Healthcare zuzuordnen ist, § 14 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 Satz 4 KStG. Zudem muss der Vertrag für eine Dauer von mindestens fünf Zeitjahren abgeschlossen sein und während seiner gesamten Geltungsdauer tatsächlich durchgeführt werden, § 14 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 Satz 1 KStG.

Die ertragsteuerliche Organschaft besteht erstmals ab dem 1. Januar 2018, sofern die Hauptversammlung von STADA am 2. Februar 2018 dem Abschluss des Vertrags zustimmt und er im Laufe des Geschäftsjahres 2018 ins Handelsregister am Sitz von STADA eingetragen wird.

Die ertragsteuerliche Organschaft führt nicht dazu, dass die allgemeinen abgabenrechtlichen Verpflichtungen von STADA entfallen. STADA hat die steuerlichen Ergebnisse wie bisher nach allgemeinen Vorschriften getrennt von Nidda Healthcare zu ermitteln. Für Zwecke der Körperschaftsteuer wird das Einkommen von STADA gesondert und gegenüber Nidda Healthcare und STADA einheitlich und mit bindender Wirkung festgestellt. Als Folge der ertragsteuerlichen Organschaft wird jedoch ab dem Geschäftsjahr, ab dem die Organschaft erstmals besteht, das steuerpflichtige Einkommen von STADA, unter Berücksichtigung bestimmter gesetzlicher Beschränkungen, Nidda Healthcare zugerechnet und sodann bei Nidda Healthcare besteuert. Allerdings unterfallen 20/17 der geleisteten Ausgleichszahlungen an die außenstehenden STADA Aktionäre der Körperschaftsteuer auf der Ebene von STADA, § 16 KStG.

Die Begründung der ertragsteuerlichen Organschaft führt zu einem positiven Liquiditätseffekt für Nidda Healthcare, da handelsrechtliche Gewinnabführungen von STADA an Nidda Healthcare im Rahmen einer ertragsteuerlichen Organschaft im Gegensatz zu Gewinnausschüttungen nicht dem Kapitalertragsteuerabzug zuzüglich Solidaritätszuschlag unterliegen. Würde der Vertrag nicht geschlossen und der Gewinn von STADA als Dividende ausgeschüttet, ergäbe sich eine Anrechnung bzw. Erstattung der Kapitalertragsteuer zuzüglich des Solidaritätszuschlags, grundsätzlich erst im Rahmen der Körperschaftsteuerveranlagung nach Abgabe der Steuererklärung für den Veranlagungszeitraum, in dem die Dividende bezogen

wurde, da die Dividende bei der Nidda Healthcare grundsätzlich bei der Ermittlung des Einkommens außer Ansatz bleiben sollte, § 8b Abs. 1 KStG. Darüber hinaus unterliegt eine handelsrechtliche Gewinnabführung im Rahmen einer ertragsteuerlichen Organschaft anders als eine Dividendenausschüttung nicht dem fiktiven fünfprozentigen Betriebsausgabenabzugsverbot des § 8b Abs. 5 KStG.

Daneben führt die Begründung der ertragsteuerlichen Organschaft dazu, dass die Nidda Healthcare ihr steuerliches Ergebnis mit dem steuerlichen Ergebnis der STADA verrechnen kann, sodass zwischen Finanzierungsaufwendungen und operativen Gewinnen eine Verrechnung stattfindet, die aufgrund der im Saldo niedrigeren Steuerzahlungen zu einem entsprechenden Liquiditätsvorteil führt. Eine solche Verrechnung wäre im Falle von Dividendenausschüttungen der STADA an die Nidda Healthcare aufgrund der im Ergebnis 95 %-igen Steuerbefreiung nur sehr eingeschränkt möglich.

Überdies prüft Nidda Healthcare das Vorliegen der Voraussetzungen für die Begründung einer umsatzsteuerlichen Organschaft im Zuge des Abschlusses des Vertrags. Eine umsatzsteuerliche Organschaft hätte den Vorteil, dass im Rahmen eines Leistungsaustauschs zwischen beiden Unternehmen keine Umsatzsteuer anfiel und nur gemeinsame Umsatzsteuererklärung abzugeben wären.

III. Alternativen

Der Vorstand von STADA und die Geschäftsführung von Nidda Healthcare haben Alternativen zum Abschluss des Vertrags eingehend geprüft. Sie sind dabei zu dem Ergebnis gekommen, dass keine andere der geprüften Strukturmaßnahmen geeignet ist, die beschriebenen Ziele in gleicher oder gar vorteilhafterer Weise zu erreichen. Vor diesem Hintergrund wurden insbesondere folgende anderweitige Gestaltungen geprüft:

1. Abschluss eines isolierten Beherrschungs- bzw. eines isolierten Gewinnabführungsvertrags

Der Abschluss eines isolierten Beherrschungsvertrags zwischen STADA und Nidda Healthcare wäre rechtlich zulässig. Allerdings wird ohne den Abschluss eines Gewinnabführungsvertrags keine körperschaft- und gewerbsteuerliche Organschaft (ertragsteuerliche Organschaft) begründet. Ebenso ermöglicht ein isolierter Beherrschungsvertrag weder eine Gewinnabführung noch eine Verlustübernahme. Die ebenfalls angestrebten steuerlichen Vorteile sowie der Liquiditätsvorteil aufgrund der Gewinnabführung wären mit einem isolierten Beherrschungsvertrag nicht zu erreichen.

Der Abschluss eines isolierten Gewinnabführungsvertrags zwischen STADA und Nidda Healthcare wäre rechtlich ebenfalls zulässig. Allerdings begründet ein Gewinnabführungsvertrag keine rechtliche Grundlage, die ausreichend wäre, um die beabsichtigte und umfassende Kooperation sowie den unbeschränkten Informationsaustausch zwischen STADA und dem Nidda Konzern zu erlauben. Die beabsichtigte enge Kooperation ist auf rechtssichere Weise nur möglich, wenn das derzeitige faktische Konzernverhältnis durch einen Beherrschungsvertrag auf vertragliche Grundlage gestellt wird, der umfassende Weisungen von Nidda Healthcare gegenüber STADA erlaubt (dazu Ziffer C.I.2 und C.I.3). Die ebenfalls

angestrebten Vorteile der umfassenden Zusammenarbeit ließen sich mit einem alleinigen Gewinnabführungsvertrag demnach nicht erreichen.

Aus diesem Grund haben sich die Vertragsparteien für den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags entschieden. Diese Vertragsform nimmt auf die Interessen der STADA Minderheitsaktionäre durch Ausgleichszahlung und Abfindung in angemessener Weise Rücksicht und hat sich in der aktienrechtlichen Praxis vielfach bewährt.

2. Ausschluss der Minderheitsaktionäre (Squeeze-out)

Ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre von STADA nach §§ 327a ff. AktG (sog. aktienrechtlicher Squeeze-out) ist zum Zeitpunkt der Unterzeichnung des Vertrags nicht möglich, weil Nidda Healthcare hierfür mit mindestens 95 % am Grundkapital von STADA beteiligt sein müsste.

Entsprechendes gilt für einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre von STADA nach § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. § 327a ff. AktG nach einer vorangehenden Verschmelzung (sog. umwandlungsrechtlicher Squeeze-out), da eine Beteiligungshöhe von mindestens 90 % vorausgesetzt wird. Außerdem hat Nidda Healthcare als Gesellschaft mit beschränkter Haftung nicht die für einen umwandlungsrechtlichen Squeeze-out erforderliche Rechtsform einer Aktiengesellschaft. Selbst bei Halten der erforderlichen Beteiligungshöhe müsste Nidda Healthcare folglich zunächst in eine Aktiengesellschaft formgewechselt werden.

Ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre von STADA nach §§ 39a ff. WpÜG (sog. übernahmerechtlicher Squeeze-out) ist ebenfalls nicht möglich. Hierfür fehlt Nidda Healthcare bereits die Antragsberechtigung, denn diese steht allein dem Bieter eines Übernahme- oder Pflichtangebots zu und damit der Nidda Holding (dazu Ziffer B.II.8). Ferner ist Nidda Healthcare nicht mit mindestens 95 % am Grundkapital von STADA beteiligt und erfüllt folglich nicht die Voraussetzungen eines übernahmerechtlichen Squeeze-out.

Selbst wenn ein Squeeze-out möglich wäre und durchgeführt würde, beseitigt die hieraus folgende Alleingesellschafterstellung von Nidda Healthcare an STADA nicht die aus dem weiterhin bestehenden faktischen Konzernverhältnis folgenden Beschränkungen und Schwierigkeiten (siehe Ziffer C.I.2), solange STADA die Rechtsform einer Aktiengesellschaft oder einer Europäischen Aktiengesellschaft (*Societas Europaea*) mit Sitz in Deutschland hat. Außerdem ließen sich die mit dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag verfolgten Ziele (siehe Ziffer C.I.1 und C.I.3), insbesondere die ertragsteuerliche Organschaft (siehe Ziffer C.II), nicht erreichen.

Soweit STADA Grundbesitz in Deutschland hält oder unmittelbar bzw. mittelbar zu mindestens 95 % am Kapital bzw. Vermögen von Kapital- oder Personengesellschaften beteiligt ist, die Grundbesitz in Deutschland halten, würde ein Squeeze-out darüber hinaus auch Grunderwerbsteuer auslösen.

3. Eingliederung oder Verschmelzung

Eine Konzernintegration im Wege einer Eingliederung nach §§ 319 ff. AktG ist nicht möglich. Zum einen hat Nidda Healthcare als Gesellschaft mit beschränkter

Haftung nicht die für eine Eingliederung erforderliche Rechtsform einer Aktiengesellschaft oder Europäischen Aktiengesellschaft (*Societas Europaea*) mit Sitz in Deutschland, weshalb sie zunächst in eine der beiden Rechtsformen umgewandelt werden müsste. Zum anderen aber ist Nidda Healthcare weder die Alleingesellschafterin (§ 319 Abs. 1 Satz 1 AktG) noch mit mindestens 95 % am Grundkapital von STADA beteiligt und erfüllt damit nicht die Voraussetzungen einer Eingliederung.

Eine Verschmelzung von Nidda Healthcare auf STADA (sog. Downstream-Verschmelzung) scheidet als Gestaltungsalternative ebenso aus wie umgekehrt eine Verschmelzung von STADA auf Nidda Healthcare (sog. Upstream-Verschmelzung). Die Downstream-Verschmelzung würde nichts an dem Erfordernis eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags ändern, um die angestrebte Integration von STADA durchzuführen. STADA müsste dann einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit Nidda Holding als Alleingesellschafterin der dann erloschenen Nidda Healthcare abschließen. Auch die Upstream-Verschmelzung ist keine geeignete Alternative. In diesem Fall würden die außenstehenden STADA Aktionäre an Nidda Healthcare im selben wertmäßigen Umfang wie zuvor an STADA beteiligt werden. Zudem entfielen die Handelbarkeit der STADA Aktien, weil die STADA Aktien erlöschen würden und die Handelbarkeit der Geschäftsanteile an Nidda Holding erst durch eine Umwandlung in eine Aktiengesellschaft und einen Börsengang derselben wieder gegeben wäre, was jedoch nicht beabsichtigt ist.

Unter denselben Voraussetzungen wie bei einem Squeeze-Out würde eine Upstream-Verschmelzung ebenfalls Grunderwerbsteuer auslösen.

4. Formwechsel

Eine formwechselnde Umwandlung von STADA in eine andere Kapitalgesellschaftsform oder eine Personengesellschaft ist ebenfalls nicht geeignet, um die mit dem Vertrag beabsichtigten Ziele zu erreichen. Zudem soll an der Unternehmensverfassung von STADA als Aktiengesellschaft bis auf weiteres festgehalten werden.

Zum einen ließe sich die angestrebte Organschaft nicht durch einen Formwechsel erreichen, weshalb diese erst und gerade durch einen Gewinnabführungsvertrag begründet werden müsste. Auch würde ein Formwechsel in eine Kommanditgesellschaft auf Aktien die Anwendbarkeit der Regeln des faktischen Konzernverhältnisses und die damit gegenüber der Rechtslage im Falle eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags bestehenden Nachteile unberührt lassen.

Auch nach einem Formwechsel in die Rechtsform der Gesellschaft mit beschränkter Haftung oder einer Personengesellschaft müssten Weisungen im Konzerninteresse im Einzelfall daraufhin überprüft werden, ob sie für STADA nachteilig sind. Denn auch im Verhältnis zu einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung oder Personengesellschaft wäre die mitgliedschaftliche Treuepflicht des herrschenden Unternehmens zu beachten, sodass die Durchsetzung nachteiliger Maßnahmen problematisch wäre.

Schließlich hätte ein Formwechsel zusätzlichen Aufwand und zeitliche Verzögerung bedeutet und, im Falle eines Formwechsels in die Rechtsform der Gesellschaft mit beschränkter Haftung oder Personengesellschaft, den Verlust der Börsenzulassung der STADA Aktien zur Folge. Dies würde die Handelbarkeit der STADA Aktien beeinträchtigen. Eine rechtliche Verpflichtung zum Formwechsel im Zusammenhang mit dem Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags besteht nicht.

5. Zusammenfassende Ergebnisse

Der Vorstand von STADA und die Geschäftsführung von Nidda Healthcare sind nach gründlicher und sorgfältiger Prüfung zu der Auffassung gelangt, dass die beabsichtigte intensive und effiziente Zusammenarbeit zwischen STADA und Nidda Healthcare sowie dem Nidda Konzern einzig durch Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags erreicht werden kann. Lediglich durch den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags können die Beschränkungen des faktischen Konzernverhältnisses vermieden (siehe Ziffer C.I) und eine körperschaft- und gewerbsteuerliche Organschaft begründet werden (siehe Ziffer C.II).

D. Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

I. Erläuterungen des Vertragsinhalts

Nachfolgend sind die einzelnen Bestimmungen des Vertrags erläutert.

1. Leitung (§ 1 des Vertrags)

§ 1 des Vertrags enthält die für einen Beherrschungsvertrag konstitutive Regelung, wonach STADA, als abhängiges Unternehmen, die Leitung ihrer Gesellschaft Nidda Healthcare, als herrschendem Unternehmen, unterstellt. Nidda Healthcare ist dementsprechend berechtigt, dem Vorstand von STADA sowohl allgemeine als auch auf Einzelfälle bezogene Weisungen hinsichtlich der Leitung von STADA sowie in Bezug auf die Aufstellung des Jahresabschlusses von STADA zu erteilen (§ 1 Abs. 1 des Vertrags). Nidda Healthcare ist berechtigt, ihre direkten oder indirekten Gesellschafter zu bevollmächtigen, das Weisungsrecht stellvertretend im Namen und in Vertretung von Nidda Healthcare auszuüben (§ 1 Abs. 3 des Vertrags). Nidda Healthcare ist eine reine Holdinggesellschaft. Die Leitung der Gruppe durch den Gesellschafter erfolgt oberhalb von Nidda Healthcare (siehe Gesellschaftsstruktur von Nidda Healthcare in Anlage 2). Der Vorstand von STADA ist nur verpflichtet, Weisungen direkter oder indirekter Gesellschafter von Nidda Healthcare zu befolgen, nachdem ihm (i) die entsprechende Vollmacht bei erstmaliger Weisung durch eine bevollmächtigte Gesellschaft und (ii) bei ausländischen bevollmächtigten Gesellschaften auch die Vertretungsberechtigung der die Weisung erteilenden Person(en) vorgelegt wurde. Änderungen in Bezug auf erteilte Vollmachten sowie in Bezug auf die Zusammensetzung der Geschäftsführung der bevollmächtigten Gesellschaft(en) hat Nidda Healthcare unverzüglich gegenüber STADA anzuzeigen (§ 1 Abs. 3 des Vertrags).

Ungeachtet der Beherrschung und des daraus folgenden Weisungsrechts handelt es sich bei STADA weiterhin um ein rechtlich selbständiges Unternehmen mit

eigenen Organen. Dem Vorstand von STADA obliegen daher auch weiterhin die Geschäftsführung und die Vertretung von STADA. Soweit keine Weisungen erteilt werden, hat der Vorstand von STADA selbige weiterhin eigenverantwortlich zu leiten.

Der Umfang des Weisungsrechts bestimmt sich primär nach § 308 AktG. Nach § 308 Abs. 1 Satz 2 AktG können auch Weisungen erteilt werden, die für STADA nachteilig sind, sofern sie den Belangen von Nidda Healthcare oder der mit ihr verbundenen Unternehmen dienen. Der Vorstand von STADA ist verpflichtet, rechtlich zulässige Weisungen zu befolgen (§ 1 Abs. 2 des Vertrags), und daher grundsätzlich nicht berechtigt, die Befolgung einer Weisung zu verweigern. Allerdings muss der Vorstand von STADA eine Weisung, die offensichtlich nicht den Belangen von Nidda Healthcare oder der mit ihr verbundenen Unternehmen dient, nicht befolgen. Dasselbe gilt für unzulässige Weisungen (etwa eine Weisung, deren Befolgung gesetzliche Vorschriften oder Bestimmungen der Satzung von STADA verletzen würde) und Weisungen, die die Existenz von STADA gefährden. Nach Einschätzung der Vertragsparteien ist der Vorstand von STADA auch nicht verpflichtet, Weisungen zu befolgen, solange Nidda Healthcare ihre Verpflichtungen aus dem Vertrag, insbesondere zur Verlustübernahme und zur Zahlung des angemessenen Ausgleichs an die außenstehenden STADA Aktionäre, nicht (vollständig) erfüllt oder zur Erfüllung dieser Verpflichtungen voraussichtlich nicht in der Lage sein wird (zum außerordentlichen Kündigungsrecht von STADA Ziffer D.I.7.4). Ebenfalls können an den Vorstand von STADA keine Weisungen, den Vertrag zu ändern, aufrechtzuerhalten oder zu beenden, erteilt werden (§ 299 AktG, § 1 Abs. 4 des Vertrags).

Das Weisungsrecht besteht nur gegenüber dem Vorstand von STADA (§ 308 AktG), dagegen nicht gegenüber dem Aufsichtsrat, der Hauptversammlung oder Mitarbeitern von STADA und ebenso wenig gegenüber Organen oder Mitarbeitern einer Tochtergesellschaft von STADA. Wird der Vorstand von STADA angewiesen, ein Geschäft vorzunehmen, das nur mit der Zustimmung des Aufsichtsrats von STADA vorgenommen werden darf, und stimmt der Aufsichtsrat nicht zu oder erteilt die Zustimmung nicht innerhalb einer angemessenen Frist, kann die Zustimmung des Aufsichtsrats von STADA durch eine Wiederholung der Weisung ersetzt werden (§ 308 Abs. 3 AktG). Die Mitwirkungsrechte der Hauptversammlung von STADA werden durch den Vertrag in keinem Fall berührt.

Weisungen bedürfen der Textform i.S.v. § 126b BGB (z.B. per E-Mail oder Tele- bzw. Computerfax) oder sind, wenn sie mündlich erteilt werden, unverzüglich in Textform zu bestätigen, wenn der Vorstand von STADA dies verlangt (§ 1 Abs. 5 des Vertrags).

Das Weisungsrecht von Nidda Healthcare und die korrespondierende Folgepflicht von STADA bestehen ab dem Zeitpunkt, in dem der Vertrag durch Eintragung im Handelsregister des Sitzes von STADA wirksam wird, frühestens jedoch ab dem 1. Januar 2018 (§ 294 Abs. 2 AktG, § 1 Abs. 1, § 7 Abs. 2 des Vertrags sowie Ziffer D.I.7.2(i)).

2. Gewinnabführung (§ 2 des Vertrags)

§ 2 des Vertrags enthält die für einen Gewinnabführungsvertrag konstitutive Bestimmung, wonach STADA sich verpflichtet, während der Vertragslaufzeit ihren ganzen Gewinn an Nidda Healthcare abzuführen. Vorbehaltlich einer Bildung oder Auflösung von Rücklagen nach § 2 Abs. 2 des Vertrags bestimmt die Höhe des abzuführenden Gewinns sich nach § 301 AktG in dessen jeweils geltender Fassung (§ 2 Abs. 1 des Vertrags).

Als Gewinn abzuführen ist nach der derzeitig gültigen Fassung von § 301 AktG der ohne die Gewinnabführung entstehende Jahresüberschuss, vermindert um einen Verlustvortrag aus dem Vorjahr, um den Betrag, der nach § 300 AktG in die gesetzliche Rücklage einzustellen ist, und um den nach § 268 Abs. 8 HGB ausschüttungsgesperren Betrag.

Der Betrag, der in die gesetzliche Rücklage einzustellen ist, bestimmt sich nach § 300 Nr. 1 AktG und hängt von der Höhe des Grundkapitals, des Jahresüberschusses und des bereits in die gesetzliche Rücklage eingestellten Betrags ab. Die gesetzliche Rücklage von STADA ist gegenwärtig in voller Höhe gebildet. Deshalb ist die Einstellung weiterer Beträge in die gesetzliche Rücklage nach § 300 Nr. 1 AktG nicht erforderlich.

Werden selbst geschaffene immaterielle Vermögensgegenstände des Anlagevermögens (§ 248 Abs. 2 Satz 1 HGB) in der Bilanz von STADA aktiviert, greift die Ausschüttungssperre nach § 268 Abs. 8 Satz 1 HGB ein. In dem Fall dürfen Gewinne nur insoweit ausgeschüttet werden, als nach der Ausschüttung frei verfügbare Rücklagen zuzüglich eines Gewinnvortrags und abzüglich eines Verlustvortrags mindestens den insgesamt als selbst geschaffenen immateriellen Vermögensgegenständen aktivierten Betrag abzüglich der hierfür gebildeten passiven latenten Steuern entsprechen. Werden latente Steuern (§ 274 Abs. 1 Satz 2 HGB) in der Bilanz von STADA aktiviert, müssen nach § 268 Abs. 8 Satz 2 HGB nach der Ausschüttung die frei verfügbaren Rücklagen zuzüglich eines Gewinnvortrags und abzüglich eines Verlustvortrags mindestens den aktiven latenten Steuern abzüglich der passiven latenten Steuern entsprechen. Im Falle von Vermögensgegenständen, die dem Zugriff aller Gläubiger entzogen sind und ausschließlich der Erfüllung von Altersversorgungsverpflichtungen oder vergleichbaren langfristig fälligen Verpflichtungen dienen (§ 246 Abs. 2 Satz 2 HGB), müssen nach § 268 Abs. 8 Satz 3 HGB die nach der Ausschüttung frei verfügbaren Rücklagen zuzüglich eines Gewinnvortrags und abzüglich eines Verlustvortrags mindestens dem Unterschiedsbetrag zwischen der Summe der für diese Vermögensgegenstände in der Bilanz ausgewiesenen, um die hierfür gebildeten passiven latenten Steuern verminderten Zeitwerte und den Anschaffungskosten dieser Vermögensgegenstände entsprechen. Der Begriff „frei verfügbare Rücklagen“ umfasst sowohl Gewinn- als auch bestimmte Kapitalrücklagen. Dementsprechend sind Gewinnrücklagen, deren Ausschüttung keine gesetzlichen oder gesellschaftsvertraglichen Vorschriften entgegenstehen, sowie die frei verfügbare Kapitalrücklage nach § 272 Abs. 2 Nr. 4 HGB bei der Ermittlung des maximalen Ausschüttungsbetrags zu berücksichtigen.

Der nach § 2 Abs. 1 des Vertrags als Gewinn abzuführende Betrag vermindert sich nach § 2 Abs. 2 Satz 1 des Vertrags, wenn und soweit STADA mit schriftlicher

oder in Textform i.S.v. § 126b BGB erfolgter Zustimmung von Nidda Healthcare Beträge aus dem ohne die Gewinnabführung entstandenen Jahresüberschuss in andere Gewinnrücklagen (§ 272 Abs. 3 Satz 2 HGB) einstellt. Die Zuführung dieser Beträge in die anderen Gewinnrücklagen wird für die ertragsteuerliche Organschaft (dazu Ziffer D.I.7.4) nur anerkannt, soweit dies bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet ist (§ 14 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 KStG). § 2 Abs. 2 Satz 1 des Vertrags trägt diesem Maßstab Rechnung.

Sind während der Vertragsdauer Beträge in andere Gewinnrücklagen (§ 272 Abs. 3 Satz 2 HGB) eingestellt worden, können diese Beträge auf Verlangen von Nidda Healthcare nach § 2 Abs. 2 Satz 2 des Vertrags den anderen Gewinnrücklagen wieder entnommen und entweder zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags oder als Gewinn abgeführt werden (§ 301 Satz 2 AktG).

In § 2 Abs. 2 Satz 3 des Vertrags ist geregelt, dass sonstige Rücklagen oder ein Gewinnvortrag, der aus der Zeit vor Beginn des Vertrags stammt, weder als Gewinn abgeführt noch zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags verwendet werden dürfen. Der Begriff „sonstige Rücklagen“ umfasst alle Rücklagen nach § 272 HGB mit Ausnahme der anderen Gewinnrücklagen, die während der Vertragslaufzeit gebildet wurden. Infolgedessen können weder die gesetzliche Rücklage, die auf der Grundlage der Satzung von STADA beruhenden Rücklagen sowie die Kapitalrücklagen, und zwar unabhängig davon, zu welchem Zeitpunkt sie gebildet wurden, noch die anderen Gewinnrücklagen, die vor Beginn des Vertrags gebildet wurden, als Gewinn abgeführt oder zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags verwendet werden. Diese Regelung entspricht den Vorgaben des § 301 AktG und der höchstrichterlichen Rechtsprechung zur Verwendung von Rücklagen im Rahmen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags.

Nach § 2 Abs. 3 des Vertrags besteht die Verpflichtung zur Gewinnabführung erstmals für das am 1. Januar 2018 beginnende Geschäftsjahr von STADA, sofern das Bestehen des Vertrags im Jahr 2018 in das Handelsregister des Sitzes von STADA eingetragen und der Vertrag damit wirksam wird, andernfalls des späteren Geschäftsjahrs von STADA, in dem der Vertrag nach § 7 Abs. 2 wirksam wird. Die Verpflichtung ist in jedem Fall mit Feststellung des Jahresabschlusses für das betreffende Geschäftsjahr von STADA fällig.

3. Verlustübernahme (§ 3 des Vertrags)

§ 3 Abs. 1 des Vertrags enthält die Verpflichtung von Nidda Healthcare nach § 302 Abs. 1 AktG in dessen jeweils geltender Fassung, einen Jahresfehlbetrag von STADA auszugleichen. Nach der derzeit gültigen Fassung von § 302 Abs. 1 AktG ist jeder während der Vertragslaufzeit „sonst“, also ohne das Bestehen der Verlustübernahmepflicht, entstehende Jahresfehlbetrag auszugleichen, soweit der Jahresfehlbetrag nicht dadurch ausgeglichen wird, dass den anderen Gewinnrücklagen (§ 272 Abs. 3 Satz 2 HGB) Beträge, die während der Vertragslaufzeit in erstere eingestellt wurden, entnommen werden. Die Verlustübernahmepflicht gewährleistet, dass sich das zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens des Vertrags vorhandene bilanzielle Eigenkapital von STADA während der Vertragslaufzeit nicht vermindert. Sie dient damit der Sicherung der vermögensrechtlichen Interessen von STADA, ihrer Aktionäre und ihrer Gläubiger während der Vertragslaufzeit.

Nach § 3 Abs. 2 des Vertrags besteht die Verpflichtung zur Verlustübernahme erstmals für das am 1. Januar 2018 beginnende Geschäftsjahr von STADA, sofern das Bestehen des Vertrags im Jahr 2018 in das Handelsregister des Sitzes von STADA eingetragen und der Vertrag damit wirksam wird, andernfalls des späteren Geschäftsjahrs von STADA, in dem der Vertrag nach § 7 Abs. 2 wirksam wird. Die Verpflichtung ist in jedem Fall jeweils mit Ende eines Geschäftsjahrs von STADA fällig.

Wird der Vertrag während eines Geschäftsjahrs von STADA beendet, d.h. im Falle einer ordentlichen Kündigung durch die Nidda Healthcare oder im Falle einer Kündigung durch die Nidda Healthcare oder STADA aus wichtigem Grund (dazu Ziffer D.I.7.4), ist Nidda Healthcare zur Übernahme desjenigen Fehlbetrags von STADA verpflichtet, wie er sich aus einer auf den Tag der Beendigung des Vertrags zu erstellenden Stichtagsbilanz ergibt (§ 3 Abs. 3 des Vertrags).

Nach der derzeit geltenden Fassung des § 302 Abs. 4 AktG verjährt der Anspruch von STADA auf Ausgleich eines Jahresfehlbetrags in zehn Jahren seit dem Tag, an dem die Eintragung der Beendigung dieses Vertrags in das Handelsregister des Sitzes von STADA nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist.

4. Ausgleich (§ 4 des Vertrags)

4.1 Ausgleichszahlung

Nach § 304 Abs. 1 AktG hat der Vertrag, um wirksam zu sein, eine Verpflichtung zur Gewährung eines angemessenen Ausgleichs für die außenstehenden STADA Aktionäre vorzusehen. Dementsprechend verpflichtet sich in § 4 Abs. 1 des Vertrags Nidda Healthcare gegenüber den außenstehenden STADA Aktionären für die Dauer des Vertrags zur Zahlung einer jährlichen wiederkehrenden und festen Geldleistung (**Ausgleichszahlung**).

Nach Wirksamwerden der Verpflichtung zur Gewinnabführung gemäß § 2 des Vertrags, also erstmals für dasjenige Geschäftsjahr von STADA, in dem das Bestehen des Vertrags in das Handelsregister des Sitzes von STADA eingetragen und damit wirksam wird, weist STADA für das betroffene und die folgenden Geschäftsjahre grundsätzlich keinen Bilanzgewinn mehr aus (abgesehen von etwaigen Erträgen aus der Auflösung von Rücklagen, die nicht der vertraglichen Gewinnabführung unterliegen, oder einem Bilanzgewinn aufgrund eines aus der Zeit vor Beginn des Vertrags stammenden Gewinnvortrags). Ab diesem Zeitpunkt entfällt daher in der Regel das Recht der STADA Aktionäre, über die Verwendung des Bilanzgewinns zu entscheiden. Als Kompensation für den Verlust des Dividendenanspruchs gewährt Nidda Healthcare nach § 4 Abs. 1 des Vertrags die Ausgleichszahlung an die außenstehenden STADA Aktionäre.

Die Verpflichtung zu Ausgleichszahlungen bezieht sich auf den Zeitraum der Gewinnabführungspflicht nach § 2 des Vertrags und besteht folglich für die Dauer des Vertrags. Die Ausgleichszahlung wird erstmals für dasjenige Geschäftsjahr von STADA, in dem der Vertrag gemäß § 7 Abs. 2 wirksam wird, gewährt und wird erstmals nach der ordentlichen Hauptversammlung von STADA im darauffolgenden Jahr erbracht (§ 4 Abs. 4 des Vertrags). Wird der Vertrag im Laufe des Geschäftsjahrs 2018 wirksam, besteht die Verpflichtung zur Ausgleichszahlung ab dem 1. Januar 2018. Sofern der Vertrag im Laufe eines Geschäftsjahrs von

STADA endet oder ein Ausgleich für ein weniger als zwölf Monate dauerndes Rumpfgeschäftsjahr von STADA zu leisten ist, vermindert sich der Ausgleich für dieses Geschäftsjahr zeitanteilig (§ 4 Abs. 5 des Vertrags). Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass die Ausgleichszahlung auf einen Zeitraum von zwölf Monaten, also ein volles Geschäftsjahr, bemessen ist.

Die Ausgleichszahlung ist nach § 4 Abs. 3 des Vertrags am dritten Bankarbeitstag (Frankfurt am Main) nach der ordentlichen Hauptversammlung von STADA für das jeweils abgelaufene Geschäftsjahr, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahrs fällig.

4.2 Art der Ausgleichszahlung

(i) Rechtliche Grundlagen

Ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag hat für die außenstehenden Aktionäre der abhängigen Gesellschaft, vorliegend der außenstehenden STADA Aktionäre, einen angemessenen Ausgleich vorzusehen (§ 304 Abs. 1 Satz 1 und 2 AktG). Dieser Ausgleich hat in einer auf jede Aktie bezogenen wiederkehrenden Geldleistung zu bestehen (§ 304 Abs. 1 Satz 1 AktG). Dabei sind zwei Arten der Ausgleichszahlung möglich, entweder ein fester oder ein variabler Ausgleich.

(ii) Fester Ausgleich

Beim festen Ausgleich wird die jährlich wiederkehrende Zahlung eines festen Geldbetrags zugesichert. Die Höhe des festen Ausgleichs hat dem Betrag zu entsprechen, der nach der bisherigen Ertragslage des abhängigen Unternehmens und seiner zukünftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil, d.h. als handelsrechtlich ausschüttungsfähiger Gewinn, auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte (§ 304 Abs. 2 Satz 1 AktG).

(iii) Variabler Ausgleich

Beim variablen Ausgleich wird ein am Gewinn des herrschenden Unternehmens orientierter Ausgleich zugesichert. Dies ist indes nur möglich, sofern das herrschende Unternehmen eine deutsche Aktiengesellschaft, eine Kommanditgesellschaft auf Aktien oder eine Europäische Aktiengesellschaft (*Societas Europaea*) mit Sitz in Deutschland ist. Der variable Ausgleich muss dann dem Betrag entsprechen, der unter Herstellung eines angemessenen Umrechnungsverhältnisses auf die Aktien des herrschenden Unternehmens jeweils als Gewinnanteil entfällt (§ 304 Abs. 2 Sätze 2 und 3 AktG).

(iv) Gründe für die Bestimmung eines festen Ausgleichs

Der Vertrag zwischen STADA und Nidda Healthcare bestimmt eine feste jährliche Ausgleichszahlung. Dafür sind im Wesentlichen die nachfolgenden Gründe maßgebend:

Nidda Healthcare als herrschendes Unternehmen ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, sodass die Wahlmöglichkeit für die Art der Aus-

gleichszahlung von vornherein nicht besteht. Vielmehr kommt nur ein fester Ausgleich in Betracht. Ein variabler, am Gewinn von Nidda Healthcare orientierter Ausgleich ist daher ohne eine vorherige Umwandlung der Gesellschaft in eine Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien rechtlich nicht möglich. Unabhängig davon wäre ein am Gewinn von Nidda Healthcare orientierter Ausgleich nicht geeignet, das Recht der außenstehenden STADA Aktionäre zu sichern. Die Beteiligung von Nidda Healthcare an STADA ist der einzige maßgebliche Vermögensgegenstand von Nidda Healthcare, weshalb die außenstehenden STADA Aktionäre wirtschaftlich lediglich einen am Gewinn von STADA orientierten Ausgleich erhielten. Nidda Healthcare könnte die Beherrschung von STADA jedoch in einer Weise nutzen, die zu einer Verringerung des Gewinns von STADA führt. Dies zöge einen geringeren Ausgleich der außenstehenden STADA Aktionäre nach sich.

4.3 Bestimmung der Ausgleichszahlung als Bruttzahlung, Höhe der Ausgleichszahlung

Nach § 4 Abs. 1 des Vertrags gewährt Nidda Healthcare den außenstehenden STADA Aktionären die Ausgleichszahlung für die Dauer des Vertrags. Die Höhe sowie die Ermittlung der Ausgleichszahlung sind nachfolgend und in Ziffer E.II erläutert und begründet.

(i) Höhe der Ausgleichszahlung

§ 4 Abs. 2 des Vertrags sieht für jedes volle Geschäftsjahr von STADA eine Ausgleichszahlung für jede STADA Aktie in Höhe von EUR 3,53 (dies entspricht einem Betrag von EUR 3,82 vor anfallender Körperschaftsteuer und anfallendem Solidaritätszuschlag) vor. Dieser Betrag wird jährlich in voller Höhe fällig, da ab der Wirksamkeit der Verpflichtung zur Gewinnabführung in der Regel kein Bilanzgewinn von STADA mehr ausgewiesen werden wird (abgesehen von etwaigen Erträgen aus der Auflösung von Rücklagen, die nicht der vertraglichen Gewinnabführung unterliegen, oder einem Bilanzgewinn aufgrund eines aus der Zeit vor Beginn des Vertrags stammenden Gewinnvortrags) und damit das Recht der STADA Aktionäre, über die Verwendung des Bilanzgewinns zu entscheiden, entfällt.

(ii) Anpassungsmechanismus der Ausgleichszahlung

Die Vertragsparteien haben sich bei der Bestimmung und Anpassung der Ausgleichszahlung nach § 4 Abs. 2 des Vertrags an die Vorgaben des BGH (Beschluss vom 21. Juli 2003 – II ZB 17/01 – „Ytong“) gehalten. Demnach ist den außenstehenden Aktionären als Ausgleichszahlung nach § 304 Abs. 1 Satz 1 und 2, Abs. 2 Satz 1 AktG im Ausgangspunkt der voraussichtlich verteilungsfähige Bruttogewinnanteil je Aktie als feste Größe zu gewähren, wovon die Körperschaftsteuerbelastung in der jeweiligen gesetzlich vorgesehenen Höhe abzuziehen ist. Dadurch soll sichergestellt werden, dass eine Senkung des Körperschaftsteuersatzes gegenüber dem im Zeitpunkt des Bewertungsstichtags maßgeblichen Steuersatz nicht zu einem ungerechtfertigten Vorteil des herrschenden Unternehmens zu Lasten der außenstehenden Aktionäre führt. Umgekehrt soll dadurch auch vermieden werden, dass im Falle einer Erhöhung des Körperschaftsteuersatzes ein un-

gerechtfertigter Vorteil der außenstehenden Aktionäre zu Lasten des herrschenden Unternehmens entsteht. Diese Grundsätze geltend für den als Ergänzungsabgabe zur Körperschaftsteuer erhobenen Solidaritätszuschlag entsprechend.

Auf dieser Grundlage ist als feste Ausgleichszahlung ein Bruttogewinnanteil je STADA Aktie vorzusehen (**Bruttoausgleichsbetrag**), von dem Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag nach dem für das jeweilige Geschäftsjahr jeweils geltenden Satz abzusetzen ist (**Nettoausgleichsbetrag**). Hiermit wird eine variable Regelung geschaffen, die im Fall der Änderung des Körperschaftsteuersatzes bzw. des Solidaritätszuschlages unmittelbar eine entsprechende Anpassung des Nettoausgleichsbetrags zur Folge hat. Allerdings ist der Abzug von Kapitalertragsteuer und Solidaritätszuschlag nur auf denjenigen in dem Bruttoausgleichsbetrag enthaltenen Teilbetrag vorzunehmen, der sich auf die der deutschen Körperschaftsteuer unterliegenden Gewinne bezieht.

Entsprechend des am Tag der Unterzeichnung des Vertragsberichts geltenden Körperschaftsteuersatzes von 15 % und des Solidaritätszuschlags von 5,5 % sind von dem Bruttoausgleichsbetrag in Höhe von EUR 3,82 je STADA Aktie insgesamt EUR 0,29 je STADA Aktie abzuziehen. Daraus ergibt sich ein Nettoausgleichsbetrag von EUR 3,53 je STADA Aktie.

Der Mechanismus zur Anpassung der Ausgleichszahlung aufgrund Änderungen des Steuersatzes kann wie folgt beispielhaft illustriert werden: Wird der Körperschaftsteuersatz von 15 % um einen Prozentpunkt auf 14 % gesenkt, führt die in § 4 Abs. 2 des Vertrags vorgesehene variable Regelung dazu, dass sich der Abzug für Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag von derzeit EUR 0,29 je STADA Aktie um EUR 0,02 (1,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag, zusammen 1,055 % auf den in dem Bruttoausgleichsbetrag enthaltenen Teilbetrag, der sich auf die mit deutscher Körperschaftsteuer belasteten Gewinne bezieht) reduziert. Dadurch erhöht sich der Nettoausgleichsbetrag von EUR 3,53 je STADA Aktie um EUR 0,02 auf EUR 3,55. Umgekehrt führt eine Erhöhung des Körperschaftsteuersatzes um einen Prozentpunkt zu einer Reduzierung des Nettoausgleichsbetrags von EUR 3,53 je STADA Aktie um EUR 0,02 auf EUR 3,51.

Nach § 4 Abs. 2 des Vertrags gilt außerdem, dass von dem Nettoausgleichsbetrag, soweit gesetzlich vorgeschrieben, die anfallenden Quellensteuern (wie etwa Kapitalertragsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag) einbehalten werden. Dies gilt auch für den als Ergänzungsabgabe erhobenen Solidaritätszuschlag und eine zu erhebende Kirchensteuer (zu den Einzelheiten Ziffer D.IV.2).

4.4 Sonstige Erläuterungen zu § 4 des Vertrags

§ 4 Abs. 3 des Vertrags regelt die Fälligkeit der Ausgleichszahlung. Die von Nidda Healthcare zu zahlende Ausgleichszahlung ist jeweils am dritten Bankarbeitstag (Frankfurt am Main) nach der ordentlichen Hauptversammlung von STADA für das jeweils abgelaufene Geschäftsjahr fällig, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf des Geschäftsjahres.

§ 4 Abs. 4 des Vertrags bestimmt, dass die Ausgleichszahlung erstmals für das volle Geschäftsjahr von STADA gewährt wird, für das die Verpflichtung zur Gewinnabführung gemäß § 2 des Vertrags wirksam wird. Dies ist gemäß § 2 Abs. 3 des Vertrags erstmals für den gesamten Gewinn des am 1. Januar 2018 beginnenden Geschäftsjahres von STADA oder dasjenige spätere Geschäftsjahr von STADA, in dem der Vertrag durch Eintragung im Handelsregister des Sitzes von STADA wirksam wird, der Fall. Wenn der Vertrag bis zum 31. Dezember 2018 wirksam wird, besteht die Verpflichtung zur Gewinnabführung ab dem 1. Januar 2018 für das Geschäftsjahr 2018. Wenn der Vertrag erst später wirksam wird, gilt die Verpflichtung zur Gewinnabführung erst ab dem betreffenden späteren Geschäftsjahr.

Ab Wirksamwerden der Gewinnabführung gemäß § 2 des Vertrags haben die außenstehenden STADA Aktionäre keinen Anspruch auf eine Dividende, sofern nicht aus Rücklagen oder einem Gewinnvortrag aus der Zeit vor Beginn des Vertrags ein Bilanzgewinn gebildet wird und die Hauptversammlung eine Ausschüttung beschließt.

§ 4 Abs. 5 des Vertrags bestimmt, dass falls der Vertrag im Laufe eines Geschäftsjahres von STADA endet, oder während der Laufzeit des Vertrags ein Rumpfgeschäftsjahr gebildet wird, sich der Ausgleich für dieses Geschäftsjahr vermindert. Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass der festgesetzte Betrag des Ausgleichs auf einen Zeitraum von zwölf Monaten, also ein volles Geschäftsjahr, bemessen ist.

§ 4 Abs. 6 Satz 1 des Vertrags regelt die Anpassung der Ausgleichszahlung im Falle einer Erhöhung des Grundkapitals von STADA aus Gesellschaftsmitteln. Werden auf diese Weise neue STADA Aktien ausgegeben, vermindert sich der Bruttoausgleichsbetrag je STADA Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag des Bruttoausgleichsbetrags unverändert bleibt. Weil ein außenstehender STADA Aktionär jedoch eine entsprechende Anzahl neuer STADA Aktien erhält, ändert sich der Gesamtbetrag der Ausgleichszahlung, den der außenstehende STADA Aktionär erhält, nicht. Diese Regelung ist geboten, weil eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, also die Umwandlung von Gewinn- oder bestimmten Kapitalrücklagen in Grundkapital, keinen Einfluss auf den Wert und die Ertragskraft von STADA hat, und weil die neuen STADA Aktien aus der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln ohne Gegenleistung an die STADA Aktionäre ausgegeben werden. Dies entspricht im Übrigen auch § 216 Abs. 3 AktG, wonach der wirtschaftliche Inhalt vertraglicher Beziehungen von STADA zu Dritten durch die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln nicht berührt wird. Werden bei der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln keine neuen STADA Aktien ausgegeben, ist eine Anpassung der Ausgleichszahlung nicht erforderlich.

Wird das Grundkapital von STADA durch Ausgabe neuer STADA Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen erhöht, erstreckt sich nach § 4 Abs. 6 Satz 2 des Vertrags der Anspruch auf Ausgleichszahlung auch auf diese neu ausgegebenen STADA Aktien. Das stellt sicher, dass bei derartigen Erhöhungen des Grundkapitals von STADA nicht nur die Ausgleichsansprüche der bisherigen außenstehenden

STADA Aktionäre unberührt bleiben, sondern auch neu hinzutretende außenstehende STADA Aktionäre gleichbehandelt werden. Die Höhe der Ausgleichszahlung ändert sich nicht, obwohl neue Aktien ausgegeben worden sind. Dies ist gerechtfertigt, weil die neuen Aktien gegen die Erbringung von Einlagen ausgegeben worden sind.

§ 4 Abs. 7 des Vertrags dient dem Schutz der außenstehenden STADA Aktionäre. Macht ein STADA Aktionär geltend, dass der angebotene Ausgleich zu gering bemessen ist, kann er bei Gericht in einem Spruchverfahren nach §§ 1 ff. Spruchverfahrensgesetz (**SpruchG**) beantragen, dass das Gericht die angemessene Ausgleichszahlung bestimmt. Die Bestimmung in § 4 Abs. 7 Satz 1 des Vertrags gewährt allen außenstehenden STADA Aktionären für den Fall eines etwaigen Spruchverfahrens einen Anspruch auf Ergänzung des Ausgleichs, wenn das Gericht rechtskräftig einen höheren Ausgleich festsetzt; dies entspricht der gesetzlichen Regelung in § 13 Satz 2 SpruchG. Diese Ansprüche bestehen auch für diejenigen STADA Aktionäre, die zwischenzeitlich das Abfindungsangebot gemäß § 5 des Vertrags angenommen haben. Diese Ansprüche bestehen ferner unabhängig davon, ob der STADA Aktionär an einem etwaigen Spruchverfahren beteiligt war (vgl. § 13 Satz 2 SpruchG). Sofern ein solches Spruchverfahren durch gerichtlich protokollierten Vergleich beendet wird, sind die Rechte aller außenstehenden STADA Aktionäre dadurch gewahrt, dass eine solche Verfahrensbeendigung gemäß § 11 Abs. 2 SpruchG nur mit Zustimmung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden STADA Aktionäre möglich ist. Nach § 4 Abs. 7 des Vertrags können im Fall eines gerichtlich protokollierten Vergleichs ferner auch die bereits nach Maßgabe des § 5 des Vertrags abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Ausgleichszahlung verlangen, soweit gesetzlich vorgesehen (siehe auch Ziffer D.III.2.3).

5. Abfindung (§ 5 des Vertrags)

5.1 Art der Abfindung

Außer der Verpflichtung zur Gewährung der Ausgleichszahlung hat der Vertrag eine Verpflichtung von Nidda Healthcare zu enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden STADA Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben (§ 305 Abs. 1 AktG). Als Art der Abfindung unterscheidet das Aktiengesetz grundsätzlich drei Fälle nach § 305 Abs. 2 AktG:

(i) Abfindung in Aktien des anderen Vertragsteils

Wenn der andere Vertragsteil (Nidda Healthcare) eine nicht abhängige und nicht in Mehrheitsbesitz stehende Aktiengesellschaft, Kommanditgesellschaften auf Aktien mit Sitz in einem Mitgliedsstaat der Europäischen Union bzw. in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum wäre, müsste der Vertrag die Gewährung eigener Aktien dieser Gesellschaft als Abfindung vorsehen (§ 305 Abs. 2 Nr. 1 AktG).

- (ii) Wahl zwischen Barabfindung und Abfindung in Aktien der herrschenden oder mit Mehrheit am anderen Vertragsteil beteiligten Unternehmen

Wenn der andere Vertragsteil (Nidda Healthcare) eine abhängige oder in Mehrheitsbesitz stehende Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien und das herrschende Unternehmen eine Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien mit Sitz in einem Mitgliedsstaat der Europäischen Union bzw. in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum wäre, müsste der Vertrag entweder die Gewährung von Aktien der herrschenden oder mit Mehrheit beteiligten Gesellschaft oder eine Barabfindung vorsehen (§ 305 Abs. 2 Nr. 2 AktG).

- (iii) Barabfindung

In allen übrigen Fällen muss der Vertrag eine Barabfindung vorsehen (§ 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG).

5.2 Gründe für die Gewährung einer Barabfindung

Für die Gewährung einer Barabfindung waren im Wesentlichen die folgenden Gründe maßgeblich:

Die Nidda Healthcare ist in der Rechtsform einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung organisiert und ist mithin weder eine Aktiengesellschaft noch eine Kommanditgesellschaft auf Aktien mit Sitz in einem Mitgliedsstaat der Europäischen Union bzw. in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum, sodass § 305 Abs. 2 Nr. 1 und Nr. 2 AktG insoweit keine Anwendung finden.

Ferner haben die Parteien des Vertrags auch kein Wahlrecht gemäß § 305 Abs. 2 Nr. 2 AktG, eine Abfindung in Aktien der herrschenden oder mit Mehrheit am anderen Vertragsteil beteiligten Gesellschaft hier also der Nidda Topco S.à r.l. als indirekte Muttergesellschaft der europäischen Tochtergesellschaften des Nidda Konzerns, vorzusehen. Dieses Wahlrecht wäre nur denkbar, wenn die Nidda Topco S.à r.l. ihre Rechtsform entweder in eine Aktiengesellschaft oder eine Kommanditgesellschaft auf Aktien umwandeln würde. In Luxemburg wäre die Rechtsform, die einer Aktiengesellschaft oder einer Kommanditgesellschaft auf Aktien am nächsten kommen würde, eine S.A. (*société anonyme*), wie sich aus Anhang I zu Art. 2 Abs. 1 der Verordnung (EG) des Rates Nr. 2157/2001 vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft, die eine Liste von Gesellschaften mit beschränkter Haftung und Aktiengesellschaften der Mitgliedsstaaten, einschließlich Luxemburg, entnehmen lässt. Allerdings wäre eine Umwandlung der Nidda Topco S.à r.l. mit zusätzlichen Kosten und Verzögerungen verbunden. Zudem besteht keine rechtliche Verpflichtung zur Umwandlung einer Gesellschaft im Zusammenhang mit dem Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags. Um danach eine Abfindung in Aktien anzubieten, wäre schließlich bei einer neuen Aktiengesellschaft (z.B. firmierend unter Nidda Topco S.A.) eine Bewertung erforderlich gewesen, um den Unternehmenswert der Gesellschaft zu ermitteln. Dies hätte zu erheblichen zusätzlichen Kosten und infolgedessen zu einer

weiteren Verzögerung bei der Vorbereitung und dem Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags geführt.

Aus den vorgenannten Gründen war die Barabfindung nach § 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG im Vertrag vorzusehen.

5.3 Höhe der Abfindung

Nidda Healthcare bietet den außenstehenden STADA Aktionären, die als Aktionäre von STADA anlässlich des Abschlusses des Vertrags ausscheiden, eine Barabfindung in Höhe von EUR 74,40 je STADA Aktie an (§ 305 Abs. 1, 2 Nr. 3 AktG, § 5 Abs. 1 des Vertrags). Einzelheiten zur Ermittlung und Festlegung der angemessenen Abfindung sind in Ziffer E.III enthalten.

5.4 Sonstige Erläuterungen zu § 5 des Vertrags

Die Verpflichtung von Nidda Healthcare zum Erwerb der STADA Aktien gegen Abfindung ist nach § 5 Abs. 2 des Vertrags befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens des Vertrags im Handelsregister des Sitzes von STADA nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Die Befristung des Abfindungsangebots ist durch das Aktiengesetz zugelassen und üblich. Die Befristung auf zwei Monate entspricht § 305 Abs. 4 Satz 2 AktG. Diese Frist verlängert sich, sofern außenstehende STADA Aktionäre nach § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 SpruchG innerhalb von drei Monaten nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens des Vertrags im Handelsregister des Sitzes von STADA nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist, einen Antrag auf gerichtliche Bestimmung der zu gewährenden Abfindung stellen. In diesem Fall endet nach § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG die Frist zur Annahme des Angebots auf Übertragung der Aktien an Nidda Healthcare gegen Zahlung der Abfindung frühestens zwei Monate nach dem Tag, an dem die Entscheidung über den zuletzt beschiedenen Antrag eines Aktionärs im Bundesanzeiger bekannt gemacht worden ist. § 5 Abs. 2 Satz 3 des Vertrags stellt klar, dass diese gesetzliche Regelung uneingeschränkt gilt.

Die außenstehenden STADA Aktionäre können sich entscheiden, nach Eintragung des Bestehens des Vertrags in das Handelsregister des Sitzes von STADA entweder als Aktionäre von STADA auszuscheiden und im Gegenzug die angebotene angemessene Abfindung zu erhalten oder weiterhin Aktionär von STADA zu bleiben und die in § 4 des Vertrags angebotene angemessene Ausgleichszahlung zu erhalten. Die Erklärung der außenstehenden STADA Aktionäre, das Abfindungsangebot von Nidda Healthcare annehmen zu wollen, muss der von Nidda Healthcare beauftragten Zentralabwicklungsstelle jedoch innerhalb der vorstehend erläuterten Frist zugehen (zur Annahme Ziffer D.II). Nach Ablauf der Frist ist die Annahme des Abfindungsangebots nicht mehr möglich.

In § 5 Abs. 3 des Vertrags ist die Durchführung von Kapitalmaßnahmen bei STADA vor Ablauf der Frist nach § 5 Abs. 2 des Vertrags geregelt. Erfolgen solche Kapitalmaßnahmen innerhalb dieser Frist, findet eine Anpassung der Abfindung statt, soweit dies gesetzlich geboten ist. Diesbezüglich ist auf Ziffer D.I.4.4 zu verweisen.

Nach § 5 Abs. 4 des Vertrags ist die Annahme des Abfindungsangebots für die außenstehenden STADA Aktionäre kostenfrei, sofern sie über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen. Dadurch wird sichergestellt, dass die außenstehenden STADA Aktionäre nicht mit Spesen, Provisionen oder sonstigen Bearbeitungsgebühren der Banken belastet werden und die Barabfindung der Höhe nach erhalten bleibt. Davon unberührt bleiben Steuern, die auf einen Veräußerungsgewinn bei einem außenstehenden STADA Aktionär anfallen. Diese sind von dem betroffenen außenstehenden STADA Aktionär zu tragen (zu den steuerlichen Auswirkungen Ziffer D.IV.3).

§ 5 Abs. 5 des Vertrags dient dem Schutz der außenstehenden STADA Aktionäre. Die Bestimmung gewährt allen außenstehenden STADA Aktionären für den Fall eines etwaigen Spruchverfahrens nach §§ 1 ff. SpruchG einen Anspruch auf Ergänzung der Abfindung, wenn das Gericht rechtskräftig eine höhere Abfindung festsetzt; dies entspricht der gesetzlichen Regelung in § 13 Satz 2 SpruchG. Diese Ansprüche bestehen auch dann, wenn der außenstehende STADA Aktionär bereits abgefunden worden ist, und zwar unabhängig davon, ob der außenstehende STADA Aktionär an einem etwaigen Spruchverfahren beteiligt war. Sofern ein solches Spruchverfahren durch gerichtlich protokollierten Vergleich beendet wird, sind die Rechte aller außenstehenden STADA Aktionäre dadurch gewahrt, dass eine solche Verfahrensbeendigung gemäß § 11 Abs. 2 SpruchG nur mit Zustimmung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden STADA Aktionäre möglich ist. Nach § 5 Abs. 5 des Vertrags wird die Nidda Healthcare ferner auch im Falle eines gerichtlich protokollierten Vergleichs zur Beendigung eines Spruchverfahrens die von außenstehenden STADA Aktionären angebotenen STADA Aktien gegen Zahlung der erhöhten Abfindung erwerben, soweit gesetzlich vorgesehen (siehe auch Ziffer D.III.2.3).

Der Vertrag kann nach Maßgabe von § 7 Abs. 3 bis Abs. 5 gekündigt werden. Erfolgt die Kündigung zu einem Zeitpunkt, zu dem die Frist für die Annahme des Barabfindungsangebots nach § 5 Abs. 2 des Vertrags abgelaufen ist, ist jedem dann vorhandenen außenstehenden STADA Aktionär nach § 5 Abs. 6 Satz 1 des Vertrags das Recht eingeräumt, die von ihm zum Zeitpunkt der Wirksamkeit der Kündigung gehaltenen STADA Aktien Nidda Healthcare gegen Zahlung der Barabfindung in Höhe von EUR 74,40 anzubieten und Nidda Healthcare ist im Gegenzug verpflichtet, die von dem außenstehenden STADA Aktionär angebotenen Aktien zu erwerben. Dieser Betrag entspricht der in § 5 Abs. 1 des Vertrags von den Vertragsparteien festgesetzten angemessenen Abfindung. Wird der Betrag der Abfindung durch rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren erhöht, wird Nidda Healthcare die von den außenstehenden STADA Aktionären angebotenen Aktien gegen Zahlung der im Spruchverfahren festgesetzten Abfindung erwerben.

Durch dieses Veräußerungsrecht wird den außenstehenden STADA Aktionären, die sich zunächst dafür entscheiden, das Abfindungsangebot von Nidda Healthcare nicht anzunehmen, sondern STADA Aktionär zu bleiben und den Ausgleich zu erhalten, ein zusätzlicher Schutz gewährt. Eine gesetzliche Verpflichtung für ein sol-

ches erneutes Abfindungsangebot im Falle der Kündigung eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags besteht nicht.

Auch dieses erneute Veräußerungsrecht ist befristet. Es kann bis zu zwei Monate nach dem Tag ausgeübt werden, an dem die Eintragung der Beendigung des Vertrags im Handelsregister von STADA nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Auch die Veräußerung von STADA Aktien gemäß § 5 Abs. 6 des Vertrags ist für die außenstehenden STADA Aktionäre kostenfrei, wie sich aus der entsprechenden Anwendung von § 5 Abs. 4 des Vertrags ergibt. Die entsprechende Anwendung von § 5 Abs. 3 des Vertrags trägt möglichen Erhöhungen des Grundkapitals von STADA aus Gesellschaftsmitteln oder gegen Einlagen Rechnung (oben Ziffer D.I.4.4). Das vorgenannte Veräußerungsrecht kommt sowohl bei einer Kündigung durch Nidda Healthcare als auch bei einer Kündigung durch STADA zur Anwendung. Dabei ist zu beachten, dass eine ordentliche Kündigung des Vertrags während der festen Vertragslaufzeit nach § 7 Abs. 3 des Vertrags ausgeschlossen ist (vgl. Ziffer D.I.7.3).

Eine Verzinsung des nach § 5 Abs. 6 des Vertrags zu zahlenden Betrags in entsprechender Anwendung von § 305 Abs. 3 Satz 3 AktG ist nicht vorgesehen.

6. Auskunftsrecht (§ 6 des Vertrags)

In § 6 des Vertrags sind ein Auskunftsrecht von Nidda Healthcare und Informationspflichten von STADA geregelt.

Nidda Healthcare ist nach § 6 Abs. 1 des Vertrags berechtigt, Bücher und Schriften von STADA jederzeit einzusehen. Zudem ist der Vorstand von STADA nach § 6 Abs. 2 des Vertrags verpflichtet, Nidda Healthcare jederzeit alle verlangten Auskünfte über sämtliche Angelegenheiten von STADA zu geben. Zudem ist der Vorstand von STADA nach § 6 Abs. 3 des Vertrags verpflichtet, Nidda Healthcare über die geschäftliche Entwicklung, insbesondere über wesentliche Geschäftsvorfälle, laufend zu informieren.

Das Auskunftsrecht soll Nidda Healthcare ermöglichen, ihre Leitungsmacht und ihr Weisungsrecht gegenüber STADA auf der Grundlage angemessener Information auszuüben. Dementsprechend wird Nidda Healthcare ein umfassendes Einsichtsrecht eingeräumt, das durch eine unabhängig davon bestehende Informationspflicht von STADA ergänzt wird. So kann ein bestehendes Informationsgefälle schnell und effizient beseitigt und Nidda Healthcare in die Lage versetzt werden, die Ausübung ihrer Leitungs- und Weisungsmacht in Kenntnis aller Informationen am Konzerninteresse auszurichten.

In § 6 Abs. 4 des Vertrags ist klargestellt, dass die Vertragsparteien, solange es sich bei STADA um eine börsennotierte Aktiengesellschaft handelt, zur Einhaltung der kapitalmarktrechtlichen Vorschriften, insbesondere die Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014, verpflichtet sind.

7. Wirksamwerden und Dauer (§ 7 des Vertrags)

7.1 Wirksamwerden

Der Vertrag bedarf, in Übereinstimmung mit § 293 AktG, zu seiner Wirksamkeit des Weiteren der Zustimmung der Hauptversammlung von STADA und der Gesellschafterversammlung von Nidda Healthcare (§ 7 Abs. 1 des Vertrags). Dem Vertrag soll die Hauptversammlung von STADA am 2. Februar 2018 und die Gesellschafterversammlung von Nidda Healthcare am 19. Dezember 2017 zustimmen.

Der Vorstand und der BGAV-Ausschuss des Aufsichtsrats von STADA haben am 19. Dezember 2017 und die Geschäftsführung von Nidda Healthcare hat am 19. Dezember 2017 dem Vertrag zugestimmt und am selben Tag jeweils den Vertrag unterzeichnet.

Der Vertrag wird erst wirksam, sobald sein Bestehen in das Handelsregister des Sitzes von STADA eingetragen worden ist (§§ 294 Abs. 2 AktG, 7 Abs. 2 des Vertrags).

7.2 Beginn der Vertragslaufzeit

(i) Wirksamwerden des Leitungs- und Weisungsrechts nach § 1 des Vertrags

Das Leitungs- und Weisungsrecht von Nidda Healthcare und die korrespondierende Folgepflicht von STADA bestehen ab dem Zeitpunkt, in dem der Vertrag durch Eintragung im Handelsregister des Sitzes von STADA wirksam wird.

(ii) Wirksamwerden der Verpflichtung zur Gewinnabführung nach § 2 des Vertrags

Die Verpflichtung von STADA zur Gewinnabführung besteht erstmals für das am 1. Januar 2018 beginnende Geschäftsjahr, sofern das Bestehen des Vertrags im Jahr 2018 in das Handelsregister des Sitzes von STADA eingetragen und der Vertrag damit wirksam wird. Wird der Vertrag erst in einem späteren Geschäftsjahr wirksam (etwa, weil sich die Eintragung wegen einer Anfechtungs- oder Nichtigkeitsklage verzögert), besteht die Verpflichtung zur Gewinnabführung erst zu diesem späteren Geschäftsjahr.

(iii) Wirksamwerden der Verpflichtung zum Verlustausgleich nach § 3 des Vertrags

Die Verpflichtung von Nidda Healthcare zum Ausgleich eines entstandenen Jahresfehlbetrags besteht erstmals für das am 1. Januar 2018 beginnende Geschäftsjahr von STADA, sofern das Bestehen des Vertrags im Jahr 2018 in das Handelsregister des Sitzes von STADA eingetragen und der Vertrag damit wirksam wird. Fällt die Eintragung des Vertrags in das Handelsregister wie in der Regel nicht mit dem Beginn des Geschäftsjahrs zusammen, sondern erfolgt die Eintragung später, besteht auch hinsichtlich der Verlustübernahmeverpflichtung rückwirkende Geltung für den zum Zeitpunkt der Eintragung in das Handelsregister bereits abgelaufenen Teil des Geschäftsjahrs.

7.3 Vertragslaufzeit/Mindestlaufzeit

Der Vertrag ist auf unbestimmte Zeit geschlossen (§ 7 Abs. 3 Satz 1 des Vertrags). Das ordentliche Kündigungsrecht für STADA ist ausgeschlossen (§ 7 Abs. 3 Satz 3 des Vertrags). Dafür erhalten die außenstehenden Aktionäre ein zusätzliches Abfindungsrecht gemäß § 5 Abs. 6 (siehe oben Ziffer D.I.5.4). Das ordentliche Kündigungsrecht für Nidda Healthcare ist für die ersten fünf Zeitjahre (60 Monate) nach Beginn des Geschäftsjahrs, in dem der Vertrag wirksam geworden ist, ausgeschlossen (§ 7 Abs. 3 Satz 2 des Vertrags). Infolgedessen ergibt sich eine Mindestlaufzeit von fünf aufeinander folgenden Zeitjahren ab Beginn des Geschäftsjahrs von STADA, in dem der Vertrag wirksam wird. Sofern der Vertrag am 1. Januar 2018 wirksam würde, läuft Mindestlaufzeit bis zum Ablauf des 31. Dezember 2022. Die vertragliche Mindestlaufzeit von fünf aufeinanderfolgenden Zeitjahren ist nach § 14 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 KStG Voraussetzung für die wirksame Begründung einer körperschaft- und gewerbesteuerlichen Organschaft zwischen Nidda Healthcare und STADA.

7.4 Kündigung des Vertrags

Das ordentliche Kündigungsrecht ist für STADA ausgeschlossen. Das ordentliche Kündigungsrecht für Nidda Healthcare ist für die ersten fünf aufeinanderfolgenden Zeitjahre ab Beginn des Geschäftsjahrs, in dem der Vertrag wirksam wird, ausgeschlossen. Erstmals kann der Vertrag daher unter Einhaltung einer Kündigungsfrist von drei Monaten nach Ablauf von fünf Zeitjahren seit Wirksamwerden des Vertrags gekündigt werden. Danach kann er mit derselben Kündigungsfrist jeweils zum Ende eines späteren Geschäftsjahres ordentlich gekündigt werden (§ 7 Abs. 3 Satz 2 des Vertrags). Die Kündigung muss schriftlich erfolgen (§ 7 Abs. 8 des Vertrags).

Davon unberührt ist nach § 7 Abs. 4 und 5 des Vertrags das Recht der Vertragsparteien, den Vertrag bei Vorliegen eines wichtigen Grundes ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist zu kündigen. Ein wichtiger Grund zur Kündigung liegt aus zivilrechtlicher Sicht vor, wenn unter Abwägung aller Umstände dem kündigenden Vertragsteil eine Fortsetzung des Vertragsverhältnisses bis zum Ablauf der ordentlichen Kündigungsfrist nicht mehr zugemutet werden kann. Ein solches Kündigungsrecht besteht gesetzlich zwingend und kann vertraglich nicht ausgeschlossen werden. § 297 Abs. 1 Satz 2 AktG führt als Beispielsfall für eine Kündigung eines Beherrschungsvertrags aus wichtigen Grund auf, dass die herrschende Gesellschaft voraussichtlich nicht in der Lage sein wird, ihre Pflichten aus dem Vertrag zu erfüllen. So kann beispielsweise eine Verschlechterung der Vermögens- oder Ertragslage der abhängigen Gesellschaft STADA das herrschende Unternehmen Nidda Healthcare zur Kündigung berechtigen, wenn die Risiken für das herrschende Unternehmen nicht mehr tragbar sind und die Situation nicht von ihm zu vertreten ist. STADA als abhängige Gesellschaft kann z.B. kündigen, wenn Nidda Healthcare als herrschende Gesellschaft nicht in der Lage ist, ihre aufgrund des Vertrags bestehenden Verpflichtungen (Verlustübernahme, Ausgleich und Abfindung) zu erfüllen. Für den Fall, dass Nidda Healthcare nach dem Vertrag bestehende Zahlungsverpflichtungen nicht erfüllt, sieht § 7 Abs. 4 Satz 2 des Vertrags

vor, dass STADA die Nidda Healthcare hiervon unterrichten und ihr einen Monat Zeit zur Erfüllung geben soll, bevor STADA den Vertrag aus wichtigem Grund kündigt; § 297 Abs. 1 Satz 2 AktG bleibt unberührt.

§ 7 Abs. 5 des Vertrags führt weitere Fälle auf, bei denen Nidda Healthcare aus wichtigem Grund kündigen darf. Insbesondere bei der Veräußerung oder Einbringung der Beteiligung an STADA in eine andere Gesellschaft, bei dem Verlust der Mehrheit der Stimmrechte in der Hauptversammlung der STADA aus einem anderen Grund oder bei einem Rechtsformwechsel, einer Verschmelzung, Spaltung oder Liquidation der STADA oder der Nidda Healthcare darf Nidda Healthcare den Vertrag aus wichtigem Grund kündigen. Diese Regelungen müssen vor dem Hintergrund des Steuerrechts bewertet werden: Der Abschluss eines Gewinnabführungsvertrags erfolgt, um eine körperschaft- und gewerbesteuerliche Organschaft zwischen Nidda Healthcare und STADA zu begründen. Voraussetzung für eine ertragsteuerliche Organschaft ist unter anderem, dass STADA als abhängige Gesellschaft finanziell in Nidda Healthcare als herrschende Gesellschaft, von Beginn ihres Wirtschaftsjahres an, in der Form eingegliedert ist, dass der herrschenden Gesellschaft die Mehrheit der Stimmrechte zusteht. Des Weiteren muss ein Gewinnabführungsvertrag auf mindestens fünf Jahre (60 Monate) abgeschlossen und während seiner gesamten Geltungsdauer auch tatsächlich durchgeführt werden (§ 14 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3, Satz 2 KStG).

Eine Beendigung des Gewinnabführungsvertrags vor Ablauf der Mindestlaufzeit führt nur dann nicht zu einer steuerlichen Nichtanerkennung der Organschaft von Beginn an, wenn die Beendigung aus einem steuerlich anerkannten, wichtigen Grund erfolgt. Steuerrechtlich anerkannt ist, dass der Verlust der Beteiligung und damit der Stimmrechte einen wichtigen Grund im Sinne des § 14 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3, Satz 2 KStG für eine vorzeitige Kündigung des Vertrags aus wichtigem Grund durch das herrschende Unternehmen darstellen kann, der die Anerkennung der steuerlichen Organschaft für bereits abgeschlossene Wirtschaftsjahre unberührt lässt. Entsprechendes gilt für die Verschmelzung, Spaltung oder Liquidation der Organträgerin oder der Organgesellschaft. § 7 Abs. 5 des Vertrags reflektiert diese steuerrechtlichen Grundsätze und gewährleistet, dass Nidda Healthcare im Fall der Möglichkeit der steuerrechtlich unschädlichen Kündigung aus wichtigem Grund den Vertrag zivilrechtlich wirksam aus wichtigem Grund kündigen kann.

Wird der Vertrag aus wichtigem Grund fristlos gekündigt, endet der Vertrag mit Ablauf des in der Kündigung genannten Tages, frühestens jedoch mit Ablauf desjenigen Tages, an dem die Kündigung zugeht (§ 7 Abs. 6 des Vertrags).

Bei der Beendigung des Vertrags hat Nidda Healthcare den Gläubigern von STADA nach Maßgabe des § 303 AktG Sicherheit zu leisten, wenn diese sich binnen sechs Monaten seit der Bekanntmachung der Eintragung der Beendigung des Vertrags zu diesem Zweck bei Nidda Healthcare melden (§ 7 Abs. 7 des Vertrags). Diese Verpflichtung besteht nach § 303 Abs. 1 und 2 AktG allerdings nur gegenüber Gläubigern, deren Forderungen begründet wurden, bevor die Eintragung der Beendigung des Vertrags in das Handelsregister des Sitzes von STADA nach § 10

HGB bekannt gemacht worden ist, und die im Falle eines Insolvenzverfahrens kein Recht auf vorzugsweise Befriedigung aus einer Deckungsmasse haben, die nach gesetzlicher Vorschrift zu ihrem Schutz errichtet und staatlich überwacht ist. Nidda Healthcare kann sich für die Forderung verbürgen, statt Sicherheit zu leisten, wobei § 349 HGB über den Ausschluss der Einrede der Vorausklage in diesem Fall nicht anzuwenden ist (§ 303 Abs. 3 AktG).

8. Schlussbestimmungen (§ 8 des Vertrags)

§ 8 Abs. 1 des Vertrags (Salvatorische Klausel) stellt die Aufrechterhaltung des wesentlichen Gehalts des Vertrags sicher, falls sich Vertragsbestimmungen wider Erwarten als ganz oder teilweise unwirksam, undurchführbar oder lückenhaft erweisen. Hierbei handelt es sich um eine in Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen übliche Regelung.

Nach § 8 Abs. 2 des Vertrags sind bei der Auslegung des Vertrags die ertragsteuerlichen Bestimmungen und Vorgaben für die Anerkennung einer Organschaft, insbesondere die der §§ 14 bis 19 KStG in ihrer jeweils geltenden Fassung, zu beachten.

§ 8 Abs. 3 des Vertrags stellt klar, dass der Vertrag mit anderen in der Vergangenheit zwischen STADA und Nidda Healthcare geschlossenen Rechtsgeschäften und Vereinbarungen oder solchen, die in Zukunft geschlossen werden, rechtlich eigenständig ist und keine rechtliche Einheit im Sinne von § 139 BGB bildet.

Änderungen und Ergänzungen des Vertrags bedürfen nach § 8 Abs. 4 des Vertrags zu ihrer Wirksamkeit der Schriftform. Dies gilt auch für die Schriftformklausel selbst. Im Übrigen gilt § 295 AktG, der bestimmt, dass Unternehmensverträge nur mit Zustimmung der Hauptversammlung von STADA und der Gesellschafterversammlung von Nidda Healthcare geändert werden können.

§ 8 Abs. 5 des Vertrags bestimmt Frankfurt am Main zum Erfüllungsort für die beiderseitigen Verpflichtungen aus dem Vertrag und zum ausschließlichen Gerichtsstand, sofern dies rechtlich zulässig ist. Durch diese Regelungen wird sichergestellt, dass die Gerichte am Sitz von Nidda Healthcare und von STADA zur Entscheidung über Streitigkeiten aus und im Zusammenhang mit dem Vertrag zuständig sind.

In § 8 Abs. 6 des Vertrags wird klargestellt, dass nur der deutsche Text des Vertrags rechtsverbindlich ist und der englische Text nur eine unverbindliche Übersetzung darstellt.

II. Zahlung der Abfindung und des Ausgleichs (banktechnische Abwicklung)

Nidda Healthcare wird BNP Paribas, Frankfurt am Main (**Zentralabwicklungsstelle**), mit der Abwicklung des Erwerbs der von außenstehenden STADA Aktionären angebotenen STADA Aktien gegen eine angemessene Abfindung nach § 5 des Vertrags beauftragen. STADA Aktionäre, die das Abfindungsangebot annehmen wollen, müssen ihrer Depotbank eine ausgefüllte Annahmeerklärung einschließlich der Zahl der STADA Aktien, für welche sie das Abfindungsangebot annehmen wollen, zukommen lassen. Formulare für eine solche Annahmeerklärung werden

den Depotbanken von der Zentralabwicklungsstelle vorab zur Verfügung gestellt. Die jeweilige Depotbank übermittelt die Annahmeerklärung unverzüglich an die Zentralabwicklungsstelle. Die Zentralabwicklungsstelle informiert daraufhin die jeweilige Depotbank über den Vollzugstag und die genaue Höhe des gesamten Abfindungsbetrags des Aktionärs zum Vollzugstag, welcher sich für jede angediente STADA Aktie aus der Abfindung gemäß § 5 Abs. 1 des Vertrags plus der Verzinsung gemäß § 305 Abs. 3 S. 3 AktG bis zum Vollzugstag ergibt. Der Vollzugstag ist hierbei spätestens der 18. Bankarbeitstag (Frankfurt am Main) nach Zugang der Annahmeerklärung bei der Zentralabwicklungsstelle. Am Vollzugstag erfolgt die Leistung des dem jeweiligen Aktionär zustehenden gesamten Abfindungsbetrages Zug um Zug gegen die ordnungsgemäße Übertragung der angedienten STADA Aktien an die Zentralabwicklungsstelle. Die Abwicklung der Abfindung ist für die außenstehenden STADA Aktionäre provisions- und spesenfrei (vgl. Ziffer D.I.5.4). Weitere Einzelheiten der Abwicklung werden unverzüglich nach Eintragung des Vertrags in das Handelsregister bekannt gegeben.

Die Zahlung des festen Ausgleichs nach § 4 des Vertrags wird in derselben Weise abgewickelt wie eine Dividendenzahlung.

III. Rechtliche Auswirkungen für die außenstehenden STADA Aktionäre

1. Gesellschaftsrechtliche Auswirkungen

Die Durchführung des Vertrags beeinträchtigt die außenstehenden STADA Aktionäre in ihrer durch das Aktieneigentum vermittelten herrschafts- und vermögensrechtlichen Stellung.

Nach Abschluss des Vertrags ist Nidda Healthcare berechtigt, dem Vorstand der STADA hinsichtlich der Leitung von STADA verbindliche Weisungen zu erteilen, wobei die Leitung von STADA ausschließlich an den Interessen von Nidda Healthcare ausgerichtet werden kann. Nidda Healthcare kann STADA gemäß Vertrag auch nachteilige Weisungen erteilen, sofern sie den Belangen von Nidda Healthcare dienen und nicht sonst unzulässig sind, z.B. wegen Verstoßes gegen zwingende gesetzliche Bestimmungen. Zulässige nachteilige Weisungen können, ungeachtet der Verpflichtung von Nidda Healthcare zur Übernahme eines bei STADA etwa entstehenden Jahresfehlbetrags, erhebliche negative Auswirkungen auf die Vermögens- und Ertragslage von STADA haben, die auch nach der etwaigen Beendigung des Vertrags fortwirken können.

Die außenstehenden STADA Aktionäre werden durch das im Vertrag vereinbarte Leitungs- und Weisungsrecht von Nidda Healthcare gegenüber STADA in ihren Herrschaftsrechten und möglicherweise in ihren Vermögensrechten beeinträchtigt. Für diese Beeinträchtigungen werden die außenstehenden STADA Aktionäre durch einen jährlich zu zahlenden angemessenen Ausgleich oder eine angemessene Abfindung wirtschaftlich entschädigt. Die Abfindung kompensiert den Verlust der Mitgliedschaft und der vor Abschluss des Vertrags unbeeinträchtigt bestehenden folgenden Herrschafts- und Vermögensrechte; der Ausgleich kompensiert den Verlust des vermögensrechtlichen Anspruchs auf Dividende. Die außenstehenden Aktionäre haben die Wahl, ob sie Ausgleich oder Abfindung verlangen (siehe zur Höhe auch Ziffer E).

Ab dem Wirksamwerden des Vertrags wird STADA keinen Jahresüberschuss und – abgesehen von etwaigen Erträgen aus der Auflösung von Rücklagen, die nicht der vertraglichen Gewinnabführung unterliegen, oder einem Bilanzgewinn aufgrund eines etwaigen vorvertraglichen Gewinnvortrags – auch keinen Bilanzgewinn mehr ausweisen. Dies bedeutet, dass die außenstehenden STADA Aktionäre ab Wirksamwerden des Vertrags während der Vertragsdauer grundsätzlich keine Dividenden erhalten werden. Ihr Recht, über die Verwendung eines während der Vertragsdauer entstehenden Bilanzgewinns zu entscheiden, entfällt regelmäßig.

Zur Sicherung der Interessen der außenstehenden Aktionäre besteht gegen Nidda Healthcare ein Anspruch auf eine jährliche Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG. Die nach Maßgabe von § 4 des Vertrags zu leistende jährliche Ausgleichszahlung wird unverzüglich nach dem in § 4 Abs. 3 des Vertrags festgelegten Fälligkeitstermin an die außenstehenden STADA Aktionäre ausgezahlt werden. Die technische Abwicklung der Zahlung erfolgt wie im Falle einer Dividendenzahlung über die jeweiligen Depotbanken (siehe Ziffer D.II).

Alternativ zum Erhalt der Ausgleichszahlung können die außenstehenden STADA Aktionäre von dem Abfindungsangebot nach § 305 AktG Gebrauch machen und ihre Aktien gegen Gewährung der in § 5 Abs. 1 des Vertrags festgelegten Abfindung an Nidda Healthcare verkaufen. Hinsichtlich der Einzelheiten zu Ausgleichszahlung und Abfindung wird auf die vorstehenden Erläuterungen in Ziffer D.I.4 und Ziffer D.I.5 zu den § 4 und § 5 des Vertrags verwiesen.

Das Recht auf Abfindung verlieren die außenstehenden STADA Aktionäre nicht dadurch, dass sie bereits die Ausgleichszahlung entgegengenommen haben. Erfolgt die Annahme des Abfindungsangebots erst, nachdem bereits Ausgleich geleistet worden ist, was insbesondere bei Annahme des Abfindungsangebots während oder nach Abschluss eines Spruchverfahrens der Fall sein kann (vgl. § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG und § 5 Abs. 2 des Vertrags), werden bereits erhaltene Ausgleichszahlungen mit dem Anspruch auf Verzinsung der Abfindung aus § 305 Abs. 3 Satz 3 AktG verrechnet. Die Verrechnung erfolgt nach Referenzzeiträumen, in der Regel nach Geschäftsjahren, wobei dem abfindungsberechtigten STADA Aktionär die entsprechende Differenz zwischen Ausgleich und Abfindungszinsen für den jeweiligen Referenzzeitraum sowohl zusteht, wenn der empfangene Ausgleich niedriger als die Abfindungszinsen ist, als auch dann, wenn die Verzinsung für die Abfindung in jedem Zeitraum hinter dem höheren Ausgleich zurückbleibt. Dabei erfolgt die Verrechnung des Ausgleichs mit den zu zahlenden Abfindungszinsen nur für den Ausgleich, der sich auf den Zeitraum ab Eintragung des Vertrags bezieht. Eine Verrechnung bereits empfangenen Ausgleichs mit der Abfindungszahlung selbst findet nicht statt. Dies entspricht den gesetzlichen Bestimmungen unter Berücksichtigung der Rechtsprechung des BGH (Urteil vom 16. September 2002 – II ZR 284/01 – „Rütgers“; Urteil vom 2. Juni 2003 – II ZR 85/02; Urteil vom 10. Dezember 2007 – II ZR 199/06).

Mit Wirksamwerden des Vertrags entsteht die Verpflichtung der Nidda Healthcare, die STADA Aktien der außenstehenden STADA Aktionäre auf deren Verlangen und gegen Zahlung der in § 5 Abs. 1 des Vertrags festgelegten Abfindung zu erwerben. Von diesem Zeitpunkt an können die außenstehenden STADA Aktionäre durch Erklärung gegenüber ihrer jeweiligen Depotbank von ihrem Recht auf Über-

tragung ihrer STADA Aktien an Nidda Healthcare gegen Zahlung der im Vertrag festgelegten Abfindung Gebrauch machen (zur Annahme Ziffer D.II). Die Abfindung gemäß § 5 Abs. 1 des Vertrags ist von dem Ablauf des Tages an, an dem der Vertrag durch seine Eintragung ins Handelsregister wirksam geworden ist, mit jährlich fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen (§ 305 Abs. 3 Satz 3 AktG). Diejenigen STADA Aktionäre, die von ihrem Recht auf Übertragung ihrer STADA Aktien an Nidda Healthcare keinen Gebrauch machen, bleiben weiterhin STADA Aktionäre und erhalten jährlich die Ausgleichszahlung.

Unmittelbar nach Eintragung des Vertrags werden die näheren Einzelheiten des Abfindungsverfahrens im Bundesanzeiger bekannt gegeben sowie über die jeweiligen Depotbanken den außenstehenden STADA Aktionären mitgeteilt. Die Abwicklung der Übertragung der STADA Aktien an Nidda Healthcare infolge einer Annahme des Abfindungsangebots erfolgt für die STADA Aktionäre kostenfrei (§ 5 Abs. 4 des Vertrags).

Die Verpflichtung von Nidda Healthcare zur Übernahme von Aktien der außenstehenden STADA Aktionäre gegen Zahlung der Abfindung ist gemäß § 5 Abs. 2 des Vertrags befristet. Die Erklärung der außenstehenden STADA Aktionäre, das Abfindungsangebot von Nidda Healthcare anzunehmen, muss der von Nidda Healthcare beauftragten Zentralabwicklungsstelle innerhalb dieser Frist (vgl. Erläuterungen in Ziffer D.I.5.4 zu den Einzelheiten der Befristung der Verpflichtung von Nidda Healthcare) zugehen. Nach Ablauf der Frist ist eine Annahme des Abfindungsangebots nicht mehr möglich.

Sofern sich die Frist zur Annahme des Abfindungsangebots aufgrund eines Spruchverfahrens nach Maßgabe des § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG verlängert und außenstehende STADA Aktionäre das Abfindungsangebot nach Abschluss des Spruchverfahrens fristgerecht annehmen, obwohl sie bereits die Ausgleichszahlung nach § 4 des Vertrags erhalten haben, werden die empfangenen Leistungen mit dem Anspruch auf Verzinsung der Abfindung nach § 305 Abs. 3 Satz 3 AktG verrechnet.

Darüber hinaus hat der Abschluss des Vertrags keine rechtlichen Auswirkungen auf die Beteiligung der außenstehenden STADA Aktionäre. Insbesondere ist mit dem Abschluss bzw. der Eintragung des Vertrags im Handelsregister keine Veränderung der mit ihren Aktien verbundenen Stimm- und sonstigen Beteiligungsrechte verbunden.

Die Börsennotierung der STADA Aktien wird von der Eintragung des Vertrags im Handelsregister nicht berührt. Es kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, dass ein Großteil der außenstehenden STADA Aktionäre das Abfindungsangebot annehmen und sich die Zahl der im Streubesitz befindlichen STADA Aktien weiter verringern wird. Dies kann zur Folge haben, dass die daraus resultierende geringere Liquidität von STADA Aktien zu größeren Kursschwankungen der STADA Aktien als in der Vergangenheit führt.

Die Zahl der im Streubesitz befindlichen STADA Aktien wird sich in dem Maße verengen, in dem das Abfindungsangebot nach dem Vertrag angenommen wird. Als Folge davon könnte STADA möglicherweise nicht länger die jeweiligen Krite-

rien für einen Verbleib in Börsenindizes erfüllen, in denen die STADA Aktien enthalten sind. Das gilt insbesondere für einen Verbleib der STADA Aktien im MDAX, einem von der Deutsche Börse AG berechneten Index, der aus 50 an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelten Unternehmen besteht. Ein Ausschluss aus einem Börsenindex kann unter anderem zur Folge haben, dass institutionelle Anleger, die den betreffenden Index in ihrem Portfolio spiegeln, sich von STADA Aktien trennen und künftige Erwerbe von STADA Aktien unterlassen werden. Ein erhöhtes Angebot an STADA Aktien, zusammen mit einer geringeren Nachfrage nach STADA Aktien, kann den Börsenkurs der STADA Aktien nachteilig beeinflussen.

2. Schutz der außenstehenden STADA Aktionäre

Der Schutz der außenstehenden STADA Aktionäre im Zusammenhang mit dem Abschluss des Vertrags wird, wie nachfolgend näher beschrieben, durch die Gewährung einer Ausgleichszahlung und einer Abfindung sichergestellt. Deren Angemessenheit wird durch einen gerichtlich bestellten Vertragsprüfer geprüft (siehe Ziffer D.III.2.2). Sollten außenstehende STADA Aktionäre der Auffassung sein, dass die im Vertrag festgelegte Ausgleichszahlung und/oder Abfindung nicht angemessen ist, können sie die Angemessenheit in einem Spruchverfahren nachprüfen lassen.

2.1 Abfindung und Ausgleich

Den Interessen der außenstehenden STADA Aktionäre wird durch die Pflicht zur Gewährung einer Abfindung und eines Ausgleichs Rechnung getragen.

Für den Verlust ihrer Dividende durch die Pflicht zur Gewinnabführung gemäß § 2 des Vertrags erhalten die außenstehenden STADA Aktionäre, einen Anspruch auf Zahlung eines jährlichen Ausgleichs nach § 4 Abs. 2 des Vertrags i.V.m. § 304 AktG.

Auf Grundlage der Gutachtlichen Stellungnahme von ValueTrust (Anlage 5) haben die Vertragsparteien eine feste jährliche Ausgleichszahlung von brutto EUR 3,82 (netto EUR 3,53) festgelegt.

ValueTrust kommt in ihrer Gutachtlichen Stellungnahme zu dem Ergebnis, dass sich die zur Ermittlung der Abfindung und des Ausgleichs in der Rechtsprechung maßgebliche herangezogene Bandbreite des objektivierten Unternehmenswerts von STADA nach IDW S 1 zum 2. Februar 2018 auf EUR 4.371,5 Mio. bis EUR 4.660,2 Mio. beläuft. Dabei berücksichtigt ValueTrust den Wert der 84.311 von STADA gehaltenen eigenen Aktien nicht und stellt stattdessen bei der Berechnung des Werts je STADA Aktie auf die Anzahl der ausstehenden Aktien (62.342.440 ausgegebene STADA Aktien abzüglich 84.311 eigene von STADA gehaltene Aktien) ab (die **Ausstehenden STADA Aktien**). Bei 62.258.129 Ausstehenden STADA Aktien entspricht die Bandbreite des objektivierten Unternehmenswerts einer Bandbreite je Ausstehender STADA Aktie in Höhe von EUR 70,22 bis EUR 74,85. Die aus der Bandbreite des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S1 abgeleitete Bandbreite des angemessenen Ausgleichs i.S.v. § 304 AktG beträgt nach Ermittlungen des Bewertungsgutachters brutto

EUR 3,61 (netto EUR 3,34) bis brutto EUR 3,84 (netto EUR 3,55) je STADA Aktie.

Alternativ können die außenstehenden STADA Aktionäre vom Abfindungsangebot nach § 305 AktG Gebrauch machen und nach Eintragung des Vertrags die von ihnen gehaltenen STADA Aktien gegen Gewährung einer angemessenen Abfindung an Nidda Healthcare übertragen. Bei der Bemessung der in § 5 Abs. 1 des Vertrags festgelegten Abfindung in Höhe von EUR 74,40 je STADA Aktie wurden die Verhältnisse von STADA zugrunde gelegt, wie sie sich zum Zeitpunkt der Beschlussfassung der geplanten Hauptversammlung von STADA am 2. Februar 2018 darstellen (vgl. die ausführliche Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Abfindung in Ziffer E.III).

Falls der Vertrag von einer der Vertragsparteien gekündigt wird, sind die zum Zeitpunkt der Kündigung vorhandenen außenstehenden STADA Aktionäre gemäß § 5 Abs. 6 des Vertrags berechtigt, ihre STADA Aktien innerhalb einer Frist von zwei Monaten nach dem Tag, an dem die Eintragung der Beendigung des Vertrags in das Handelsregister von STADA gemäß § 10 HGB bekannt gemacht worden ist, an Nidda Healthcare zu veräußern (siehe Ziffer D.I.5.4).

2.2 Vertragsprüfung durch einen sachverständigen Prüfer

Auf gemeinsamen Antrag des Vorstands von STADA und der Geschäftsführung der Nidda Healthcare hat das Landgericht Frankfurt am Main durch Beschluss vom 21. September 2017 die ADKL AG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Breite Straße 29 - 31, 40213 Düsseldorf, zum sachverständigen Prüfer i.S.v. § 293b Abs. 1 AktG ausgewählt und bestellt. Dieser Beschluss ist dem Vertragsbericht als Anlage 4 beigelegt. ADKL prüft den Vertrag und insbesondere die Angemessenheit der Abfindung sowie die jährliche Ausgleichszahlung und erstellt hierüber gemäß § 293e AktG einen gesonderten Prüfbericht. Dieser Prüfbericht wird, zusammen mit den in § 293f Abs. 1 AktG genannten Unterlagen, von der Einberufung der Hauptversammlung an, die am 2. Februar 2018 stattfinden soll, über die Internetseite von STADA unter <http://www.stada.de/ao-hv2018> zugänglich sein. Darüber hinaus werden die Unterlagen auch von der Einberufung der Hauptversammlung an bis zu deren Ablauf in den Geschäftsräumen von STADA zur Einsicht der Aktionäre ausliegen und werden ferner in der Hauptversammlung von STADA am 2. Februar 2018 ausliegen. Jedem STADA Aktionär wird auf Verlangen unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen erteilt. Hinsichtlich der Einzelheiten wird auf die Einladung zur Hauptversammlung am 2. Februar 2018 verwiesen.

2.3 Spruchverfahren

Sollten STADA Aktionäre der Ansicht sein, dass die im Vertrag unter § 4 Abs. 2 festgelegte Höhe der jährlichen Ausgleichszahlung nach § 304 AktG nicht angemessen ist, können sie nach Wirksamwerden des Vertrags die Angemessenheit der Ausgleichszahlung in einem Spruchverfahren nach § 304 Abs. 3 Satz 3 AktG i.V.m. § 1 Nr. 1 SpruchG gerichtlich prüfen lassen. Die Antragsberechtigung im Spruchverfahren hängt nicht davon ab, dass in der Hauptversammlung gegen den

Beschluss über die Zustimmung zum Vertrag Widerspruch zu Protokoll des beurkundenden Notars erklärt wird. Die gerichtliche Überprüfung der Ausgleichszahlung in einem Spruchverfahren nach § 304 Abs. 3 Satz 3 AktG i.V.m. § 1 Nr. 1 SpruchG kann binnen drei Monaten seit dem Tag beantragt werden, an dem die Eintragung des Bestehens des Vertrags im Handelsregister von STADA nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Innerhalb der vorstehend genannten Antragsfrist von drei Monaten ist der Antrag nach Maßgabe von § 4 Abs. 2 SpruchG zu begründen. Falls in einem solchen Spruchverfahren durch das zuständige Gericht rechtskräftig eine höhere jährliche Ausgleichszahlung festgesetzt wird, wirkt diese Entscheidung für und gegen alle außenstehenden STADA Aktionäre, weshalb auch die am Spruchverfahren nicht teilnehmenden STADA Aktionäre einen Anspruch gegen Nidda Healthcare auf Ergänzung des Ausgleichsbetrags haben (§ 13 Satz 2 SpruchG). Nidda Healthcare kann den Vertrag für diesen Fall binnen zwei Monaten nach Rechtskraft kündigen (§ 304 Abs. 4 AktG). Sofern ein solches Spruchverfahren durch gerichtlich protokollierten Vergleich beendet wird, sind die Rechte aller außenstehenden STADA Aktionäre dadurch gewahrt, dass eine solche Verfahrensbeendigung gemäß § 11 Abs. 2 SpruchG nur mit Zustimmung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden STADA Aktionäre möglich ist. Nach § 4 Abs. 7 des Vertrags können im Fall eines gerichtlich protokollierten Vergleichs ferner auch die bereits nach Maßgabe des § 5 des Vertrags abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Ausgleichszahlung verlangen, soweit gesetzlich vorgesehen.

Sollten außenstehende STADA Aktionäre der Ansicht sein, dass die in § 5 Abs. 1 des Vertrags festgelegte Abfindung nicht angemessen ist, können sie die Angemessenheit der angebotenen Abfindung ebenfalls in einem Spruchverfahren nach § 305 Abs. 5 Satz 2 AktG i.V.m. § 1 Nr. 1 SpruchG gerichtlich überprüfen lassen. Im Hinblick auf Antragsfrist, Antragsbegründung, Wirkung der gerichtlichen Entscheidung in einem Spruchverfahren, ein Kündigungsrecht von Nidda Healthcare nach einer gerichtlichen Bestimmung der Abfindung sowie die Beendigung eines solchen Verfahrens durch gerichtlich protokollierten Vergleich, gelten die obigen Ausführungen zur Ausgleichszahlung entsprechend.

IV. Steuerliche Auswirkungen für die außenstehenden STADA Aktionäre

1. Vorbemerkung

Die nachfolgenden Ausführungen enthalten eine kurze Zusammenfassung einiger wichtiger deutscher Besteuerungsgrundsätze, die im Zusammenhang mit dem Abschluss des Vertrags für die in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtigen außenstehenden STADA Aktionäre relevant sein können.

Steuerliche Auswirkungen für in Deutschland beschränkt steuerpflichtige außenstehende STADA Aktionäre werden nachfolgend nicht erläutert. Sie sind abhängig unter anderem von besonderen Vorschriften des deutschen Steuerrechts, dem Steuerrecht des Staates, in dem der jeweilige Aktionär ansässig ist, sowie von den Regelungen eines etwa bestehenden Abkommens zur Vermeidung einer Doppelbesteuerung (Doppelbesteuerungsabkommen).

Die Darstellung bezieht sich grundsätzlich nur auf in Deutschland anfallende Körperschaft-, Einkommen-, Kapitalertrag- und Gewerbesteuer sowie den Solidaritätszuschlag, nicht jedoch auf Kirchensteuer und behandelt nur einige Aspekte dieser Steuerarten. Beispielsweise werden Besonderheiten sogenannter sperrfristbehafteter Anteile, die als Gegenleistung für eine steuerbegünstigte Einbringung nach dem Umwandlungssteuergesetz erworben wurden, sowie Sonderregeln für bestimmte Unternehmen des Finanz- und Versicherungssektors nicht dargestellt. Zugrunde gelegt wird nur die derzeit geltende Rechtslage, wie sie von der Finanzverwaltung und der finanzgerichtlichen Rechtsprechung zum Datum dieses Vertragsberichts angewendet wird. Diese kann sich gegebenenfalls auch mit Rückwirkung ändern.

Eine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit dieser Darstellung wird nicht übernommen. Diese Zusammenfassung ist nicht als rechtliche oder steuerliche Beratung gedacht und ist auch nicht dahingehend auszulegen. Den Aktionären wird empfohlen, ihre steuerlichen Berater zu konsultieren. Nur diese sind in der Lage, auch die besonderen steuerlichen Verhältnisse des einzelnen Aktionärs angemessen zu berücksichtigen.

2. Besteuerung von Ausgleichszahlungen bei den Aktionären

Die in § 4 Abs. 1 des Vertrags vorgesehene jährliche Ausgleichszahlung von Nidda Healthcare an die STADA Aktionäre sollte bei den betroffenen Aktionären den allgemeinen Regeln über die Dividendenbesteuerung unterliegen.

2.1 Kapitalertragsteuer

Auf die Ausgleichszahlung ist bei der Auszahlung grundsätzlich Kapitalertragsteuer in Höhe von 25 % und der auf die Kapitalertragsteuer erhobene Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % einzubehalten (der Steuerabzug beträgt somit einschließlich des Solidaritätszuschlags insgesamt 26,375 %). Einbehaltung und Abführung der Kapitalertragsteuer sind grundsätzlich unabhängig davon, in welcher Höhe die Zahlung bei den STADA Aktionären tatsächlich der Besteuerung unterliegt.

In Bezug auf STADA Aktionäre, die ihre Aktien im Privatvermögen halten, hat die Kapitalertragsteuer auf die Ausgleichszahlungen grundsätzlich Abgeltungswirkung (sog. Abgeltungsteuer). Unter bestimmten Voraussetzungen können solche Aktionäre, die ihre Aktien im Privatvermögen halten, eine Befreiung von der Abgeltungsteuer beantragen. Demgegenüber wird die Kapitalertragsteuer bei STADA Aktionären, die ihre Aktien im Betriebsvermögen halten, grundsätzlich auf die Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer des jeweiligen Aktionärs angerechnet. Soweit die einbehaltene Kapitalertragsteuer die persönliche Steuerschuld dieser Aktionäre übersteigt, wird sie erstattet. Entsprechendes gilt für den Solidaritätszuschlag.

2.2 Aktien im Privatvermögen

Die Ausgleichszahlungen auf Aktien im Privatvermögen unterliegen als Einkünfte aus Kapitalvermögen der Einkommensteuer; dabei entfaltet der Einbehalt von Kapitalertragsteuer aber grundsätzlich Abgeltungswirkung (sog. Abgeltungsteuer) und die Ausgleichszahlung muss in der Jahressteuererklärung des STADA Aktio-

närs daher nicht mehr erklärt werden. In bestimmten Fällen (beispielsweise bei Vorlage einer Nichtveranlagungsbescheinigung des Finanzamtes oder bei Freistellungsauftrag in ausreichendem Umfang) kann STADA Aktionären die Ausgleichszahlung ohne Abzug von Kapitalertragsteuer und Solidaritätszuschlag ausgezahlt werden.

Auf Antrag eines STADA Aktionärs kann seine Ausgleichszahlung anstelle der Abgeltungsbesteuerung der tariflichen Einkommensteuer unterworfen werden, wenn dies für ihn zu einer niedrigeren Steuerbelastung führt (Günstigerprüfung). In diesem Falle sind die Kapitalerträge abzüglich des Sparer-Pauschbetrages in Höhe von EUR 801 (bzw. EUR 1.602 bei zusammen veranlagten Ehegatten) für die Besteuerung maßgeblich und ein Abzug der tatsächlichen Werbungskosten ist ausgeschlossen. Die so ermittelten Einkünfte aus Kapitalvermögen werden im Rahmen der Veranlagung zur Einkommensteuer dem individuellen Einkommensteuersatz des jeweiligen STADA Aktionärs unterworfen. Dabei wird eine zunächst einbehaltene Kapitalertragsteuer auf die in dieser Weise erhobene Einkommensteuer angerechnet.

Erfüllt ein STADA Aktionär die entsprechenden Voraussetzungen und beantragt eine Befreiung von der Abgeltungsteuer, ist die Besteuerung mit der eines Einzelunternehmers vergleichbar (siehe Ziffer D.IV.2.3(ii)).

2.3 Aktien im Betriebsvermögen

Werden die Aktien im Betriebsvermögen gehalten, so richtet sich die Besteuerung danach, ob der STADA Aktionär eine Körperschaft, ein Einzelunternehmer oder eine Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft) ist:

(i) Körperschaften

Bei Körperschaften sind die Ausgleichszahlungen grundsätzlich körperschaftsteuerpflichtig, es sei denn, der STADA Aktionär war zu Beginn des jeweiligen Kalenderjahres zu mindestens 10 % am Grundkapital von STADA beteiligt. In diesem Fall sind die Ausgleichszahlungen grundsätzlich von der Körperschaftsteuer befreit. Jedoch gelten 5 % dieser steuerfreien Einnahmen als Aufwendungen, die steuerlich nicht als Betriebsausgaben abgezogen werden dürfen und somit im Ergebnis der Besteuerung mit Körperschaftsteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag) unterliegen. Im Gegenzug dürfen tatsächlich entstandene Betriebsausgaben im Zusammenhang mit den Ausgleichszahlungen grundsätzlich in voller Höhe abgezogen werden (vorbehaltlich sonstiger Abzugsbeschränkungen). Die Ausgleichszahlungen unterliegen in voller Höhe der Gewerbesteuer, es sei denn, der STADA Aktionär ist zu Beginn des Erhebungszeitraums zu mindestens 15 % am Grundkapital von STADA beteiligt (Schachtelbeteiligung). Im letztgenannten Fall gilt die Freistellung von 95 % der Ausgleichszahlungen von der Körperschaftsteuer für Zwecke der Gewerbesteuer entsprechend.

(ii) Einzelunternehmer

Bei Einzelunternehmern (natürlichen Personen) werden 60 % der Ausgleichszahlung mit dem gültigen Einkommensteuersatz besteuert (soge-

nanntes Teileinkünfteverfahren). Entsprechend sind Aufwendungen, die in wirtschaftlichem Zusammenhang mit der Ausgleichszahlung stehen, nur zu 60 % steuerlich abzugsfähig (vorbehaltlich sonstiger Abzugsbeschränkungen). Gehören die Aktien zum Vermögen einer in Deutschland gelegenen Betriebsstätte, unterliegt die Ausgleichszahlung in vollem Umfang der Gewerbesteuer, sofern der STADA Aktionär gewerbesteuerpflichtig und zu Beginn des Erhebungszeitraums nicht zu mindestens 15 % am Grundkapital von STADA beteiligt ist. Die Gewerbesteuer wird jedoch im Wege eines pauschalierten Verfahrens vollständig oder teilweise auf die Einkommenssteuer des STADA Aktionärs angerechnet.

(iii) Personengesellschaften

Werden die Aktien von einer Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft) gehalten, fällt Einkommen- oder Körperschaftsteuer lediglich auf der Ebene ihrer Gesellschafter an. Bei körperschaftsteuerpflichtigen Gesellschaftern mit einer Beteiligung am Grundkapital von mindestens 10 % zu Beginn des jeweiligen Kalenderjahres sind 95 % der Ausgleichszahlung im Ergebnis steuerbefreit, ansonsten steuerpflichtig (siehe oben (i)). Unterliegt der Gesellschafter hingegen der Einkommensteuer, so werden 60 % der Ausgleichszahlung besteuert (siehe oben (ii)). Hinsichtlich der Abziehbarkeit von Betriebsausgaben gilt für körperschaftsteuerpflichtige Gesellschafter das oben unter (i) Ausgeführte und für einkommensteuerpflichtige Gesellschafter das oben unter (ii) Ausgeführte. Gewerbesteuer auf die gesamte Ausgleichszahlung fällt auf der Ebene der Personengesellschaft an, wenn diese gewerbesteuerpflichtig und nicht zu Beginn des Erhebungszeitraums zu mindestens 15 % am Grundkapital der Gesellschaft beteiligt ist. Soweit natürliche Personen an der Personengesellschaft beteiligt sind, wird die auf Ebene der Personengesellschaft anfallende Gewerbesteuer im Wege eines pauschalierten Verfahrens vollständig oder teilweise auf ihre Einkommenssteuer angerechnet. Ist die Personengesellschaft zu Beginn des Erhebungszeitraums zu mindestens 15 % am Grundkapital der Gesellschaft beteiligt, so unterliegen 5 % der Ausgleichszahlung der Gewerbesteuer, soweit Kapitalgesellschaften beteiligt sind.

3. Besteuerung von Abfindungsleistungen bei den STADA Aktionären

Nach § 5 Abs. 1 des Vertrags verpflichtet sich Nidda Healthcare gegenüber den STADA Aktionären, die aus Anlass des Abschlusses des Vertrags bei STADA ausscheiden möchten, deren Aktien gegen eine angemessene Abfindung in Höhe von EUR 74,40 je STADA Aktie zu erwerben. Ein Gewinn, der bei einer daraus resultierenden Übertragung von STADA Aktien gegen die vorstehende Abfindung entsteht, sollte bei den betroffenen STADA Aktionären den Vorschriften über die Besteuerung von Gewinnen aus der Veräußerung von Anteilen an einer Körperschaft unterliegen. Ein Veräußerungsgewinn wird erzielt, wenn die Abfindung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten die steuerlichen Anschaffungskosten bzw. den steuerlichen Buchwert bei dem jeweiligen STADA Aktionär für die betreffenden Aktien übersteigt. Beträgt die Abfindung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten weniger als die Anschaffungskosten bzw. der Buchwert der Aktien bei dem STADA Aktionär, entsteht ein Veräußerungsverlust.

3.1 Kapitalertragsteuer

Auf den Veräußerungsgewinn ist grundsätzlich Kapitalertragsteuer in Höhe von 25 % und der auf die Kapitalertragsteuer erhobene Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % (insgesamt somit 26,375 %) einzubehalten. Voraussetzung für den Einbehalt ist eine inländische auszahlende Stelle (inländisches bzw. inländische Zweigstelle eines ausländischen Kreditinstituts, Finanzdienstleistungsinstituts, Wertpapierhandelsunternehmens oder Wertpapierhandelsbank), das die STADA Aktien verwahrt oder verwaltet oder deren Veräußerung durchführt und die Kapitalerträge auszahlt oder gutschreibt.

Keine Kapitalertragsteuer fällt in Bezug auf Abfindungsleistungen an, wenn die Aktien im Privatvermögen gehalten werden und vor dem 1. Januar 2009 angeschafft wurden. Darüber hinaus entfällt der Abzug von Kapitalertragsteuer in Bezug auf Veräußerungsgewinne für Aktien im Betriebsvermögen, die von unbeschränkt steuerpflichtigen Körperschaften gehalten werden. Das gleiche gilt unter bestimmten Voraussetzungen bei Aktien, die von natürlichen Personen oder Personengesellschaften im Betriebsvermögen gehalten werden.

Sofern Kapitalertragsteuer und Solidaritätszuschlag einbehalten werden, haben diese bei im Privatvermögen gehaltenen Aktien grundsätzlich abgeltenden Charakter. Keine Abgeltungswirkung hat der Steuereinbehalt hingegen bei im Privatvermögen gehaltenen Aktien, wenn der Aktionär zu einem Zeitpunkt während der letzten fünf Jahre vor der Veräußerung am Grundkapital von STADA zu mindestens 1 % beteiligt war, sowie bei im Betriebsvermögen gehaltenen Aktien. Die einbehaltenen Steuern werden in diesen Fällen vielmehr auf die Steuerschuld des Veräußerers aus Einkommen- oder Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhangs erstattet.

3.2 Aktien im Privatvermögen

Für die Besteuerung von Abfindungsleistungen kommt es darauf an, ob die STADA Aktionäre die Aktien vor dem 1. Januar 2009 oder nach dem 31. Dezember 2008 angeschafft haben:

(i) Vor dem 1. Januar 2009 angeschaffte Aktien

Bei Aktien, die vor dem 1. Januar 2009 angeschafft und im Privatvermögen gehalten wurden, bleibt es grundsätzlich bei der bisher geltenden Steuerfreiheit für Veräußerungsgewinne auch hinsichtlich etwaiger Abfindungsleistungen.

Allerdings unterliegen Gewinne aus Abfindungsleistungen an einen STADA Aktionär, der bzw. – im Falle eines unentgeltlichen Erwerbs – dessen Rechtsvorgänger zu irgendeinem Zeitpunkt während der dem Erwerb durch Nidda Healthcare gemäß § 5 Abs. 1 des Vertrags vorangegangenen fünf Jahre zu mindestens 1 % unmittelbar oder mittelbar am Grundkapital von STADA beteiligt war, dem sog. Teileinkünfteverfahren, d.h. die Gewinne unterliegen zu 60 % der Besteuerung. Aufwendungen, die in wirtschaftlichem Zusammenhang mit den Abfindungsleistungen stehen, und

Veräußerungsverluste können in diesem Fall entsprechend nur zu 60 % steuerlich geltend gemacht werden.

(ii) Nach dem 31. Dezember 2008 angeschaffte Aktien

Gewinne aus der Veräußerung von STADA Aktien, die nach dem 31. Dezember 2008 angeschafft wurden, sind unabhängig von einer Haltefrist grundsätzlich immer steuerpflichtig. Entsprechende Verluste dürfen nur mit Gewinnen aus der Veräußerung von Aktien im laufenden oder in einem späteren Jahr ausgeglichen werden.

Bei einem aus der Abfindung resultierenden Veräußerungsgewinn auf Aktien, die nach dem 31. Dezember 2008 angeschafft wurden, wird Kapitalertragsteuer einbehalten, sofern eine inländische auszahlende Stelle gegeben ist. Der Kapitalertragsteuerabzug hat grundsätzlich abgeltende Wirkung, d.h. mit dem Steuerabzug ist die Einkommensteuerschuld des Anlegers insoweit abgegolten und der Veräußerungsgewinn muss in der Jahressteuererklärung des Aktionärs nicht mehr erklärt werden. In bestimmten Fällen (beispielsweise bei Vorlage einer Nichtveranlagungsbescheinigung des Finanzamtes oder bei Freistellungsauftrag in ausreichendem Umfang) kann STADA Aktionären die Ausgleichszahlung ohne Abzug von Kapitalertragsteuer und Solidaritätszuschlag ausgezahlt werden. Unterbleibt der Kapitalertragsteuerabzug außerhalb dieser Fälle (z.B. in Ermangelung einer inländischen auszahlenden Stelle), hat der STADA Aktionär den Veräußerungsgewinn in seiner Einkommensteuererklärung anzugeben. Allerdings wird der Veräußerungsgewinn in diesen Fällen nicht dem individuellen Einkommensteuertarif des Aktionärs unterworfen; vielmehr erfolgt eine Veranlagung des Veräußerungsgewinns zum Abgeltungssteuersatz.

Auf Antrag des STADA Aktionärs kann der aus der Abfindung resultierende Gewinn anstelle der Abgeltungsbesteuerung der tariflichen Einkommensteuer unterworfen werden, wenn dies für den Aktionär zu einer niedrigeren Steuerbelastung führt. Eine zunächst einbehaltene Kapitalertragsteuer wird in diesem Fall auf die im Wege der Veranlagung erhobene Einkommensteuer angerechnet. Bei der Ermittlung der Einkünfte aus Kapitalvermögen kann als Werbungskosten lediglich ein Sparer-Pauschbetrag in Höhe von EUR 801 (bzw. EUR 1.602 bei zusammen veranlagten Ehegatten) abgezogen werden. Ein Abzug der tatsächlichen Werbungskosten ist ausgeschlossen.

War der STADA Aktionär zu einem Zeitpunkt während der letzten fünf Jahre vor der Veräußerung mit mindestens 1 % am Grundkapital von STADA beteiligt, ist ein Veräußerungsgewinn zu 60 % steuerpflichtig. Die einbehaltene Kapitalertragsteuer und der Solidaritätszuschlag werden bei der Steuerveranlagung des STADA Aktionärs auf dessen Steuerschuld angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhangs erstattet. Veräußerungsverluste und wirtschaftlich mit der Veräußerung zusammenhängende Aufwendungen können in diesen Fällen zu 60 % steuerlich geltend gemacht werden.

3.3 Aktien im Betriebsvermögen

Werden die STADA Aktien im Betriebsvermögen gehalten, so richtet sich die Besteuerung des Gewinns aus der Veräußerung danach, ob der STADA Aktionär eine Körperschaft, ein Einzelunternehmer oder eine Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft) ist:

(i) Körperschaften

Gewinne aus der Veräußerung von STADA Aktien sind bei Körperschaften grundsätzlich von der Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit. Jedoch gelten 5 % des Veräußerungsgewinns als Aufwendungen, die steuerlich nicht als Betriebsausgaben abgezogen werden dürfen, sodass sie im Ergebnis insoweit der Körperschaftsteuer (zuzüglich Solidaritätszuschlag) und Gewerbesteuer unterliegen. Veräußerungsverluste und andere Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den veräußerten Aktien stehen, können steuerlich nicht berücksichtigt werden.

(ii) Einzelunternehmer

Sofern die STADA Aktien von Einzelunternehmern gehalten werden, unterliegen 60 % des Veräußerungsgewinns der Besteuerung. Entsprechend können nur 60 % der mit solchen Veräußerungsgewinnen zusammenhängenden Betriebsausgaben sowie nur 60 % eventueller Veräußerungsverluste steuerlich berücksichtigt werden. Gehören die STADA Aktien zum Vermögen einer in Deutschland belegenen Betriebsstätte, unterfallen 60 % der Veräußerungsgewinne der Gewerbesteuer, wenn der Einzelunternehmer gewerbesteuerpflichtig ist. Die Gewerbesteuer wird jedoch im Wege eines pauschalierten Verfahrens vollständig oder teilweise auf die Einkommensteuer des Anlegers angerechnet.

(iii) Personengesellschaften

Ist der Inhaber der STADA Aktien eine Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft), so hängt die Besteuerung davon ab, ob deren Gesellschafter der Einkommen- oder Körperschaftsteuer unterliegen. Bei Gesellschaftern, die der Körperschaftsteuer unterliegen, sind Gewinne aus der Veräußerung von Aktien grundsätzlich zu 95 % steuerbefreit (siehe oben unter (i)). Bei Gesellschaftern, die der Einkommensteuer unterliegen, sind 60 % der Gewinne aus der Veräußerung von Aktien zu versteuern (siehe oben unter (ii)). Zusätzlich unterliegen die Gewinne aus der Veräußerung von Aktien bei Zuordnung zu einer inländischen Betriebsstätte auf der Ebene der gewerbesteuerpflichtigen Personengesellschaft zu 60 % der Gewerbesteuer, soweit natürliche Personen beteiligt sind, und zu 5 % der Gewerbesteuer, soweit Kapitalgesellschaften beteiligt sind. Soweit natürliche Personen an der Personengesellschaft beteiligt sind, wird die Gewerbesteuer jedoch im Wege eines pauschalierten Verfahrens vollständig oder teilweise auf ihre Einkommensteuer angerechnet. Hinsichtlich der Abzugsfähigkeit von mit Veräußerungsgewinnen zusammenhängenden Betriebsausgaben und Veräußerungsverlusten gilt für körperschaftsteuerpflichtige Gesellschafter das oben unter (i) Ausgeführte und für einkommensteuerpflichtige Gesellschafter das oben unter (ii) Ausgeführte.

V. Steuerliche Auswirkungen für STADA

Sofern auch die übrigen gesetzlichen Voraussetzungen einer körperschaft- und gewerbsteuerlichen Organschaft vorliegen, führt der Vertrag dazu, dass das Einkommen von STADA für körperschaft- und gewerbsteuerliche Zwecke Nidda Healthcare zugerechnet und dort versteuert wird. STADA hat jedoch ihr Einkommen in Höhe von 20/17 der geleisteten Ausgleichszahlungen selbst zu versteuern (§ 16 KStG). Die Organschaft beginnt frühestens mit dem Geschäftsjahr von STADA, in dem die Verpflichtung zur Gewinnabführung gemäß § 2 des Vertrages von Beginn an besteht, also voraussichtlich ab dem 1. Januar 2018, vorausgesetzt, der Vertrag wurde spätestens bis zum Ende dieses Geschäftsjahres gemäß § 7 Abs. 2 des Vertrags ins Handelsregister eingetragen. Steuerliche Verlustvorträge, die zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Organschaft vorhanden sind, bleiben zwar bestehen, sind aber für die Dauer der Organschaft nicht steuerlich nutzbar.

Aufgrund der Organschaft haftet STADA gemäß § 73 Abgabenordnung für solche Steuern des Organträgers, für welche die Organschaft zwischen ihnen steuerlich von Bedeutung ist. Den Steuern stehen die Ansprüche auf Erstattung von Steuervergütungen gleich.

VI. Kosten des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

Mit dem Abschluss des Vertrags war der Anfall einmaliger Kosten verbunden. Solche Kosten sind bei STADA insbesondere angefallen für die Mandatierung des Bewertungsgutachters (siehe dazu Ziffer E.I), für die Erstattung des Prüfberichts (siehe dazu Ziffer D.III.2.2) sowie für Rechtsberatung. Die Kosten für die Erstattung der Gutachtlichen Stellungnahme und des Prüfberichts tragen STADA und Nidda Healthcare je zur Hälfte. Im Übrigen trägt jede Vertragspartei ihre Kosten, einschließlich der Kosten ihrer externen Berater, selbst. Es werden insgesamt von STADA zu tragende externe Kosten in Höhe von ca. EUR 1,3 Mio. erwartet. Die von Nidda Healthcare zu tragenden externen Kosten belaufen sich voraussichtlich auf ca. EUR 1 Mio.

E. Art und Höhe des Ausgleichs und der Abfindung nach § 304, § 305 AktG

I. Überblick

Nach § 304 AktG muss ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung erhalten. Die Art des Ausgleichs und die Gründe für die Bestimmung eines festen Ausgleichs wurden unter Ziffer D.I.4.2 erläutert.

Als Ausgleich ist gemäß § 304 Abs. 1 Satz 1 und Abs. 2 Satz 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren zukünftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte.

Nach § 305 Abs. 1 AktG muss ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag außerdem die Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Die angemessene Abfindung hat nach § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Vertrag zu berücksichtigen. Dies gilt für die Ausgleichszahlung i.S.v. § 304 AktG entsprechend. Gemäß Beschluss des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999 (BvR 1613/94) darf ein existierender Börsenkurs bei der Bemessung der Höhe der Abfindung nach § 305 AktG nicht außer Acht gelassen werden. Der Börsenkurs stellt grundsätzlich die untere Grenze der dem Aktionär zu zahlenden Abfindung dar.

Maßgeblicher Bewertungsstichtag für Ausgleich und Abfindung ist der Tag der geplanten außerordentlichen Hauptversammlung von STADA, die über den Vertrag beschließen soll, mithin der 2. Februar 2018.

Der Vorstand von STADA und die Geschäftsführung von Nidda Healthcare haben ValueTrust als Bewertungsgutachter beauftragt eine Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der STADA zum Tag der geplanten außerordentlichen Hauptversammlung, dem 2. Februar 2018, sowie zur Höhe der angemessenen Ausgleichszahlung i.S.v. § 304 AktG und der angemessenen Abfindung i.S.v. § 305 AktG zu erstellen.

Der Bewertungsgutachter hat die für die Gutachtliche Stellungnahme erforderlichen Arbeiten vom 19. Oktober 2017 bis zum 18. Dezember 2017 durchgeführt. Der Bewertungsgutachter hat am 18. Dezember 2017 seine Gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung des Unternehmenswerts von STADA zum 2. Februar 2018, also dem Tag der über den Vertrag beschließenden außerordentlichen Hauptversammlung von STADA, vorgelegt. Zur Beurteilung des Unternehmenswerts der STADA hat ValueTrust auftragsgemäß Bandbreiten des Unternehmenswerts auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden ermittelt. Hiernach ermittelt ValueTrust eine Bandbreite des objektivierten Unternehmenswerts nach dem IDW Standard 1 „Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008, Stand: 2. April 2008, nachfolgend IDW S 1) in der Funktion eines neutralen Gutachters. Darüber hinaus hat ValueTrust die „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (Stand: Dezember 2012, im Folgenden auch „DVFA-Empfehlungen“) berücksichtigt. Im Sinne der DVFA-Empfehlungen gibt ValueTrust die Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines unabhängigen Sachverständigen ab.

ValueTrust kommt in ihrer Gutachtlichen Stellungnahme zu dem Ergebnis, dass sich die zur Ermittlung der angemessenen Abfindung und des angemessenen Ausgleichs in der Rechtsprechung maßgebliche herangezogene Bandbreite des objektivierten Unternehmenswerts im Sinne des IDW S 1 von STADA zum 2. Februar 2018 auf EUR 4.371,5 Mio. bis EUR 4.660,2 Mio. beläuft. Bei 62.258.129 Ausstehenden STADA Aktien (62.342.440 ausgegebenen STADA Aktien abzüglich 84.311 eigenen von STADA gehaltenen Aktien) entspricht dies einer Bandbreite je Ausstehender STADA Aktie in Höhe von EUR 70,22 bis EUR 74,85.

Der Bewertungsgutachter kommt weiter zu dem Ergebnis, dass der maßgebliche durchschnittliche Börsenkurs EUR 65,41 je STADA Aktie beträgt. Relevant ist insoweit der nach Handelsvolumen gewichtete und von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ermittelte durchschnittliche Börsenkurs der STADA Aktien im Dreimonatszeitraum vor der Bekanntgabe der Absicht durch Nidda Holding am 24. August 2017, den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen STADA und Nidda Healthcare herbeizuführen (siehe Ziffer E.III). Die nach der Ertragswertmethode bzw. Discounted Cash Flow-Methode ermittelte Bandbreite des Unternehmenswerts je STADA Aktie liegt über dem hiernach maßgeblichen Börsenkurs, so dass der Börsenkurs als absolute Wertuntergrenze der angemessenen Abfindung nicht maßgeblich ist. Demgemäß ergibt sich aus der Gutachtlichen Stellungnahme, dass die angemessene Abfindung i.S.v. § 305 AktG in einer Bandbreite von EUR 70,22 bis EUR 74,85 je STADA Aktie liegt. Die aus der Bandbreite des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S1 abgeleitete Bandbreite des angemessenen Ausgleichs i.S.v. § 304 AktG beträgt nach Ermittlungen des Bewertungsgutachters brutto EUR 3,61 (netto EUR 3,34) bis brutto EUR 3,84 (netto EUR 3,55) je STADA Aktie.

Die vollständige Fassung der Gutachtlichen Stellungnahme von ValueTrust zum Unternehmenswert von STADA vom 18. Dezember 2017 ist diesem Vertragsbericht als Anlage 5 beigelegt und damit integraler Bestandteil dieses Vertragsberichts.

Der Vorstand von STADA und die Geschäftsführung von Nidda Healthcare machen sich die Ausführungen von ValueTrust in der genannten Gutachtlichen Stellungnahme zum Unternehmenswert von STADA, zum angemessenen Ausgleich und zur angemessenen Abfindung nach eigener Prüfung inhaltlich vollständig zu eigen und machen sie zum Gegenstand dieses Vertragsberichts. Nach ihrer eigenen Einschätzung legen der Vorstand von STADA und die Geschäftsführung von Nidda Healthcare eine Abfindung i.S.v. § 305 AktG in Höhe von EUR 74,40 je STADA Aktie sowie einen Ausgleich i.S.v. § 304 AktG in Höhe von brutto EUR 3,82 (netto EUR 3,53) je STADA Aktie fest. Diese festgelegten Werte des Ausgleichs und der Abfindung liegen somit innerhalb der von ValueTrust ermittelten Bandbreite.

Die Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust wird – wie auch dieser Vertragsbericht – zusammen mit den weiteren nach § 293f Abs. 1 AktG erforderlichen Unterlagen von der Einberufung der Hauptversammlung von STADA, die über die Zustimmung zu dem Vertrag beschließt, über die Internetseite von STADA unter <http://www.stada.de/ao-hv2018> zugänglich sein. Darüber hinaus werden die Unterlagen auch von der Einberufung der Hauptversammlung an bis zu deren Ablauf in den Geschäftsräumen von STADA zur Einsicht der Aktionäre ausliegen und werden ferner in der Hauptversammlung von STADA am 2. Februar 2018 ausliegen. Auf Verlangen wird jedem Aktionär unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen erteilt. Hinsichtlich der Einzelheiten der Auslegung und der Anforderung von Kopien dieser und weiterer Unterlagen wird auf die Einladung zur Hauptversammlung verwiesen, welche über die Zustimmung von STADA zum Vertrag beschließt.

Der Vorstand von STADA und die Geschäftsführung von Nidda Healthcare weisen zur Vermeidung von Haftungsrisiken ausdrücklich darauf hin, dass die Planungen von STADA, welche die Grundlage der Unternehmensbewertung bilden, zwar nach bestem Wissen und Gewissen erstellt wurden, sie aber auf zukunftsgerichteten Umständen oder Veränderungen der Markt- und Wettbewerbsverhältnisse beruhen, deren Eintritt außerhalb der Einflussmöglichkeit STADAs liegen kann, und, dass für den tatsächlichen Eintritt der den Planungen zugrundeliegenden Tatsachen und Prognosen weder von STADA noch von Nidda Healthcare eine Haftung übernommen wird und werden kann. Dieser Vertragsbericht dient ausschließlich der Erfüllung der gesetzlichen Informationspflicht gemäß § 293a AktG.

II. Ermittlung und Festlegung der Höhe der angemessenen Ausgleichszahlung nach § 304 AktG

Nach § 4 Abs. 2 des Vertrags gewährt Nidda Healthcare den außenstehenden STADA Aktionären ab dem Geschäftsjahr, ab dem die Verpflichtung zur Gewinnabführung gemäß § 2 des Vertrags wirksam wird, d.h. voraussichtlich ab dem Geschäftsjahr, das am 1. Januar 2018 beginnt, für die Dauer des Vertrags eine feste jährliche Ausgleichszahlung.

Die jährliche Ausgleichszahlung beträgt brutto EUR 3,82 und netto EUR 3,53 je STADA Aktie.

Die Gründe, weshalb die Vertragsparteien eine feste Ausgleichszahlung vereinbart haben, wurden in Ziffer D.I.4.2 dargestellt. Die Vertragsparteien haben sich in Übereinstimmung mit der Rechtsprechung des BGH (Beschluss vom 21. Juli 2003 – II ZB 17/01 – „Ytong“) auf einen Brutto-Betrag geeinigt. Diesbezüglich wird auf die Erläuterungen in Ziffer D.I.4.3 verwiesen.

Der Vorstand von STADA und die Geschäftsführung von Nidda Healthcare haben im gegenseitigen Einvernehmen die Höhe der Ausgleichszahlung auf Basis der Ergebnisse der Gutachtlichen Stellungnahme von ValueTrust vom 18. Dezember 2017 festgesetzt, in dem der Bewertungsgutachter zu dem Ergebnis gelangt, dass der angemessene Ausgleich in einer Bandbreite von brutto EUR 3,61 (netto EUR 3,34) bis brutto EUR 3,84 (netto EUR 3,55) je STADA Aktie liegt.

III. Ermittlung und Festlegung der Höhe des angemessenen Abfindungsbetrags nach § 305 AktG

Nach § 5 des Vertrags ist Nidda Healthcare verpflichtet, auf Verlangen eines jeden außenstehenden STADA Aktionärs dessen STADA Aktien gegen Abfindung (§ 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG) zu erwerben. Jeder außenstehende STADA Aktionär, der das Abfindungsangebot annimmt, erhält für je eine STADA Aktie eine Abfindung in Höhe von EUR 74,40. Die für die Vereinbarung der Art der Abfindung als Barabfindung ausschlaggebenden Gründe sind in Ziffer D.I.5.2 dargestellt.

Der Vorstand von STADA und die Geschäftsführung von Nidda Healthcare haben den Betrag der Abfindungszahlung übereinstimmend auf Grundlage der Ergebnisse der Gutachtlichen Stellungnahme vom 18. Dezember 2017 festgesetzt. Der Bewertungsgutachter hat darin auf Basis der Bandbreite der objektvierten Unterneh-

menzwerte nach IDW S1 eine Bandbreite der angemessenen Abfindung i.S.v. § 305 AktG von EUR 70,22 bis EUR 74,85 ermittelt.

Bei der Bestimmung des Abfindungsbetrags haben der Bewertungsgutachter und die Vertragsparteien ferner den Börsenkurs der STADA Aktie berücksichtigt. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999 – BvR 1613/94, stellt der Börsenpreis grundsätzlich die Untergrenze der Bestimmung des den außenstehenden Aktionären anzubietenden Abfindungsbetrags dar. Der BGH (Urteil vom 12. März 2001 – II ZB 15/00) hat die Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts bezüglich der Relevanz des Börsenkurses für die Bestimmung des angemessenen Ausgleichs konkretisiert. Mit seinem Urteil vom 19. Juli 2010 (ZB II 18/09 „Stollwerck“) hat er zusätzliche Vorgaben in dieser Hinsicht aufgestellt und näher ausgeführt, dass der maßgebliche Börsenkurs auf Grund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme zu ermitteln ist.

Nidda Holding hat die Absicht, den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen STADA als beherrschtes Unternehmen und Nidda Holding oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens als herrschendes Unternehmen herbeizuführen, im Wege einer Ad hoc-Mitteilung am 24. August 2017 bekannt gegeben. Der von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ermittelte volumengewichtete Börsenkurs der STADA Aktie für den Dreimonatszeitraum vor der Veröffentlichung der Ad hoc-Mitteilung am 24. August 2017 beträgt EUR 65,41. Da dieser Wert über der oben genannten Bandbreite des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 liegt, war der volumengewichtete Börsenkurs von EUR 65,41 vorliegend für die Festlegung der Abfindung nicht maßgeblich.

Der volumengewichtete Börsenkurs ist nicht anzupassen und auf den Tag der Hauptversammlung hochzurechnen. Nach der Stollwerck-Entscheidung des BGH soll dies nur dann der Fall sein, wenn zwischen der öffentlichen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstrichen ist und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. Im vorliegenden Fall kommt eine Anpassung des volumengewichteten Dreimonats-Börsenkurses jedoch schon deshalb nicht in Betracht, weil zwischen der Bekanntgabe der Absicht zum Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags (24. August 2017) und dem Tag, an dem der Vertrag der außerordentlichen Hauptversammlung zur Zustimmung vorgelegt wird (2. Februar 2018), eine Zeitspanne von weniger als sechs Monaten liegt. Dies stellt keinen längeren Zeitraum im Sinne der Stollwerck-Rechtsprechung dar.

F. Vertragsprüfung

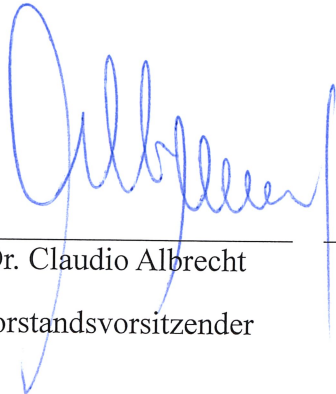
Der Vertragsprüfer hat einen Prüfbericht erstellt, der zusammen mit den in § 293f Abs. 1 AktG genannten Unterlagen vom Zeitpunkt der Einberufung der außerordentlichen Hauptversammlung auf der Internetseite von STADA unter <http://www.stada.de/ao-hv2018> abrufbar sein wird. Ebenso wird der Prüfbericht zusammen mit den genannten Unterlagen auch von der Einberufung der Hauptversammlung an bis zu deren Ablauf in den Geschäftsräumen von STADA zur Einsicht der Aktionäre ausliegen. Darüber hinaus wird der Prüfbericht zusammen mit

den genannten Unterlagen auch während der Hauptversammlung ausliegen Jedem STADA Aktionär wird auf Verlangen unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen erteilt (Ziffer D.III.2.2).

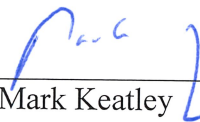
STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft

Der Vorstand

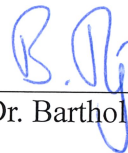
Bad Vilbel, den 19. Dezember 2017



Dr. Claudio Albrecht
Vorstandsvorsitzender



Mark Keatley
Vorstand Finanzen

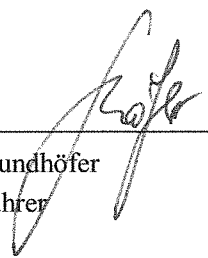


Dr. Barthold Piening
Vorstand Produktion &
Entwicklung

Nidda Healthcare GmbH

Die Geschäftsführung

Frankfurt am Main, den 19. Dezember 2017



Andreas Grundhöfer
Geschäftsführer

Anlagen

Anlage 1:

**Aufstellung des Anteilsbesitzes der STADA Arzneimittel
Aktiengesellschaft gemäß § 285 Nr. 11 HGB zum
31. Dezember 2016**

Aufstellung des Anteilsbesitzes nach § 285 Nr. 11 HGB der STADA Arzneimittel AG zum 31.12.2016

In der nachfolgenden Aufstellung werden die Ergebnisse der Gesellschaften unabhängig von der Höhe des Anteils am Kapital erfasst.

1) Direkte Beteiligungen der STADA Arzneimittel AG

	Ergebnis 2016	Eigenkapital	Kapital- anteil in %
Deutschland¹⁾			
BEPHA Beteiligungsgesellschaft für Pharmawerte mbH, Bad Vilbel	0 EUR	253 TEUR	100%
BIOCEUTICALS Arzneimittel AG, Bad Vilbel	6.193 TEUR	42.107 TEUR	15,86%
Mobilat Produktions GmbH, Pfaffenhofen	0 EUR	256 TEUR	100%
STADA Aesthetics Deutschland GmbH, Bad Homburg	147 TEUR	172 TEUR	100%
STADA GmbH, Bad Vilbel	0 EUR	359 TEUR	100%
STADA Pharma International GmbH, Bad Vilbel	0 EUR	31 TEUR	100%
STADAPharm GmbH, Bad Vilbel	0 EUR	154 TEUR	100%
Ausland²⁾			
AO Nizhpharm, Nizhny Novgorod/Russland ³⁾	2.139.595 TRUB	17.217.309 TRUB	100%
Cicum Farma, Unipessoal, LDA, Paco de Arcos/Portugal	356 TEUR	4.711 TEUR	100%
Crinos S.p.A., Mailand/Italien	-1.151 TEUR	25.417 TEUR	96,77%
EGLabo - Laboratoires Eurogenerics SAS, Boulogne-Billancourt/Frankreich	-1.511 TEUR	46.737 TEUR	100%
EGS.p.A., Mailand/Italien	5.204 TEUR	68.413 TEUR	98,87%
Grunenthal Ukraine LLC, Kiew/Ukraine ⁴⁾	-	-	100%
Laboratorio STADA, S.L., Barcelona/Spanien	3.568 TEUR	61.555 TEUR	100%
Laboratorio Vannier S.A., Buenos Aires/Argentinien	8.324 TARS	44.542 TARS	85%
OOO Hemofarm, Obninsk/Russland	363.928 TRUB	2.760.145 TRUB	10%
OOO STADA Marketing, Nizhny Novgorod/Russland ³⁾	-17.788 TRUB	4.493 TRUB	10%
SCIOTEC Diagnostic Technologies GmbH, Tulln an der Donau/Österreich ³⁾	7.977 TEUR	9.444 TEUR	100%
STADA Aesthetics Belgique BVBA, Brüssel/Belgien ⁴⁾	-	-	100%
STADA Arzneimittel Gesellschaft m.b.H., Wien/Österreich ³⁾	729 TEUR	5.858 TEUR	100%
STADA d.o.o., Ljubljana/Slowenien	42 TEUR	467 TEUR	100%
STADA d.o.o., Zagreb/Kroatien	553 THRK	4.281 THRK	100%
STADA Egypt Ltd., Kairo/Ägypten ⁴⁾	-	-	83,33%
STADA LUX S.à R.L., Luxemburg/Luxemburg	1 TEUR	7 TEUR	100%
STADA PHARMA Bulgaria EOOD, Sofia/Bulgarien ⁴⁾	-	-	100%
STADA PHARMA CZ s.r.o., Prag/Tschechische Republik	4.432 TCZK	240.688 TCZK	100%
STADA Pharma Services India Private Limited, Mumbai/Indien ⁴⁾	-	-	85%
STADAPHARMA Slovakia, s.r.o., Bratislava/Slowakei	337 TEUR	2.884 TEUR	100%
STADA Pharmaceuticals (Asia) Ltd., Hongkong/Volksrepublik China	45.271 THKD	191.778 THKD	100%
STADA Pharmaceuticals Australia Pty Ltd, Sydney/Australien ⁴⁾	-	-	100%
STADA Poland Sp. z o.o. Piaseczno/Polen	1.274 TPLN	7.702 TPLN	100%
STADA Service Holding B.V., Etten-Leur/Niederlande	21.444 TEUR	662.020 TEUR	100%
STADA (Shanghai) Company Management Consulting Co. Ltd., Shanghai/Volksrepublik China	128 TCNY	927 TCNY	100%
STADA UK Holdings Ltd., Reading/Großbritannien	27.764 TEUR	438.930 TEUR	100%

1. Bei den Gesellschaften mit einem Ergebnis von 0 besteht ein Ergebnisabführungsvertrag
2. Für die ausländischen Gesellschaften wurde jeweils das Eigenkapital in Landeswährung und nach lokalem Recht dargestellt
3. Werte aus Geschäftsjahr 2015.
4. Verzicht auf Angaben gem. § 286 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1 HGB.

2) Indirekte Beteiligungen der STADA Arzneimittel AG

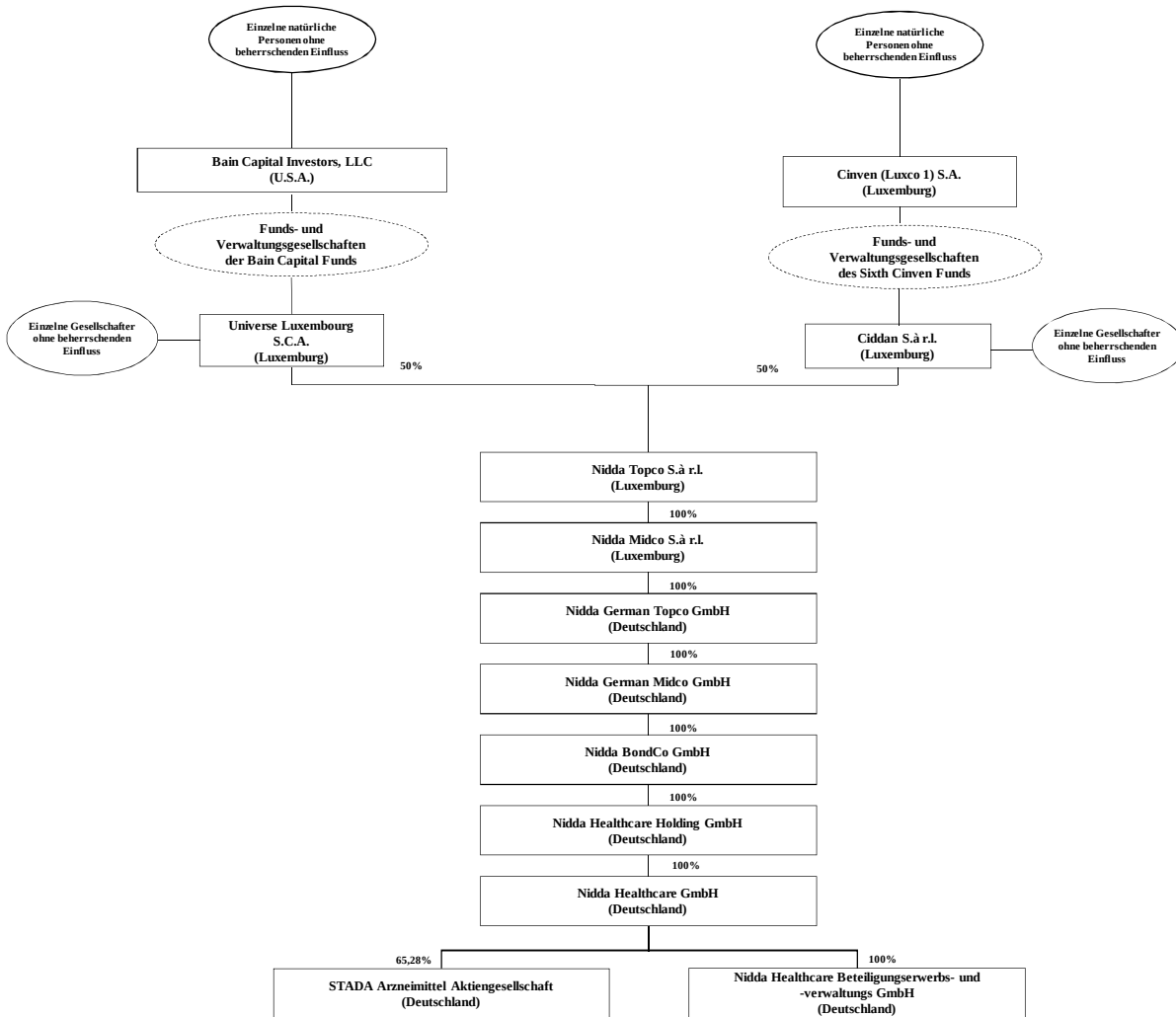
	Ergebnis 2016	Eigenkapital	Kapital- anteil in %
Deutschland¹⁾			
ALIUD PHARMA GmbH, Laichingen	0 EUR	52 TEUR	100%
Blitz F15-487 GmbH, Bad Vilbel	0 EUR	414 TEUR	100%
cell pharm Gesellschaft für pharmazeutische und diagnostische Präparate mbH, Bad Vilbel	0 EUR	229 TEUR	100%
Grippostad GmbH, Bad Vilbel	0 EUR	25 TEUR	100%
Hemopharm GmbH Pharmazeutisches Unternehmen, Bad Homburg	748 TEUR	717 TEUR	100%
PharmaSwyzz Deutschland GmbH, Bad Homburg	-1 TEUR	13 TEUR	100%
STADAvita GmbH, Bad Homburg	0 EUR	25 TEUR	100%
STADA CEE GmbH, Bad Vilbel	0 EUR	223 TEUR	100%
STADA Medical GmbH, Bad Vilbel	0 EUR	103 TEUR	100%
Ausland²⁾			
AELIA SAS, Saint Briec/Frankreich ³⁾	540 TEUR	1.497 TEUR	20%
Britannia Pharmaceuticals Ltd., Reading/Großbritannien	14.603 TGBP	74.094 TGBP	100%
Brituswip Limited (J.V.), Newbury/Großbritannien	8 TGBP	129 TGBP	50%
BSMW Limited, Stockport/Großbritannien	312 TGBP	1.938 TGBP	100%
Centrafarm B.V., Etten-Leur/Niederlande	5.501 TEUR	11.903 TEUR	100%
Centrafarm Nederland B.V., Etten-Leur/Niederlande	-223 TEUR	25.236 TEUR	100%
Centrafarm Services B.V., Etten-Leur/Niederlande	1.736 TEUR	10.124 TEUR	100%
Clonmel Healthcare Limited, Clonmel/Irland	21.986 TEUR	41.333 TEUR	100%
CNRD 2009 Ireland Ltd., Dublin/Irland	-20 TEUR	89 TEUR	50%
Crinos S.p.A., Mailand/Italien	-1.151 TEUR	25.417 TEUR	3,23%
Croma Medic, Inc., Manila/Philippinen	23.693 TPHP	305.211 TPHP	100%
Crosspharma Ltd., Belfast/Großbritannien	143 TEUR	1.965 TEUR	100%
Dak Nong Pharmaceutical JSC, Dak Nong/Vietnam ³⁾	264.642 TVND	2.359.521 TVND	43%
DIALOGFARMA LLC, Moskau/Russland ³⁾	-3.597 TRUB	14.965 TRUB	50%
EG S.p.A., Mailand/Italien	5.204 TEUR	68.413 TEUR	1,13%
Fresh Vape Electronic Cigarettes Limited, Chesterfield/Großbritannien	7 TGBP	5 TGBP	100%
Genus Pharmaceuticals Holdings Ltd., Huddersfield/Großbritannien	0 TGBP	12.472 TGBP	100%
Genus Pharmaceuticals Ltd., Huddersfield/Großbritannien	0 TGBP	34.399 TGBP	100%
Healthypharm B.V., Etten-Leur/Niederlande	639 TEUR	3.381 TEUR	100%
Hemofarm A.D., Vrsac/Serbien ³⁾	2.950.193 TRSD	25.600.534 TRSD	100%
Hemofarm Banja Luka d.o.o., Banja Luka/Bosnien-Herzegowina ³⁾	3.167 TBAM	58.144 TBAM	91,5%
Hemofarm Komerced.o.o., Skopje/Mazedonien ⁴⁾	-	-	99,18%
Hemofarm S.a.r.l., Constantine/Algerien ⁴⁾	-	-	40%
Hemomont d.o.o., Podgorica/Montenegro ³⁾	-425 TRSD	16.542 TRSD	71,02%
HTP Huisapothek B.V., Etten-Leur/Niederlande	0 TEUR	11 TEUR	100%
Internis Pharmaceuticals Limited, Huddersfield/Großbritannien	8.356 TGBP	11.151 TGBP	100%
Jinan Hemofarm Pharmaceuticals, Jinan/Volksrepublik China ⁴⁾	-	-	35,5%
Laboratorio Vannier S.A., Buenos Aires/Argentinien	8.324 TARS	44.542 TARS	15%
LAS Trading Limited, Chesterfield/Großbritannien	0 TGBP	1 TGBP	100%
LCM Limited, Huddersfield/Großbritannien	0 TGBP	0 TGBP	100%
Lowry Solutions Limited, Huddersfield/Großbritannien	1.399 TEUR	47 TGBP	100%
Natures Aid Limited, Preston/Großbritannien	5.673 TGBP	173 TGBP	100%
Nizhpharm-Kazakhstan TOO DO, Almaty/Kasachstan	-1.219.034 TKZT	518 TKZT	100%

- Bei den deutschen Gesellschaften mit einem Ergebnis von 0 besteht ein Ergebnisabführungsvertrag. Hiervon ausgenommen sind die Blitz F15-487 GmbH sowie die Grippostad GmbH.
- Für die ausländischen Gesellschaften wurde jeweils das Eigenkapital in Landeswährung und nach lokalem Recht dargestellt
- Werte aus Geschäftsjahr 2015.
- Verzicht auf Angaben gem. § 286 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1 HGB.

Ausland ¹⁾	Ergebnis 2016	Eigenkapital	Kapital- anteil in %
Nizhpharm-Ukraine DO, Kiew/Ukraine	-270.402 TUAH	-19.150 TUAH	100%
OOO Aqualor, Moskau/Russland ²⁾	58 TRUB	162 TRUB	100%
OOO Hemofarm, Obninsk/Russland	363.928 TRUB	2.760.145 TRUB	90%
OOO STADA CIS, Nizhny Novgorod/Russland ²⁾	-16.162 TRUB	-120.452 TRUB	100%
OOO STADA Marketing, Nizhny Novgorod/Russland ²⁾	-17.788 TRUB	4.493 TRUB	90%
OOO STADA PharmDevelopment, Nizhny Novgorod/Russland	13.002 TRUB	45.522 TRUB	100%
Pegach AG, Egerkingen/Schweiz	-3 TCHF	355 TCHF	100%
Pharm Ortho Pedic SAS, Trélazé/Frankreich ²⁾	379 TEUR	3.040 TEUR	25%
Phu Yen Export Import Pharmaceuticals JSC, Phu Yen/Vietnam ²⁾	550.013 TVND	25.074.594 TVND	20%
PYMEPHARCO JOINT STOCK COMPANY, Tuy Hoa/Vietnam	239.258.579 TVND	1.326.176.644 TVND	59%
Quang Tri Pharmaceutical Joint Stock, Quang-Tri-Provinz/Vietnam ²⁾	508.738 TVND	4.347.090 TVND	22%
Quatropharma Holding B.V., Etten-Leur/Niederlande	0 TEUR	329 TEUR	100%
S.A. Eurogenerics N.V., Brüssel/Belgien	1.384 TEUR	80.879 TEUR	100%
Slam Trading Limited, Chesterfield/Großbritannien	1.071 TGBP	43 TGBP	100%
Socialites E-Commerce Limited, Huddersfield/Großbritannien	127 TGBP	125 TGBP	100%
Socialites Nederlands BV, Beuningen/Niederlande	0 TEUR	0 TEUR	100%
Socialites Retail Limited, Chesterfield/Großbritannien	-614 TGBP	-498 TGBP	100%
Spirig HealthCare AG, Egerkingen/Schweiz	424 TCHF	5.797 TCHF	100%
STADA (Thailand) Co. Ltd., Bangkok/Thailand	16.962 TTHB	63.919 TTHB	60%
STADA Aesthetics AG, Bottighofen/Schweiz ³⁾	-	-	100%
STADA Aesthetics Italia S.R.L., Verona/Italien ³⁾	-	-	100%
STADA Aesthetics UK Limited, Kent/Großbritannien ³⁾	-	-	100%
STADA Egypt Ltd., Kairo/Ägypten ³⁾	-	-	16,67%
STADA Financial Investments Limited, Clonmel/Irland	-5 TEUR	91.412 TEUR	100%
STADA Genericos, S.L., Barcelona/Spanien	0 TEUR	2 TEUR	100%
STADA HEMOFARM S.R.L., Temeswar/Rumänien ²⁾	738 TRON	14.846 TRON	100%
STADA Import/Export International Ltd., Hongkong/Volksrepublik China	1.314 TUSD	2.259 TUSD	51%
STADA IT Solutions d.o.o., Belgrad/Serbien ²⁾	17.351 TRSD	54.676 TRSD	100%
STADA M&D S.R.L., Bukarest/Rumänien	173 TRON	6.841 TRON	100%
STADA MENADWC-LLC, Dubai/Vereinigte Arabische Emirate	-1.278 TAED	39.799 TAED	100%
STADA Nordic ApS, Herlev/Dänemark ²⁾	4.896 TDKK	112.058 TDKK	100%
STADA Pharma Services India Private Limited, Mumbai/Indien ³⁾	-	-	15%
STADA Pharmaceuticals (Beijing) Ltd., Beijing/Volksrepublik China	7.275 TCNY	61.935 TCNY	83,351%
STADA Vietnam J.V. Co., Ltd., Ho-Chi-Minh-Stadt/Vietnam	300.760.835 TVND	959.963.868 TVND	50%
STADA, LDA, Paco de Arcos/Portugal	-6 TEUR	-24 TEUR	100%
STAdata LLC, Kiew/Ukraine ³⁾	-	-	100%
Sundrops Limited, Huddersfield/Großbritannien	2.957 TGBP	3.427 TGBP	100%
Thornton & Ross Ireland Limited, Clonmel/Irland	0 TEUR	0 TEUR	100%
Thornton & Ross Limited, Huddersfield/Großbritannien	37.644 TGBP	29.371 TGBP	100%
UAB STADA-Nizhpharm-Baltija, Vilnius/Litauen	64 TEUR	1.227 TEUR	100%
Velefarm A.D., Belgrad/Serbien ³⁾	-	-	19,65%
Vetfarm A.D., Belgrad/Serbien ³⁾	-	-	15%
WellLight Investment Services JSC, Ho-Chi-Minh-Stadt/Vietnam	-31.937 TVND	134.387.846 TVND	49%
ZAO Makiz-Pharma, Moskau/Russland	-7.567 TRUB	1.065.980 TRUB	100%
ZAO Skopinpharm, Ryazanskaya obl./Russland	-5.224 TRUB	332.202 TRUB	100%
Zeroderma Limited, Huddersfield/Großbritannien ³⁾	-	-	100%

1. Für die ausländischen Gesellschaften wurde jeweils das Eigenkapital in Landeswährung und nach lokalem Recht dargestellt
2. Werte aus Geschäftsjahr 2015
3. Verzicht auf Angaben gem. § 286 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1 HGB.

Anlage 2: Vereinfachte Gesellschafterstruktur der Nidda Healthcare GmbH



Anlage 3:

**Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der
STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft und der Nidda
Healthcare GmbH**

**Beherrschungs- und Gewinnabführungs-
vertrag**

**Domination and Profit and Loss
Transfer Agreement**

zwischen

by and between

STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft,

Stadastraße 2-18, 61118 Bad Vilbel,

eingetragen im Handelsregister des Amtsge-
richts Frankfurt am Main (HRB 71290)

registered at the commercial register of the
local court Frankfurt am Main
(HRB 71290)

– **STADA** –

und

and

Nidda Healthcare GmbH,

c/o Intertrust (Deutschland) GmbH, Grüneburgweg 58-62, 60322 Frankfurt am Main,

eingetragen im Handelsregister des Amtsge-
richts Frankfurt am Main (HRB 109528)

registered at the commercial register of the
local court Frankfurt am Main
(HRB 109528)

– **Nidda Healthcare** –

**§ 1
Leitung**

**§ 1
Managerial Control**

- (1) STADA unterstellt Nidda Healthcare die Leitung ihrer Gesellschaft ab dem Zeitpunkt der Wirksamkeit dieses Vertrags. Dementsprechend ist Nidda Healthcare berechtigt, dem Vorstand der STADA in Bezug auf die Leitung der STADA sowohl allgemeine als auch auf den Einzelfall bezogene Weisungen zu erteilen. Nidda Healthcare ist ebenfalls berechtigt, Weisungen in Bezug auf die Aufstellung des Jahresabschlusses der STADA zu erteilen.
- (2) Der Vorstand der STADA ist verpflichtet, Weisungen der Nidda Healthcare nach § 1 Abs. 1 und in Übereinstimmung mit

- (1) STADA agrees that the management of its company shall be under the control of Nidda Healthcare as from the date of the effectiveness of this Agreement. Accordingly, Nidda Healthcare shall be entitled to give instructions to the management board of STADA with respect to the management of STADA in general or on a case by case basis. Nidda Healthcare is also entitled to give instructions with respect to the preparation of the annual accounts of STADA.
- (2) The management board of STADA is required to comply with the instructions of Nidda Healthcare as specified

§ 308 AktG zu befolgen.

- (3) Nidda Healthcare kann ihre direkten oder indirekten Gesellschafter bevollmächtigen, das ihr zustehende Weisungsrecht in rechtsgeschäftlicher Vertretung auszuüben. STADA ist nur verpflichtet, solche Weisungen direkter oder indirekter Gesellschafter der Nidda Healthcare zu befolgen, nachdem ihr (i) die entsprechende Vollmacht bei erstmaliger Weisung durch eine bevollmächtigte Gesellschaft und (ii) bei ausländischen bevollmächtigten Gesellschaften auch die Vertretungsberechtigung der die Weisung erteilenden Person(en) vorgelegt wurde. Änderungen in Bezug auf erteilte Vollmachten sowie in Bezug auf die Zusammensetzung der Geschäftsführung der bevollmächtigten Gesellschaft(en) hat Nidda Healthcare unverzüglich gegenüber STADA anzuzeigen. Auch im Falle rechtsgeschäftlicher Vertretung besteht die Haftung der Nidda Healthcare nach § 309 AktG i.V.m. § 278 BGB unverändert fort.
- (4) Nidda Healthcare kann dem Vorstand der STADA keine Weisungen in Bezug auf die Änderung, Aufrechterhaltung oder Beendigung dieses Vertrags erteilen.
- (5) Weisungen bedürfen der Textform nach § 126b BGB oder sind, sofern sie mündlich erteilt werden, unverzüglich in Textform zu bestätigen, sofern der Vorstand dies verlangt.

in § 1 para. 1 and in accordance with § 308 AktG.

- (3) Nidda Healthcare may authorize its direct or indirect controlling shareholder to exercise the right of instruction on its behalf as a proxy. STADA is only required to comply with such instructions given by direct or indirect shareholders of Nidda Healthcare after having received (i) the relevant powers of attorney with the first instruction by an authorized entity, and (ii) in case of foreign authorized entities also the power of representation of the person(s) issuing the instruction. Changes in relation to the power of attorney as well as in relation to the composition of the authorized company's management must be reported by Nidda Healthcare to STADA without undue delay. The liability of Nidda Healthcare under § 309 AktG in conjunction with § 278 BGB continues unchanged also in the case of legal representation.
- (4) Nidda Healthcare shall not be entitled to give instructions to the management board of STADA pertaining to amending, maintaining, or terminating this agreement.
- (5) Any instructions require text form according to § 126b BGB or, if the instructions are given orally, they shall be confirmed in text form without undue delay, if requested by the management board.

§ 2

Gewinnabführung

- (1) STADA verpflichtet sich, ihren ganzen Gewinn an Nidda Healthcare abzuführen. Vorbehaltlich der Bildung oder Auflösung von Rücklagen nach § 2 Abs. 2 ist der nach § 301 AktG in dessen jeweils geltender Fassung zulässige Höchstbetrag abzuführen.
- (2) STADA kann mit schriftlicher oder in Textform nach § 126b BGB erfolgter Zustimmung der Nidda Healthcare Beträge aus dem Jahresüberschuss in andere Gewinnrücklagen einstellen, soweit dies handelsrechtlich zulässig und bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet ist. Während der Vertragslaufzeit gebildete andere Gewinnrücklagen sind auf schriftliches oder in Textform nach § 126b BGB erfolgtes Verlangen der Nidda Healthcare aufzulösen und zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags zu verwenden oder als Gewinn abzuführen. Sonstige Rücklagen oder ein Gewinnvortrag, der aus der Zeit vor der Wirksamkeit dieses Vertrags stammt, dürfen weder als Gewinn abgeführt noch zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrages verwendet werden.
- (3) Die Verpflichtung zur Abführung des gesamten Gewinns besteht erstmals für das am 1. Januar 2018 beginnende oder dasjenige spätere Geschäftsjahr der STADA, in dem dieser Vertrag nach § 7 Abs. 2 wirksam wird. Die Verpflichtung ist in jedem Fall mit Feststellung des Jahresabschlusses für das betreffende Geschäftsjahr der STADA fällig.

§ 2

Transfer of Profit

- (1) STADA undertakes to transfer its entire annual profit (*Gewinnabführung*) to Nidda Healthcare. Subject to establishing or dissolving reserves in accordance with § 2 para. 2, the maximum amount permissible under § 301 AktG, as amended from time to time, shall be transferred.
- (2) If and to the extent permissible under commercial law and economically justified by reasonable commercial judgement, STADA may, with the consent of Nidda Healthcare in writing or text form according to § 126b BGB, allocate parts of its annual profit to other profit reserves. Other profit reserves which have been created during the term of this agreement shall be liquidated upon request of Nidda Healthcare in writing or text form according to § 126b BGB and used to compensate any annual deficit for the financial year or be transferred as profit. Other reserves or profits carried forward from the period prior to the term of this agreement may neither be transferred as profit nor be used to compensate for any annual deficit.
- (3) The obligation to transfer the annual profit applies for the first time to the entire profits generated in the fiscal year of STADA beginning on January 1, 2018 or to the entire profits of any later fiscal year in which this agreement becomes effective according to § 7 para. 2. In each case, the obligation becomes due with the approval of the respective annual financial state-

ment of STADA.

§ 3

Verlustübernahme

- (1) Nidda Healthcare ist nach § 302 Abs. 1 AktG in dessen jeweils geltender Fassung zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags der STADA verpflichtet. Die Vorschrift des § 302 AktG ist in ihrer Gesamtheit in der jeweils geltenden Fassung anzuwenden.
- (2) Die Verpflichtung zum Ausgleich des gesamten Jahresfehlbetrags besteht erstmals für das am 1. Januar 2018 beginnende oder dasjenige spätere Geschäftsjahr der STADA, in dem dieser Vertrag nach § 7 Abs. 2 wirksam wird. Die Verpflichtung wird in jedem Fall zum Ende eines Geschäftsjahrs der STADA fällig.
- (3) Bei einer Beendigung dieses Vertrags während eines Geschäftsjahrs, insbesondere durch eine Kündigung aus wichtigem Grund, ist Nidda Healthcare zur Übernahme desjenigen Fehlbetrags der STADA, wie er sich aus einer auf den Tag des Wirksamwerdens der Beendigung zu erstellenden Stichtagsbilanz ergibt, verpflichtet.

§ 4

Ausgleichszahlung

- (1) Nidda Healthcare verpflichtet sich, den außenstehenden Aktionären der STADA für die Dauer dieses Vertrags als angemessenen Ausgleich nach § 304 Abs. 1 AktG die Zahlung einer wiederkehrenden

§ 3

Balancing of Losses

- (1) Nidda Healthcare is obliged pursuant to § 302 para. 1 AktG, as amended from time to time, to balance each year any annual net loss of STADA that would otherwise arise during the term of this agreement. The provision of § 302 AktG applies in its entirety, as amended from time to time.
- (2) The obligation to balance any losses applies for the first time to the entire losses generated in the fiscal year of STADA beginning on January 1, 2018 or to the entire losses of any later fiscal year in which this agreement becomes effective according to § 7 para. 2. In each case, the obligation becomes due at the end of the respective fiscal year of STADA.
- (3) In the event this agreement is terminated during a fiscal year, and specifically in the event of termination for cause (*wichtiger Grund*), Nidda Healthcare is required to balance the losses of STADA as shown in the balance sheet to be drawn up as of the date of the effectiveness of the termination in accordance with applicable accounting rules.

§ 4

Recurring Compensation Payment

- (1) Nidda Healthcare undertakes to pay to outside shareholders of STADA as adequate compensation pursuant to § 304 para. 1 AktG a recurring cash compensation (***Recurring Compensation***)

Geldleistung (**Ausgleichszahlung**) zu zahlen.

- (2) Die Ausgleichszahlung beträgt für jedes volle Geschäftsjahr der STADA für jede nennwertlose auf den Namen lautende Stückaktie der STADA mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 2,60 (jede einzelne eine **STADA Aktie**, insgesamt die **STADA Aktien**) brutto EUR 3,82 (**Bruttoausgleichsbetrag**), abzüglich eines etwaigen Betrags für Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag in Höhe des für diese Steuern für das jeweilige Geschäftsjahr jeweils geltenden Steuersatzes (**Nettoausgleichsbetrag**), wobei dieser Abzug nur auf den Teil des Bruttoausgleichsbetrags, der sich auf die der deutscher Körperschaftsteuer unterliegenden Gewinne bezieht, vorzunehmen ist. Am Tag des Abschlusses dieses Vertrags beträgt die Körperschaftsteuer 15 % und der Solidaritätszuschlag 5,5 %. Dementsprechend ergibt sich am Tag des Abschlusses dieses Vertrags nach kaufmännischer Rundung auf einen vollen Cent-Betrag eine Ausgleichszahlung in Höhe von EUR 3,53 je STADA Aktie für ein volles Geschäftsjahr der STADA. Klarstellend wird vereinbart, dass, soweit gesetzlich vorgeschrieben, anfallende Quellensteuern (etwa Kapitalertragsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag) von dem Nettoausgleichsbetrag einbehalten werden.

Payment) (*Ausgleich*) as long as this agreement is in effect.

- (2) The Recurring Compensation Payment payable for each full fiscal year of STADA with respect to each no-par value registered share of STADA (*Namensaktie ohne Nennbetrag*), each with a notional value of EUR 2.60 (each a **STADA Share**, together the **STADA Shares**), shall be equal to EUR 3.82 gross (**Gross Compensation Amount**), less any amount of corporate income tax (*Körperschaftsteuer*) and solidarity surcharge (*Solidaritätszuschlag*) at the prevailing rate of these taxes for the relevant fiscal year (**Net Compensation Amount**), provided that this deduction is to be effected only on such portion of the Gross Compensation Amount that relates to profits subject to German corporate income tax. As of the date of the execution of this agreement, the corporate income tax amounted to 15% and the solidarity surcharge amounted to 5.5%. When applied to the Gross Compensation Amount which is subject to German corporate income tax and rounded to a full cent amount in accordance with commercial practices and then deducted, the resulting amount as of the date of the execution of this agreement is a Recurring Compensation Payment of EUR 3.53 for each STADA Share for an entire fiscal year of STADA. For the avoidance of doubt, it is agreed that any withholding tax (such as capital gains tax plus solidarity surcharge thereon) shall be withheld from the Net Compensation Amount to the extent required by statutory law.

- (3) Die Ausgleichszahlung ist am dritten Bankarbeitstag (Frankfurt am Main) nach der ordentlichen Hauptversammlung der STADA für das jeweils abgelaufene Geschäftsjahr, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahrs fällig.
- (4) Die Ausgleichszahlung wird erstmals für dasjenige Geschäftsjahr der STADA, in dem dieser Vertrag nach § 7 Abs. 2 wirksam wird, gewährt und wird gemäß § 4 Abs. 3 erstmals nach der ordentlichen Hauptversammlung der STADA im darauffolgenden Jahr gezahlt.
- (5) Falls dieser Vertrag während eines Geschäftsjahrs der STADA endet oder STADA während der Laufzeit dieses Vertrags ein Rumpfgeschäftsjahr bildet, vermindert sich der Bruttoausgleichsbetrag für das betroffene Geschäftsjahr zeitanteilig.
- (6) Falls das Grundkapital der STADA aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien erhöht wird, vermindert sich der Bruttoausgleichsbetrag je STADA Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag des Bruttoausgleichsbetrags unverändert bleibt. Falls das Grundkapital der STADA durch Ausgabe neuer Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen erhöht wird, gelten die Rechte aus diesem § 4 auch für die von außenstehenden Aktionären bezogenen Aktien aus einer solchen Kapitalerhöhung. Der Beginn der Berechtigung aus den neu ausgegebenen Aktien nach diesem § 4 korrespondiert mit dem von STADA bei Ausgabe der neuen Aktien festgesetzten Zeitpunkt zur Gewinn-
- (3) The Recurring Compensation Payment is due on the third banking day (Frankfurt am Main) following the ordinary general shareholders' meeting of STADA for the respective preceding fiscal year, but in any event within eight months following expiration of this fiscal year.
- (4) The Recurring Compensation Payment is first granted for the fiscal year of STADA in which this agreement becomes effective according to § 7 para. 2, and will be paid for the first time in accordance with § 4 para. 3 after the ordinary general shareholders' meeting of STADA in the following year.
- (5) If this agreement ends during a fiscal year of STADA or if STADA establishes a short fiscal year (*Rumpfgeschäftsjahr*) during the term of this agreement, the Gross Compensation Amount is reduced to *pro rata temporis* for the relevant fiscal year.
- (6) If the share capital of STADA is increased from own funds of STADA in exchange for the issuance of new shares, the Gross Compensation Amount per STADA Share is reduced to such extent that the aggregate amount of the Gross Compensation Amount remains unchanged. If the share capital is increased by the issuance of new shares against cash contributions and/or contributions in kind, the rights under this § 4 also apply for the shares subscribed to by outside shareholders in such capital increase. The beginning of the entitlement to rights under this § 4 in respect of the newly issued shares follows the begin-

anteilsberechtigung.

- (7) Falls der Ausgleichszahlung nach § 4 Abs. 1 für jede STADA Aktie durch eine rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren oder in einem gerichtlich protokollierten Vergleich zur Beendigung eines Spruchverfahrens erhöht wird, können auch die bereits nach Maßgabe des § 5 abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Ausgleichszahlung verlangen, soweit gesetzlich vorgesehen.

§ 5 Abfindung

- (1) Nidda Healthcare verpflichtet sich, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der STADA dessen STADA Aktien gegen eine Barabfindung (**Abfindung**) in Höhe von EUR 74,40 je STADA Aktie zu erwerben.
- (2) Die Verpflichtung der Nidda Healthcare zum Erwerb der STADA Aktien ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung des Bestehens dieses Vertrags im Handelsregister des Sitzes der STADA nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Eine Verlängerung der Frist nach § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG wegen eines Antrags auf Bestimmung der angemessenen Ausgleichszahlung oder der angemessenen Abfin-

ning of entitlement to dividends as set out by STADA at the time of issuance of the new shares.

- (7) If the Recurring Compensation Payment pursuant to § 4 para. 1 is increased for each STADA Share by a legally binding court decision in appraisal proceedings (*Spruchverfahren*) or a judicially recorded settlement to end the appraisal proceedings (*gerichtlich protokollierter Vergleich*), the outside Shareholders, even if they have already been compensated according to clause § 5, are entitled to demand a corresponding additional payment to the Recurring Compensation Payment to the extent required by the applicable statutory law.

§ 5 Compensation

- (1) Nidda Healthcare undertakes upon demand of any outside shareholder of STADA to purchase the STADA Shares tendered by such shareholder in exchange for a cash compensation (**Compensation**) (*Abfindung*) in the amount of EUR 74.40 for each STADA Share.
- (2) The obligation of Nidda Healthcare to acquire STADA Shares is limited in time. The time limitation period ends two months after the date on which the entry of the existence of this agreement has been published in the commercial register at the registered seat of STADA pursuant to § 10 HGB. An extension of the time limitation period pursuant to § 305 para. 4 sent. 3 AktG as a result of a filing for determination

derung durch das in § 2 SpruchG bestimmte Gericht bleibt unberührt; in diesem Fall endet die Frist zwei Monate nach dem Tag, an dem die Entscheidung über den zuletzt beschiedenen Antrag im Bundesanzeiger bekannt gemacht worden ist.

- (3) Falls bis zum Ablauf der in § 5 Abs. 2 genannten Frist das Grundkapital der STADA aus Gesellschaftsmitteln gegen Ausgabe neuer Aktien erhöht wird, vermindert sich die Abfindung je STADA Aktie in dem Maße, dass der Gesamtbetrag der Abfindung unverändert bleibt. Falls das Grundkapital der STADA bis zum Ablauf der in § 5 Abs. 2 genannten Frist durch Ausgabe neuer Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlagen erhöht wird, gelten die Rechte aus diesem § 5 auch für die von außenstehenden Aktionären bezogenen Aktien aus der Kapitalerhöhung.

- (4) Die Übertragung der STADA Aktien gegen Abfindung ist für die außenstehenden Aktionäre der STADA kostenfrei, sofern sie über ein inländisches Wertpapierdepot verfügen.

- (5) Falls die Abfindung nach § 5 Abs. 1 für jede STADA Aktie durch eine rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren oder in einem gerichtlich protokollierten Vergleich zur Beendigung eines Spruchverfahrens erhöht wird, wird Nid-da Healthcare die von außenstehenden Aktionären angebotenen STADA Aktien

of the adequate Recurring Compensation Payment or the adequate Compensation by a court pursuant to § 2 SpruchG remains unaffected; in this event, the time limitation period shall expire two months after the date on which the decision on the last motion disposed has been published in the Federal Gazette (*Bundesanzeiger*).

- (3) If the share capital of STADA is increased from own funds of STADA in exchange for the issuance of new shares prior to the expiration of the time limitation period set forth in § 5 para. 2, the Compensation for each STADA Share is reduced to such extent that the aggregate amount of the Compensation remains unchanged. If the share capital of STADA is increased by the issuance of new shares against cash contributions and/or contributions in kind prior to the expiration of the time limitation period set forth in § 5 para. 2, the rights under this § 5 also apply for the shares subscribed to by outside shareholders in such capital increase.

- (4) The transfer of STADA Shares in exchange for Compensation is without charge to outside shareholders of STADA, provided that they have a domestic securities deposit account.

- (5) If the Compensation pursuant to § 5 para. 2 is increased for each STADA Share by a legally binding court decision in an appraisal proceeding (*Spruchverfahren*) or a judicially recorded settlement to end the appraisal proceedings (*gerichtlich protokollierter Vergleich*), Nid-da Healthcare will ac-

gegen Zahlung der erhöhten Abfindung erwerben, soweit gesetzlich vorgesehen.

- (6) Falls dieser Vertrag durch Kündigung der STADA oder Nidda Healthcare zu einem Zeitpunkt endet, zu dem die Frist nach § 5 Abs. 2 für den Erwerb der STADA Aktien durch Nidda Healthcare gegen Abfindung nach § 5 Abs. 1 abgelaufen ist, hat jeder außenstehende Aktionär der STADA das Recht, seine STADA Aktien, die er im Zeitpunkt der Beendigung dieses Vertrags hält, Nidda Healthcare gegen Abfindung nach § 5 Abs. 1 anzubieten und Nidda Healthcare ist verpflichtet, die von dem außenstehenden Aktionär angebotenen STADA Aktien zu erwerben. Falls die Abfindung nach § 5 Abs. 1 für jede STADA Aktie durch eine rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren oder durch einen gerichtlich protokollierten Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens erhöht wird, wird Nidda Healthcare die von dem außenstehenden Aktionär angebotenen STADA Aktien gegen Zahlung der im Spruchverfahren oder im gerichtlich protokollierten Vergleich festgesetzten Abfindung erwerben. Das Recht unter diesem § 5 Abs. 6 ist befristet. Die Frist endet zwei Monate nach dem Tag, an dem die Eintragung der Beendigung dieses Vertrags im Handelsregister des Sitzes der STADA nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. § 5 Abs. 3 und § 5 Abs. 4 gelten entsprechend.

quire the STADA Shares tendered by the outside shareholders against payment of the increased Compensation to the extent required by applicable statutory law.

- (6) If this agreement ends upon termination by STADA or Nidda Healthcare at a time when the period pursuant to § 5 para. 2 to tender the STADA Shares to Nidda Healthcare against the Compensation pursuant to § 5 para. 1 has expired, every outside shareholder of STADA is entitled to tender the STADA Shares held at the time of termination of this agreement to Nidda Healthcare against the Compensation pursuant to § 5 para. 1 and Nidda Healthcare shall be obliged to acquire the STADA Shares tendered by the outside shareholder. If the Compensation pursuant to § 5 para. 1 for each STADA Share is increased as a result of non-appealable appraisal proceedings (*Spruchverfahren*) or as a result of a judicially recorded settlement (*gerichtlich protokollierter Vergleich*) in order to avert or terminate appraisal proceedings (*Spruchverfahren*), Nidda Healthcare will acquire the STADA Shares tendered by the outside shareholders against payment of the Compensation for each STADA Share as determined in the appraisal proceedings or judicially recorded settlement (*gerichtlich protokollierter Vergleich*). The right of disposal as set forth in this § 5 para. 6 is limited in time. The time limitation periods ends two months after the date on which the registration of the termination of this agreement has been published in the commercial register at the registered seat of STADA

pursuant to § 10 HGB. § 5 para. 3 and § 5 para. 4 apply accordingly.

§ 6

Auskunftsrecht

- (1) Nidda Healthcare ist berechtigt, Bücher und Schriften der STADA jederzeit einzusehen.
- (2) Der Vorstand der STADA ist verpflichtet, Nidda Healthcare jederzeit alle verlangten Auskünfte über sämtliche Angelegenheiten der STADA zu geben.
- (3) Unbeschadet der vorstehenden Rechte ist STADA verpflichtet, Nidda Healthcare über die geschäftliche Entwicklung, insbesondere über wesentliche Geschäftsvorfälle, laufend zu informieren.
- (4) Solange es sich bei STADA um eine börsennotierte Aktiengesellschaft handelt, sind die Parteien verpflichtet, die kapitalmarktrechtlichen Vorschriften, insbesondere die Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014, einzuhalten.

§ 7

Wirksamwerden und Dauer des Vertrags

- (1) Dieser Vertrag bedarf zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der Hauptversammlung der STADA und der Gesellschafterversammlung der Nidda Healthcare.
- (2) Dieser Vertrag wird wirksam, sobald sein Bestehen in das Handelsregister des Sitzes der STADA eingetragen worden ist.
- (3) Dieser Vertrag wird auf unbestimmte Zeit geschlossen. Nidda Healthcare kann die-

§ 6

Right to Information

- (1) Nidda Healthcare is entitled to inspect the books and records of STADA at any time.
- (2) The management board of STADA is obliged to supply Nidda Healthcare at any time with all requested information on all matters relating to STADA.
- (3) Notwithstanding the rights above, STADA is required to keep Nidda Healthcare continuously informed on the business development and, specifically, on material transactions.
- (4) As long as STADA is a publicly listed stock corporation the Parties are obliged to comply with the capital market law requirements, in particular with Market Abuse Regulation (EU) No 596/2014.

§ 7

Effectiveness and Term of this Agreement

- (1) This agreement requires for its effectiveness the consent of the general shareholders' meeting of STADA and the shareholders' meeting of Nidda Healthcare.
- (2) This agreement becomes effective upon registration of its existence in the commercial register at the registered seat of STADA.
- (3) This agreement is concluded for an indefinite period. Nidda Healthcare

sen Vertrag mit einer Frist von drei Monaten zum Ablauf eines Geschäftsjahres der STADA ordentlich kündigen, jedoch erstmals zum Ende des Geschäftsjahrs der STADA, das mindestens fünf Zeitjahre (60 Monate) nach Beginn des Geschäftsjahrs, in dem dieser Vertrag wirksam geworden ist, endet. Das ordentliche Kündigungsrecht für STADA ist ausgeschlossen.

(4) Jede Partei kann diesen Vertrag aus wichtigem Grund ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist kündigen. Falls Nidda Healthcare nach diesem Vertrag bestehende Zahlungsverpflichtungen nicht erfüllt, soll STADA die Nidda Healthcare hiervon unterrichten und ihr einen Monat Zeit zur Erfüllung geben, bevor STADA diesen Vertrag aus wichtigem Grund kündigt. § 297 Abs. 1 Satz 2 AktG bleibt unberührt.

(5) Insbesondere sind die Vertragsparteien zur Kündigung aus wichtigem Grund berechtigt, sofern:

- (a) Nidda Healthcare wegen einer Veräußerung der STADA Aktien, einer Einbringung der STADA Aktien in eine andere Gesellschaft oder eines anderen Grunds in der Hauptversammlung der STADA nicht mehr die Mehrheit der Stimmrechte zu steht;
- (b) ein Rechtsformwechsel, eine Verschmelzung, Spaltung oder Liquidation einer der Vertragsparteien stattfindet;
- (c) ein Umstand vorliegt, der die Beendigung der steuerlichen Organschaft

may terminate this agreement for convenience with a notice period of three months prior to the end of the fiscal year of STADA, but not earlier than as of the end of the fiscal year of STADA that ends at least five years (*Zeitjahre*) (60 months) after the beginning of the fiscal year in which this agreement has become effective. The termination for convenience for STADA is excluded.

(4) Each party may terminate this agreement for cause (*aus wichtigem Grund*) without compliance with any notice period. If Nidda Healthcare fails to perform any of its payment obligations under this agreement, STADA shall give notice to Nidda Healthcare and grant a period of one month to cure the default before terminating this agreement for cause. § 297 para. 1 sent. 2 AktG remains unaffected.

(5) The parties to this agreement are entitled to terminate this agreement in particular, but without limitation to, if one of the following events occurs:

- (a) Nidda Healthcare ceases to hold the majority of the voting rights in the general shareholders' meeting of STADA as a result of a disposal of STADA Shares, or a contribution of STADA Shares to another entity, or for another reason;
- (b) a change in legal form, merger, demerger or liquidation of one of the parties to this agreement;
- (c) any other event which results in the termination of the fiscal unity be-

zwischen Nidda Healthcare und STADA zur Folge hat;

- (d) ein anderer wichtiger Grund in steuerrechtlichem Sinne für die Beendigung dieses Vertrags gegeben ist.
- (6) Im Fall einer fristlosen Kündigung aus wichtigem Grund endet dieser Vertrag mit dem Ablauf des in der Kündigung genannten Tags, frühestens jedoch mit Ablauf desjenigen Tags, an dem die Kündigung zugeht.
- (7) Endet dieser Vertrag, hat Nidda Healthcare den Gläubigern der STADA nach Maßgabe des § 303 AktG Sicherheit zu leisten.
- (8) Die Kündigung muss schriftlich erfolgen.

§ 8

Schlussbestimmungen

- (1) Sollte eine Bestimmung dieses Vertrags ganz oder teilweise unwirksam, undurchführbar oder nicht durchsetzbar sein oder werden, ist davon die Gültigkeit, Wirksamkeit und Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen nicht berührt. Anstelle der unwirksamen, undurchführbaren oder nicht durchsetzbaren Bestimmung gilt eine wirksam, durchführbare und durchsetzbare Bestimmung, die dem wirtschaftlich Gewollten und dem mit der unwirksamen, undurchführbaren oder nicht durchsetzbaren Bestimmung Bezweckten am nächsten kommt. Entsprechendes gilt für den Fall einer unbeabsichtigten Lücke dieses Vertrags. Die Parteien vereinbaren, dass durch das Vorstehende nicht nur eine Beweislastumkehr eintritt, sondern auch die Anwend-

tween Nidda Healthcare and STADA; or

- (d) any other event which qualifies as a cause for the termination of this agreement for tax purposes.
- (6) In the event of termination for cause without notice, this agreement lapses at the end of the date stated in the notice of termination, provided that this date is no earlier than the day on which notice of termination is served.
- (7) If the agreement is terminated, Nidda Healthcare must furnish security to the creditors of STADA under the conditions set forth in § 303 AktG.
- (8) Any notice of termination must be in writing.

§ 8

Miscellaneous

- (1) Should any provision of this agreement be or become invalid, ineffective or unenforceable as a whole or in part, the validity, effectiveness and enforceability of the remaining provisions shall not be affected thereby. Any such invalid, ineffective or unenforceable provision shall be deemed replaced by such valid, effective and enforceable provision as comes closest to the economic intent and the purpose of such invalid, ineffective or unenforceable provision. The aforesaid shall apply analogously to any unintended gap in this agreement. The parties agree that the aforesaid shall not only reverse the burden of proof but that the application of § 139 BGB shall be excluded in its entirety as well.

barkeit des § 139 BGB ausgeschlossen ist.

- | | |
|---|--|
| <p>(2) Zur Auslegung dieses Vertrags sind die ertragsteuerlichen Bestimmungen für die Anerkennung einer Organschaft, insbesondere §§ 14-19 KStG in deren jeweils geltender Fassung, zu berücksichtigen.</p> <p>(3) Die Parteien erklären ausdrücklich, dass dieser Vertrag keine rechtliche Einheit (§ 139 BGB) mit anderen Rechtsgeschäften oder Vereinbarungen, die zwischen den Parteien getätigt oder abgeschlossen wurden oder werden, bildet oder bilden soll.</p> <p>(4) Änderungen und Ergänzungen dieses Vertrags bedürfen zu ihrer Wirksamkeit der Schriftform. Dies gilt insbesondere auch für diese Schriftformklausel. Im Übrigen gilt § 295 AktG.</p> <p>(5) Soweit rechtlich zulässig, ist Frankfurt am Main Erfüllungsort für die beiderseitigen Verpflichtungen aus diesem Vertrag sowie ausschließlicher Gerichtsstand.</p> <p>(6) Nur der deutsche Text dieses Vertrags ist rechtsverbindlich. Der englische Text ist nicht Teil des Vertrags und nur eine unverbindliche Übersetzung.</p> | <p>(2) When construing this agreement, the income tax provisions for recognition of a fiscal unity, especially §§ 14-19 KStG, as amended from time to time, shall be taken into account.</p> <p>(3) The parties explicitly declare that this agreement is not intended to form a legal unity (§ 139 BGB) with other legal transactions or agreements which are or will be concluded and/or effected between the parties.</p> <p>(4) Amendments and supplements to this agreement must be in writing to be effective. This specifically applies to this clause requiring written form as well. § 295 AktG applies.</p> <p>(5) As far as legally permissible, Frankfurt am Main is the place of performance for reciprocal obligations and the exclusive legal venue.</p> <p>(6) Only the German text of this agreement is legally binding. The English text is not part of this agreement and a non-binding convenience translation only.</p> |
|---|--|

STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft

Der Vorstand / The Executive Board

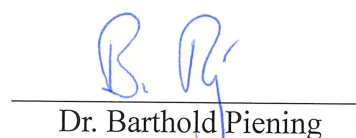
Bad Vilbel, den 19. Dezember 2017 / the 19 December 2017



Dr. Claudio Albrecht
Vorstandsvorsitzender
Chairman of the Executive Board/CEO



Mark Keatley
Vorstand Finanzen
Chief Financial Officer



Dr. Barthold Piening
Vorstand Produktion &
Entwicklung
Chief Technical Officer

Nidda Healthcare GmbH

Die Geschäftsführung / The Management

Frankfurt am Main, den 19. Dezember 2017 / the 19 December 2017

Andreas Grundhöfer
Geschäftsführer
Managing Director

A handwritten signature in black ink, consisting of a large, stylized 'A' followed by a smaller, more complex flourish.

Anlage 4:

**Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom
21. September 2017 über die Bestellung der ADKL AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Breite Straße 29-31, 40213
Düsseldorf, zum sachverständigen Prüfer (Vertragsprüfer)
i.S.v. § 293b Abs. 1 AktG**

ZUGESTELLT

Freshfields Bruckhaus Deringer LLP Hamburg 25. Sep. 2017 Verteiler:
--

3-05 O 77/17

**LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN
BESCHLUSS**

In dem Verfahren

auf Bestellung eines sachverständigen Prüfers nach § 293c Abs. 1 AktG
der

1) STADA Arzneimittel AG, vertr. d. d. Vorstand, Stadastr. 12-18, 61118 Bad Vilbel,
Antragstellerin

2) Nidda Healthcare GmbH, vertr. d. d. Geschäftsführer, c/o Intertrust (Deutschland)
GmbH, Grüneburgweg 58-62, 60322 Frankfurt am Main,
Antragstellerin

betreffend eines vorgesehenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen
beiden Unternehmen

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Dr. M. Müller am 21.9.2017 beschlossen:

Für die Prüfung der des vorgesehenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages
Gewinnabführungsvertrages wird die

AKDL AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
z. Hdn. Herrn Wolfram Wagner
Breite Str. 29-31,
40213 Düsseldorf

zur sachverständigen gemeinsamen Prüferin bestellt.

Die Antragstellerinnen haben die Kosten des Bestellungsverfahrens als Gesamtschuldner zu
tragen.

Der Geschäftswert wird auf EUR 60.000,-- festgesetzt.

Gründe

Anhaltspunkte dem Vorschlag der Antragstellerinnen für die bestellte Prüferin nicht zu folgen sind nicht ersichtlich, so dass das Gericht bei seiner Auswahl der in Frage kommenden Prüfer auf den gemeinsamen Vorschlag der Antragsteller zurückgreifen kann. Bedenken des Gerichts gegen den nunmehr bestellten Prüfer bestehen nicht. Gesetzliche Hinderungsgründe bestehen nach der Erklärung der benannten Prüferin vom 13.9.2017 nicht.

Im Interesse der Steigerung der Transparenz und Akzeptanz der Prüfung soll die sachverständige Prüferin in dem Prüfungsbericht zu folgenden Punkten Stellung zu nehmen und Ausführungen zu machen:

1.

An welchem Ort, in welcher Weise und zu welcher Zeit ist die Prüfung erfolgt.

2.

Die Prüferin wird im Hinblick auf ein mögliches Spruchverfahren nach § 1 Nr. 1 SpruchG ausdrücklich auf die Ansicht des Gerichts hingewiesen, dass die Absicht des Gesetzgebers bei der vorab Bestellung von Angemessenheitsprüfern in die Praxis der Spruchverfahren nur umgesetzt werden kann, wenn der Bericht des Prüfers gegenüber dem Übertragungsbericht ein eigenständiges Gutachten (vgl. auch BVerfG v. 30.5.2007 – 1 BvR 390/04 – AG 2007, 544 = NZG 2007, 587) darstellt, das die Parteinähe zur Gesellschaft und hier zum Hauptaktionär vermeidet und Distanz zu dessen Bericht zeigt. Dabei ist zu beachten, dass der Prüfer zwar gerichtlich bestellt wird, seinen Prüfungsbericht aber nicht dem Gericht, sondern der Gesellschaft und den Aktionären erstattet.

Wenn auch gegen eine sog. Parallelprüfung grundsätzlich nichts einzuwenden ist, ist es jedoch angebracht, dass der sachverständige Prüfer über die Art der Zusammenarbeit mit einem ggf. von der Hauptaktionärin beauftragten Bewertungsgutachter, zu Diskussionen über kritische Punkte etc., in seinem Gutachten Ausführungen macht, insbesondere in welchen Punkten divergierende Auffassungen des sachverständigen Prüfers zu denen des sog. Bewertungsgutachters bestanden und es ist auszuführen, weshalb die Auffassung des Prüfers oder des sog. Bewertungsgutachters letztlich vorzugswürdig ist.

3.

Aufzuführen ist, aus welchen Quellen der Prüfer die für die Bemessung des Ertragswertes benutzten Parameter (Basiszins, Wachstumsabschlag, Überrenditen, Risikozuschlag (bei Anwendung der CAPM oder TAX-CAPM: BETA-Faktor, u. U. Zusammensetzung einer "peer-group") abgeleitet hat und warum gerade diese Indizes und/oder geprüften Zeitspannen anderen, ebenfalls in Betracht kommenden gegenüber vorzugswürdig sind.

4.

Sofern Vergangenheitsergebnisse um bestimmte außergewöhnliche Aufwendung und Erträge bereinigt werden, sind diese explizit aufzuführen und zu begründen, warum dies geschehen ist

5.

Bei den prognostizierten Unternehmenserträgen gilt zunächst dasselbe wie vorstehend zu Ziffer 4. Außerdem ist darzustellen, aus welchen Quellen etwaige Unternehmensplanungen übernommen wurden.

6. Der Prüferin wird aufgegeben, ein Exemplar ihres Prüfberichts für das Gericht zu den Akten zu reichen. Sofern sie sich bei der Berechnung des Unternehmenswertes, sowie der Verzinsungsparameter eines Rechenprogramms bedient hat, wird sie gebeten, die hierbei erstellte Datei (z.B. Excelsheet) und auch den Prüfbericht als Datei für das Gericht auf einen gebräuchlichen Datenträger in Kopie (z.B. CD-ROM; USB-Stick, ggf. als E-Mail Anhang an M.Mueller@LG-Frankfurt.Justiz.Hessen.de) beizufügen.

7.

Die Prüferin soll ggf. bei entsprechender Anforderung durch das Gericht die Vergütungsvereinbarung mit der Antragstellerin und die endgültige Honorarabrechnung nach Ende ihrer Arbeiten dem Gericht gegenüber offen legen.

8.

Vorsorglich wird die Prüferin darauf hingewiesen, dass sie in einem evtl. Spruchverfahren über die Angemessenheit der einer ggf. zu leistenden Ausgleich bzw. Abfindung schriftlich auf Anforderung des Gerichts Stellung zu nehmen hat und ihr Erscheinen in einer etwaigen mündlichen Verhandlung angeordnet werden kann.

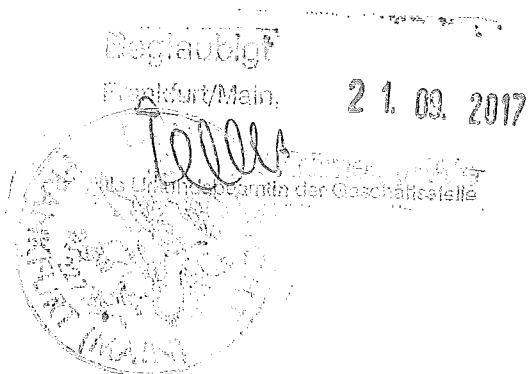
Die Kostenentscheidung ergibt sich aus § 22 GNotKG.

Der Geschäftswert bestimmt sich nach § 67 GNotKG.

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen diese Entscheidung ist das Rechtsmittel der Beschwerde gegeben, die binnen eines Monats nach Zustellung beim Landgericht Frankfurt am Main durch Einreichung einer Beschwerdeschrift oder zur Protokoll der Geschäftsstelle einzulegen ist. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses, sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird. Die Beschwerdeschrift ist vom Beschwerdeführer oder seinem Bevollmächtigten zu unterzeichnen.

Dr. M. Müller



Anlage 5: Gutachterliche Stellungnahme der ValueTrust Financial Advisors SE vom 18. Dezember 2017 über die Ermittlung des Unternehmenswerts der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft zum 2. Februar 2018

VALUETRUST

Gutachtliche Stellungnahme

zum Unternehmenswert der

STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft

im Zusammenhang mit dem geplanten Abschluss eines
Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen
der Nidda Healthcare GmbH und der STADA Arzneimittel
Aktiengesellschaft

zum 2. Februar 2018

INHALTSVERZEICHNIS

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung	12
1.1.	Auftrag	12
1.2.	Auftragsdurchführung	14
2.	Bewertungsobjekt STADA	15
2.1.	Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	15
2.2.	Unternehmenshistorie	20
2.3.	Wirtschaftliche Grundlagen	22
2.4.	Vergleichbare Unternehmen (Peer Group)	115
3.	Allgemeine Bewertungsgrundsätze	121
3.1.	Anforderungen an die Festlegung der angemessenen Abfindung gem. § 305 AktG	121
3.2.	Anforderungen an die Festlegung des angemessenen Ausgleichs gem. § 304 AktG	121
3.3.	Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA	122
3.4.	Relevanz von Preisen und Börsenkursen	124
3.5.	Bewertung anhand der Ertragswert- oder Discounted Cashflow-Methode	125
3.6.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode	128
3.7.	Liquidationswert	129
3.8.	Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1 und DVFA	131
4.	Unternehmensplanung des Bewertungsobjekts	133
4.1.	Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung	133
4.2.	Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung	136
4.3.	Analyse der Planungstreue	138
4.4.	Analyse der Planungsrechnung	139
4.5.	Konvergenz- und Fortführungsphase	176
4.6.	Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber	181
5.	Kapitalisierungszinssatz	184
5.1.	Eigenkapitalkosten	185
5.2.	Alternative Kapitalkosten	194
5.3.	Wachstumsabschlag	198
6.	Unternehmenswert der STADA	199
6.1.	Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 vor persönlichen Steuern sowie nach DVFA-Empfehlungen	199
6.2.	Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern	204

6.3	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	209
6.4	Vergleichsorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses	219
6.5	Fazit zum Wert des Eigenkapitals	221
7.	Ableitung des angemessenen Ausgleichs	223
8.	Zusammenfassung zur angemessenen Abfindung und zum angemessenen Ausgleich	227
Anlagen		230

Detailliertes Inhaltsverzeichnis

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung	12
1.1.	Auftrag.....	12
1.2.	Auftragsdurchführung	14
2.	Bewertungsobjekt STADA	15
2.1.	Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	15
2.2.	Unternehmenshistorie.....	20
2.3.	Wirtschaftliche Grundlagen	22
2.3.1.	Geschäftsmodell	22
2.3.1.1.	Segmentbeschreibung und Vertriebsansatz - Generika.....	23
2.3.1.2.	Segmentbeschreibung und Vertriebsansatz - Markenprodukte	25
2.3.1.3.	Internationaler Fokus.....	26
2.3.1.4.	Entwicklungs- und Zulassungsprozess von Produkten	29
2.3.1.5.	Einkaufs- und Herstellungsprozesse	31
2.3.1.6.	Arzneimittelzulassung / Pharmakovigilanz und Quality Assurance/Quality Control.....	32
2.3.2.	Unternehmensstrategie.....	33
2.3.3.	Makroökonomische Situation und Ausblick.....	36
2.3.3.1.	Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts	36
2.3.3.2.	Entwicklung der Verbraucherpreisindizes	39
2.3.3.3.	Fazit	40
2.3.4.	Markt und Wettbewerbsumfeld	42
2.3.4.1	Positionierung von STADA im Markt- und Wettbewerbsumfeld.....	42
2.3.4.2	Allgemeine Wachstumserwartungen und Markttreiber	49
2.3.4.3	Regulatorik.....	53
2.3.4.4	Marktentwicklung von Generika und Markenprodukten in STADAs Kernabsatzmärkten.....	58
2.3.4.4.1	Deutschland	60
2.3.4.4.2	Großbritannien	63
2.3.4.4.3	Italien	68
2.3.4.4.4	Frankreich	71
2.3.4.4.5	Spanien	74
2.3.4.4.6	Belgien	77

2.3.4.4.7	Russland.....	80
2.3.4.5	Fazit zur Entwicklung des Marktes.....	83
2.3.5	Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage	85
2.3.5.1	Ertragslage	86
2.3.5.2	Vermögens- und Finanzlage.....	96
2.3.6	SWOT-Analyse	105
2.3.6.1	Stärken.....	106
2.3.6.2	Schwächen.....	107
2.3.6.3	Gelegenheiten	108
2.3.6.4	Gefahren	110
2.3.6.5	Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil	112
2.4	Vergleichbare Unternehmen (Peer Group).....	115
2.4.1	Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group	115
2.4.2	Peer Group-Übersicht.....	117
3.	Allgemeine Bewertungsgrundsätze	121
3.1.	Anforderungen an die Festlegung der angemessenen Abfindung gem. § 305 AktG	121
3.2.	Anforderungen an die Festlegung des angemessenen Ausgleichs gem. § 304 AktG	121
3.3.	Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA.....	122
3.4.	Relevanz von Preisen und Börsenkursen	124
3.5.	Bewertung anhand der Ertragswert- oder Discounted Cashflow-Methode	125
3.5.1	Wert des Eigenkapitals und DCF-Wert.....	125
3.5.2	Minderheiten	127
3.5.3	Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen	127
3.5.4	Wert des Eigenkapitals	127
3.6.	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	128
3.7.	Liquidationswert	129
3.8.	Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1 und DVFA	131
4.	Unternehmensplanung des Bewertungsobjekts.....	133
4.1	Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung	133
4.2	Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung.....	136
4.3	Analyse der Planungstreue	138
4.4	Analyse der Planungsrechnung.....	139
4.4.1	Umsatzerlöse	139
4.4.2	Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	155

4.4.3	Ertragsteuern.....	164
4.4.4	Konzernüberschuss/-fehlbetrag	165
4.4.5	Bilanzplanung.....	165
4.4.6	Ergebnis zur Analyse der Planungsrechnung	174
4.5	Konvergenz- und Fortführungsphase	176
4.6	Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber	181
5.	Kapitalisierungszinssatz	184
5.1	Eigenkapitalkosten.....	185
5.1.1	Basiszinssatz	185
5.1.2	Risikozuschlag.....	185
5.2	Alternative Kapitalkosten.....	194
5.2.1	Implizite (ex-ante) Eigenkapitalkosten.....	195
5.2.2	Empirische (ex-post) Eigenkapitalkosten (Total Shareholder Returns)	196
5.3	Wachstumsabschlag	198
6.	Unternehmenswert der STADA	199
6.1	Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 vor persönlichen Steuern sowie nach DVFA-Empfehlungen	199
6.1.1	DCF-Wert des Eigenkapitals.....	200
6.1.2	Minderheiten	201
6.1.3	Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen	202
6.1.4	Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern	203
6.2	Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern.....	204
6.2.1	Ertragswert	204
6.2.2	Minderheiten	207
6.2.3	Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen	208
6.2.4	Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern	208
6.3	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	209
6.3.1	Bewertung anhand von Börsen-Multiplikatoren	209
6.3.2	Bewertung anhand vergleichbarer Transaktionen.....	216
6.4	Vergleichsorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses	219
6.5	Fazit zum Wert des Eigenkapitals	221
7.	Ableitung des angemessenen Ausgleichs	223

8. Zusammenfassung zur angemessenen Abfindung und zum angemessenen Ausgleich	227
--	-----

Anlagen.....	230
1. Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen	231
2. Ansprechpartner	232
3. Gewinn- und Verlustrechnung:	233
4. Bilanz	234
5. Kapitalflussrechnung.....	235
6. Anpassungen der Gewinn- und Verlustrechnung	236
7. Anpassungen der Bilanz	237
8. Peer Group-Auswahl.....	239
9. Preisniveau von Generika im Vergleich zu Originalpräparaten	240
10. Absatzvolumen-Verdrängungsquote von Generika	241
11. Definition wesentlicher Kennzahlen	242

Abkürzungsverzeichnis

AB	=	Aktiebolag
Abs.	=	Absatz
A.D.	=	Akcionarsko društvo
AG	=	Aktiengesellschaft
AIFA	=	L’Agenzia Italiana del Farmaco (italienische Gesundheitsbehörde)
AktG	=	Aktiengesetz
API	=	Active Pharmaceutical Ingredient
AS	=	Aksjeselskap
ASA	=	Allmennaksjeselskap
BaFin	=	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGAV	=	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
BGH	=	Bundesgerichtshof
BIP	=	Bruttoinlandsprodukt
BREXIT	=	Austritt von Großbritannien aus der Europäischen Union
BVerfG	=	Bundesverfassungsgericht
BvR	=	Aktenzeichen des Bundesverfassungsgerichts
Bzw.	=	Beziehungsweise
CAGR	=	Compound Annual Growth Rate (durchschnittliche annualisierte Wachstumsrate)
CAPEX	=	Capital Expenditures (Brutto-Investitionen)
CAPM	=	Capital Asset Pricing Model
CDAX	=	Composite DAX
CIS	=	Commonwealth of Independent States (engl. Abkürzung für Gemeinschaft unabhängiger Staaten, GUS)
Corp.	=	Corporation
DACH	=	Deutschland, Österreich und Schweiz
D.h.	=	Das heißt
DAX	=	Deutscher Aktienindex
DCF	=	Discounted Cashflow
DIH	=	Vorratsdauer
D.o.o.	=	Družba z omejeno odgovornostjo
DPO	=	Kreditorenlaufzeit
DSO	=	Debitorenlaufzeit
DVFA	=	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V.
EAEU	=	Eurasian Economic Union

EBIT	=	Earnings before interest and taxes (Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	=	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
EFPIA	=	Europäischer Verband der Pharmazeutischen Industrie
EMA	=	Europäische Arzneimittel-Agentur
Etc.	=	Et cetera
EU	=	Europäische Union
EU5	=	Deutschland, Großbritannien, Frankreich, Spanien und Italien
EU-GMP Leitfaden	=	EU-Good-Manufacturing-Practice
EUR	=	Euro (Währungseinheit)
EWK	=	Europäischer Wirtschaftsraum
e.V.	=	Eingetragener Verein
EZB	=	Europäische Zentralbank
FAUB	=	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
FTSE 100 Index	=	Financial Times Stock Exchange 100 Index
FTSE MIB Index	=	Financial Times Stock Exchange Milano Italia Borsa Index
GmbH	=	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
IC	=	Invested Capital
I.d.F.	=	In der Fassung
I.d.R.	=	In der Regel
I.e.S.	=	Im engeren Sinn
I.H.v.	=	In Höhe von
IDW S 1	=	IDW Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“
IDW	=	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IFRS	=	International Financial Reporting Standards
IMS	=	International Medical Statistics
Inc.	=	Incorporated
INN	=	International Non-Proprietary Name
i.S.d.	=	Im Sinne des
ISIN	=	International Securities Identification Number
IWF	=	Internationaler Währungsfonds
J.V.	=	Joint Venture
KöSt	=	Körperschaftsteuer
LG	=	Landgericht
Ltd.	=	Limited

VALUETRUST

LTM	=	Last twelve months (letzte zwölf Monate)
Madrid Ibex 35 Index	=	Madrid Iberia Index 35
MDAX	=	Mid-Cap-DAX
MENA	=	Middle East & North Africa
Mio.	=	Millionen
Mrd.	=	Milliarden
MSCI World	=	Morgan Stanley Capital International World
NHS	=	National Health Service (fiktive Definition für ein staatliches Gesundheitssystem)
N.V.	=	Naamloze Vennootschap
O.ä.	=	Oder ähnliches
OECD	=	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
O.g.	=	Oben genannt
OLG	=	Oberlandesgericht
OPEC	=	Organization of the Petroleum Exporting Countries
OTC	=	Over-the-Counter
OTX	=	Verschreibungsfähige (Marken-)Produkte
P.a.	=	Per annum
PLC	=	Public limited company
PPRS	=	Pharmaceutical Price Regulation Scheme
R&D-Quote	=	Research & Development-Quote
ROE	=	Return on Equity (Eigenkapitalrendite)
ROCE	=	Return on Capital Employed
ROIC	=	Return on Invested Capital
RX	=	Verschreibungspflichtige (Marken-)Produkte
Rz.	=	Randziffer
S&P	=	Standard & Poor's (Ratingagentur)
S&P BSE 500 Index	=	Standard & Poor's Bombay Stock Exchange 500 Index
S.	=	Seite
S.A.	=	Société Anonym
SAS	=	Société par actions simplifiée
SE	=	Societas Europaea
SG&A	=	Selling, General and Administrative Expenses
SKU	=	Stock Keeping Unit (Produktaufmachung)
S.L.	=	Sociedad de responsabilidad limitada
Sog.	=	Sogenannt
SolZ	=	Solidaritätszuschlag
S.p.A.	=	Società per Azioni

S.r.l.	=	Società a responsabilità limitata
St.d.A.	=	Standesgemeinschaft deutscher Apotheker
SWOT	=	Modell zur Analyse von Stärken und Schwächen des Geschäftsmodells sowie Gelegenheiten und Gefahren des Markt- und Wettbewerbsumfelds
Tax-CAPM	=	Capital Asset Pricing Modell unter Einbezug von Steuern
Top 7	=	Deutschland, Großbritannien, Italien, Frankreich, Spanien, Belgien und Russland
Tsd.	=	Tausend
TV	=	Terminal Value
U.a.	=	Unter anderem
USA/U.S.	=	Vereinigte Staaten von Amerika
USD	=	US-amerikanischer Dollar (Währungseinheit)
V.a.	=	Vor allem
VEP	=	Vital and Essential Pharmaceutical List
Vgl.	=	Vergleiche
VWAP	=	Volume Weighted Average Price (Volumengewichteter) Dreimonatsdurchschnittskurs
WACC	=	Weighted Average Cost of Capital
WP	=	Wirtschaftsprüfer
WPg	=	Zeitschrift: Die Wirtschaftsprüfung, IDW Verlag
WpÜGAngebV	=	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage
XETRA	=	Elektronisches Handelssystem der Deutsche Börse AG zur Abgabe eines Angebots
ZNS	=	Zentrales Nervensystem
Z.T.	=	Zum Teil

1. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

1.1. Auftrag

1. Mit dem Schreiben vom 19. Oktober 2017 haben die STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft, Bad Vilbel, („STADA AG“ als Gesellschaft und „STADA“ als STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft inklusive aller Konzerngesellschaften) und die Nidda Healthcare Holding GmbH, ehemals Nidda Healthcare Holding AG, München, („Nidda Holding“, und zusammen mit der STADA AG die „Auftraggeber“), die ValueTrust Financial Advisors SE, München, („ValueTrust“) beauftragt, eine Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert von STADA im Zusammenhang mit dem geplanten Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen der Nidda Healthcare GmbH, Frankfurt a. M. („Nidda Healthcare“) und STADA zu erstellen.
2. Nidda Healthcare beabsichtigt, sich mit dem am 19. Dezember 2017 von Nidda Healthcare und der STADA AG zu unterzeichnenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag („BGAV“) gemäß § 305 AktG zu verpflichten, auf Verlangen der außenstehenden Aktionäre von STADA deren STADA-Aktien gegen Gewährung einer Barabfindung zu erwerben („Abfindung“).
3. Zudem beabsichtigt Nidda Healthcare, den außenstehenden Aktionären der STADA AG für die Dauer des BGAV gemäß § 304 AktG die Leistung einer jährlichen festen Ausgleichszahlung („Ausgleich“), erstmals für das Geschäftsjahr in dem der BGAV durch Eintragung in das Handelsregister wirksam wird, zu garantieren.
4. Zur Beurteilung des Unternehmenswerts von STADA ermittelte ValueTrust auftragsgemäß Bandbreiten des Unternehmenswerts auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden. Hiernach ermittelt ValueTrust eine Bandbreite des objektivierten Unternehmenswerts nach dem IDW Standard 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008, Stand: 2. April 2008, „IDW S 1“). Im Sinne dieser Verlautbarung gibt ValueTrust seine Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines neutralen Gutachters ab. Neben den Grundsätzen des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 berücksichtigt ValueTrust ebenso die sich in der Rechtsprechung zur Ermittlung der angemessenen Abfindung und des angemessenen Ausgleichs bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen entwickelten Grundsätze zur Unternehmensbewertung. Der gemäß IDW S 1 ermittelte objektivierte Wert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren ergibt. Vor diesem Hintergrund haben wir auftragsgemäß im Einklang mit IDW S 1 und der Rechtsprechung eine Plausibilisierung der Planungsrechnung durchgeführt.
5. Darüber hinaus haben wir die „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (Stand: Dezember 2012, „DVFA-Empfehlungen“) berücksichtigt. Im Sinne der DVFA-Empfehlungen geben wir unsere Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines unabhängigen Sachverständigen ab. Anders

als der IDW S 1 zielen die DVFA-Empfehlungen auf die Bestimmung des Verkehrswerts ab und gehen dabei vom Bewertungskonzept des markttypischen Unternehmenserwerbers als Typisierungsmaßstab für die Bestimmung des abgeleiteten Fundamentalwerts aus. Damit wird für die Modellierung aus Sicht des Unternehmenserwerbers stärker die empirisch verbreitete Herangehensweise realer Unternehmenserwerber herangezogen.

6. Bewertungsanlass ist der Abschluss des BGAV. In diesem Zusammenhang unterstützt ValueTrust die Geschäftsführung der Nidda Healthcare und den Vorstand der STADA AG bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG und des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG.
7. Der BGAV bedarf der Zustimmung der Hauptversammlung der STADA AG. Als Bewertungsstichtag wurde der 2. Februar 2018 festgelegt. An diesem Tag werden die Aktionäre der STADA AG voraussichtlich in einer außerordentlichen Hauptversammlung über den BGAV abstimmen.
8. Die Gutachtliche Stellungnahme soll die Grundlage für den „Gemeinsamen Bericht des Vorstands der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft, Bad Vilbel, und der Geschäftsführung der Nidda Healthcare GmbH, Frankfurt am Main, gemäß § 293 a Aktiengesetz über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft und der Nidda Healthcare GmbH“ vom 19. Dezember 2017 („Vertragsbericht“) sein, der im Zusammenhang mit der Einladung zu der außerordentlichen Hauptversammlung der STADA AG, die über den Abschluss des BGAV beschließen soll, veröffentlicht wird.
9. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit, auch im Verhältnis zu Dritten, gelten die im Auftragsschreiben vom 19. Oktober 2017 dokumentierten Auftragsbedingungen. Diese Gutachtliche Stellungnahme ist ausschließlich für die interne Verwendung durch die Auftraggeber sowie zum Zwecke des Abschlusses des BGAV erstellt. Die interne Verwendung umfasst neben Informationszwecken für die Geschäftsführung der Nidda Healthcare und den Vorstand und den Aufsichtsrat der STADA AG auch die Veröffentlichung im Zusammenhang mit der Vorbereitung und Durchführung der außerordentlichen Hauptversammlung der STADA AG sowie die Verwendung im Zusammenhang mit sich potentiell anschließenden Spruchverfahren, vorausgesetzt unsere Gutachtliche Stellungnahme wird vollständig und mit allen Anhängen weitergegeben. Ferner dient unsere Gutachtliche Stellungnahme als Grundlage für den Vertragsbericht des Vorstands der STADA AG und der Geschäftsführung der Nidda Healthcare, der sich auf unsere Gutachtliche Stellungnahme bezieht und diese teilweise oder vollständig wiedergeben darf.

10. Darüber hinaus darf diese Gutachtliche Stellungnahme Dritten nicht ohne unsere vorherige schriftliche Genehmigung zugänglich oder bekannt gemacht werden. In keinem Fall, gleichgültig, ob eine Einwilligung oder vorherige Zustimmung erteilt wurde oder nicht, übernehmen wir gegenüber Dritten Haftung für die Gutachtliche Stellungnahme.

1.2. Auftragsdurchführung

11. Wir haben unsere Arbeiten vom 19. Oktober 2017 bis zum 18. Dezember 2017 in unseren Büroräumen sowie in den Geschäftsräumen von STADA durchgeführt. Für die Auftragsdurchführung standen uns im Wesentlichen die in der Anlage 1 „Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen“ dargestellten Informationen zur Verfügung. Dieser Gutachtlichen Stellungnahme liegt ein Kenntnisstand bezogen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von STADA sowie deren zukünftiger Entwicklung zum 18. Dezember 2017 und Kapitalmarktdaten zum 8. Dezember 2017 zugrunde.
12. Im Rahmen unserer Plausibilisierungshandlungen haben wir darüber hinaus Gespräche über die allgemeine Geschäftstätigkeit, die aktuelle und prognostizierte finanzwirtschaftliche Lage sowie die zukünftige strategische Ausrichtung von STADA geführt und in diesem Zusammenhang mündliche Informationen und Erläuterungen von den in Anlage 2 aufgeführten Vorstandsmitgliedern bzw. Mitgliedern der Geschäftsführung und Mitarbeitern der jeweiligen Gesellschaft sowie deren Beratern erhalten.
13. Grundsätzlich basiert unsere Wertermittlung auf den für die Bewertung zur Verfügung gestellten Unterlagen und Informationen. Dabei wurden erhaltene Informationen von uns kritisch gewürdigt, jedoch keiner Prüfung i. S. einer Jahresabschlussprüfung unterzogen.
14. STADA hat uns gegenüber zum 18. Dezember 2017 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.
15. Wir betonen, dass sich üblicherweise Unterschiede zwischen den erwarteten und den tatsächlich erzielten Ergebnissen ergeben, da Ereignisse anders als ursprünglich geplant eintreten können. Diese Unterschiede können wesentlich sein. Daher übernehmen wir keine Haftung und Verantwortung für den Eintritt der in der Planungsrechnung unterstellten Annahmen und Ergebnisse und/oder die durchzuführenden Maßnahmen sowie das Ergebnis der unternehmerischen Aktivität. Gleichfalls tätigen wir keine Aussage zu der Erreichbarkeit der Planungsergebnisse sowie der Richtigkeit und Vollständigkeit der in den Planungsrechnungen unterstellten Annahmen, Ergebnisse und Informationen.
16. Wir weisen darauf hin, dass die nachfolgend dargestellten Berechnungen zur Ableitung der Unternehmenswerte grundsätzlich in Millionen Euro ausgewiesen werden. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgten, kann die Addition bzw. Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- bzw. Gesamtsummen führen.

2. BEWERTUNGSOBJEKT STADA

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

2.1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

19. Bewertungsobjekt ist die STADA AG, Stadastraße 2-18, 61118 Bad Vilbel, einschließlich ihrer verbundenen Unternehmen und Beteiligungen, wie im folgenden Organigramm dargestellt:¹

¹ Vgl. Unternehmensinformation, Grafik in Anlehnung an das Organigramm von STADA, 30. September 2017.



20. Zum 30. September 2017 umfasst STADA 81 vollkonsolidierte Tochterunternehmen inklusive der STADA Vietnam J.V. Co. Ltd., wobei bei den Unternehmen Pymepharco Joint Stock Company, STADA Pharmaceuticals Ltd., Well Light Investment Services Joint Stock Company, Hemomont d.o.o. und Hemofarm Banja Luka A.D. Minderheitsbeteiligungen existieren.² Darüber hinaus ist STADA an vier assoziierten Unternehmen und 27 nicht konsolidierten und sonstigen Unternehmen beteiligt. Aktuell bestehen mit wesentlichen deutschen Tochterunternehmen Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge.
21. Die Konzernmuttergesellschaft STADA AG ist eine im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter der Registernummer HRB 71290 eingetragene Aktiengesellschaft mit Sitz in Bad Vilbel, Deutschland. Die Hauptverwaltung von STADA befindet sich ebenfalls in Bad Vilbel, Deutschland.
22. Satzungsmäßiger Unternehmensgegenstand der STADA AG ist
 1. die Entwicklung, die Herstellung und der Vertrieb von sowie der Handel mit Produkten aller Art für den weltweiten Gesundheitsmarkt, insbesondere im Bereich der pharmazeutischen, biotechnischen, chemischen und kosmetischen Industrie, der Medizin- und Labortechnik, des Klinikbedarfs sowie der diätetischen Nahrungsmittel- und Süßwarenindustrie;
 2. die Einrichtung, der Betrieb, der Erwerb und die Veräußerung von sowie die Beteiligungen an Unternehmungen mit Aktivitäten im weltweiten Gesundheitsmarkt, insbesondere im Bereich der pharmazeutischen, biotechnischen, chemischen und kosmetischen Industrie, der Medizin- und Labortechnik sowie der diätetischen Nahrungsmittel- und Süßwarenindustrie;
 3. die Entwicklung und Ausführung von Dienstleistungen aller Art für den weltweiten Gesundheitsmarkt, gegen Entgelt; auch unentgeltliche Dienstleistungen können von der Gesellschaft – insbesondere für Patienten und Endverbraucher sowie medizinisch-pharmazeutische Fachkreise – entwickelt und ausgeführt werden, sofern diese geeignet sind, andere Unternehmungen der Gesellschaft zu ergänzen, zu fördern oder zu unterstützen;
 4. das Erwirken, der Erwerb, die Lizenznahme oder Lizenzvergabe von sowie der Handel mit immateriellen Wirtschaftsgütern mit Bezug zum weltweiten Gesundheitsmarkt, insbesondere von Software und Internetapplikationen sowie von Arzneimittelzulassungen, Warenzeichen, gewerblichen Schutzrechten und Mitvertriebsrechten für Produkte insbesondere im Bereich der pharmazeutischen, biotechnischen, chemischen und kosmetischen Industrie, der Medizin- und Labortechnik, des Klinikbedarfs sowie der diätetischen Nahrungsmittel- und Süßwarenindustrie; die Gesellschaft kann auch direkt

² Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 159, S. 160; STADA, Zwischenbericht für die ersten neun Monate, November 2017, S. 32.

oder indirekt über Tochtergesellschaften Lizenzen an Apotheken vergeben, nach denen diese für ausgewählte Produkte einzelne Herstellungsschritte selbst übernehmen können;

5. die Vornahme aller Geschäfte, die zur Erreichung des Gesellschaftszweckes notwendig oder nützlich erscheinen.
23. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.
24. Das Grundkapital der STADA AG beträgt zum 18. Dezember 2017 EUR 162.090.344 und ist eingeteilt in 62.342.440 nennwertlose Namensaktien³ mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von EUR 2,60 je Aktie. Es bestehen keine unterschiedlichen Aktiengattungen. Zum 18. Dezember 2017 hielt die STADA AG 84.311 eigene Aktien. Die Zahl der ausstehenden Aktien i.H.v. 62.258.129 ergibt sich somit aus der Anzahl der ausgegebenen Aktien i.H.v. 62.342.440 abzüglich eigener Aktien i.H.v. 84.311.
25. Im Rahmen des Mitarbeiterbeteiligungsprogramms verkaufte die STADA AG im Geschäftsjahr 2016 insgesamt 2.216 eigene Aktien zum Durchschnittspreis von EUR 36,31. Die Gesamtanzahl der voll stimm- und dividendenberechtigten Aktien belief sich zum 18. Dezember 2017 auf 62.258.129 („ausstehende Aktien“). Am Grundkapital der STADA AG waren zum 30. September 2017 neben Nidda Healthcare zu ca. 33% institutionelle Investoren und ca. 2% Privatanleger beteiligt.⁴
26. Die STADA-Aktien sind unter der International Securities Identification Number (ISIN) DE0007251803 zum Handel im regulierten Markt mit weiteren Zulassungsfolgepflichten an der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen, wo sie unter anderem im elektronischen Handelssystem XETRA gehandelt werden. Ferner werden die STADA-Aktien an den Börsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart sowie über Tradegate-Exchange gehandelt. STADA-Aktien sind seit dem Geschäftsjahr 1997 an der Börse notiert.⁵
27. Der Vorstand der STADA AG ist gemäß § 6 Abs. 1 der Satzung der STADA AG ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Grundkapital der STADA AG bis zum 4. Juni 2018 einmal oder mehrmals um bis zu EUR 77.134.304 durch Ausgabe von bis zu 29.667.040 Stück Namensaktien gegen Bar- und/oder Sacheinlage zu erhöhen (genehmigtes Kapital). Den Aktionären steht grundsätzlich ein Bezugsrecht auf die neuen Aktien zu, soweit nicht der Vorstand der STADA AG mit Zustimmung des Aufsichtsrats das Bezugsrecht in den gemäß § 6 Abs. 1 der Satzung der STADA AG aufgeführten Fällen ausschließen kann.

³ Bis zum 9. Dezember 2016 handelte es sich bei den Aktien der Gesellschaft ausnahmslos um vinkulierte Namensaktien, die satzungsgemäß nur mit Zustimmung des Vorstands der Gesellschaft übertragen und im Aktienregister eingetragen werden. Am 26. August 2016 fasste die STADA-Hauptversammlung den Beschluss, die Vinkulierung aufzuheben. Seit Eintragung dieses Beschlusses im Handelsregister am 9. Dezember 2016 handelt es sich ausnahmslos um Namensaktien, die laut Satzung jeweils eine Stimme in der Hauptversammlung gewähren.

⁴ Vgl. <https://www.stada.de/investor-relations/aktie/aktionaersstruktur.html>, Stand vom 12. Dezember 2017.

⁵ Vgl. <https://www.stada.de/investor-relations/kontakt-und-support/fragen-und-antworten.html>, Stand vom 21. November 2017.

28. Das Grundkapital der STADA AG ist darüber hinaus um bis zu EUR 69.188.340 durch Ausgabe von bis zu 26.610.900 Stück Namensaktien bedingt erhöht (bedingtes Kapital 2013). Die bedingte Kapitalerhöhung dient der Gewährung von Aktien an die Inhaber bzw. Gläubiger von Options- und/oder Wandlungsschuldverschreibungen, Gewinnschuldverschreibungen und/oder Genussrechten mit Options- und/oder Wandlungsrechten bzw. –pflichten, die auf der Ermächtigung vom 5. Juni 2013 von der STADA AG gegen bar bis zum 4. Juni 2018 begeben wurden. Die neuen Aktien nehmen vom Beginn des Geschäftsjahres an, für das zum Zeitpunkt ihrer Ausgabe noch kein Beschluss über die Verwendung des Bilanzgewinns gefasst worden ist, am Gewinn teil.
29. Mit Beschluss der Hauptversammlung vom 5. Juni 2013 wurde die STADA AG gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG ermächtigt, eigene Aktien i.H.v. bis zu insgesamt zehn Prozent des zum Zeitpunkt der Beschlussfassung oder des zum Zeitpunkt der Ausübung der Ermächtigung bestehenden Grundkapitals zu erwerben. Auf die erworbenen Aktien dürfen zusammen mit anderen Aktien, die sich im Besitz der STADA AG befinden oder ihr nach § 71d und § 71e AktG zuzurechnen sind, zu keinem Zeitpunkt mehr als zehn Prozent des jeweiligen Grundkapitals entfallen. Die Ermächtigung darf von STADA nicht zum Zwecke des Handels in eigenen Aktien genutzt werden. Die Ermächtigung gilt bis zum 5. Juni 2018. Von der Ermächtigung zum Aktienrückkauf wurde bis zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieser Gutachtlichen Stellungnahme kein Gebrauch gemacht.
30. Der Vorstand der STADA AG besteht aus drei Mitgliedern. Die gegenwärtigen Vorstandsmitglieder sind Dr. Claudio Albrecht (Vorstandsvorsitzender), Mark Keatley (Vorstand Finanzen) und Dr. Barthold Piening (Vorstand Produktion und Entwicklung). Die Bestellung der gegenwärtigen Vorstandsmitglieder durch den Aufsichtsrat erfolgte mit Wirkung zum 27. September 2017 (Vorstandsvorsitzender und Vorstand Finanzen) bzw. mit Wirkung zum 1. April 2017 (Vorstand Produktion und Entwicklung).⁶
31. Der Aufsichtsrat der STADA AG besteht aus neun Mitgliedern. Die gegenwärtigen Aufsichtsratsmitglieder sind Dr. Günter von Au (Vorsitzender), Jens Steegers (stellvertretender Vorsitzender), Dr. Eric Cornut, Halil Duru, Jan-Nicolas Garbe, Benjamin Kunstler, Dr. Ute Pantke, Bruno Schick und Dr. Michael Siefke. Die Bestellung der neuen Aufsichtsratsmitglieder Jan-Nicolas Garbe, Benjamin Kunstler, Bruno Schick, Dr. Michael Siefke und Dr. Günter von Au erfolgte am 26. September 2017 mit sofortiger Wirkung durch das Amtsgericht Frankfurt am Main, nachdem der ehemalige Aufsichtsratsvorsitzende sowie vier weitere Mitglieder des Aufsichtsrats ihre Ämter mit Wirkung zum Ablauf des 25. September 2017 niedergelegt hatten.⁷

⁶ Vgl. <https://www.stada.de/presse-public-relations/pressemitteilungen/detailansicht/news/detail/News/dr-claudio-albrecht-zum-ceo-und-mark-keatley-zum-cfo-der-stada-arzneimittel-ag-bestellt.html>, Stand vom 28. September 2017; <https://www.stada.de/presse-public-relations/pressemitteilungen/detailansicht/news/detail/News/stada-finale-zahlen-2016-bestaetigen-gutes-jahresergebnis-mittelfristige-wachstumsziele-fuer-2019-a.html>, Stand vom 29. März 2017.

⁷ Vgl. <https://www.stada.de/presse-public-relations/pressemitteilungen/detailansicht/news/detail/News/aufsichtsrat-der-stada-arzneimittel-ag-waehlt-dr-guenter-von-au-zum-neuen-vorsitzenden.html>, Stand vom 27. September 2017.

32. Im Zuge der Umsetzung der in 2016 verabschiedeten weiterentwickelten Unternehmensstrategie erfolgte in 2016 eine Änderung hinsichtlich der Unternehmens- und Berichtsstruktur:⁸
1. Gemäß der geänderten operativen Aufstellung unterlagen die Bereiche Produktentwicklung, Beschaffung, Einkauf, Produktion, Qualitätsmanagement, Finanzen, Risikomanagement, Compliance und Corporate Governance im Geschäftsjahr 2016 einer zentralen Führung. Darüber hinaus oblag auch die Umsatzerlös- und Ergebnisverantwortung nicht mehr in dem Maße der regionalen Verantwortung wie zuvor, sondern wurde im Rahmen der neuen Unternehmensstruktur ebenfalls zentraler gesteuert.
 2. Darüber hinaus beschloss der Vorstand im Geschäftsjahr 2016 eine grundlegende Änderung der Berichtsstrukturen. Bislang hatte STADA nach operativen Segmenten und Marktregionen berichtet. Gemäß der geänderten Berichtsstruktur wird der Konzern nun nach den beiden Segmenten Generika und Markenprodukte gesteuert. Im Zuge der Änderung erfolgte auch eine Integration der Randaktivität Handelsgeschäfte in das Generika-Segment. Aus diesem Grund umfassten die ab dem Geschäftsjahr 2016 im Generika-Segment berichteten Zahlen die des Vorjahres sowie die vormals separat ausgewiesene Randaktivität Handelsgeschäfte.

2.2. Unternehmenshistorie

33. Die Wurzeln von STADA reichen über 120 Jahre bis in das Jahr 1895 zurück, als sich einige Apotheker mit dem Ziel zusammenschlossen, unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten Gemeinschaftspräparate herzustellen. Unter anderem in Berlin, Dresden, Würzburg und Darmstadt wurden daraufhin Gemeinschaftspräparate in den beteiligten Apotheken hergestellt. Mit der Gründung des Deutschen Apotheker-Vereins wurde die Selbstherstellung pharmazeutischer Spezialitäten von der Herstellung über die Verpackung und Etikettierung bis zum Preis geregelt.
34. Im Zuge der politischen Gleichschaltung regionaler Spezialunternehmen wurde im Jahr 1933 der Deutsche Apotheker-Verein in die Standesgemeinschaft Deutscher Apotheker (St.d.A.) überführt. Nach vielzähligen gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen wurde 1995 die Mittelstandsholding mit Sitz in Bad Vilbel errichtet. Im Jahr 1997 begann der Börsengang mit stimmrechtslosen Vorzugsaktien, der im Jahr 1998 mit der Platzierung vinkulierter Stammaktien abschloss. Die neuen finanziellen Mittel ermöglichten STADA ab 1999 die zunehmende Internationalisierung.
35. Im Jahr 2001 begann STADA unter Einbeziehung von privatem Venture Capital mit der Entwicklung von Biogenerika (heute: Biosimilars). Darüber hinaus trieb STADA die internationale Expansion voran, sodass im Jahr 2001 erstmals die Umsatzschwelle von EUR 500 Mio. überschritten wurde. Im selben Jahr fand eine Wandlung der Vorzugsaktien in Stammaktien statt und es erfolgte die Aufnahme in den MDAX. Im Folgejahr erwarb STADA den zweitgrößten spanischen Generika-Anbieter Bayvit S.A. Im Jahr 2004 gelang STADA mit dem Erwerb von ca. 97,5 % der Anteile des russischen Pharmaunternehmens Nizhpharm OJSC ein strategisch wichtiger Schritt

⁸ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 9.

zum Ausbau des Geschäfts in Russland. Bis einschließlich 2007 erfolgten weitere wichtige Schritte zur internationalen Expansion, wie zum Beispiel die Akquisition der serbischen Hemofarm-Gruppe. Im Jahr 2010 platzierte STADA ihre erste Unternehmensanleihe, wodurch u.a. diverse weitere nationale und internationale Akquisitionen finanziert werden konnten. Im Rahmen eines im Jahre 2010 eingeleiteten konzernweiten Kosteneffizienzprogramms begann STADA mit der Umsetzung der ersten entsprechenden Maßnahmen. Im Jahr 2011 ging STADA eine Kooperation mit der Gedeon Richter AG, einem ungarisch-multinationalen Pharma- und Biotechnologieunternehmen, zur Entwicklung von zwei Biosimilar-Produkten ein. Im Jahr 2012 setzte STADA weitere Maßnahmen im Rahmen des Kosteneffizienzprogramms um, wie zum Beispiel den Verkauf einer irischen und zweier russischer Produktionsstätten. Im Jahr 2013 gelang STADA mit „STADA Diagnostik“ der Einstieg in die personalisierte Arzneimitteltherapie. Zudem erwarb STADA mit Thornton & Ross Ltd. den fünftgrößten Anbieter im britischen OTC-Markt („Over the Counter“ bzw. „OTC“).

36. Zur Bündelung der IT-Dienstleistungen des STADA-Konzerns gründete STADA im Jahr 2013 in Serbien ein IT-Shared-Service-Center. Zusätzlich erweiterte STADA sein Biosimilar-Angebot und platzierte erfolgreich eine zweite Unternehmensanleihe. Im Jahr 2014 richtete STADA das Logistik- und Vertriebszentrum in Dubai ein und erreichte erstmals einen Umsatz von mehr als EUR 2,0 Mrd. Im Jahr 2015 platzierte STADA zur Refinanzierung der im selben Jahr auslaufenden Unternehmensanleihe aus dem Jahr 2010 eine weitere Unternehmensanleihe. Zudem lizenzierte STADA das Biosimilar Pegfilgrastim der Gedeon Richter AG ein, um die Biosimilar-Aktivitäten auszubauen. Darüber hinaus stärkte STADA das Markenprodukt-Portfolio durch den Erwerb der österreichischen SCIOTEC Diagnostics Technologies GmbH. Im Jahr 2016 erhielt STADA die „positive opinion“ für ein Biosimilar Teriparatid. Des Weiteren erwarb STADA das britische Markenprodukt-Unternehmen Natures Aid Ltd.
37. Mitte des Jahres 2017 bündelte STADA zur Steigerung der Effizienz und Stärkung des nationalen Geschäfts die deutschen Aktivitäten. Im Rahmen dessen wurde die STADA GmbH auf die STADAvita GmbH, unter Fortführung der Firma der STADA GmbH, und die STADApHarm GmbH auf die cell pharm Gesellschaft für pharmazeutische und diagnostische Präparate mbH, unter Fortführung der Firma STADAPHARM GmbH, verschmolzen, sowie die Organisations- und Vertriebsstrukturen in den beiden Gesellschaften gebündelt.

2.3. Wirtschaftliche Grundlagen

2.3.1. Geschäftsmodell

38. Die STADA ist die Obergesellschaft eines international tätigen Konzerns im Bereich Gesundheitswesen mit Fokus auf die Entwicklung, Vermarktung, Herstellung und dem Vertrieb patentfreier pharmazeutischer Produkte. Aus Kosten- und Risikogesichtsgründen konzentriert sich STADA nicht auf die Erforschung und Entwicklung innovativer Wirkstoffe, sondern auf die Entwicklung und Vermarktung pharmazeutischer Produkte, für die keine gewerblichen Schutzrechte, insbesondere Patente, mehr bestehen („Generika“).⁹
39. Die beiden Kernsegmente von STADA sind Generika und Markenprodukte. Im Bereich Generika ist STADA hinter den Unternehmen Teva Ltd., Novartis AG und Mylan Inc. das viertgrößte Unternehmen in Europa.¹⁰ Im Generika-Segment entwickelt und vertreibt STADA meist rezeptpflichtige Arzneimittel, die eine wirkstoffgleiche Kopie eines bereits unter einem anderen Markennamen auf dem Markt befindlichen Produktes darstellen. Dagegen werden im Markenprodukt-Segment im Wesentlichen verschreibungsfreie Produkte vertrieben. Während der Markt für verschreibungspflichtige Generika durch regulierte Abnehmerpreise, einen intensiven Wettbewerb, hohen Kostendruck und hohe Anforderungen an Produktionssicherheit sowie Produktqualität charakterisiert ist, stehen im Markt für Markenprodukte das Preisniveau, die Marketingstrategie, geringere regulatorische Vorgaben sowie Kundenloyalität im Vordergrund.
40. Im Geschäftsjahr 2016 erwirtschaftete STADA ausgewiesene Konzernumsatzerlöse von EUR 2.139,2 Mio. Der Umsatzerlösanteil des Segments Generika betrug 59,9% und der Markenprodukte 40,1%.¹¹ Die im Generikabereich umsatzmäßig acht größten Länder waren im Jahr 2016 Deutschland, Italien, Spanien, Russland, Belgien, Frankreich, Vietnam und Serbien. Im Bereich Markenprodukte waren die am Umsatz gemessenen fünf größten Länder Deutschland, Großbritannien, Russland, Italien und Vietnam.
41. Die Produkte werden über ein breites Netzwerk an Vertriebsgesellschaften, Großhändlern und Apotheken in zahlreichen Darreichungsformen und Dosierungen in allen wesentlichen Generika- und Markenproduktmärkten in Europa angeboten.
42. Vor dem Hintergrund der regulatorisch- und wettbewerbsbedingten Preiserosion ist STADA in diesem Zusammenhang von einer stetig gut gefüllten Produktpipeline abhängig, um so stabile und nachhaltige Umsatzerlöse zu generieren. Insgesamt verfügt STADA über eine diversifizierte Produktpipeline. Die Erweiterung des Produktportfolios stellt dabei eine wesentliche Voraussetzung für organisches Wachstum dar. Im Geschäftsjahr 2016 konnten konzernweit 665 neue Produkte in den Markt eingeführt werden. Die Erweiterung der Produktpipeline ist u.a. an den Zugang zu externen Entwicklungspartnern gebunden.

⁹ Hinsichtlich der strategischen Neuausrichtung für den Bereich Biosimilars verweisen wir auf Kapitel 2.3.2 Unternehmensstrategie in diesem Bericht.

¹⁰ Vgl. STADA, Public-Side Lender Presentation, September 2017, S. 15.

¹¹ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 44.

43. Grundsätzlich verfügt STADA bei der Lieferkette und der pharmazeutischen Produktion über ein hohes Maß an Flexibilität. Aufgrund des umfassenden Produktportfolios von mehr als 800 pharmazeutischen Wirkstoffen mit ca. 17.000 durch den Konzern vertriebenen Produktaufmachungen, sog. Stock Keeping Units (im Folgenden „SKU“), bedient sich STADA sowohl bei der Lieferkette als auch bei der pharmazeutischen Produktion eines internationalen Netzwerks von internen und externen Ressourcen. In diesem Zusammenhang stellt STADA i.d.R. die zur Produktion benötigten Wirk- und Hilfsstoffe nicht selbst her, sondern bezieht diese im Wesentlichen von preisgünstigen Lieferanten in Niedrigkostenländern. Die Produktion der Arzneimittel erfolgt an konzerneigenen Standorten, wobei aufgrund der sukzessiven Überführung von Produktionsmengen innerhalb der eigenen Produktionsstätten mittlerweile rund 75% des konzernweiten Produktionsvolumens in Niedrigkostenländern gefertigt wird.
44. Die Vertriebsstrategie von STADA richtet sich nach den individuellen Marktverhältnissen der einzelnen Länder. Sie wird im Wesentlichen danach ausgerichtet, ob es sich um einen regulierten Markt mit Preisvorgaben handelt oder einen sog. Selbstzahlermarkt, wie zum Beispiel Russland. Zudem ist STADA in den einzelnen Ländern mit unterschiedlichem Gewicht in den Segmenten Generika und Markenprodukte vertreten.
45. Zu den wichtigsten Kundengruppen von STADA zählen Patienten und Endverbraucher, Ärzte, Apotheken und Apothekenketten, Krankenhäuser, Versandhäuser, Einkaufsgemeinschaften der Großhandel und andere Dienstleister im Gesundheitsmarkt sowie Kostenträger in Form von gesetzlichen oder privaten Krankenkassen.

2.3.1.1. Segmentbeschreibung und Vertriebsansatz - Generika

46. Bei Generika handelt es sich gemäß der STADA-Segmentdefinition um Produkte für den Gesundheitsmarkt – i.d.R. mit Arzneimittel-Charakter –, die einen oder mehrere Wirkstoffe enthalten, deren gewerbliche Schutzrechte abgelaufen sind und deren vertriebliche Positionierung eines der drei folgenden Kriterien erfüllt:
 1. das Produkt wird unter Betonung eines günstigen Preises, i.d.R. gegenüber dem wirkstoffgleichen Produkt eines anderen Anbieters, angeboten oder
 2. das Produkt ist integraler Teil eines produkt- und indikationsübergreifenden Vermarktungskonzeptes für überwiegend verschreibungspflichtige Produkte mit Wirkstoffen, deren gewerbliche Schutzrechte abgelaufen sind oder
 3. das Produkt wird unter seinem internationalen Freinamen (INN) vertrieben.
47. Generika beziehen sich damit i.d.R. auf verschreibungspflichtige, mehrheitlich erstattungsfähige Wirkstoffe (Arzneimittel), weshalb die Produkte somit im Wesentlichen an Apotheken, Großhändler und Krankenhäuser vertrieben werden. Im Ergebnis liegt der vertriebliche Schwerpunkt bei den Generika auf einem günstigen Preis und/oder einer produkt- und indikationsübergreifenden Vermarktung durch die Bereitstellung möglichst vieler Präparate aus der üblichen Therapiepraxis („Vollsortiment-Ansatz“).

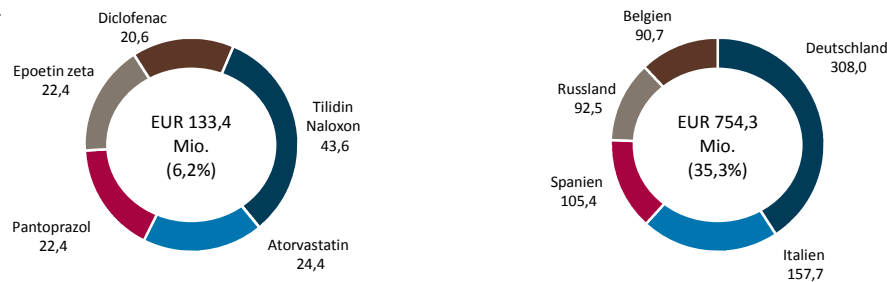
48. Der Generikamarkt ist durch hohe Preissensibilität, kontinuierlichen Margendruck, intensiven Wettbewerb und sich stetig verändernde regulatorische Rahmenbedingungen gekennzeichnet. Vor diesem Hintergrund ist im Generika-Segment die jeweilige Zusammensetzung des Produkt-Portfolios stark auf die regulatorische Struktur der Märkte und die vereinbarten Rabattverträge ausgerichtet. Da sich die Arzneimittel des Generika-Segments fast ausschließlich auf verschreibungspflichtige Wirkstoffe beziehen, bestimmt sich der Abgabepreis eines generischen Arzneimittels zumeist durch den obligatorischen Bezug zu einer kommunalen oder nationalen Erstattungspreisliste. Aufgrund des Kostendrucks der öffentlichen Sozialversicherungsträger ist der Generikamarkt durch eine stetige Preisanpassung geprägt, die in Form der Festlegung von maximalen Erstattungspreisen (Festbeträgen), Erstattungspreiskürzungen, der Anwendung von internationalen Referenzpreismodellen oder – wie in Deutschland – durch die Einführung von Ausschreibungsmodellen durchgesetzt wird. Auf der anderen Seite ergibt sich durch das kontinuierliche Auslaufen von Patenten und anderen Schutzrechten ein relativ sicheres Wachstumspotential, welches gleichzeitig jedoch nur relativ kurz anhält und kontinuierlich durch neue Arzneimittel ergänzt werden muss.
49. Die Generika-Vermarktung orientiert sich aufgrund der Unzulässigkeit patientenbezogener Werbung nicht an einer „produktbezogenen“ Marketingstrategie, sondern an den fortlaufend angepassten Erstattungspreislisten, die sich aus Preisverhandlungen mit den Kostenträgern und öffentlichen Ausschreibungen, i.d.R. auf Basis hoher Abnahmevolumina für einzelne Wirkstoffe, ergeben.¹² Finanzielle Anreize der Apotheken oder Ärzte spielen beim Vertrieb der Generika eine untergeordnete Rolle. Stattdessen verschreiben Ärzte abhängig von den regulatorischen Rahmenbedingungen entweder konkrete Arzneimittel oder den entsprechenden Wirkstoff, wobei im letzteren Fall i.d.R. die Apotheken die Arzneimittelauswahl treffen. Vor dem Hintergrund der allgemeinen Budgetrestriktionen von öffentlichen Gesundheitssystemen, sind sowohl Ärzte als auch Apotheken dazu angehalten, kostengünstige Arzneimittel zu verschreiben bzw. abzugeben.
50. Im Generika-Segment sind die Anforderungen an das Produkt-Portfolio stark auf die regulatorische Struktur in den einzelnen Märkten, in denen die Generika vertrieben werden, ausgerichtet. I.d.R. beinhaltet das Produkt-Portfolio für die meisten relevanten pharmazeutischen Wirkstoffe zahlreiche Darreichungsformen und Dosierungen. Die Top-5-Generika-Wirkstoffe waren im Geschäftsjahr 2016 Tilidin Naloxon, Atorvastatin, Pantoprazol, Erythropoetin (Epo) und Diclofenac.
51. Das Generika-Segment beinhaltet auch Biosimilars. Hierbei handelt es sich um im Vergleich zu Generika deutlich komplexere Nachbildungen von Biopharmazeutika. Da Biosimilars aufgrund der Kostenintensität biopharmazeutischer Produkte einen erheblichen Beitrag zur Kostenreduzierung der Gesundheitssysteme leisten können, werden ihnen deutliche Wachstumspotentiale zugeschrieben. Mit Blick auf diese Wachstumschancen erweitert STADA zunehmend sein Biosimilar-Portfolio. Dabei verfolgte STADA bisher eine Einlizenzierungsstrategie, bei der ausgewählte Biosimilars von hoch spezialisierten Anbietern einlizenziert werden, da dies einen ri-

¹² Für weitere Informationen siehe Rz. 157.

sikoärmeren und kostengünstigeren Weg darstellt als auf Eigenentwicklungen zu setzen. Derzeit ist STADA mit zwei Biosimilars (SILAPO®, einem Epo-Biosimilar, und Grastofil®, einem Filgrastim-Präparat) auf dem Markt positioniert. Darüber hinaus befindet sich STADA bei weiteren Biosimilars im Einlizenzierungsprozess. Zukünftig beabsichtigt STADA zunehmend Biosimilars auch in Kooperation mit Partnerunternehmen zu entwickeln, da den höheren Entwicklungskosten und -risiken auch höhere Ertragschancen gegenüberstehen.¹³

52. Die Umsatzerlöse mit Generika werden zum überwiegenden Teil in Deutschland, Italien, Belgien, Spanien, Russland, Frankreich und Serbien erwirtschaftet. Die laufende Diversifikation in den Ländern der MENA-Region, Asiens sowie erste Schritte in Lateinamerika sollen das geographische Risiko und die Abhängigkeit von stark regulierten Märkten Europas reduzieren. Der höhere Selbstzahleranteil in diesen Märkten soll darüber hinaus helfen, dem strukturell vorhandenen Margendruck entgegenzuwirken. Gemessen am Gesamtumsatzerlös des Generika-Segments waren 2016 die größten Absatzmärkte, mit Ausnahme von Russland, in der EU.

Umsatzerlöse im Generika-Segment der Top-5-Wirkstoffe und Top-Länder im Geschäftsjahr 2016 in EUR Mio.



Quelle: STADA Arzneimittel AG, Geschäftsbericht 2016, S. 16-18.

2.3.1.2. Segmentbeschreibung und Vertriebsansatz - Markenprodukte

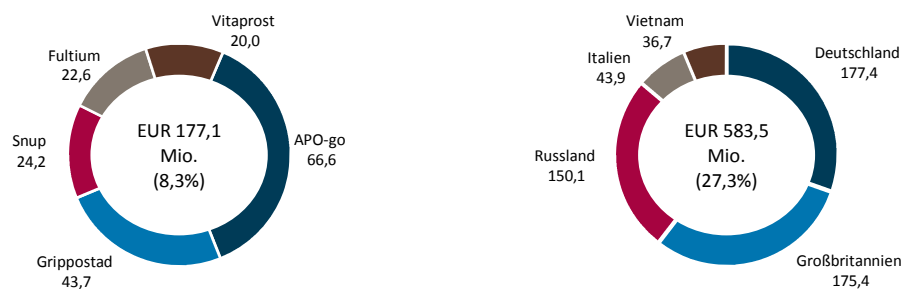
53. Bei Markenprodukten handelt es sich um Produkte für den Gesundheitsmarkt, die einen oder mehrere Wirkstoffe enthalten, deren gewerbliche Schutzrechte abgelaufen sind und deren vertriebliche Positionierung eines der beiden folgenden Kriterien erfüllt.
1. Das Produkt wird unter einem produktspezifischen Markennamen und unter Betonung spezifischer Produkteigenschaften angeboten, die auf eine Alleinstellung des Produktes gegenüber Wettbewerbsprodukten und anderen Konzernprodukten abzielen oder
 2. das Produkt ist Teil eines Vermarktungskonzeptes für überwiegend nicht-verschreibungspflichtige Produkte, die mehrheitlich unter einem produktspezifischen Markennamen und unter Betonung verschiedener spezifischer Produkteigenschaften angeboten werden, die auf eine Alleinstellung des Produktes gegenüber Wettbewerbsprodukten und anderen Konzernprodukten abzielen.
54. Bei den Markenprodukten, unter denen STADA im Wesentlichen verschreibungsfreie (OTC), verschreibungspflichtige (RX) und verschreibungsfähige (OTX) Produkte versteht, forciert der

¹³ Hinsichtlich der strategischen Neuausrichtung für den Bereich Biosimilars verweisen wir auf Kapitel 2.3.2 Unternehmensstrategie in diesem Bericht.

Konzern nicht nur die Erweiterung des Portfolios, sondern auch die zunehmende Internationalisierung erfolgreicher Marken.

55. Bei den Markenprodukten richtet sich demnach der vertriebliche Schwerpunkt nach den jeweiligen Produkteigenschaften und insbesondere den jeweiligen Markennamen, die durch aktives Marketing gestärkt werden. Der Markt für Markenprodukte folgt weniger regulatorischen Rahmenbedingungen, da diese im Gegensatz zu Generika überwiegend nicht verschreibungspflichtig sind und aktiv vermarktet werden können. Entsprechend differenzieren sich die Wettbewerber über Produktpolitik, Kommunikationsstrategie und gezielte Distributionsmaßnahmen. Grundsätzlich umfasst die Kommunikationsstrategie im STADA-Konzern Fernseh- und Printwerbung sowie entsprechende Aktivitäten in sozialen Medien. Distributionsmaßnahmen im Bereich der OTC-Produkte konzentrieren sich vorrangig auf Apotheken.
56. Innerhalb des STADA-Konzerns werden die fortlaufenden produktpolitischen Entscheidungen für OTC-Produkte zentral über einen konzernweiten Beschaffungs-, Logistik- und Vertriebsprozess gesteuert. In diesem Rahmen werden grundsätzliche Marketingentscheidungen im Hinblick auf Portfolioentscheidungen und die Produktaufmachung konzernweit abgestimmt und verbindlich festgelegt.
57. Im Markenprodukt-Segment verfolgt der Konzern ein Konzept der so genannten „starken Marken“, das auf einen hohen Bekanntheitsgrad setzt. Insgesamt deckt STADA in diesem Bereich alle wesentlichen Indikationen ab. Die Top-5-Markenprodukte waren im Geschäftsjahr 2016 APO-go®, Grippostad®, Snup®, Fultium® und Vitaprost®.
58. Die umsatzmäßig fünf größten Märkte waren im Markenprodukt-Segment Deutschland, Großbritannien, Russland, Italien und Vietnam.

Umsatzerlöse im Markenprodukt-Segment der Top-5-Produkte und Top-Länder im Geschäftsjahr 2016
in EUR Mio.



Quelle: STADA Arzneimittel AG, Geschäftsbericht 2016, S. 17-18.

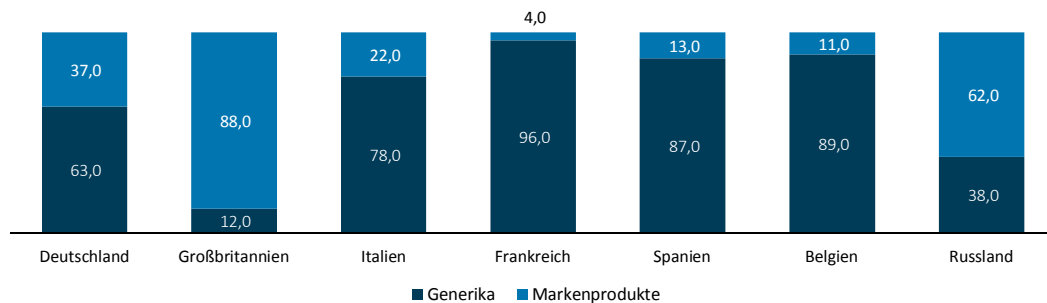
2.3.1.3. Internationaler Fokus

59. STADA vertreibt Generika und Markenprodukte in rund 125 Ländern, wobei alle Europäischen Märkte sowie die wesentlichen Wachstumsmärkte in der MENA-Region, Asien, Südamerika und Australien abgedeckt werden. Ein Teil der Umsatzerlöse wird somit in Nicht-Euro-Währungen fakturiert. Zu den umsatzstärksten Regionen im Geschäftsjahr 2016 zählten die Absatzmärkte

Deutschland, Russland, Italien und Großbritannien.¹⁴ Zudem wurden wesentliche Umsatzerlöse in den Ländern Frankreich, Spanien und Belgien realisiert.

60. Während auf Länderebene die Umsatzerlöse der Markenprodukte im Wesentlichen in Russland und Großbritannien erwirtschaftet werden, erzielt STADA insbesondere in Zentraleuropa einen großen Anteil der Umsatzerlöse mit Generika.

Umsatzerlösverteilung nach Ländern und Segmenten in % im Geschäftsjahr 2016



Quelle: STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 43-45.

61. Der europäische Markt ist stark fragmentiert, wodurch STADA mit unterschiedlichen Regulierungen und Vertriebsansätzen konfrontiert wird.
62. In Deutschland erwirtschaftete STADA im Geschäftsjahr 2016 etwa 60% der Umsatzerlöse mit Generika, welche mehrheitlich durch die Vertriebsgesellschaft ALIUD PHARMA GmbH generiert wurden. Insbesondere im Indikationsgebiet Schmerz ist ALIUD PHARMA im Rahmen der Krankenkassenausschreibungen erfolgreich. Die Generika-Strategie fokussiert sich auf die kontinuierliche Optimierung des Produktportfolios, um weiterhin erfolgreich an Krankenkassenausschreibungen in den für STADA wesentlichen Indikationsgebieten teilzunehmen. Neben dem Vertriebsmodell Krankenkassenausschreibungen generiert STADA über die Tochtergesellschaft STADAPHARM zusätzlich Umsatzerlöse mit Krankenhäusern und Kooperationskunden, wobei es sich in diesem Bereich insbesondere um den Vertrieb von Präparaten im onkologischen Bereich handelt. Während verschreibungsfreie Markenprodukte im Geschäftsmodell von ALIUD PHARMA und STADAPHARM lediglich eine untergeordnete Rolle spielen, wird der Verkauf von Markenprodukten im Wesentlichen durch die Tochtergesellschaft STADA GmbH gesteuert. STADA GmbH verfügt über einen eigenen Außendienst und generiert Umsatzerlöse mit Apotheken und Großhandel. Die wichtigsten Markenprodukte umfassen in diesem Zusammenhang u.a. Grippostad (Erkältung), Hoggar Night (Schlafmittel), Ladival (Sonnenschutz) und Multilind (Heilsalbe).
63. STADAs Aktivitäten in Großbritannien sind maßgeblich durch den Vertrieb von Markenprodukten geprägt. Die wesentlichen Tochtergesellschaften umfassen in diesem Bereich die Unternehmen Britannia Pharmaceuticals Ltd., Thornton & Ross Ltd., Internis Pharmaceuticals Ltd. und Natures Aid Ltd. Während die Gesellschaft Britannia Pharmaceuticals Ltd.¹⁵ ausschließlich

¹⁴ Durch eine Umstellung der Berichterstattung im Geschäftsbericht des Jahres 2016 fehlen Segmentspezifische Umsatzzahlen für bestimmte Länder (mit * oder ** in der Grafik „Umsatzverteilung nach Regionen, 2014-2016“ gekennzeichnete Länder).

¹⁵ 100%ige Enkelgesellschaft der Clonmel Healthcare Ltd.

auf den Vertrieb von Markenprodukten ausgerichtet ist und den Produktschwerpunkt insbesondere auf Arzneimittel gegen Nervenerkrankungen wie Parkinson legt,¹⁶ konzentriert sich die Gesellschaft Natures Aid Ltd. auf verschiedene verschreibungsfreie Markenprodukte, wie Nahrungsergänzungsmittel, Vitamine und Kräuterprodukte.¹⁷ Mit der Tochtergesellschaft Thornton & Ross Ltd. akquirierte STADA darüber hinaus im Geschäftsjahr 2013 einen Hersteller verschreibungsfreier Markenprodukte in Großbritannien, dessen Produktportfolio unter anderem die Medikamente Covonia (Erkältung) und Hedrin (Kopfläusemittel) sowie das für den Haushalt bestimmte Desinfektionsmittel Zoflora umfasst.¹⁸ Im Folgejahr erfolgte eine weitere Akquisition einer britischen Gesellschaft, der Internis Pharmaceuticals Ltd., deren Schwerpunkt in der Entwicklung und Vermarktung von zugelassenen Vitamin D3 RX-Präparaten (Fultium-Portfolio) liegt. Außerdem erfolgten in der jüngeren Vergangenheit Akquisitionen in dem Nischenbereich Vaping (Raucherentwöhnung), wobei diese Produktgattung im Wesentlichen durch den Markennamen „Socialites“¹⁹ verkauft wird. Handelspartner für das Markensortiment sind hierbei insbesondere der Apothekengroßhandel, Apotheken sowie Supermarkt- und Drogerieketten.

64. In Italien vertreibt STADA das Produktportfolio insbesondere über die Tochtergesellschaft EG S.p.A., welche ihre Umsatzerlöse maßgeblich durch die Vermarktung von Generika erwirtschaftet. Zu den beiden umsatzstärksten Generika zählen Pantoprazol und Lansoprazol (beides Protonenpumpenhemmer). Der Vertrieb von Generika erfolgt hauptsächlich über Großhändler und Apotheken. Neben Generika vertreibt die EG S.p.A. auch Markenprodukte. Daneben werden Markenprodukte durch die Vertriebsgesellschaft Crinos S.p.A. vermarktet, wobei in der jüngeren Vergangenheit zu den wichtigsten Medikamenten die Produkte Hirudoid (Dermatologie) und Valpina (Psychopharmaka) zählten. Um Marktanteile zu sichern und weiter auszubauen, zieht STADA in Italien einen weiteren Ausbau des spezialisierten Vertriebsaußendienstes für Ärzte in Betracht.
65. In Frankreich generiert die Tochtergesellschaft EG Labo-Laboratoires Eurogenerics SAS die wesentlichen Umsatzerlöse. Die lokale Vertriebsgesellschaft operiert in einem herausfordernden Wettbewerbsumfeld, welches maßgeblich durch hohe Rabatte gegenüber Apotheken, Apothekenketten und Einkaufsgemeinschaften geprägt wird. EG Labo-Laboratoires Eurogenerics SAS erzielt den Großteil der Umsatzerlöse mit Generika.²⁰ In den Geschäftsjahren 2015 und 2016 hat sich STADA in Frankreich vom dem überwiegenden Teil des Markenprodukt-Portfolios getrennt und ist nahezu reiner Generika-Anbieter.
66. In Spanien vermarktet STADA Produkte über das Tochterunternehmen Laboratorio STADA, S.L., welche auf den Vertrieb eines umfangreichen Generika-Portfolios an Apotheken fokussiert ist.²¹ STADA vertreibt in Spanien aktuell keine Produkte direkt an Krankenhäuser, sondern fokussiert sich ausschließlich auf Großhändler und Apotheken. Zukünftig ist in Spanien ein ver-

¹⁶ Vgl. <https://www.britannia-pharm.co.uk/about-us.html>, Stand vom 10. November 2017.

¹⁷ Vgl. <https://www.naturesaid.co.uk/about-natures-aid/>, Stand vom 10. November 2017.

¹⁸ Vgl. <http://www.thorntonross.com/aboutus.aspx>, Stand vom 10. November 2017.

¹⁹ 100%ige Tochtergesellschaft der UK Holdings Ltd.

²⁰ Vgl. STADA, Zwischenbericht für die ersten neun Monate, November 2017, S. 13.

²¹ Vgl. STADA, Zwischenbericht für die ersten neun Monate, November 2017, S. 13.

stärkter Fokus auf den Vertrieb von Markenprodukten geplant. Für Generika wird aufgrund eines unverändert gegebenen Rabattwettbewerbs ein nur leichtes Wachstum erwartet.

67. In Belgien ist STADA über die Vertriebsgesellschaft S.A. Eurogenerics N.V. vertreten.²² Seit der Beendigung des Distributionsvertrages mit der Omega Pharma N.V. („OMEGA“) im Dezember 2016 führt die Vertriebsgesellschaft den Logistik- und Vertriebsbereich nun eigenständig. Als Marktführer profitiert die belgische Gesellschaft von einem eingeführten Vollsortiment sowie der Präsenz eines landesweit eingesetzten Außendienstteams, welches maßgeblich für Generika und den laufenden Informationsaustausch mit Ärzten eingesetzt wird.²³
68. Der Teilkonzern STADA CIS ist die Basis für den Vertrieb in den CIS-Ländern²⁴ und dem Baltikum. Auf dem russischen Markt vertreibt STADA Markenprodukte sowie Generika, wobei das Markenprodukt-Segment durch Akquisitionen getrieben wurde. Der Fokus im Markenprodukt-Segment liegt auf Nahrungsergänzungs- und Erkältungsmitteln (zum Beispiel Akquisition der Marke „Aqualor“). Insgesamt werden etwa 20% der Umsatzerlöse des russischen Teilkonzernes in den Ländern Kasachstan und Ukraine sowie weiteren Exportmärkten erwirtschaftet. Die Mehrzahl der Produkte wird lokal hergestellt, der verbleibende Anteil wird importiert. Aufgrund des Bezuges von Rohstoffen und z.T. Fertigware in Fremdwährung (Euro, USD) ist die Bruttomarge teilweise vom Wechselkurs der lokalen Währung Rubel in Fremdwährung bestimmt. Langfristig plant der Teilkonzern in Russland in Euro eine weitere Umsatzerlössteigerung im Markenprodukt-Segment, während der Anteil der Umsatzerlöse von Generika damit leicht zurückgehen wird. Währungsbereinigt wird eine Umsatzerlössteigerung in beiden Segmenten erwartet, die jedoch im Markenprodukt-Segment wesentlich höher ist als bei Generika. Somit wird auch zukünftig der Fokus im russischen Vertriebsgebiet auf Markenprodukte ausgerichtet sein.

2.3.1.4. Entwicklungs- und Zulassungsprozess von Produkten

69. STADAs Geschäftsmodell umfasst neben dem Vertrieb die Entwicklung und den Einkauf bzw. die Herstellung verschreibungspflichtiger sowie nicht-verschreibungspflichtiger, patentfreier pharmazeutischer Wirkstoffe.
70. Dem Entwicklungsprozess vorgelagert sind die Funktionen des Portfoliomanagements,²⁵ welches die langfristigen Neueinführungsentscheidungen des STADA-Konzerns vorbereitet und die Portfolioentscheidungen nach Abstimmung mit dem Vertrieb verbindlich festlegt. In dem für Portfolioentscheidungen zuständigen Gremium von STADA werden strategische Portfolioentscheidungen maßgeblich unter Berücksichtigung der Absatzplanung der lokalen Vertriebsge-

²² Vgl. STADA, Zwischenbericht für die ersten neun Monate, November 2017, S. 13.

²³ Vgl. <http://www.omega-pharma.de/de/unternehmen/geschichte.php>, Stand vom 7. November 2017.

²⁴ Die CIS Region (Commonwealth of Independent States) definiert eine Gemeinschaft unabhängiger Staaten, in der sich verschiedene Nachfolgestaaten der Sowjetunion zusammengeschlossen haben. Die für STADA relevanten Länder umfassen dabei insbesondere die Staaten Russland, Ukraine und Kasachstan.

²⁵ Dies gilt nur für die globalen Generika-Entwicklungen. Im Falle von Markenprodukt-Projekten ist Marketing der Auftraggeber während das Portfoliomanagement nicht aktiv tätig ist.

sellschaften sowie der Evaluierung von technischen Machbarkeitsstudien vorgenommen. Ferner wird eine Entscheidung getroffen, ob die Entwicklung durch die STADA selbst oder durch einen externen Entwicklungspartner durchgeführt wird.

71. Aufgrund des gegebenen Entwicklungszeitraumes von bis zu vier Jahren und einer Einreichungs- und Zulassungsperiode von bis zu zwei Jahren muss die Neueinführung eines Generikums mindestens sechs Jahre vor dem Patentablauf, d.h. dem Zeitpunkt der erstmaligen Vermarktung eines Generikums, verbindlich entschieden werden. Werden die hierfür notwendigen Patentrecherchen hinzugerechnet, wird im STADA-Konzern eine Portfolioentscheidung üblicherweise mit einem Zeitvorlauf von bis zu zehn Jahren getroffen.
72. Bei einer Eigenentwicklung wird in der ersten Phase des Entwicklungsprozesses eine grundsätzliche Bewertung des aktiven pharmazeutischen Wirkstoffes²⁶ auf Basis des Originalpräparats vorgenommen. In der anschließenden Formulierungsstrategie muss eine stabile Rezeptur gefunden werden, die nicht gegen Formulierungspatente des Originators verstößt, sich in wichtigen Parametern jedoch wie das Referenzprodukt verhält. Die gleichwertige therapeutische Wirkung muss u.a. in Stabilitätstests und klinischen Studien (Bioäquivalenzstudien) nachgewiesen werden. Die in der Entwicklungsphase identifizierten Rezepturen werden in den Produktionsmaßstab überführt. Die Ergebnisse der Entwicklung und des Transfers in den Produktionsmaßstab (Validierung) werden dokumentiert, um zu belegen, dass sich die Rezeptur später auch im Produktionsmaßstab reproduzierbar herstellen lässt.
73. Die Entwicklungsergebnisse werden nach in dem folgenden Zulassungsprozess in entsprechenden Zulassungsunterlagen dokumentiert. Grundsätzlich kann ein pharmazeutischer Wirkstoff sowohl über nationale als auch übergreifende europäische Zulassungsverfahren registriert werden. Im STADA-Konzern werden die für die Marktregion Zentraleuropa zugelassenen Arzneimittel grundsätzlich in allen Mitgliedstaaten der Europäischen Union (EU) bzw. des Europäischen Wirtschaftsraumes (EWR) vermarktet. In den meisten Fällen favorisiert STADA insbesondere EU-weite Zulassungsverfahren, sodass die entsprechenden Zulassungsunterlagen i.d.R. bei der Europäischen-Arzneimittel-Agentur (EMA) eingereicht werden. Die Kosten des Zulassungsverfahrens werden vollständig von STADA übernommen, ebenso trägt STADA auch die damit verbundenen Auftragspflichten (zum Beispiel die Kosten der Nichteinführung eines Medikaments oder wenn die Umsätze hinter den ursprünglichen Erwartungen zurückbleiben).
74. Zur Steuerung der konzernweiten Entwicklungsprojekte verfügt STADA über ein zentrales Projektmanagement mit einem Schnittstellenmanagement, das eine transparente Steuerung der Produktentwicklung sicherstellt. Konzerneigene Entwicklungszentren für international ausgerichtete Projekte befinden sich in Deutschland und Serbien. Um die Entwicklungsressourcen optimal auszusteuern und technologische Synergien zu erzielen, kooperiert STADA zudem mit externen Partnern, hauptsächlich in Europa und Asien. Neben der Eigenentwicklung bedient

²⁶ Im Englischen: Active Pharmaceutical Ingredient bzw. „API“.

sich STADA eines weltweiten Netzwerks von externen Entwicklungspartnern, über welche Dossiers und Zulassungen erworben werden.²⁷

2.3.1.5. Einkaufs- und Herstellungsprozesse

75. STADA produziert Produkte an 19 Produktionsstandorten. Die wesentlichen Produktionskapazitäten von STADA befinden sich in Niedrigkostenländern, wie Osteuropa und Asien. Außerdem bestehen Produktionsanlagen in Deutschland und Großbritannien.
76. Die zur pharmazeutischen Produktion benötigten Wirk- und Hilfsstoffe werden von STADA nicht selber hergestellt, sondern vor allem von preisgünstigeren Lieferanten aus Niedrigkostenländern, insbesondere im asiatischen Raum, bezogen. In diesem Zusammenhang verfügt STADA über Beschaffungsbüros in Shanghai (China) und Mumbai (Indien). Sofern STADA Produkte im Rahmen von Lohnherstellung produzieren lässt, ist das Unternehmen von den mit den Lohnherstellern auszuhandelnden Lieferpreisen abhängig. Um das Risiko von Margenverlusten aufgrund von rückläufigen Absatzpreisen zu senken, werden die Lieferanten soweit wie möglich durch Preisgleitklauseln, bei denen Bezugspreise an Absatzpreise gekoppelt werden, am Preisrisiko beteiligt. In diesem Zusammenhang greift STADA neben Preisgleitklauseln auch auf andere Mechanismen wie bspw. Nachverhandlungen oder Sonderbeschaffungspreise bei speziellen Absatzmengen, wie bspw. bei Ausschreibungsverträgen, zurück.
77. Die Tätigkeiten in den Bereichen Supply Chain und Purchasing werden weitgehend zentralisiert ausgeführt und verantwortet. Hauptziel der Bereiche Supply Chain und Purchasing ist es, die Einkaufspreise von Dritten für bezogenes Material (Fertigware, Bulk, API, Hilfsstoffe und Verpackungen aller Art) kontinuierlich zu senken, um vor dem Hintergrund des starken Kostendrucks wettbewerbsfähig zu bleiben. Darüber hinaus ist es das Ziel, sowohl die Lieferzeiten als auch die Mindestbestellmengen zu optimieren. Beides resultiert in einer verbesserten Reaktionsfähigkeit, einem effektiven Working Capital Management und geringen Abschreibungen des Vorratsbestandes. Die globale Einkaufsorganisation stellt sicher, dass im Rahmen von Verhandlungen Skaleneffekte auf Gruppenebene generiert werden können.
78. Die globale Einkaufsorganisation ist in zwei Abteilungen mit unterschiedlichen Aufgabenbereichen strukturiert: dem „Third Party Manufacturing“ und dem „Purchasing of Production Materials“. Im Bereich „Third Party Manufacturing“ wird der Einkauf der von Lohnfertigern bezogenen Fertigwaren gebündelt. Im Bereich „Purchasing of Production Materials“ wird der Einkauf der Wirkstoffe, Hilfsstoffe sowie Verpackungen gebündelt. Neben der zentralen Verhandlung obliegt diesem Bereich die Identifikation und Qualifizierung von neuen Lieferanten. Da sich der Lieferanten-Markt für Wirkstoffe in ständigem Wandel befindet und der Markt insgesamt dynamisch ist, wird so sichergestellt, dass die STADA-eigenen Werke von den jeweils preisgünstigsten und qualitativ den Anforderungen entsprechenden Lieferanten aus aller Welt (mit einem immer stärkeren Fokus auf China und Indien) beziehen können, ohne selbst dauerhaft dezentral den Markt überwachen und analysieren zu müssen.

²⁷ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 19.

2.3.1.6. Arzneimittelzulassung / Pharmakovigilanz und Quality Assurance/Quality Control

79. Eine weitere, wesentliche Funktion im konzernweiten Zulassungsprozess von STADA kommt dem Bereich der Arzneimittelzulassung zu, der eine laufende Aktualisierung der Zulassungsunterlagen vornimmt und damit zur Aufrechterhaltung der arzneimittelrechtlichen Zulassungen beiträgt. Neben dieser Funktion nimmt der Bereich Quality Assurance/Quality Control (QA/QC) fortlaufenden Kontrollfunktionen wahr, welche eine dauerhafte, konstante Qualität der Erzeugnisse über den gesamten Produktlebenszyklus sicherstellen.
80. Eine abschließende Einschätzung über die Sicherheit von Arzneimitteln kann auch zum Zeitpunkt ihrer erstmaligen Zulassung, dem Termin der Erteilung einer entsprechenden arzneimittelrechtlichen Zulassung, nicht erfolgen. Hersteller von Medikamenten sind daher dazu verpflichtet, im Rahmen der Pharmakovigilanz die Erfahrungen der Anwendung fortlaufend und systematisch zu dokumentieren und auszuwerten. Die wesentliche Aufgabe der Pharmakovigilanz besteht darin, eine fortlaufende Information über bekannt gewordene, mit der Anwendung der Arzneimittel verbundene Neben- und Wechselwirkungen zu gewährleisten. Mit dieser Funktion wird sichergestellt, dass Patienten, Ärzte und andere Adressaten in einem fortlaufenden Prozess auf diese Risiken und ggf. auf Möglichkeiten zu ihrer Minderung hingewiesen werden. Vor diesem Hintergrund wird unter Pharmakovigilanz die systematische Erfassung und Bewertung von unerwünschten Arzneimittelwirkungen verstanden.
81. Wie der Bereich Pharmakovigilanz stehen auch die Funktionen der QA/QC im Zusammenhang mit der Sicherheit von Arzneimitteln, d.h. der Qualitätssicherung unter Einhaltung der regulatorischen Anforderungen, die dazu dienen eine konstante Produktqualität sicherzustellen. Grundsätzlich basieren alle QA/QC relevanten Tätigkeiten innerhalb von Europa auf einem EU-GMP Leitfaden (EU-Good-Manufacturing-Practice),²⁸ der regelmäßig überarbeitet und veröffentlicht wird.²⁹ Teil 1 dieses Leitfadens stellt dabei die GMP-Anforderungen bezogen auf Arzneimittel, Teil 2 die entsprechenden Anforderungen bezogen auf Wirkstoffe dar. Vor dem Hintergrund, dass QA/QC-Sachverhalte Auswirkungen auf die Arzneimittelzulassung haben können, besteht zwischen den zwei Bereichen eine wichtige Schnittstelle. Um den regulatorischen Anforderungen gerecht zu werden, muss STADA im Rahmen der QA/QC Pflichten sowohl interne als auch externe Qualitätskontrollen durchführen. Interne QA/QC Funktionen werden von qualifizierten Personen innerhalb des Konzerns erbracht, die sicherstellen, dass jede Charge in Übereinstimmung mit den Arzneimittelzulassungsbestimmungen und anderen relevanten Vorschriften hergestellt und kontrolliert wurde. Darüber hinaus führen von externer Seite die jeweils zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden in regelmäßigen Abständen Inspektionen durch. Außerhalb der EU beantragt STADA neben den nationalen Inspektionen für ausgewählte Standorte zusätzliche EU-Good-Manufacturing-Practice-Compliance-Inspektionen (EU-GMP-Compliance Inspektionen), um die jeweils für drei Jahre geltende Verlängerung der erforderlichen EU-Importerlaubnis zu erhalten.³⁰ Zudem orientiert sich STADA an den verschiedenen Produktionsstandorten nicht nur an den GMP-Standards, sondern auch an den einschlägigen ISO-Normen.

²⁸ Definiert die EU Richtlinie zur Qualitätssicherung der Produktionsabläufe und –umgebung in der Produktion von Arzneimitteln und Wirkstoffen.

²⁹ Vgl. Homepage der Europäischen Kommission unter folgendem Link: http://ec.europa.eu/health/documents/eudralex/vol-4/index_en.htm.

³⁰ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 21-22.

2.3.2. Unternehmensstrategie

82. Das Geschäftsmodell der STADA zielt darauf ab, nachhaltiges profitables Wachstum zu generieren und langfristig den Unternehmenswert zu steigern. Um diese Ziele zu erreichen, verabschiedete der Vorstand im Geschäftsjahr 2016 eine weiterentwickelte Unternehmensstrategie. Bei unveränderter strategischer Grundausrichtung wurden zahlreiche Initiativen zur Verbesserung der Performance des Konzerns eingeleitet, mit denen die Wettbewerbsfähigkeit erhöht und die Innovationskraft gesteigert werden soll. Im Zuge der Umsetzung der Initiativen sollen unerschlossene Umsatzpotentiale gehoben, die Marketingkosten optimiert, die Vertriebsseffizienz erhöht und die Herstellungskosten reduziert werden. Zusammenfassend lassen sich die zwei allgemeinen Grundsätze der Unternehmensstrategie festhalten.

Behauptung und Ausbau der Marktposition und Verschlankung des Produktportfolios

83. Angesichts der bestehenden Wachstumspotentiale im Gesundheits- und insbesondere im Pharmamarkt strebt STADA weiteres Wachstum an. So sollen zur Hebung von bis dato nicht ausgeschöpften Umsatzmöglichkeiten im Markenprodukt-Segment besonders viel versprechende Produkte in zusätzlichen Ländern eingeführt werden. Im Bereich Generika wird STADA von dem Ablauf weiterer Patente profitieren und zusätzlich das Portfolio um ausgewählte Biosimilars ergänzen. Des Weiteren wird STADA Marketingaktivitäten auf wachstums- und margenstarke Produkte ausrichten und gleichzeitig das Produktportfolio um umsatzschwache Produkte bereinigen.
84. Die Portfoliostrategie im Markenprodukt-Segment folgt einem strengen Selektionsprozess, der darauf abzielt, sich auf ausgewählte Produkte (d.h. Arzneimittel, Nahrungsergänzungsmittel, Kosmetika und Medizinprodukte) zu konzentrieren. Im Vergleich zum Markenprodukt-Segment ist das Generika-Segment bisher sehr breit aufgestellt und verfügt über Produkte für die verschiedensten Anwendungsbereiche. Der Vorstand plant, die avisierten Einsparungen bei Herstellungskosten und Marketingaufwendungen vor allem durch eine Verschlankung und Harmonisierung des Produktportfolios im Generika-Segment zu erreichen. Im Rahmen der langfristig ausgerichteten konzernweiten Entwicklungstätigkeiten beschäftigt sich STADA bereits heute mit der Entwicklung von generischen Produkten mit potentiellen Einführungszeitpunkten jenseits des Jahres 2026. Insgesamt verfolgt STADA eine so genannte „Time and cheap to market“-Strategie, die darauf ausgerichtet ist, Neueinführungen sowohl zum frühestmöglichen Zeitpunkt als auch zu den bestmöglichen Herstellungskosten einzuführen.
85. Im Rahmen der Wachstumsstrategie soll das Generika-Segment mit einer vollen Produktpipeline weiterhin ein Kernbereich bleiben, um ein nachhaltiges Umsatzerlösniveau und relativ konstante Zahlungsströme zu generieren, mit denen das Markenprodukt-Segment weiter ausgebaut werden soll. Weiteres Umsatzerlöswachstum erwartet der Vorstand durch die Expansion in bisher niedrig penetrierte Märkte und die Erweiterung des Produktportfolios um Bereiche mit hohem Wachstum, zum Beispiel durch die Einlizenzierung und das Co-Development von Biosimilars oder den Einstieg in Nischensegmente und Spezialtherapien. Bei der Erschließung

neuer Absatzmärkte wird sich STADA insbesondere auf Wachstumsmärkte mit einem hohen Anteil an Selbstzahlern konzentrieren (zum Beispiel CIS, Asien, MENA).

86. Mit Blick auf die Wachstumschancen im Bereich Biosimilars erweitert der Konzern zunehmend sein Biosimilar-Portfolio. Beim Ausbau des Biosimilar-Portfolios wird der Fokus künftig auf den Therapiegebieten Onkologie, Zentrales Nervensystem (ZNS), Diabetes und Ophthalmologie liegen. Aufgrund der geplanten Ausrichtung wird STADA die bisher existierende Einlizenzierungsstrategie, bei der ausgewählte Biosimilars von hoch spezialisierten Anbietern einlizenziert werden, um Entwicklungsprogramme für Biosimilars mit Kooperationspartnern ergänzen. Im Zuge dessen plant der Vorstand, bereits vor Abschluss der Zulassungsverfahren gemeinsam mit Kooperationspartnern in die Produktentwicklung zu investieren, um im Gegenzug einen höheren Anteil der Erlöse sowie nach Möglichkeit exklusive oder semi-exklusive Marketing- und Vertriebsrechte für erfolgreich zugelassene Produkte zu erhalten. Diese Neuausrichtung der Biosimilars-Portfoliostrategie wird einerseits das Risikoprofil der STADA zukünftig erhöhen, eröffnet jedoch andererseits die Chance den Eintritt in den schnell wachsenden Biosimilars-Markt in den genannten Therapiegebieten zu beschleunigen. Obwohl Biosimilars ähnlich wie klassische Generika im Zeitverlauf von einer allgemeinen Preiserosion betroffen sein werden, erwartet der Vorstand, dass die potentiell höhere Gewinnpartizipation dieses Risiko überkompensieren wird.
87. Im Markenprodukt-Segment zielt STADA auf den weiteren Ausbau und die weitere Internationalisierung erfolgreicher Marken auf Basis etablierter Plattformen, zum Beispiel einer Premium-Preis-Strategie in Russland, ab. Durch die Internationalisierung bereits erfolgreich platzierte Produkte sollen Cross-Selling-Potentiale im STADA-Konzern gehoben werden. Außerdem plant der Konzern Produktentwicklungen in profitablen Spezialbereichen. Der Vertrieb der Markenprodukte soll auch in Zukunft durch Werbung und eine starke Positionierung bei den Apotheken erfolgen. In der Vergangenheit konnte STADA bereits gute Erfolge im Bereich der Internationalisierung erzielen. Nachdem im Geschäftsjahr 2016 insbesondere Produkte aus den Bereichen Dermatologie, Erkältung, Kopfläuse und Nahrungsergänzungsmittel erfolgreich internationalisiert wurden, konnte diese Strategie auch in den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2017 weitergeführt werden.³¹

Steigerung der Profitabilität und Optimierung der Konzernstruktur

88. Vor dem Hintergrund der im Geschäftsjahr 2016 verabschiedeten Wachstumsstrategie plant STADA Kosteneinsparungen im Bereich der Herstellungskosten. Im Bereich Beschaffung und Produktion sollen insbesondere im Generika-Segment standardisierte Produktions- und Verpackungsprozesse ausgeweitet, Produktionsabläufe gestrafft und Zulieferwege optimiert werden. Darüber hinaus sind Neuverhandlungen von Zulieferverträgen, eine Verschlinkung des Zulieferernetzwerks und verstärkt gezieltes Insourcing von Produkten geplant. Es wird angestrebt den Anteil der Fixkosten insbesondere im Produktionsbereich und auf Ebene der Entwicklungskosten durch den Ausbau von Partnerprogrammen zu reduzieren. Weiteres Einsparpotential

³¹ Vgl. STADA, Zwischenbericht für die ersten neun Monate, November 2017, S. 15.

sieht der Vorstand im Verwaltungsbereich, zum Beispiel durch die Einführung eines einheitlichen IT-Systems und der Optimierung von Vertriebsstrukturen.

89. Allgemein verfolgt STADA das Ziel, Verantwortungsbereiche klarer zu definieren und deren Transparenz innerhalb des Unternehmens zu erhöhen. Zur Zielerreichung soll zudem eine neu ausgerichtete Unternehmenskultur mit einem verstärkten Fokus auf mehr Unternehmertum, einen umfangreicheren Wissensaustausch und einen offenen Dialog beitragen.
90. Der Aufbau von Technologiezentren, deren Entwicklungsfokus zukünftig gezielt auf Trends und Konsumentennachfrage abzielt, sowie ein aktives Management bzgl. Portfoliotransformation und Partnerprogramme bilden dabei die Grundlage für ein profitables und nachhaltiges Produktportfolio.
91. Neben organischem Wachstum zieht STADA grundsätzlich auch Akquisitionen im Generika- und Markenprodukt-Segment in Betracht. Potentielle Übernahmekandidaten sind vornehmlich in Emerging Markets mit niedriger Regulierung aktiv und verfügen über eine vorhandene Plattform, von welcher STADA in neue Märkte expandieren oder neue Produkte über existierende Vertriebskanäle absetzen kann.

2.3.3. Makroökonomische Situation und Ausblick

92. Zur Einschätzung der ökonomischen Situation zum Bewertungsstichtag und der zukünftigen Entwicklung von STADA ist eine grundlegende Analyse des (makro-)ökonomischen Umfelds sowie eine Abschätzung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung erforderlich.
93. Die Analyse des gesamtwirtschaftlichen Umfelds erfolgt in diesem Zusammenhang auf Basis des Wachstums des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) sowie der Verbraucherpreisindizes der relevantesten Regionen. STADA erzielte in den vergangenen Jahren ihre Umsatzerlöse größtenteils in den Ländern der Eurozone, Großbritannien und Russland. Vor diesem Hintergrund werden diese Regionen im Folgenden näher betrachtet, wobei innerhalb der Eurozone der Fokus auf die Länder Deutschland, Italien, Spanien, Frankreich und Belgien gelegt wird. Als Informationsquelle dient dabei im Wesentlichen die Datenerhebung und Einschätzung des Internationalen Währungsfonds (IWF):³²

Prozentuale Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts

											Prognose	
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	[...]	2022
Welt	-0,1	5,4	4,3	3,5	3,5	3,6	3,4	3,2	3,6	3,7	[...]	3,8
Eurozone	-4,5	2,1	1,6	-0,9	-0,2	1,3	2,0	1,8	2,1	1,9	[...]	1,5
Deutschland	-5,6	3,9	3,7	0,7	0,6	1,9	1,5	1,9	2,0	1,8	[...]	1,2
Großbritannien	-4,3	1,9	1,5	1,3	1,9	3,1	2,2	1,8	1,7	1,5	[...]	1,7
Italien	-5,5	1,7	0,6	-2,8	-1,7	0,1	0,8	0,9	1,5	1,1	[...]	0,8
Frankreich	-2,9	2,0	2,1	0,2	0,6	0,9	1,1	1,2	1,6	1,8	[...]	1,8
Spanien	-3,6	0,0	-1,0	-2,9	-1,7	1,4	3,2	3,2	3,1	2,5	[...]	1,7
Belgien	-2,3	2,7	1,8	0,1	-0,1	1,6	1,5	1,2	1,6	1,6	[...]	1,5
Russland	-7,8	4,5	5,1	3,7	1,8	0,7	-2,8	-0,2	1,8	1,6	[...]	1,5

Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook, Oktober 2017.

2.3.3.1. Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts

94. Die globale Wirtschaftsleistung konnte im Jahr 2016 ein reales Wachstum i.H.v. 3,2% erreichen und stellt damit die schwächste Wachstumsrate nach der Finanzmarktkrise im Jahr 2009 dar. Es wird erwartet, dass die globale reale Wirtschaftsleistung in den Jahren 2017 und 2018 um 3,6% bzw. 3,7% wächst und sich damit das Wachstum aus den vergangenen Jahren leicht verstärken wird. Wesentliche Treiber dieser Entwicklung lassen sich im Allgemeinen auf positive Wachstumsraten in der Eurozone, Japan, den asiatischen Ländern und Russland zurückführen, welche die im Vergleich zur vorherigen Prognose abgeschwächten Wachstumsprognosen der USA und Großbritanniens überkompensieren. Im Detail betrachtet erreichten die Industriestaaten im Jahr 2016 ein reales Wachstum i.H.v. 1,7% und die Schwellenländer ein reales Wachstum i.H.v. 4,6%, wobei in der Vergangenheit insbesondere das Wachstum der Schwellenländer von einer schwächeren Entwicklung in China und einem allgemein niedrigen Ölpreis gekennzeichnet war. Für die Zukunft wird erwartet, dass das reale Weltwirtschaftswachstum sein aktuelles Niveau halten und auch im Jahr 2022 um 3,8% wachsen kann.

³² Vgl. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2017/09/19/world-economic-outlook-october-2017#Introduction>, Stand vom 22. November 2017.

95. In der Eurozone konnte sich die Wirtschaft im Jahr 2016 nach den Auswirkungen der europäischen Staatsschuldenkrise wieder deutlich erholen. Nachdem das BIP im Jahr 2015 um 2,0% ansteigen konnte, lag das reale Wachstum im Jahr 2016 mit 1,8% auf einem ähnlichem Niveau im Vergleich zum Vorjahr. Für die Jahre 2017 und 2018 wird ein weiteres reales Wachstum i.H.v. 2,1% und 1,9% erwartet, wobei die Nachwirkungen der europäischen Staatsschuldenkrise und die ungünstige demografische Entwicklung in den Eurostaaten den Aufschwung weiterhin bremsen. Wachstumsimpulse werden dagegen im Exportgeschäft erwartet, welches nicht zuletzt von einem weiterhin schwachen Euro profitiert, sowie durch die zu erwartende Lockerung der restriktiven Fiskalpolitik in einigen Euroländern.
96. Wie die Eurozone wuchs auch die deutsche Wirtschaft im Jahr 2016 deutlich und erreichte eine reale Wachstumsrate i.H.v. 1,9%. Vor dem Hintergrund der IWF-Prognose, wird für das Jahr 2017 ein reales Wachstum i.H.v. 2,0% erwartet, wobei wesentliche Wachstumstreiber eine robuste Binnennachfrage, ein stabiler Arbeitsmarkt, ein steigendes Haushaltseinkommen, sowie ein starkes Exportgeschäft darstellen.³³ Auch in der Zukunft erwartet die deutsche Wirtschaft konstant positive Rahmenbedingungen, sodass der IWF in seiner Langzeitprognose im Jahr 2022 von einer realen Wachstumsrate i.H.v. 1,2% ausgeht. Im Vergleich zum erwarteten langfristigen Wachstum in anderen Ländern fällt die deutsche Prognose für das Jahr 2022 dennoch relativ schwach aus. Maßgeblich verantwortlich für diese Entwicklung ist der erwartete demografische Wandel, der in Deutschland stärker ausfallen dürfte als in anderen Industrienationen.³⁴
97. Während das reale Wachstum des BIP in Großbritannien in den vergangenen Jahren regelmäßig über dem der Eurozone lag, wird eine kurzfristige Abschwächung durch den im Sommer 2016 entschiedenen Austritt aus der Europäischen Union („BREXIT“) erwartet. Dies schlägt sich in niedrigeren Prognosen nieder, welche für die Jahre 2017 und 2018 reale Wachstumsraten i.H.v. 1,7% und 1,5% vorsehen und damit unter dem realen Wirtschaftswachstum aus dem Vorjahr (1,8%), sowie dem der Eurozone liegen. Langfristig erwartet der IWF eine reale Wachstumsrate i.H.v. 1,7% im Jahr 2022, welche das reale Wachstum der Eurozone i.H.v. 1,5% wieder übertreffen würde.
98. Italiens Wirtschaft erholte sich in den letzten Jahren sukzessive von der europäischen Staatsschuldenkrise, die ihren Höhepunkt im Jahr 2013 hatte und zu einem Einbruch der italienischen Wirtschaft i.H.v. -1,7% führte. Seit dem Jahr 2014 befindet sich die italienische Wirtschaft wieder auf Wachstumskurs, wobei sich dieses mit 0,9% im Jahr 2016 noch immer deutlich unter den realen Wachstumsraten der Eurozone entwickelte. Die wirtschaftliche Entwicklung soll auch im Jahr 2017 mit lediglich 1,5% unter dem durchschnittlichen realen Wachstum der Eurozone liegen. Mit Blick auf die langfristige Entwicklung erwartet der IWF einen erneuten Rückgang des Wirtschaftswachstums, sodass im Jahr 2022 die italienische Wirtschaft real nur noch um 0,8% wachsen soll. Als drittgrößte Volkswirtschaft innerhalb der Eurozone weist Italien insbesondere eine hohe

³³ Vgl. https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichte/2017/2017_06_monatsbericht.pdf?__blob=publicationFile, Stand vom 10. November 2017.

³⁴ Vgl. https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Reden/2017/2017_11_17_dombret.html, Stand vom 22. November 2017.

Staatsverschuldung aus, die im Jahr 2016 bei 133,0% des BIP lag. Dabei steht die italienische Regierung zusätzlich von den Europäischen Partnern unter Druck, die Verschuldung zu senken, Ineffizienzen am Arbeitsmarkt zu beheben und nachhaltiges Wachstum zu generieren.³⁵

99. Frankreich ist seit dem Jahr 2008 mit einer steigenden Jugendarbeitslosenrate und Staatsverschuldung konfrontiert. In den Jahren 2012 bis 2014 entwickelte sich die französische Wirtschaft relativ schwach und erreichte lediglich Wachstumsraten von unter einem Prozent. Ungeachtet dieses historischen Trends, erwartet der IWF langfristig eine positive Entwicklung für das Land. Während bereits im Jahr 2016 die französische Wirtschaft ein reales Wachstum i.H.v. 1,2% erreichte, wird für das Jahr 2022 ein reales Wachstum i.H.v. 1,8% prognostiziert, was über dem Niveau der Eurozone liegen würde.
100. Spanien konnte im Jahr 2016 das dritte Jahr in Folge ein positives Wirtschaftswachstum aufweisen, wobei das reale Wachstum i.H.v. 3,2% signifikant über dem realen Wachstum der Eurozone i.H.v. 1,8% lag. Maßgeblich verantwortlich für diese positive Entwicklung war der starke Privatkonsum sowie die erfolgreich umgesetzten Sparmaßnahmen der spanischen Regierung.³⁶ Unsicherheit besteht aufgrund der politischen Turbulenzen im Anschluss an das vor Kurzem durchgeführte Referendum über die Unabhängigkeit Kataloniens, was möglicherweise negative Auswirkungen auf die Entwicklung der Unternehmen in Spanien mit sich bringen könnte.³⁷ Für die Jahre 2017 und 2018 werden weitere reale Wachstumsraten i.H.v. 3,1% und 2,5% erwartet, sodass sich das hohe Niveau aus dem Vorjahr mittel- bis langfristig nur langsam dem europäischen Durchschnitt nähert. In der Langzeitprognose erwartet der IWF, dass das reale Wirtschaftswachstum in Spanien 1,7% im Jahr 2022 betragen wird.
101. Belgien verzeichnete in den Jahren 2014 bis 2016 ein positives reales Wirtschaftswachstum, wobei dieses in den Jahren 2015 und 2016 unter den Wachstumsraten der Eurozone lag. Im Jahr 2016 belief sich das reale Wirtschaftswachstum auf lediglich 1,2%. Wesentliche wachstumshemmende Komponenten stellten die restriktive Fiskalpolitik und der geringe Anstieg der realen Einkommen sowie den damit zusammenhängenden schwachen Binnenkonsum dar.³⁸ Für das Folgejahr erwartet der IWF ein reales Wachstum i.H.v. 1,6%. Langfristig soll das reale Wachstum bis zum Jahr 2022 leicht auf 1,5% sinken.
102. Das Wirtschaftswachstum in Russland verzeichnete durch die Folgen der Ukraine-Krise und den damit verbundenen Sanktionen sowie aufgrund des schwachen Ölpreises in den letzten Jahren signifikante Einbrüche. Nichtsdestotrotz ist der Rückgang des realen BIPs im Jahr 2016 i.H.v. -0,2% bereits als Fortschritt zu bewerten, nachdem im Jahr 2015 die russische Wirtschaft noch um -2,8% schrumpfte. Unabhängig von der Vergangenheit zeichnet sich für das Jahr 2017 ein signifikanter Anstieg i.H.v. 1,8% ab, was sich im Wesentlichen aus der Ölpreisfestsetzung durch die OPEC begründet. Langfristig erwartet der IWF für Russland, dass sich die Entwicklung des BIP auf dem Niveau von 2017 stabilisiert, sodass im Jahr 2022 ein reales Wirtschaftswachstum i.H.v. 1,5% erreicht wird.

³⁵ Vgl. <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/it.html>, Stand vom 10. November 2017.

³⁶ Vgl. <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/it.html>, Stand vom 10. November 2017.

³⁷ Vgl. STADA, Pressemitteilung, 9. November 2017, S. 3.

³⁸ Vgl. <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/it.html>, Stand vom 10. November 2017.

2.3.3.2. Entwicklung der Verbraucherpreisindizes

103. Die Analyse des gesamtwirtschaftlichen Umfelds erfolgt darüber hinaus auf Basis der Entwicklung der Verbraucherpreisindizes:

Prozentuale Veränderung des Verbraucherpreisindex

	Prognose										2022
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	[...]
Eurozone	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4	0,0	0,2	1,5	1,4	[...]
Deutschland	0,2	1,1	2,5	2,1	1,6	0,8	0,1	0,4	1,6	1,5	[...]
Großbritannien	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	1,5	0,0	0,7	2,6	2,6	[...]
Italien	0,8	1,6	2,9	3,3	1,2	0,2	0,1	-0,1	1,4	1,2	[...]
Frankreich	0,1	1,7	2,3	2,2	1,0	0,6	0,1	0,3	1,2	1,3	[...]
Spanien	-0,3	1,8	3,2	2,4	1,4	-0,1	-0,5	-0,2	2,0	1,5	[...]
Belgien	0,0	2,3	3,4	2,6	1,2	0,5	0,6	1,8	2,2	1,5	[...]
Russland	11,7	6,9	8,4	5,1	6,8	7,8	15,5	7,0	4,2	3,9	[...]

Quelle: International Monetary Fund, World Economic Outlook, Oktober 2017.

104. Vor dem Hintergrund niedriger Rohstoffpreise belief sich der Preisanstieg in der Eurozone im Jahr 2016 auf lediglich 0,2%. Für das Jahr 2017 wird dagegen mit einer Inflationsrate i.H.v. 1,5% gerechnet, wobei die anhaltende Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) eine Inflationsrate von knapp unter 2,0% anvisiert. Im Einklang mit dem Inflationsziel der EZB erwartet der IWF für das Jahr 2022 eine Inflationsrate i.H.v. 2,0%.
105. In den Jahren 2011 bis 2016 verzeichnete Deutschland analog zur Eurozone einen deutlichen Rückgang der Inflationsrate von 2,5% im Jahr 2011 auf 0,4% im Jahr 2016. Für das Jahr 2017 wird dagegen erwartet, dass die Inflationsrate wieder ansteigen und sich am Ende des Jahres auf 1,6% belaufen wird. Die kurz- bis mittelfristige zukünftige Entwicklung der Inflationsrate wird voraussichtlich maßgeblich davon abhängen, wann und in welchem Umfang sich die Rohstoffpreise erholen und ansteigen werden. Langfristig erwartet der IWF für Deutschland einen weiteren Anstieg der Inflationsrate, sodass diese sich im Jahr 2022 auf 2,5% belaufen soll. Vor dem Hintergrund, dass dieses Inflationsziel über der Prognose der Eurozone liegt, ist zu beachten, dass sich die Niedrigzinspolitik der EZB insbesondere in wirtschaftlich kompetitiven Ländern wie Deutschland stärker bemerkbar macht als bspw. in der Peripherie des Währungsraums.
106. Der Austritt Großbritanniens aus der Europäischen Union hatte bereits kurz nach dem Referendum einen merklichen Einfluss auf die Inflationserwartungen. Aufgrund der Abwertung des britischen Pfunds und der daraus resultierenden Preisanstiege für Importe wird erwartet, dass die Inflationsrate in den Jahren 2017 und 2018 kurzfristig auf 2,6% ansteigen wird. Da jedoch langfristig von einer Erholung des britischen Pfunds ausgegangen werden kann, erwartet der IWF für das Jahr 2022 wieder eine schwächere Inflationsrate i.H.v. 2,0%.
107. Ähnlich wie in der Eurozone war Italien in den vergangenen Jahren seit 2012 von einem deutlichen Rückgang der Inflationsrate geprägt. Nach einer Stagnation des Preisniveaus in den Jahren 2014 bis 2016 wird für das Jahr 2017 erstmals wieder ein Anstieg der Inflationsrate i.H.v. 1,4% erwartet. Auch wenn für das Jahr 2018 ein leichter Rückgang der Inflationsrate auf 1,2% erwartet wird, prognostiziert der IWF für das Jahr 2022 ein langfristiges Niveau i.H.v. 1,4%.

108. Auch Frankreich verzeichnete in der Vergangenheit relativ schwache Inflationsraten, die erst seit dem Jahr 2016 moderat anstiegen, gleichzeitig aber bei einem Niveau i.H.v. 0,3% immer noch weit unter den Zielvorgaben der EZB lagen. Für das Jahr 2017 wird vom IWF ein Anstieg der Verbraucherpreise auf 1,2% erwartet. Langfristig soll sich das Wachstumsniveau der Verbraucherpreise bis zum Jahr 2022 leicht auf 1,8% erhöhen.
109. Als Mitglied der Eurozone weist auch Spanien seit einigen Jahren sinkende Inflationsraten aus, welche in den Jahren 2011 und 2015 von 3,2% auf -0,5% sanken und selbst im Jahr 2016 mit -0,2% immer noch einen deflationären Zustand definierten. Für das Jahr 2017 prognostiziert der IWF eine positive Inflationsrate i.H.v. 2,0%, welche nahezu der Langfristprognose des IWF für das Jahr 2022 i.H.v. 1,9% entspricht.
110. Im Gegensatz zu den meisten anderen Länder der Eurozone verzeichnete Belgien bereits im Jahr 2015 einen leichten Anstieg der nationalen Verbraucherpreise. Im Jahr 2016 legte die Inflationsrate erneut zu und betrug 1,8%. Für die Zukunft erwartet der IWF nach einer erneuten Erhöhung des Wachstums der Verbraucherpreise auf 2,2% im Jahr 2017 einen Rückgang der Inflation auf 1,5% im Jahr 2018. Langfristig prognostiziert der IWF eine Inflationsrate i.H.v. 2,0% im Jahr 2022, was der Ziel-Inflation der EZB entspricht.
111. In Russland scheinen die in den Jahren 2015 und 2016 hohen Inflationsraten i.H.v. 15,5% und 7,0% aufgrund des Verfalls des Rubels überwunden zu sein, sodass für das Jahr 2017 nur noch ein vergleichsweise geringer Preisanstieg i.H.v. 4,2% zu erwarten ist. Die russische Währung gab in den Jahren 2015 und 2016 wegen des schwachen Ölpreises und der Sanktionen des Westens gegen Russland im Zusammenhang mit der Ukraine-Krise nach. Vor allem importierte Waren wurden erheblich teurer. Inzwischen hat sich der Ölpreis wieder erholt, Auslandsinvestitionen haben zugenommen und der Wert des Rubels ist analog zum Ölpreis wieder gestiegen. Langfristig wird erwartet, dass die Zielinflationsrate der Zentralbank im Jahr 2022 4,0%³⁹ betragen wird.

2.3.3.3. Fazit

112. Auf Basis der Analyse des realen Wachstums des BIP in der Vergangenheit und der Prognosen des IWF ergeben sich in den relevanten Absatzmärkten von STADA reale Wachstumsraten in einer Bandbreite von ca. 0,5% bis 1,7% p.a. Auch das historische und erwartete reale BIP Wachstum in Großbritannien und Russland liegt auf ähnlichem Niveau. In Bezug auf historische und erwartete Inflationsraten in der Eurozone lässt sich feststellen, dass diese mit einer Bandbreite von ca. 0,7% bis 1,6% unterhalb des Inflationsziels der EZB von 2,0% liegen. In einzelnen Jahren in der Vergangenheit, wie zum Beispiel in den Jahren 2009, 2012 und 2013 traten teilweise deutliche Abweichungen zu dieser Zielvorgabe auf. Die Thematik der durchschnittlichen nominalen Wachstumserwartungen wird im Kapitel 4.5. zur Ableitung der nachhaltigen Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse wieder aufgegriffen. Hierbei gilt es insbesondere zu analysieren, inwiefern die Möglichkeit besteht, inflationsbedingte Kostensteigerungen mittels

³⁹ Vgl. https://www.cbr.ru/eng/DKP/dkp_e/, Stand vom 7. November 2017.

Preissteigerungen umsatzerlösseitig an die Kunden weiter zu geben. Ebenso sind die Besonderheiten des jeweiligen Markt- und Wettbewerbsumfelds der verschiedenen Länder zu würdigen in denen STADA aktiv ist.

113. Neben der Entwicklung des makroökonomischen Umfelds wird daher im Folgenden für die STADA die wirtschaftliche Lage der relevanten Branchen analysiert. Die Situation und die Entwicklung dieser Branchen ist ein weiterer Indikator zur Abschätzung des zukünftigen nominalen Wachstumspotentials der STADA.

2.3.4. Markt und Wettbewerbsumfeld

114. Im nachfolgenden Kapitel wird das Markt- und Wettbewerbsumfeld der STADA dargestellt. Während der erste Teil die Positionierung von STADA im Wettbewerbsumfeld beschreibt und die allgemeinen Rahmenbedingungen des globalen Pharmamarkts erläutert, wird im darauffolgenden Teil der Fokus auf die einzelnen Marktteilnehmer gelegt. Nach einer Zusammenfassung der wichtigsten regulatorischen Komponenten im Gesundheitssystem werden anschließend die individuellen Marktsituationen in STADAs Kernabsatzländern hervorgehoben.

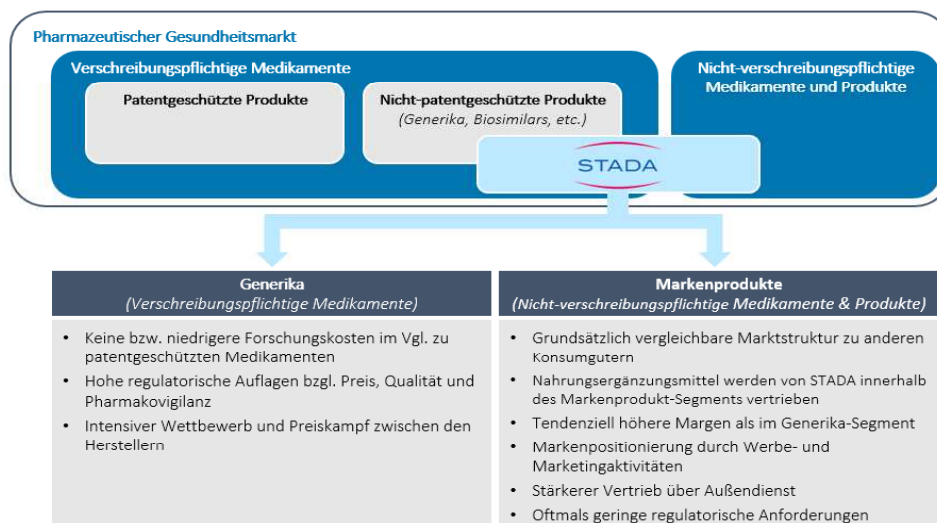
2.3.4.1 Positionierung von STADA im Markt- und Wettbewerbsumfeld

115. Im Gegensatz zu anderen Branchen ist der globale Pharmamarkt von einer sehr hohen Komplexität charakterisiert, die auf einer Vielzahl von Produktkategorien, privaten und öffentlich rechtlichen Marktteilnehmern und unterschiedliche regulatorische Vorgaben zurückzuführen ist. Entsprechend berücksichtigen Pharmaunternehmen, neben direkten Wettbewerbern und Endverbrauchern auch regulatorische Rahmenbedingungen in der eigenen strategischen Ausrichtung.

Produktsegmentierung

116. Insgesamt unterteilt sich der Pharmamarkt in vielfältige Produktgruppen, wie patentgeschützte Markenarzneimittel, Generika, Biosimilars und OTC-Markenprodukte. STADA positioniert sich in diesem Umfeld im Wesentlichen im Bereich der nicht patentgeschützten Generika, Biosimilars und OTC-Markenprodukte.

Übersicht der Produktsegmentierung im Pharmamarkt



Quelle: Eigene Darstellung.

Patentgeschützte verschreibungspflichtige Arzneimittel

117. Bei patentgeschützten verschreibungspflichtigen Arzneimitteln handelt es sich um Produkte, deren Markteinführung mit erheblichen Forschungs- und Entwicklungskosten verbunden ist. Damit Unternehmen die anfallenden Investitionskosten für Forschung und Entwicklung amortisieren und gleichzeitig andere Produkte in ihrer Entwicklungspipeline weiterverfolgen können, schützen die Hersteller ihre Produkte durch Patentschutzrechte. Sobald der Patentschutz verfällt, verliert der bisherige Hersteller seine Produktexklusivität. Infolgedessen können andere Pharmaunternehmen Medikamente auf derselben Wirkstoffbasis (Generika) zu niedrigeren Preisen anbieten, da sie auf Basis der bereits zugelassenen Produkte Präparate mit gleichen Wirkstoffkombinationen mit vergleichsweise geringen Entwicklungskosten und Risiken herstellen können.
118. Grundsätzlich lassen sich verschreibungspflichtige Arzneimittel in die beiden Klassen Biologika und synthetische Medikamente unterteilen. Bei Biologika handelt es sich um biologisch bzw. gentechnisch hergestellte Präparate bestehend aus einer hochkomplexen Molekularstruktur, welche durch biologische Prozesse gewonnen werden und insbesondere bei der Herstellung von Impfstoffen sowie in der Gen- und Zelltherapie Anwendung finden. Synthetisch hergestellte Medikamente werden als niedermolekulare chemisch-pharmazeutische Arzneimittel mit einem vergleichsweise geringem Komplexitätsgrad definiert. Synthetisch hergestellte Substitute werden als Generika bezeichnet. Nachahmerpräparate von Biologika werden dagegen allgemein als Biosimilars oder Bioidenticals bezeichnet.

Generika

119. Vor dem Hintergrund, dass die den Generika zugrundeliegenden Originalpräparate i.d.R. verschreibungspflichtige Medikamente sind, fallen Generika ebenfalls grundsätzlich in die Klasse der verschreibungspflichtigen Arzneimittel. Zumeist werden Generika unter ihrer generisch chemischen Bezeichnung bzw. ihrem International Non-Proprietary Name (INN), ergänzt um die Bezeichnung der vermarktenden Gesellschaft vertrieben und tragen daher keinen Markennamen. Abweichend hiervon bestehen zwei wesentliche Ausnahmen. Erstens sog. Markengenerika, die unter einem eigenen Markennamen vermarktet werden. Zweitens Spezialgenerika, die sich in ihrer chemischen Zusammensetzung, der Dosierung oder dem Herstellungsprozess vom Originalpräparat unterscheiden. Entsprechende Präparate unterliegen damit einer um bis zu vier Jahre verlängerten Entwicklungs- und Zulassungszeit.

Biosimilars/Bioidenticals

120. Unter einem Biosimilar versteht man ein Arzneimittel mit einem biotechnologisch hergestellten Wirkstoff, das im Vergleich zu einem bereits im Markt befindlichen Erstanbieterprodukt entwickelt wurde. Es ist diesem so ähnlich, dass es eine nachgewiesene therapeutische Äquivalenz aufweist und in Bezug auf Sicherheit und Qualität vergleichbar ist. Damit ist ein Biosimilar ein gleichwertiges Nachfolgeprodukt eines bis dahin patentgeschützten Biopharmazeutikums. Allgemein handelt es sich bei Biosimilars um verschreibungspflichtige biologische Arzneimittel, die im Gegensatz zu Generika nicht durch synthetische Nachbildung einfacher Molekülketten definiert werden, sondern eine biologisch hergestellte Rekonstruktion hochkomplexer Mole-

külketten abbilden. Die Definition „*Similar*“ basiert auf der Tatsache, dass die Zusammensetzung des Medikaments aufgrund des biologischen Entstehungsprozesses nicht identisch zum Biologika ist, sondern nur als sehr „ähnliches“ Arzneimittel anerkannt wird. Biologische Nachahmerpräparate, die in der Herstellung identisch zum Originalpräparat sind, werden dagegen als Bioidenticals definiert. Vor dem Hintergrund der strengen regulatorischen Zulassungsbestimmungen erhalten Biosimilars nur dann eine Genehmigung, wenn keine signifikanten Abweichungen im Vergleich zur Zusammensetzung des Originalpräparats existieren.

Markenprodukte/OTC

121. Im Gegensatz zu den verschreibungspflichtigen Arzneimitteln können nicht-verschreibungspflichtige Medikamente bzw. Over-the-Counter (OTC) Produkte rezeptfrei erworben werden. Typischerweise unterliegen Markenprodukte geringeren regulatorischen Auflagen als verschreibungspflichtige Arzneimittel und können als Präventionsmaßnahme bzw. zur Selbstmedikation eingenommen werden. Bei der Akzeptanz von OTC-Markenprodukten unter Verbrauchern variiert die länderspezifische Nachfrage mitunter signifikant. Während beispielsweise in Großbritannien bei leichten Erkrankungen ca. 55,0% der Bevölkerung vor dem Arztbesuch eine Apotheke oder vergleichbare Vertriebsplattformen aufsuchen, sind es in den Niederlanden nur ca. 24,0% der Bevölkerung, die Selbstmedikation einer persönlichen Behandlung vorziehen. Darüber hinaus zählen zu diesen Produkten auch kosmetische Produkte, wie zum Beispiel Sonnenschutzmittel.

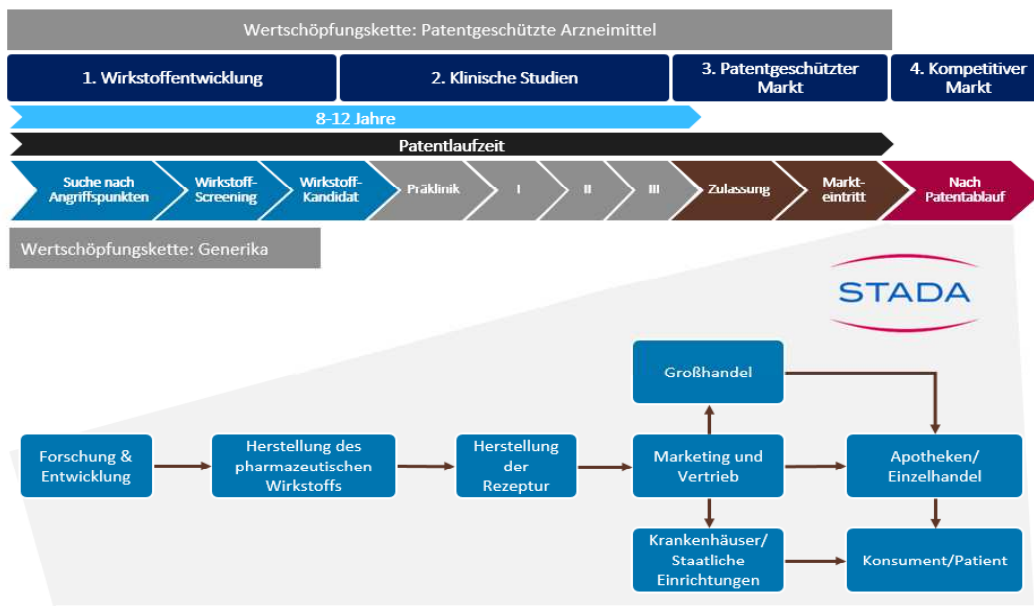
Nahrungsergänzungsmittel

122. Grundsätzlich handelt es sich bei Nahrungsergänzungsmitteln um für medizinische Zwecke verwendete Lebensmittel oder Lebensmittelextrakte. Nahrungsergänzungsmittel werden i.d.R. aus natürlich gewonnenen Inhaltsstoffen hergestellt und weisen teilweise dieselben Effekte auf wie standardisierte pharmazeutische Produkte. Da dieses Produktsegment jedoch im Allgemeinen noch geringeren regulatorischen Auflagen unterliegt und i.d.R. auch außerhalb von Apotheken erworben werden kann, können Nahrungsergänzungsmittel als separates Produktsegment betrachtet werden.

Klassifizierung von Wettbewerbern im Pharmabereich

123. Abhängig vom Tätigkeitsfeld eines Pharmaunternehmens innerhalb der pharmazeutischen Wertschöpfungskette werden Unternehmen in verschiedene Kategorien unterteilt. Die pharmazeutische Wertschöpfungskette definiert in diesem Zusammenhang den Lebenszyklus eines Arzneimittels und lässt sich in die vier Phasen Wirkstoffentwicklung, klinische Studien, patentgeschützter Markt und kompetitiver Markt gliedern. Aufgrund STADAs Produktfokus operiert das Unternehmen im kompetitiven Markt und steht damit grundsätzlich im Wettbewerb zu Unternehmen die sich ebenfalls auf Arzneimittel nach Ablauf des Patentschutzes konzentrieren:

Wertschöpfungskette von patentgeschützten Arzneimitteln und Generika



Quelle: Eigene Darstellung.

Global integrierte pharmazeutische Unternehmen

124. Diese Unternehmenskategorie umfasst in erster Linie Hersteller von Originalpräparaten, welche typischerweise die vollständige pharmazeutische Wertschöpfungskette innerhalb der patentgeschützten Marktphase abbilden. Bedingt durch die hohen Misserfolgsquoten bei Forschung und Entwicklung und den damit verbundenen Kosten, bündeln global agierende pharmazeutische Unternehmen ihre Ressourcen, um sich auf die Kommerzialisierung einer limitierten Anzahl potentiell besonders erfolgreicher Medikamente (sog. "Blockbuster-Medikamente") zu spezialisieren. Neben dem Fokus auf patentgeschützte Arzneimittel agieren global integrierte Pharmaunternehmen zunehmend auch im kompetitiven Markt.

Spezialisierte pharmazeutische Unternehmen

125. Prinzipiell definiert diese Kategorie kleine bis mittelgroße Unternehmen, die ihren Fokus auf bestimmte Regionen bzw. Therapiegebiete legen. In diesem Zusammenhang achten i.d.R. Un-

ternehmen mit regionalem Schwerpunkt darauf, dass sie über ein breites Produktportfolio verfügen, das aufgrund eines starken nationalen bzw. regionalen Vertriebsnetzwerks in der entsprechenden Kernregion etabliert ist. Während die Risikobehaftung einzelner Produkte bei Unternehmen mit regionalem Fokus folglich begrenzt ist, sind Pharmaunternehmen mit Produktfokus erheblich abhängiger von dem Erfolg ihres Therapieschwerpunkts. Um das operative Risiko dennoch zu mitigieren, versuchen die Unternehmen durch Präsenz in multinationalen Nischenmärkten Produktrisiken zu kompensieren.

Biotechnologische Unternehmen

126. Diese Unternehmenskategorie umfasst typischerweise stärker auf die Forschung und Entwicklung fokussierte Unternehmen im Bereich Biotechnologie, welche prinzipiell am Anfang der pharmazeutischen Wertschöpfungskette stehen. Insbesondere kleinere Unternehmen sind von ihrer technologischen Expertise abhängig und nicht auf den Verkauf spezialisiert. Folglich findet der Markteintritt von Biologika oftmals im Rahmen von Partnerschaften mit anderen pharmazeutischen Unternehmen statt, die über die entsprechende Vertriebsinfrastruktur verfügen. Grundsätzlich nimmt die Bedeutung von biotechnologischen Unternehmen zu, da diese vermehrt für die Entdeckung neuer Wirkstoffe bzw. Arzneimittel verantwortlich sind.

Generikahersteller

127. Diese Unternehmenskategorie umfasst typischerweise Unternehmen, deren Fokus auf der Entwicklung, Produktion und den Verkauf von pharmazeutischen Produkten ohne Patentschutz liegt. Im Gegensatz zu forschenden Pharma- oder biotechnologischen Unternehmen betreiben Generikahersteller keine eigene Forschung, sondern versuchen Profite vor allem durch Kostenreduktion und Mengeneffekte zu erwirtschaften. Die Profitabilität von Generikaherstellern wird oftmals vom landesspezifischen regulatorischen Umfeld determiniert, da Preisfestsetzungsmechanismen der nationalen Gesundheitssysteme zumeist nicht zwischen einzelnen Generika, sondern lediglich eine Preisklasse pro Wirkstoffgruppe unterscheiden. Für Generikaunternehmen sind vor allem Schwellenländer interessant, die aufgrund geringerer Regularien höhere Margen in Aussicht stellen und darüber hinaus i.d.R. über keine kompetitiven lokalen Anbieter verfügen.⁴⁰

Gesundheits- und Markenunternehmen (sonstige Unternehmen)

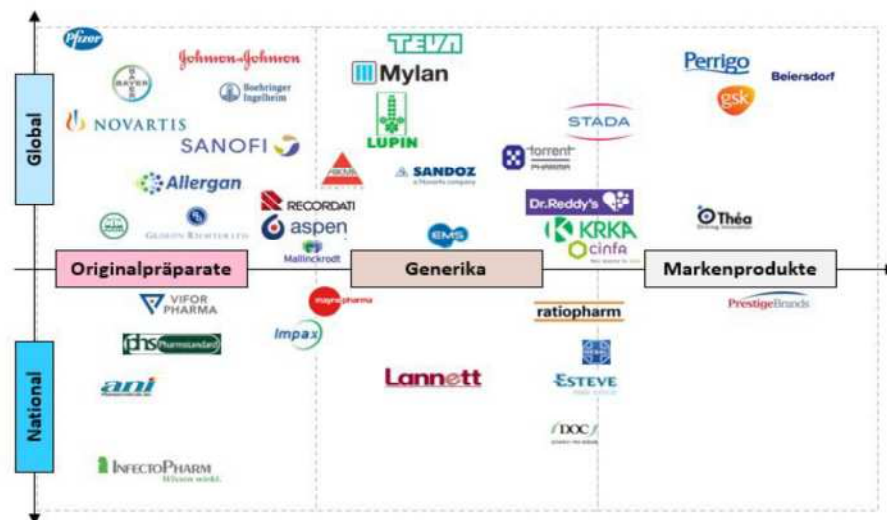
128. Neben den bereits genannten Unternehmenskategorien sind weitere im Gesundheitswesen agierende Unternehmen im Allgemeinen auf die Herstellung von Produkten spezialisiert, die zwar gesundheitliche Bedürfnisse abdecken, jedoch gleichzeitig keiner Verschreibungspflicht unterliegen. Typische Produkte dieser Hersteller umfassen u.a. Markenmedikamente, Körperpflegeprodukte, Produkte zur Dentalpflege, Nahrungs- und -Nahrungsergänzungsmittel sowie Gesundheitsprodukte für Frauen und Säuglinge. Die Märkte dieser Produkte zeichnen sich durch deutlich geringere regulatorische Vorgaben aus, wodurch sich Hersteller stark auf die

⁴⁰ Vgl. Analystenreport Bankhaus Lampe, STADA Arzneimittel AG, 20. Dezember 2016, S. 8.

Positionierung ihrer Marken fokussieren. Kunden dieser sonstigen Unternehmen sind hauptsächlich Endverbraucher bzw. Patienten, welche die Produkte in Apotheken oder über andere Distributionswege erhalten. Wichtige Determinanten des Kaufverhaltens sind in diesem Zusammenhang Empfehlungen von Apotheken sowie Marketingstrategien der jeweiligen Hersteller.

129. Die Wettbewerbsintensität zwischen den skizzierten Kategorien von Pharmaunternehmen ist insgesamt abhängig vom Produktsegment sowie dem regulatorischen Umfeld. Bei Betrachtung der größten nationalen und internationalen Unternehmen im globalen Pharmamarkt ergibt sich folgende Matrix:

Internationales Wettbewerbsfeld im Pharmamarkt



Quelle: Eigene Darstellung.

130. Hersteller von patentgeschützten Medikamenten operieren während der Patentlaufzeit in einem vergleichsweise wenig wettbewerbsintensiven Umfeld, da die von ihnen angebotenen Arzneimittel i.d.R. mit nur mit wenigen Substituten konkurrieren. Die Wettbewerbssituation ändert sich nach Ablauf des Patentschutzes, wenn Generikahersteller in den Wettbewerb eintreten und das Preisniveau in der Folge deutlich sinkt.⁴¹ Um weiter in dieser „zweiten Phase“ des Marktes agieren zu können, verfolgen Hersteller von Originalpräparaten oftmals eine „Zwei-Markenstrategie“, um damit die Markteintrittsbarrieren für Generikahersteller zu erhöhen. Ein prominentes Beispiel ist in diesem Zusammenhang das Pharmaunternehmen Novartis AG, welches seit dem Jahr 2003 die Generika-Marke Sandoz AG betreibt und dadurch Preisabschläge nach Patentablauf durch eigene Nachahmerpräparate kompensiert. In der Folge führt diese Marken- und Preisstrategie zu einer Marktsituation, in der forschende Pharma-Großkonzerne (Pfizer Inc., Novartis AG, Merk & Co. und Sanofi, S.A.) im Ergebnis auch das Wettbewerbsumfeld der Generikahersteller beeinflussen.

⁴¹ Es ist zu beachten, dass das Preisniveau i.d.R. erst sinkt, wenn Forschungs- und Entwicklungskosten der Hersteller von Originalpräparaten bereits amortisiert sind.

131. Generikahersteller als Anbieter von Substituten haben i.d.R. nur sehr begrenzte Möglichkeiten zur Produktdifferenzierung. Wettbewerbsvorteile lassen sich daher insbesondere aus einer bereits starken Marktposition, Vertriebskanälen und lokalen Marktkenntnissen gewinnen. Diese schwierige Marktsituation für Generikahersteller wird sich dabei trotz des zunehmenden Fokus auf Biosimilars nicht signifikant verbessern, da Hersteller der Originalpräparate nach Patentablauf erwartungsgemäß nicht automatisch den Markt verlassen werden, sondern neben dem Originalpräparat ebenfalls den Verkauf von Biosimilars vorbereiten können.
132. Ein ähnlich kompetitives Marktumfeld wie für Generikahersteller stellt sich darüber hinaus für Produzenten von Markenprodukten dar, wobei diese über mehr Differenzierungsmöglichkeiten, wie u.a. Produktqualität, Verpackungsgestaltung und Markenidentität, verfügen.

Internationales Marktumfeld und Fremdwährungsrisiken

133. Aufgrund der Tatsache, dass Pharmaunternehmen zunehmend global agieren, ist zu erwarten, dass sich auch der Markt für Generika in den nächsten Jahren weiter globalisieren wird. Während in Verbindung mit dieser voranschreitenden Globalisierung deutsche Hersteller voraussichtlich weltweit weiter wachsen werden, ist gleichzeitig davon auszugehen, dass internationale Generikahersteller ihre Präsenz im deutschen Markt ebenfalls weiter ausbauen.
134. Vor dem Hintergrund der internationalen Ausrichtung der Unternehmen im Pharmamarkt stellen die Wechselkursschwankungen ein wesentliches Risiko dar. Hierbei ist zwischen Transaktionsrisiken und Translationsrisiken zu unterscheiden. Während sich Transaktionsrisiken aus Konzernsicht zahlungswirksam auswirken, entstehen Translationsrisiken aus der Umrechnung von Gewinn- und Verlustrechnungen und Bilanzwerten in der Berichtswährung des Konzerns, und können sich maßgeblich auf das Konzernergebnis in Konzernwährung auswirken. Die Transaktionsrisiken können grundsätzlich durch Derivate, wie Futures und Swaps, abgesichert werden.

Kunden

135. Die Nachfragemacht von Kunden in der Pharmaindustrie ist abhängig vom jeweiligen lokalen Gesundheitssystem bzw. von der Art des Distributionsweges und variiert vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Alleinstellungsmerkmale von Arzneimitteln, wie u.a. Produkteigenschaften oder Behandlungsgebiet entsprechend stark. Daraus lässt sich ableiten, dass insbesondere bei patentgeschützten Arzneimitteln die Kunden über eine allgemein niedrige Nachfragemacht verfügen, da häufig keine Substitute vorhanden sind. Im Gegensatz zu Originalpräparaten ist die Nachfragemacht der Kunden bei Generika abhängig vom jeweiligen lokalen Gesundheitssystem. In diesem Zusammenhang räumen Systeme mit Ausschreibungsverträgen den Krankenkassen, insbesondere bei einer hohen Wettbewerbsdichte von Substituten, eine entsprechende Autonomie bei der Preisgestaltung ein. Vor allem in Europa, wo die Gesundheitssysteme zu ca. 60,0% bis 70,0% von öffentlichen Kassen finanziert werden, ist die Verhandlungsposition von Pharmaunternehmen aufgrund eines sich immer intensiver gestaltenden Sparzwangs erheblich eingeschränkt.

136. Im Bereich Markenprodukte ist die Nachfragemacht der Kunden aufgrund konkurrierender Produkte für einzelne Anwendungsgebiete ebenfalls relativ hoch, sodass Unternehmen hohe Marketingausgaben aufwenden müssen, um ihre Produkte erfolgreich zu vertreiben.

Lieferanten

137. Während Unternehmen in der Pharmabranche einem relativ intensiven Wettbewerb ausgesetzt sind, ist die Verhandlungsmacht der Hersteller gegenüber Lieferanten aktuell prinzipiell gering, da die benötigten Wirkstoffe insbesondere für synthetische Produkte zu den Spezialprodukten der chemischen Industrie gehören und nicht bei einer Vielzahl von Herstellern erhältlich sind.
138. STADA unterscheidet sich in diesem Zusammenhang nicht von der allgemeinen Branchenstruktur, sondern verfügt ebenfalls über ein fragmentiertes Lieferantennetz. STADA schließt grundsätzlich Lieferverträge mit Preisanpassungsmechanismen ab, bei denen der Einkaufspreis an die Verkaufspreise der Produkte gekoppelt ist.
139. In Bezug auf die Erweiterung und Erneuerung der Generikaportfolios sowie den Aufbau des Geschäfts mit Biosimilars besteht gegenüber den biotechnologischen Unternehmen aufgrund deren Entwicklungsexpertise, welche STADA im Rahmen ihrer Einlizenzierungsstrategie nutzt, eine hohe Abhängigkeit. Im Bereich der Biosimilars beabsichtigt STADA daher zukünftig diese Abhängigkeit zu reduzieren und zunehmend ein Co-Development Programm mit Entwicklungspartnern zu betreiben.

2.3.4.2 Allgemeine Wachstumserwartungen und Markttreiber

Allgemeine Wachstumserwartungen

140. In der nachfolgenden Zusammenfassung des allgemeinen Marktwachstums werden maßgeblich öffentlich zugängliche Daten von IMS berücksichtigt. Auch wenn die genannten Wachstumserwartungen eine gute Indikation für die zukünftige Markterwartung bieten, ist zu beachten, dass die zugrunde liegenden Marktkumsatzerlöse Bruttobeträge, darstellen und damit per Definition höher ausfallen als die Netto-Umsatzerlöse der STADA, welche nach Rabatten u.ä. Preisabschlägen ausgewiesen werden. Darüber hinaus sind ebenfalls bei Markenprodukten potentielle Diskrepanzen zu beachten, die darauf zurückzuführen sind, dass die Portfoliozusammensetzung von IMS ausschließlich arzneimittelähnliche Markenprodukte berücksichtigt, wohingegen STADAs Markenproduktportfolio auch haushaltsähnliche Markenprodukte wie Hygienemittel und Sonnencreme umfasst. Neben der Portfoliozusammensetzung ist zusätzlich zu beachten, dass auch bei Markenprodukten Rabatte oder Preisabschläge auf Unternehmensebene eine Rolle spielen, gleichzeitig aber nicht in den Markterwartungen von IMS berücksichtigt werden. Der globale Pharmamarkt war in den vergangenen Jahren von stetigem Wachstum geprägt und belief sich im Jahr 2016 auf ca. EUR 1.000,0 Mrd.⁴² Aufgrund eines höheren weltweiten Lebensstandards wird erwartet, dass das Marktvolumen in den Jahren 2016 bis 2021 im Durchschnitt um ca. 4,9% jährlich steigen

⁴² Vgl. QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021, Mai 2017, S. 7.

und im Jahr 2021 bei ca. EUR 1.300,0 Mrd. liegen wird.⁴³ Geografisch betrachtet ist der US-amerikanische Pharmamarkt mit einem globalen Umsatzerlösanteil i.H.v. ca. 46,0% der größte Pharmamarkt, gefolgt von den fünf europäischen Ländern Deutschland, Großbritannien, Frankreich, Spanien und Italien (EU5), die kumuliert auf einen Marktanteil i.H.v. ca. 15,0% kommen. Neben den westlichen Industrienationen ist Japan ein weiterer Kernmarkt, auf dem ca. 8,0% der weltweiten Umsatzerlöse generiert werden. Die verbleibenden Umsatzerlöse i.H.v. ca. 31,0% sind dagegen in ihrer regionalen Verteilung fragmentiert und teilen sich auf China und den Rest der Welt auf.

141. Innerhalb des weltweiten Pharmamarkts verzeichnete auch das Marktsegment Generika ein konstantes Wachstum, welches sich in den Jahren 2011 bis 2016 durchschnittlich auf 9,2% pro Jahr belief und damit einem globalen Marktvolumen i.H.v. EUR 185,5 Mrd. im Jahr 2016 entsprach. Für die Zukunft wird vor dem Hintergrund der anhaltenden Konsolidierung der Staatshaushalte und Gesundheitsausgaben erwartet, dass der weltweite Generikamarkt stärker wachsen wird als in der Vergangenheit. So wird für die Jahre 2017 bis 2021 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von bis zu 8,0% erwartet, sodass sich das Marktvolumen am Ende der Betrachtungsperiode auf über EUR 272,0 Mrd. belaufen wird. Während innerhalb des Generika-Segments Biosimilar-Produkte zurzeit nur einen Umsatzerlösanteil i.H.v. 1,0% am globalen Biologika-Markt haben, wird erwartet, dass dieser geringe Wert in den nächsten Jahren deutlich ansteigen wird. Hintergrund dieser Einschätzung ist ein jährliches Wachstum i.H.v. ca. 41,0% innerhalb der letzten fünf Jahre und das zukünftige Auslaufen von Patentschutzrechten verschiedener Biologika-Blockbuster-Arzneimittel.⁴⁴ Da es sich bei Biologika i.d.R. um hochpreisige Medikamente handelt, nehmen Biosimilars vor allem bei den Kostenträgern wie Krankenkassen in Zukunft eine immer bedeutendere Rolle ein.
142. Für den globalen Markenproduktmarkt wird ebenso mit einem signifikanten durchschnittlichen jährlichen Wachstum i.H.v. ca. 4,8% in den Jahren 2017 bis 2021 gerechnet, sodass sich am Ende der Betrachtungsperiode das globale Marktvolumen auf über EUR 107,0 Mrd. beläuft. Während in dem Zeitraum 2011 bis 2016 das durchschnittliche jährliche Wachstum in diesem Segment noch bei 7,1% lag und im Jahr 2016 ein Marktvolumen i.H.v. ca. EUR 79,4 Mrd. erwirtschaftet wurde, basiert das zukünftige höher erwartete Wachstum im Wesentlichen auf dem steigenden Trend zur Selbstmedikation. In diesem Zusammenhang wird erwartet, dass Patienten immer öfter verschreibungsfreie Medikamente kaufen anstatt sich ärztlich behandeln zu lassen.

Markttreiber

143. Allgemein sind die Gründe für das Wachstum im globalen Pharmamarkt und den einzelnen Produktsegmenten vielfältig und auf unterschiedliche Faktoren zurückzuführen. Nachfolgend werden die wesentlichen Treiber vorgestellt, die mittel- bis langfristig den Wachstumstrend bestimmen:

⁴³ Vgl. QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021, Mai 2017, S. 7.

⁴⁴ Vgl. QuintilesIMS, Flashlight Report Version 62, September 2017, S. 11.

Konjunkturelle Zyklen

144. Prinzipiell kann der Pharmamarkt als größtenteils nicht-zyklisch bezeichnet werden. Die Analyse von historischen Ausgaben für sowohl verschreibungspflichtige als auch freiverkäufliche Arzneimittel zeigt ein stetiges Wachstum. Die primären Wachstumstreiber sind global verbesserte Gesundheitsstandards, die erhöhte Wahrnehmung von Krankheitsrisiken, medizinischer Fortschritt und die daraus resultierenden neuen Produkte und Behandlungsmöglichkeiten.
145. Im Gegensatz zu konjunkturellen Zyklen sind Arzneimittelhersteller bestimmter Produktgruppen von saisonalen Einflüssen betroffen. Während patentgeschützte Medikamente und Generika hiervon weitestgehend von solchen Markttreibern unberührt bleiben, korrelieren die Umsatzerlöse von Markenprodukten, wie zum Beispiel Erkältungsmedikamente, deutlich signifikanter mit saisonalen Gegebenheiten.

Globales Bevölkerungswachstum

146. Wie auch in anderen Konsumentenmärkten, werden die Umsatzerlöse der Pharmaindustrie vor dem Hintergrund einer stetig wachsenden Weltbevölkerung weiter steigen. Während aktuell ca. 7,6 Mrd. Menschen auf der Erde leben, könnten es im Jahr 2030 bis zu 8,6 Mrd. werden. In der regionalen Verteilung leben ca. 57,9% aller Menschen in Asien und ca. 19,9% in Afrika.⁴⁵

Demografischer Wandel

147. Einer der relevantesten Trends für die Pharmabranche ist der demografische Wandel in Industrienationen und die damit verbundene Überalterung der Gesellschaft. Der daraus resultierende Bedarf an Pharmaprodukten zeigt sich dabei u.a. durch höhere Ausgaben für die Behandlung chronischer Erkrankungen, die oftmals erst im Alter auftreten. Basierend auf den Daten der Vereinten Nationen lebten im Jahr 2017 ca. 962 Mio. Menschen auf der Welt (entspricht ca. 12,7%), deren Alter bei über 60 Jahren lag, ca. 25,0% davon in Europa.⁴⁶ Im Jahr 2050 wird erwartet, dass mit Ausnahme von Afrika, weltweit mind. 25,0% der Bevölkerung bereits über 60 Jahre alt ist.⁴⁷

Neue Medikamente / Produktpipeline / Auslaufende Patente

148. Der demografische Wandel und der damit verbundene Bedarf an Arzneimitteln wird unweigerlich zu einem Anstieg an verfügbaren Medikamenten und Behandlungsmethoden führen. Während sich bestimmte Entwicklungstrends aufgrund zukünftiger Krankheiten noch nicht absehen lassen, kann man bereits heute feststellen, dass steigende Forschungs- und Entwicklungskosten langfristig zu einer Verbesserung bei der Behandlung von Atemwegs- und Herz-Kreislauf-Krankheiten, aber auch im Bereich Onkologie, Immunologie und bei Störungen des zentralen Nervensystems führen werden. Nach Angaben des Europäischen Verbands der Pharmazeutischen

⁴⁵ Vgl. United Nations, World Population Prospects, 2017, S. 1.

⁴⁶ Vgl. United Nations, World Population Prospects, 2017, S. 11.

⁴⁷ Vgl. United Nations, World Population Prospects, 2017, S. 11.

Industrie (EFPIA) vervierfachen Pharmaunternehmen ihre jährlichen Investitionen in Forschung und Entwicklung zwischen den Jahren 1990 bis 2014 von EUR 7,8 Mrd. auf EUR 30,5 Mrd.

149. Während damit auf der einen Seite kontinuierlich neue Originalpräparate auf den Markt kommen, steigt auf der anderen Seite aufgrund auslaufender Patente kontinuierlich das Volumen an Generika. Insgesamt wird davon ausgegangen, dass Generikaherstellern in den Jahren 2018 bis 2020 dadurch ein jährliches Umsatzerlösvolumen aus Patentausläufen in zweistelliger Milliardenhöhe zur Verfügung stehen wird.⁴⁸

Kostenvorteile durch effiziente Arzneimittel

150. Ein weiteres Argument für einen wachsenden Pharmamarkt zeigt sich in der besseren Wirtschaftlichkeit von Arzneimitteln gegenüber alternativen Behandlungsmethoden, wie zum Beispiel die stationäre klinische Behandlung. Insbesondere vor dem Hintergrund steigender Ausgaben im Gesundheitssystem, bei einer gleichzeitig eher restriktiv eingestellten Haushaltslage der öffentlichen Kassen, sollten in Zukunft immer öfter die kostengünstigsten Behandlungsmethoden berücksichtigt werden. In diesem Zusammenhang ist folglich auch eine steigende Nachfrage nach Generika und eine Zunahme von Markenprodukten mit präventiver Charakteristik zu erwarten.

Lifestyle

151. Eine anhaltende bzw. fortschreitende Wandlung des Lebensstils i. S. von geringerer körperlicher Belastung, bei gleichzeitig zunehmender ungesunder Ernährung, wird auch in Zukunft die Nachfrage nach Arzneimitteln gegen Diabetes, Herzleiden, hohe Cholesterinwerte und Bluthochdruck sowie Fettleibigkeit aufrecht erhalten. Während diese Krankheiten in der Vergangenheit aufgrund des modernen Lebensstils vor allem in westlichen Industrienationen auftraten, lässt sich mittlerweile ein ähnlicher Trend in Schwellenländern erkennen.

Steigendes verfügbares Einkommen und Krankenversicherung

152. Zusätzlicher Treiber der Nachfrage nach verschreibungspflichtigen Arzneimitteln und Markenprodukten sind ein steigendes verfügbares Einkommen und eine kontinuierliche Ausweitung von Krankenversicherungspolice, sowohl in Schwellen- als auch westlichen Industrieländern. In der Vergangenheit ließ sich bereits beobachten, dass aufgrund höherer verfügbarer Einkommen die Nachfrage nach Erkältungs- und Allergieprodukten anstieg, sodass mit einer vergleichbaren Entwicklung auch in Zukunft gerechnet wird.

Schwellenländer

153. Allgemein wird davon ausgegangen, dass das Wachstum der Pharmaindustrie in den nächsten Jahren vor allem von Schwellenländern getragen wird. Während zum Beispiel zwischen den Jahren 2016 und 2020 der Markt für Generika in den ost-europäischen Ländern wie Serbien

⁴⁸ Vgl. EvaluatePharma, World Preview 2017 - Outlook to 2022, 2017, S. 9.

durchschnittlich um 5,8% p.a. und in Russland und der Ukraine um 14,0% p.a. bzw. 13,0% p.a. wachsen soll, wird für die Länder in West-Europa lediglich mit einem jährlichen Wachstum von 4,3% kalkuliert. Neben der vor diesem Hintergrund notwendigen Optimierung von lokalen Vertriebssystemen, geht diese Nachfrageverschiebung mit dem Aufbau von Produktions- und Forschungsstätten in diesen Regionen einher. Wesentliche Treiber dieser Entwicklung in den Schwellenländern umfassen u.a. ein allgemeines Bevölkerungswachstum, ein stetig steigendes verfügbares Einkommen, eine höhere Lebenserwartung und eine kontinuierlich verbesserte Arzneimittelversorgung. Darüber hinaus wird davon ausgegangen, dass in Schwellenländern aufgrund des bisher angebotenen qualitativ niedrigen Produktsortiments ein höherer Anteil an Generika abgesetzt werden kann und diese, aufgrund der Tatsache eines allgemein hohen Selbstzahleranteils, zu relativ hohen Preisen verkauft werden können.

2.3.4.3 Regulatorik

154. Pharmazeutische Unternehmen unterliegen einer Vielzahl von nationalen wie internationalen regulatorischen Bestimmungen. Diese betreffen die komplette Wertschöpfungskette (Herstellung, Marktzulassung und Vermarktung von Medikamenten) sowie umfangreiche Regelungen zu den Gesundheitssystemen (u.a. Preisgestaltung, Rabattgewährung und Vertriebswege zum Absatz von Medikamenten). Nachfolgend werden die wichtigsten Bestimmungen im Rahmen von Zulassungsprozessen und Preisfindungsmechanismen in STADAs Kernabsatzmärkten hervorgehoben.

Zulassungsprozess und Vermarktung

Europäische Union

155. Grundsätzlich bedürfen alle Arzneimittel vor ihrem Markteintritt einer behördlichen Zulassung.⁴⁹ Für die Zulassung von Arzneimitteln müssen Pharmaunternehmen grundsätzlich sowohl klinische als auch nicht-klinische Forschungsergebnisse vorlegen, die von der Form und Aufbereitung gängigen EU-Standards entsprechen. Für Generika gelten dabei im Prinzip die gleichen Bestimmungen wie für Originalpräparate, wobei unter bestimmten zeitlichen Voraussetzungen der Antragsteller das Originalpräparat als Referenzarzneimittel angeben und auf Unterlagen für dieses Arzneimittel Bezug nehmen darf. Neben Generika müssen auch Markenprodukte als Arzneimittel eine Zulassung erhalten, um an Apotheken oder ähnliche Abnehmer verkauft werden zu dürfen. Andere Produkte, wie u.a. Nahrungsergänzungsmittel, unterliegen dagegen geringeren regulatorischen Anforderungen. In bestimmten Absatzländern wie zum Beispiel Deutschland planen die Behörden jedoch auch diese Produktgruppe zukünftig einer Zulassungspflicht zu unterwerfen.⁵⁰ In der EU kann die Zulassung sowohl zentral über EU-Recht als auch dezentral im Rahmen nationalen Rechts erfolgen. Anders ausgedrückt stehen die in der EU agierenden Unternehmen prinzipiell vor der Wahl, ob sie eine Arzneimittelzulassung bei der Europäischen-Arzneimittel-Agentur (EMA) oder bei der jeweiligen nationalen Behörde innerhalb des europäischen Wirtschaftsraums

⁴⁹ Vgl. <http://www.bundesgesundheitsministerium.de/themen/krankenversicherung/online-ratgeber-krankenversicherung/arznei-heil-und-hilfsmittel/zugang-zu-arzneimitteln.html>, Stand vom 25. November 2017.

⁵⁰ Vgl. <https://www.zentrum-der-gesundheit.de/zulassungspflicht-nahrungsergaenzung-ia.html>, Stand vom 25. November 2017.

beantragen. In beiden Fällen ist es den Unternehmen nach erfolgreicher Zulassung gestattet, das Arzneimittel auch in anderen europäischen Absatzmärkten zu vertreiben.

156. Neben den Zulassungsbestimmungen müssen sich Unternehmen im Gesundheitsmarkt auch den Vorgaben zur Produktion und Werbeaktivität unterwerfen. Prinzipiell gilt dabei innerhalb der EU, dass eine Produktionsgenehmigung vom Mitgliedsstaat erteilt werden muss in welchem die Herstellung stattfindet. Darüber hinaus sind Unternehmen, die Großhandel bzw. Lieferung von Arzneimitteln betreiben, dazu verpflichtet, für jedes Land, in welchem der Vertrieb erfolgt, eine Zulassung zu besitzen. Neben den Zulassungs- und Produktionsvorschriften besteht für erfolgreich am Markt eingeführte Produkte die Verpflichtung zur Pharmakovigilanz. In diesem Zusammenhang müssen die Hersteller potentielle Nebenwirkungen nach Gebrauch dokumentieren und Behörden bzw. verschreibende Ärzte fortlaufend darüber informieren.⁵¹
157. Die Vermarktung von Arzneimitteln ist ebenfalls streng reguliert und schränkt Unternehmen in ihrer Kommunikation gegenüber Kunden ein. Grundsätzlich gilt für verschreibungspflichtige Arzneimittel die EU Richtlinie 2001/83/EG, sodass verschreibungspflichtige Arzneimittel ausschließlich gegenüber Ärzten, Apotheken und anderen Personen, welche dazu berechtigt sind, mit Arzneimitteln Handel zu betreiben, beworben werden dürfen. Hintergrund dieser Richtlinie ist die Intention, die Verschreibungskompetenz von Ärzten nicht durch Werbeaussagen zu relativieren und dadurch den Schutz der Öffentlichkeit zu gefährden. Deutlich weniger restriktiv sind dagegen die gesetzlichen Bestimmungen zur Vermarktung von Markenprodukten, die öffentlichkeitswirksam beworben werden dürfen, solange keine Studien o.ä. Dokumente als Informationsmaterial beigelegt werden. Durch die dadurch gewährten Kommunikationsmöglichkeiten im Vertrieb sind pharmazeutische Unternehmen in der Lage, sich über Produktpolitik, Kommunikationsstrategie und gezielte Distributionsmaßnahmen von anderen Wettbewerbern zu differenzieren. Klassische Marketingstrategien in diesem Zusammenhang umfassen ein attraktives Verpackungsdesign sowie eine ansprechende Darreichungsform.

Russland

158. Im Gegensatz zu der Harmonisierung von nationalen Regularien innerhalb der EU werden in Russland alle Produktionsschritte, wie Entwicklung, Registrierung, Herstellung, Auslieferung und Lagerung von Medikamenten, von der "Eurasian Economic Union" (EAEU) überwacht. Eine erfolgreiche Zulassung von Arzneimitteln ist dabei ähnlich wie in der EU abhängig von positiven Testergebnissen, welche im Rahmen von vorklinischen und klinischen Untersuchungen zusammengestellt werden. Mit dem Ziel, das russische Gesundheitssystem kosteneffizienter zu gestalten, ist es für Generika aufgrund von weniger umfangreichen Auflagen grundsätzlich einfacher, diese erfolgreich im russischen Markt zuzulassen. Neben der Zulassung von einzelnen Medikamenten müssen Unternehmen, die im russischen Gesundheitsmarkt aktiv werden möchten, ebenfalls eine Genehmigung vom nationalen Gesundheitsministerium erhalten. Zusätzlich zur Erlaubnis als Unternehmen im russischen Markt aktiv zu werden, erfordern einzelne Tätigkeiten, wie die Produktion, Forschung und Distribution von Medikamenten, zusätzliche Genehmigungen von den Behörden. Darüber hinaus sind Gesundheitsunternehmen, ähnlich

⁵¹ Vgl. Generic Medicines, European Generic Medicines Markets, 2016, S. 6.

wie in Europa, zu Pharmakovigilanz-Tätigkeiten verpflichtet, um potentielle Nebenwirkungen rechtzeitig zu erkennen und geeignete Maßnahmen zu treffen.

159. Für den Fall, dass sich Unternehmen bestehenden Bestimmungen widersetzen bzw. Regelungen verletzen, haben Behörden die Möglichkeit, erteilte Zulassungen zurückzuziehen und finanzielle Strafen auszusprechen.

Preisgestaltung und Rückerstattungssysteme in der EU

160. Im Allgemeinen wird zwischen dem staatlichen Gesundheitssystem, dem kommerziellen Gesundheitssystem und dem Versicherungsmodell unterschieden. Ein staatliches bzw. versicherungsbasiertes Gesundheitssystem liegt dann vor, wenn die Preisbestimmung von Arzneimitteln im Wesentlichen über staatlich regulierte Gesundheitsbehörden oder gesetzliche Krankenkassen erfolgt. Nationale Gesundheitssysteme, in denen überwiegend keine staatliche Preisregulatorik vorherrscht, werden als kommerzielle Gesundheitssysteme definiert und zeichnen sich i.d.R. dadurch aus, dass Patienten bei der pharmazeutischen Behandlung keine gesetzlich vorgeschriebene finanzielle Unterstützung erhalten, sondern die Preisbildung ausschließlich über Angebot und Nachfrage bestimmt wird.⁵²
161. Vor dem Hintergrund der regulatorischen Einschränkungen muss auch STADAs Wettbewerbsumfeld bzw. Peer Group eingeschränkt werden. In diesem Zusammenhang werden Unternehmen mit einem ausgeprägten regionalen Fokus auf die USA nicht berücksichtigt, da dieser Absatzmarkt allgemein als kommerzielles Gesundheitssystem definiert werden kann und Arzneimittelhersteller in der Preisbestimmung frei sind.⁵³
162. Grundsätzlich gilt, dass staatliche Gesundheitsbehörden aufgrund der gesellschaftlichen Bedeutung eines funktionierenden Gesundheitssystems ein fortlaufendes Interesse an der Begrenzung der Ausgaben für die Versorgung von Arzneimitteln haben und anstreben, mittel- und langfristige Beitragserhöhungen für Krankenversicherte zu vermeiden. Um dieses Ziel zu erreichen, kommen innerhalb der EU verschiedene Preismechanismen bei verschreibungspflichtigen Medikamenten zur Anwendung, die nachfolgend kurz erläutert werden. Markenprodukte und andere nicht-verschreibungspflichtige Medikamente unterliegen dagegen grundsätzlich einer freien Preisgestaltung.

Einführung von Festbeträgen

163. Festbeträge bezeichnen in den nationalen Krankenversicherungssystemen verbindliche Preisobergrenzen für die Erstattung von Arzneimitteln durch Krankenkassen, die unabhängig vom tatsächlichen Preis des Arzneimittels gelten. Die Umsetzung der Festbetragsregelung erfolgt dabei grundsätzlich in zwei aufeinanderfolgenden Prozessschritten. In einem ersten Schritt legt ein zentraler oder auch föderaler Ausschuss bestimmte Arzneimittelgruppen fest, die für Arzneimittel gelten, deren Wirkstoff pharmakologisch-therapeutisch vergleichbar ist. In einem

⁵² Vgl. http://www.deutschlandfunk.de/russisches-gesundheitssystem-korrupte-zweiklassenmedizin.724.de.html?dram:article_id=329377, Stand vom 10. November 2017.

⁵³ Vgl. <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/medikamentenpreise-die-wucher-methoden-der-us-pharmaindustrie/14687894.html>, Stand vom 26. November 2017.

zweiten Schritt werden die jeweiligen Festbeträge festgesetzt bis zu dessen Höhe die nationalen Krankenversicherungen die Kosten tragen. In der Folge bewirkt dieser Mechanismus einen permanenten Preiswettbewerb, da pharmazeutische Unternehmen ihre Medikamente i.d.R. unterhalb des Festbetrags anbieten, um, soweit im jeweiligen System möglich, verschreibende Ärzte oder Apotheken bei der Arzneimittelauswahl für sich zu gewinnen. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass Ärzte bei der Verschreibung von Arzneimitteln i.d.R. Kontrollmechanismen, wie zum Beispiel Budgetrestriktionen in Deutschland, unterliegen, haben Ärzte oftmals nur die Auswahl zwischen einigen wenigen, gleichartigen und preislich vergleichbaren Präparaten.

Internationale Referenzpreissysteme

164. Die regelmäßige Anpassung der Erstattungspreise erfolgt durch Anpassung entsprechender Festbeträge an internationale Referenzpreissysteme, die wiederum vereinbarte Preisobergrenzen zu vergleichbaren Arzneimittelgruppen im Ausland wiedergeben. Die daraus resultierende fortlaufende Preisregulierung zwischen unterschiedlichen nationalen Preisregulierungen bewirkt eine Angleichung von nationalen Festbeträgen, aber auch eine stetige Erosion der Erstattungspreise. Gleichzeitig muss jedoch berücksichtigt werden, dass internationale Referenzpreissysteme in vielen Ländern lediglich zur Orientierung in Preisverhandlungen zwischen Krankenkassen, bzw. staatlichen Gesundheitsbehörden und den Herstellern genutzt werden.

Arzneimittel – Rabattverträge (Ausschreibungsverträge)

165. Rabattverträge auf Arzneimittel verfolgen ebenfalls die Intention, Arzneimittelausgaben zu senken bzw. die Krankenversicherungsbeiträge zu stabilisieren. Krankenkassen schreiben dabei einen sehr großen Teil ihres Bedarfs an Generika europaweit aus. Wollen Generikaunternehmen die Versicherten dieser Krankenkassen mit Arzneimitteln versorgen, müssen sie daran teilnehmen. Bei den Ausschreibungen erhält ausschließlich der Hersteller den Zuschlag und damit den Versorgungsauftrag, der den höchsten Rabatt bietet. Der Apotheker ist dann bei der Rezeptvorlage gesetzlich dazu verpflichtet, dem Patienten das Arzneimittel laut Rabattvertrag auszuhandigen. Ein Rabattvertrag ist i.d.R. für zwei Jahre gültig. Danach wird er erneut ausgeschrieben und wiederum erhält nur der Hersteller mit dem höchsten Rabattangebot den Zuschlag.⁵⁴

Fixierte Preisabstände

166. Neben dem Referenzpreissystem und der Einführung von Festbeträgen existieren in vielen nationalen Gesundheitssystemen fixierte Preisabstände zwischen Generika und Originalpräparaten, die Anbietern von Generika bereits im Voraus ein Preismaximum in Abhängigkeit des Preises des Originals vorschreiben. Vor dem Hintergrund des kontinuierlichen Preiswettbewerbs zwischen den Anbietern, sind gewährte Preisabschläge über den gesetzlich geforderten Werten jedoch mehrheitlich die Regel.

⁵⁴ Laufende Publikation des Interessenverbandes der Generika- und Biosimilarunternehmen in Deutschland, Pro Generika e. V.

Preisgestaltung und Rückerstattungssysteme in Russland

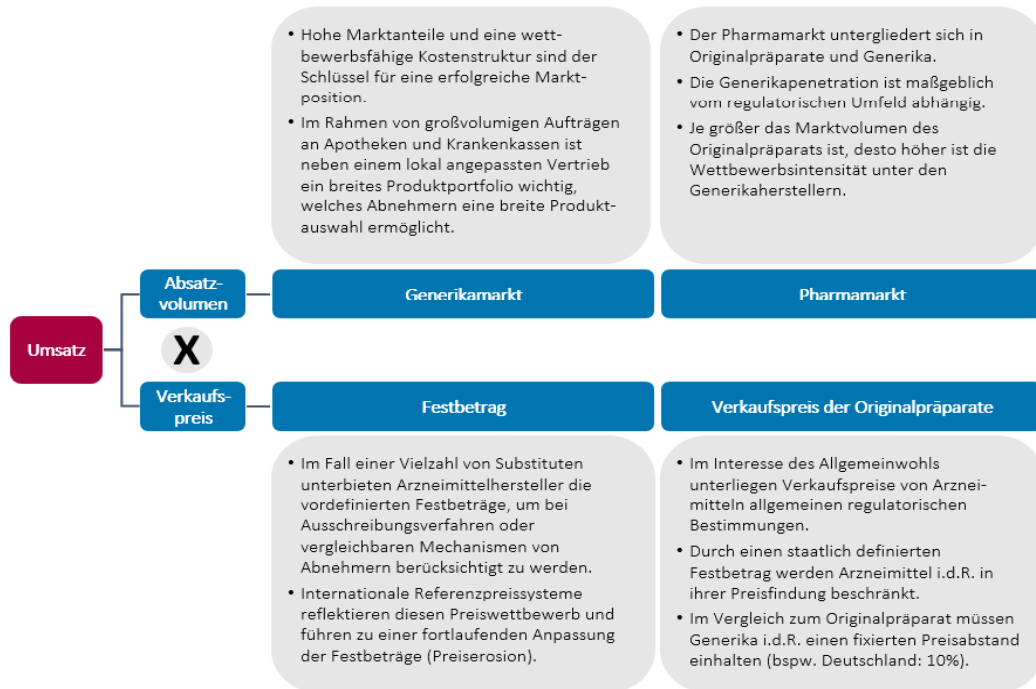
167. Ähnlich wie in Europa ist auch das russische Gesundheitssystem prinzipiell kein reiner Selbstzahlermarkt, sondern zielt darauf ab Bürger bei Bedarf von Arzneimitteln finanziell zu entlasten. Ein wesentlicher Unterschied im Vergleich zu europäischen Rückerstattungssystemen ist jedoch, dass das bisherige russische System die Art der Rückerstattung abhängig von vordefinierten Patientengruppen macht. Konkret hat diese Unterscheidung zur Folge, dass Leistungen der gesetzlichen Krankenversicherung ausschließlich Patienten zur Verfügung stehen, die im Krankenhaus behandelt werden. Eine Rückerstattung von Arzneimittelkosten, die außerhalb eines Krankenhausaufenthalts anfallen, existiert darüber hinaus zwar ebenfalls, ist i.d.R. aber nur für einen kleinen Teil der russischen Bevölkerung zugänglich und betrifft zum Beispiel Sonderfälle wie Patienten mit kostenintensiven Erkrankungen oder Waisen- und Kleinkinder, die eine medizinische Versorgung benötigen.
168. Die Arzneimittel, die Patienten im Rahmen der gesetzlichen Krankenversicherung zur Verfügung stehen, müssen jeweils in der "Vital and Essential Pharmaceutical List" (VEP) enthalten sein. Die VEP definiert eine Liste mit allen lebensnotwendigen bzw. essentiellen Arzneimitteln und wird einmal jährlich von den russischen Behörden veröffentlicht. Ziel der VEP-Liste ist es, den relevantesten Krankheiten durch eine gezielte Medikamentenauswahl zu begegnen und diese preislich zu regulieren bzw. diesen einen konkreten Festbetrag zuzuordnen. Internationale Hersteller werden bei der jährlichen Auswahl ebenfalls berücksichtigt, können aber im Zweifel ausgeschlossen werden sobald mindestens zwei Substitute aus der eurasischen Union existieren.
169. Vor dem Hintergrund, dass mit Ausnahme der medizinischen Versorgung in Krankenhäusern, eine Rückerstattung von Arzneimitteln nicht die Regel ist, kann in Russland ein Großteil der in anderen Ländern verschreibungspflichtigen Arzneimittel in Apotheken auch rezeptfrei erworben werden. Eine privat abgeschlossene Krankenversicherung zur Deckung dieser Arzneimittelausgaben steht in diesem Zusammenhang meistens nur wohlhabenden Russen zur Verfügung, wobei auch die privaten Versicherer i.d.R. nicht alle Leistungen abdecken.⁵⁵ Da in der Folge ca. 70% des Ausgaben für Arzneimittel privat getragen werden, kann der russische Gesundheitsmarkt größtenteils als Selbstzahlermarkt klassifiziert werden. Nicht-verschreibungspflichtige Medikamente unterliegen darüber hinaus keiner preislichen Regulierung.
170. Für die Zukunft plant das russische Gesundheitsministerium das Gesundheitssystem bis zum Jahr 2025 zu reformieren. In diesem Zusammenhang sind bereits heute verschiedene Pilotprojekte im Einsatz, wie zum Beispiel der Ansatz, bestimmte Arzneimittelkategorien grundsätzlich zu 90,0% zu erstatten und den Eigenanteil für Patienten auf 10,0% zu minimieren. Darüber hinaus werden auch etablierte Systeme, wie das Referenzpreissystem geprüft, wo Patienten im Falle eines Erwerbs von Originalpräparaten lediglich die Differenz zum entsprechenden Generika bezahlen.

⁵⁵ Vgl. http://www.deutschlandfunk.de/russisches-gesundheitssystem-korrupte-zweiklassenmedizin.724.de.html?dram:article_id=329377, Stand vom 10. November 2017.

Preis-/Mengengerüst von verschreibungspflichtigen Arzneimitteln

171. Vor dem Hintergrund des regulatorischen Einflusses bei der Preisfindung von verschreibungspflichtigen Arzneimitteln bestimmen sich die Umsatzerlöse von Pharmaunternehmen mit Fokus auf verschreibungspflichtige Arzneimittel aus dem folgenden Zusammenspiel aus Generikapenetration, Marktposition und regulatorische Rahmenbedingungen:

Industriedynamik von verschreibungspflichtigen Arzneimitteln



Quelle: Eigene Darstellung.

172. Um in dem wettbewerbsintensiven Marktumfeld zu bestehen, ist es für Generikahersteller wichtig über hohe Marktanteile zu verfügen. Ausschlaggebend dafür ist ein kompetitives Produktportfolio, welches mit steigender Größe immer höhere Skaleneffekte erzielen kann und dadurch ein wettbewerbsfähiges Preisniveau erst ermöglicht. Neben einem attraktiven Preisniveau ist es für die Marktposition und die damit erwirtschafteten Umsatzerlöse essentiell, über einen auf die länderspezifischen Gegebenheiten optimierten Vertrieb zu verfügen und durch die richtigen Arzneimittel im Produktportfolio gegenüber Abnehmern als attraktiver Komplettanbieter auftreten zu können (sog. One-stop-shop-Strategie).

2.3.4.4 Marktentwicklung von Generika und Markenprodukten in STADAs Kernabsatzmärkten

173. Als internationales Gesundheitsunternehmen ist STADA weltweit aktiv und unterliegt daher vielen länderspezifischen Einflussfaktoren. Nachfolgend werden in diesem Zusammenhang STADAs wichtigste Absatzmärkte und die entsprechenden nationalen Rahmenbedingungen vorgestellt. Zudem wird die länderspezifische Positionierung der STADA im Markt- und Wettbewerbsumfeld in den relevanten Segmenten Generika und Markenprodukte ebenso betrach-

tet, wie die einzelnen Nischenmärkte im Bereich Biosimilars und Vaping-Produkte (Raucherentwöhnung). Des Weiteren wird auf das zukünftige Umsatzerlöspotential aus Pipelineprodukten und Cross-Selling-Aktivitäten (Internationalisierung) eingegangen.

174. Auf Basis der unter Kapitel 2.3.4.3 zusammengefassten Regulatorik werden nachfolgend die wesentlichen Bestimmungen und Rahmenbedingungen in STADAs Kernabsatzmärkten dargestellt. In diesen erwirtschaftete STADA im Geschäftsjahr 2017 66,9% der gesamten Umsatzerlöse im Generika-Segment und 69,3% der gesamten Umsatzerlöse im Markenprodukt-Segment. Wie in der länderspezifischen Zusammenfassung noch darauf hingewiesen wird, ist STADA in den jeweiligen Absatzländern maßgeblich von einer länderspezifischen optimierten Vertriebsstruktur abhängig, welche den Zugang zu den relevanten Entscheidungsträgern beim Arzneimittelverkauf gewährleistet. In Kapitel 2.3.4.2 wurde bereits dargestellt, dass der globale Pharmamarkt ein Wachstumsmarkt ist, der von verschiedenen Megatrends, wie demographischem Wandel, steigender Weltbevölkerung und allgemein verbesserten Lebensstandards profitiert. Eine vergleichbare Entwicklung ist auch in STADAs Kernabsatzländern zu beobachten, wo der kumulierte Pharmamarkt in den Jahren 2017 bis 2021 durchschnittlich um ca. 3,6% p.a. wachsen soll. Auch bei Betrachtung des aggregierten Marktvolumens des Generika- und Markenproduktmarktes innerhalb des gesamten Pharmamarktes ist zu erwarten, dass diese Segmente in STADAs Kernabsatzländern im gleichen Zeitraum durchschnittlich um ca. 3,6% p.a. ansteigen werden.

Größe, Charakteristika und Wachstum des Pharmamarktes und des Marktes für Generika & Markenprodukte in STADAs Kernmärkten

in EUR Mrd.	DE	GB	IT	FR	ES	BE	RU	Top 7
STADAs Umsatzerlösanteil Generika (in %, in 2017)	21,8%	1,7%	12,6%	6,1%	7,8%	9,0%	7,9%	66,9%
STADAs Umsatzerlösanteil Marken (in %, in 2017)	18,5%	17,8%	4,6%	0,5%	2,0%	1,3%	24,6%	69,3%
STADAs Generika-Marktposition in Top 5	✓	✗	✓	✗	✓	✓	✓	
STADAs Marken-Marktposition in Top 5	✓	✓	✗	✗	✗	✗	✓	
Gesamtumsatzerlöse des Pharmamarktes (in 2016)*	39,9	22,5	26,1	29,9	19,1	4,9	11,9	154,3
Wachstum pro Jahr (2011-2016)	4,5%	6,2%	4,9%	0,8%	3,2%	0,9%	11,2%	4,5%
Wachstum pro Jahr (2017-2021)	3,4%	4,7%	2,4%	2,2%	2,6%	1,4%	8,2%	3,6%
Marktsegment Generika (innerhalb des Pharmamarktes)								
Generikapenetration (Umsatzerlöse, in 2016)**	16,8%	24,3%	13,7%	19,8%	16,0%	12,0%	20,8%	18,0%
Wachstum pro Jahr (2011-2016)	4,9%	10,1%	8,0%	5,6%	5,6%	3,7%	12,3%	
Wachstum pro Jahr (2017-2021)	4,7%	2,2%	4,4%	4,7%	5,2%	2,9%	6,0%	4,3%
Marktsegment Markenprodukte (innerhalb des Pharmamarktes)								
Markenproduktpenetration (Umsatzerlöse, in 2016)	13,3%	7,5%	6,0%	11,1%	3,4%	11,8%	32,1%	11,0%
Wachstum pro Jahr (2011-2016)	2,5%	3,5%	0,8%	-1,8%	-1,3%	1,6%	10,8%	
Wachstum pro Jahr (2017-2021)	2,5%	1,3%	1,3%	-1,4%	0,1%	2,0%	5,6%	2,2%
Σ Penetration beider Segmente (Umsatzerlöse, in 2016)***	30,1%	31,8%	19,7%	30,9%	19,4%	23,9%	52,9%	29,0%
CAGR (2017-2021)	3,7%	2,0%	3,5%	2,8%	4,4%	2,4%	5,8%	3,6%

Quellen:

QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021, Mai 2017, S. 42, S. 50.

Datentabelle, QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 - Generics Market und OTC Market.

* Das Marktvolumen des Pharmamarktes wurden von USD in EUR mit einem Wechselkurs von EUR/USD 1,08 umgerechnet.

** Definiert das Verhältnis zwischen den Umsatzerlösen des Generikamarktes und dem gesamten Pharmamarkt.

*** Definiert das Marktvolumen aus dem Generika- und dem Markenproduktmarkt.

2.3.4.4.1 Deutschland

Überblick

175. Im Jahr 2016 belief sich das im deutschen Pharmamarkt generierte Marktvolumen auf EUR 39,9 Mrd., was im Vergleich zum Marktvolumen innerhalb der EU einem Marktanteil von 21,3% entsprach und damit den größten Anteil aller Mitgliedsstaaten darstellt.⁵⁶ Während für das Jahr 2017 ein Marktvolumen i.H.v. EUR 41,4 Mrd. erwartet wird, beläuft sich die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate für den Zeitraum 2017 bis 2021 auf 3,4%.⁵⁷
176. Mit einem Generikamarktanteil von 16,8% am deutschen Pharmamarkt⁵⁸ gehört der deutsche Generikamarkt zu den am weitesten entwickelten Generikamärkten in der EU. Das Marktvolumen von Generika betrug im Jahr 2016 EUR 6,7 Mrd., was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum i.H.v. 4,9% seit dem Jahr 2011 entspricht. Wesentliche Wachstumstreiber waren in diesem Zusammenhang die Jahre 2013 und 2015, wobei der jeweils zugrunde liegende Wachstumstreiber vor allem auf allgemeinen Budgetkürzungen der Krankenkassen basierte.⁵⁹ Während sich im Jahr 2017 das Marktvolumen voraussichtlich auf EUR 7,0 Mrd. beläuft, wird in den Jahren 2017 bis 2021 ein durchschnittliches jährliches Wachstum i.H.v. 4,7% erwartet, sodass im Jahr 2021 das Marktvolumen voraussichtlich auf EUR 8,5 Mrd. ansteigen wird.⁶⁰ Zu den fünf größten Marktteilnehmern gehörten Anfang des Jahres 2017 die Unternehmen Novartis AG, Teva Ltd., STADA, Sanofi S.A. und Torrent Ltd., die kumuliert einen Marktanteil i.H.v. ca. 50,0% erreichten.⁶¹ STADA selbst war in der Vergangenheit in der Lage, sich, gemessen an den Umsatzerlösen, als drittgrößter Anbieter im deutschen Generikamarkt zu etablieren und diese Position über mehrere Jahre zu halten. Neben synthetischen Nachahmerprodukten ist in Deutschland in der Vergangenheit auch die Bedeutung von Biosimilars deutlich gestiegen. Eine wesentliche regulatorische Maßnahme ist in diesem Zusammenhang eine gesetzlich vorgeschriebene Quote für ausgewählte Produkte, die Ärzte bei der Verschreibung von bestimmten Wirkstoffen dazu auffordert, verstärkt Biosimilars zu verschreiben.
177. Markenprodukte hielten im Jahr 2016 einen Marktanteil i.H.v. 13,3% am deutschen Pharmamarkt.⁶² Das Marktvolumen betrug im Jahr 2016 EUR 5,3 Mrd., was einem jährlichen durchschnittlichen Wachstum i.H.v. 2,5% seit dem Jahr 2011 entspricht. Während sich im Jahr 2017 das Marktvolumen voraussichtlich auf EUR 5,5 Mrd. beläuft, wird in den Jahren 2017 bis 2021 ein Wachstum i.H.v. durchschnittlich 2,5% pro Jahr erwartet, sodass im Jahr 2021 das Marktvolumen voraussichtlich auf EUR 6,0 Mrd. ansteigen wird.⁶³ Zu den größten Marktteilnehmern gehörten Anfang des Jahres 2017 die Unternehmen Bayer AG, GlaxoSmithKline PLC., Teva Ltd.,

⁵⁶ Vgl. QuintilesIMS Market Prognosis 2017-2021, Mai 2017, S. 50; Das Marktvolumen des Gesamtpharmamarktes wurden von USD in EUR umgerechnet, wobei sich der Wechselkurs auf EUR/USD 1,08 belief.

⁵⁷ Vgl. QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021, Mai 2017, S. 50; Das Marktvolumen des Gesamtpharmamarktes wurden von USD in EUR umgerechnet, wobei sich der Wechselkurs auf EUR/USD 1,08 belief.

⁵⁸ Definiert den Generikaanteil am Pharmamarkt auf Basis der Marktvolumens.

⁵⁹ Vgl. Datentabelle, QuintilesIMS Market, Prognosis 2017-2021 - Generics Market.

⁶⁰ Vgl. Datentabelle, QuintilesIMS Market, Prognosis 2017-2021 - Generics Market.

⁶¹ Vgl. STADA, Zwischenbericht für die ersten neun Monate, November 2017, S. 55.

⁶² Vgl. STADA, Zwischenbericht für das erste Halbjahr, August 2017, S. 69.

⁶³ Vgl. Datentabelle, QuintilesIMS Market, Prognosis 2017-2021 - OTC Market.

Klosterfrau Zürich AG, Novarits AG und STADA, die kumuliert einen Marktanteil i.H.v. ca. 70,0% erreichen.⁶⁴

Regulatorisches Umfeld zur Preisbestimmung

178. Grundsätzlich ist in Deutschland eine Krankenversicherung für Bürger gesetzlich verpflichtend. Das deutsche Gesundheitssystem sieht in diesem Zusammenhang private und gesetzliche Krankenkassen vor, die prinzipiell alle anfallenden Kosten für verschreibungspflichtige Arzneimittel übernehmen sollen. In Deutschland sind ca. 89,2% der Bevölkerung gesetzlich und ca. 10,8% der Bevölkerung privat krankenversichert.⁶⁵ Das Basissystem zur Regulierung von Arzneimittelpreisen basiert auf einem Referenzpreismodell, welches die Höhe erstattungsfähiger Festbeträge definiert und folglich bei der Festlegung Bezug auf die Erstattungspreise anderer EU-Mitgliedsstaaten nimmt.
179. Allgemein erfolgt die Bestimmung der Festpreise über Produktklassifizierungen, welche Arzneimittel mit vergleichbaren Wirkstoffen abbilden und entsprechende Erstattungspreise auf Basis von Referenzpreisen definieren. Damit Hersteller in ihrer Preisfindung tatsächlich frei sind, müssten Arzneimittel folglich Produkteigenschaften vorweisen, die bisherige Klassifizierungen noch nicht abdecken und somit nicht Teil einer Referenzpreisgruppe sind.
180. Neben der Preisregulierung über ein internationales Referenzpreissystem existieren in Deutschland weitere Bestimmungen und Vorgehensweisen, wie u.a. Ausschreibungsverträge oder gesetzlich fixierte Preisabstände. Letztere Bestimmung sieht in diesem Zusammenhang vor, dass Generika grundsätzlich 10,0% günstiger im Vergleich zum Originalpräparat angeboten werden müssen, falls die Kosten von gesetzlichen Krankenkassen getragen werden. Für den Fall, dass eine Krankenkasse für bestimmte Wirkstoffe keinen Ausschreibungsvertrag unterschrieben hat, gleichzeitig für diese Wirkstoffe aber eine Produktklassifizierung vorliegt, wählt die Apotheke bei Vorlage des Rezepts unter den drei günstigsten Alternativen eigenständig ein Arzneimittel aus.⁶⁶ Der Einfluss von Ärzten bei der Arzneimittelauswahl tritt erst in Kraft, wenn keine Produktklassifizierung für einen Wirkstoff vorliegt, wobei die Arzneimittelauswahl auch hier im Rahmen von vordefinierten Budgets kontrolliert wird. Die Höhe dieser Budgets wird von den Krankenkassen bestimmt und ergibt sich aus unterschiedlichen Faktoren wie u.a. lokale Demografie-Kriterien.
181. Markenprodukte werden in Deutschland i.d.R. über gängige Vertriebskanäle an Kunden und Apotheken vermarktet, wobei keine Preisbindung besteht und der Vertrieb den Absatz von Generika unterstützen soll.

⁶⁴ Vgl. STADA, Zwischenbericht für die ersten neun Monate, November 2017, S. 68.

⁶⁵ Vgl. <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/155823/umfrage/gkv-pkv-mitglieder-und-versichertenzahl-im-vergleich/>, Stand vom 10. November 2017.

⁶⁶ Definiert die sogenannte Aut-idem-Regel: Die Apotheke wählt eines der drei günstigsten Arzneimittel aus, die jeweils aufgrund ihrer Stärke und ihrer Zusammensetzung des Wirkstoffs miteinander zu vergleichen sind (Vgl. <https://www.verbraucherzentrale.de/wissen/gesundheit-pflege/medikamente/rabattvertraege-bei-arzneimitteln-10602>, Stand vom 25. November 2017).

Allgemeine Markttreiber

182. Vor dem Hintergrund, dass der Vertrieb von Generika in Deutschland zu ca. 70,0% über Ausschreibungsverträge geregelt wird, ist die Marktdynamik dieses Produktsegments im Wesentlichen von der Abhängigkeit der Hersteller gegenüber Krankenkassen geprägt, wobei diese Nachfragegruppe sowohl gesetzliche als auch private Krankenkassen umfasst. Die hohe Verhandlungsmacht der gesetzlichen Krankenkassen wird insbesondere daran sichtbar, dass im Jahr 2016 im Rahmen von Ausschreibungsverträgen vergleichsweise hohe Rabatte gegenüber dem eigentlichen Listenpreis gewährt wurden.
183. Neben der Preiskontrolle durch Ausschreibungsverträge sind Pharmaunternehmen regulatorisch vor allem von der jährlichen Anpassung der Festbeträge an internationale Referenzpreise betroffen. In diesem Zusammenhang steigt der Preisabschlag der Festbeträge gegenüber dem Preis vom Originalpräparat sowohl für hochpreisige Generika als auch für günstige Generika, von ca. 20,0% bei Markteinführung auf ca. 60,0% nach fünfzehn Quartalen Produktlaufzeit. Gleichzeitig steigt in der gleichen Betrachtungsperiode die Verdrängungsquote, sodass in den ersten fünfzehn Quartalen nach Markteintritt des ersten Generikums sowohl hochpreisige Generika als auch günstige Generika auf ca. 60,0% ansteigen, was die hohe Penetrationsrate von Generika im deutschen Pharmamarkt noch einmal unterstreicht.⁶⁷
184. Die Nachfrage nach Markenprodukten in Deutschland wird in Zukunft verstärkt von einer höheren Selbstmedikationsrate sowie einer dadurch erhöhten Preissensibilität gekennzeichnet sein. Für den Pharmamarkt wird diese Entwicklung vor allem eine Verlagerung der Distributionswege hin zum Online-Handel bedeuten. Darüber hinaus werden Markenprodukte, die nicht der Apothekenpflicht unterliegen, zukünftig verstärkt in Drogerien und Lebensmittelläden angeboten werden und dadurch zu einer potentiellen Verringerung von Arztbesuchen beitragen.

STADAs aktuelle Marktposition

185. STADA zählt im deutschen Gesundheitsmarkt zu den führenden Anbietern von Generika und Markenprodukten, hat aber in den vergangenen Jahren Marktanteile im Bereich Generika zugunsten einer höheren Profitabilität aufgegeben.
186. Wie auch in der Vergangenheit wird das Generikageschäft in der Zukunft ein wesentlicher Bestandteil von STADAs Geschäftsaktivität in Deutschland bleiben. Während im Geschäftsjahr 2016 die drei wichtigsten Produkte in diesem Segment die Arzneimittel Tilidin Naloxon (Schmerzmittel), Epoetin Zeta (Biosimilar zur Behandlung von Anämie) und Hydromorphone (Schmerzmittel) waren, wird erwartet, dass diese jeweils auch in Zukunft über signifikante Marktanteile in ihrem Referenzmarkt verfügen. Weitere geplante Veränderungen im Produktportfolio betreffen in diesem Zusammenhang den zukünftigen Fokus auf Biosimilars, wobei STADA aufgrund der komplexen Entwicklung dieser Arzneimittelklasse erst mit wesentlichen zusätzlichen Umsatzerlösen ab dem Geschäftsjahr 2020 rechnet (Das Arzneimittel Epoetin Zeta

⁶⁷ Das Absatzvolumen des Originalpräparats wurde nach der Markteinführung von Generika nicht weiter angepasst; vgl. Anlage 8. Absatzvolumen-Verdrängungsquote von Generika.

gehört bereits seit 2016 zu den Top-4-Generika im Konzern). Die zukünftigen Biosimilar-Produkte, welche diese Umsatzerlöse generieren sollen, betreffen in diesem Zusammenhang die Medikamente pegFilgrastim (Leukämie), Rituximab (Krebsimmuntherapie), und Teriparatide (Osteoporose). Wichtige Entwicklungspartner werden dabei, wie in der Vergangenheit, die Unternehmen MabXience und Gedeon Richter sein. Vor dem Hintergrund, dass sich bereits in STADAs aktueller Planung Verzögerungen bei der Entwicklung von Biosimilars bemerkbar machen, sind aufgrund des langwierigen Entwicklungsprozesses in Zukunft durchaus Abweichungen möglich.

187. Während das Wachstum in STADAs Markenprodukt-Segment in der Vergangenheit eher schwach ausgeprägt war, soll das Segment in der Zukunft wieder eine wichtigere Rolle spielen. Die wichtigsten Produkte in diesem Segment umfassten im Geschäftsjahr 2016 die Arzneimittel Grippostad (Erkältung), Ladival (Sonnenschutz) und Hoggar (Schlafstörungen), wobei erwartet wird, dass diese auch in den nächsten Jahren in den Portfolios der Apotheken ausreichend berücksichtigt werden. Im Zuge einer Internationalisierungsstrategie sollen in Zukunft Produkte auch in Deutschland vermarktet werden, welche schon erfolgreich in anderen STADA-Gesellschaften vertrieben werden. Die Internationalisierungsstrategie für Markenprodukte umfasst u.a. Fultium (Vitaminpräparat) und Hedrin (Kopfläusemittel).
188. Auf der Vertriebsseite ist STADA fest im Geschäft mit Ausschreibungsverträgen gegenüber Krankenkassen etabliert. Jedoch ist das Geschäft sehr von regulatorischen Eingriffen beeinflusst und unterliegt einem starken Preiswettbewerb. Das Markenprodukt-Segment wurde dagegen in den vergangenen Jahren als eigenständiger Bereich weiterentwickelt. Darüber hinaus plant das Unternehmen, wie in diesem Segment üblich, in Zukunft die Verkäufe durch gezielte Vertriebsmaßnahmen gegenüber Kunden und Apotheken zu steigern.
189. Insgesamt kann erwartet werden, dass STADA auch in Zukunft seine etablierte Marktposition in den Generika- und Markenprodukt-Segmenten halten kann. Während das Unternehmen bei verschreibungspflichtigen Arzneimitteln auf eine gute Marktpositionierung bauen kann, weist das Markenprodukt-Segment ein starkes Portfolio mit hoher Markenidentität auf.

2.3.4.4.2 Großbritannien

Überblick

190. Im Jahr 2016 belief sich das im britischen Pharmamarkt generierte Marktvolumen auf EUR 22,5 Mrd., was im Vergleich zum Marktvolumen innerhalb der EU einem Marktanteil von 12,2% entsprach.⁶⁸ Während für das Jahr 2017 ein Marktvolumen i.H.v. EUR 23,7 Mrd. erwartet wird, beläuft sich die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate für den Zeitraum 2017 bis 2021 auf 4,7%.⁶⁹

⁶⁸ Vgl. QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021, Mai 2017, S. 50; Das Marktvolumen des Gesamtpharmamarktes wurden von USD in EUR umgerechnet, wobei sich der Wechselkurs auf EUR/USD 1,08 belief.

⁶⁹ Vgl. QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021, Mai 2017, S. 49; Das Marktvolumen des Gesamtpharmamarktes wurden von USD in EUR umgerechnet, wobei sich der Wechselkurs auf EUR/USD 1,08 belief.

191. Mit einem Generikamarktanteil von 24,3% am britischen Pharmamarkt gehört Großbritannien neben Deutschland zu den Ländern mit dem größten relativen Marktanteil von Generikaprodukten. Das Marktvolumen von Generika betrug im Jahr 2016 EUR 5,5 Mrd., was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum i.H.v. 10,1% seit dem Jahr 2011 entspricht. Das Wachstum verteilte sich in diesem Zeitraum weitestgehend gleich, wobei zu den wichtigsten Wachstumstreibern regulatorische Maßnahmen wie zum Beispiel eine Verschreibungsdirektive von kostengünstigen Arzneimitteln gehörten.⁷⁰ Während sich das Marktvolumen im Jahr 2017 voraussichtlich auf EUR 5,9 Mrd. beläuft, wird in den Jahren 2017 bis 2021 ein weiteres durchschnittliches jährliches Wachstum i.H.v. 2,2% erwartet, sodass im Jahr 2021 das Marktvolumen voraussichtlich auf i.H.v. EUR 6,4 Mrd. ansteigen wird.⁷¹ Der Rückgang des prognostizierten Wachstums bis zum Jahr 2021 ist u.a. damit zu begründen, dass in der Vergangenheit zwischen den Jahren 2014 bis 2016 hohes Wachstum generiert werden konnte,⁷² welches sich jedoch aufgrund des bereits sehr hohen Anteils des Generikamarkts am Pharmamarkt und der damit zunehmenden Sättigung sich in Zukunft nicht fortsetzen lässt. Zu den fünf größten Marktteilnehmern gehörten Anfang des Jahres 2017 die Unternehmen Teva Ltd., Chiesi S.p.A., Mylan Inc., Mundipharma GmbH und Sanofi S.A., die kumuliert einen Marktanteil i.H.v. ca. 42,0% erreichten.
192. Markenprodukte hielten im Jahr 2016 einen Marktanteil i.H.v. 7,5% am britischen Pharmamarkt. Das Marktvolumen betrug im Jahr 2016 EUR 1,7 Mrd., was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum i.H.v. 3,5% seit dem Jahr 2011 entspricht. Während sich im Jahr 2017 das Marktvolumen voraussichtlich auf EUR 1,7 Mrd. beläuft, wird in den Jahren 2017 bis 2021 ein Wachstum i.H.v. durchschnittlich 1,3% pro Jahr erwartet, sodass im Jahr 2021 das Marktvolumen voraussichtlich auf EUR 1,8 Mrd. ansteigen wird.⁷³ Zu den fünf größten Marktteilnehmern gehörten Anfang des Jahres 2017 die Unternehmen Johnson & Johnson Corp., Reckitt Benckiser PLC, GlaxoSmithKline PLC, STADA und Perrigo PLC, die kumuliert auf einen Marktanteil i.H.v. ca. 75,0% kamen.⁷⁴

Regulatorisches Umfeld zur Preisbestimmung

193. Grundsätzlich ist in Großbritannien die National Health Service (NHS) Behörde für die Krankenversicherung der Bürger und die Preisregulierung von Arzneimitteln zuständig. Darüber hinaus sind ca. 11,0% der Bevölkerung über private Krankenkassen versichert. Prinzipiell basieren die Bestimmungen zur Preisregulierung auf vordefinierten Produktgruppen, welche sich im Allgemeinen in verschreibungspflichtige markengeschützte Arzneimittel, wie zum Beispiel patentgeschützte Medikamente, Markengenerika und Generika, sowie nicht-verschreibungspflichtige Markenprodukte untergliedern.

⁷⁰ Vgl. Deloitte, 2015 Life Sciences Outlook, Dezember 2014, S. 3; Datentabelle, QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 - Generics Market.

⁷¹ Vgl. Datentabelle, QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 - Generics Market.

⁷² Vgl. Datentabelle, QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 - Generics Market.

⁷³ Vgl. Datentabelle, QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 - OTC Market.

⁷⁴ Vgl. STADA, Zwischenbericht für die ersten neun Monate, November 2017, S. 70.

194. Sofern Hersteller von verschreibungspflichtigen markengeschützten Arzneimitteln, wie zum Beispiel patentgeschützte Medikamente oder Markengenerika, diese an staatliche Einrichtungen wie die NHS vertreiben, unterliegen sie i.d.R. dem "Pharmaceutical Price Regulation Scheme" (PPRS), welches ein Instrument zur Preiskontrolle darstellt und trotz seines grundsätzlich freiwilligen Charakters ca. 90,0% aller an die NHS verkauften Arzneimittel kontrolliert. Im Gegensatz zum Referenzpreissystem konzentriert sich das PPRS auf die tatsächliche Preisfindung von Medikamenten und agiert daher als ein Instrument zur Kontrolle der Profitabilität von Pharmaunternehmen. Während die Hersteller bei der Markteinführung in der Preisfindung prinzipiell frei sind, werden diese dennoch eingeschränkt, sollten die vorgeschlagenen Preise nicht den Preisvorstellungen der Gesundheitsbehörden entsprechen. Da das britische Gesundheitssystem kein internationales Referenzpreissystem vorsieht, nimmt die offizielle Preiseinschätzung keinen Bezug auf geltende Festbeträge im Ausland. Darüber hinaus unterliegen die Hersteller von markengeschützten Arzneimitteln, wie patentgeschützte Medikamente oder Markengenerika, einer allgemeinen Gewinndeckelung, welche sie dazu verpflichtet, Überschusserträge zu einem späteren Zeitpunkt an die NHS zurückzuerstatten, sollten Ausgaben der NHS über vereinbarten Budgetzielen gelegen haben. Vor dem Hintergrund, dass die PPRS-Regelungen in der Anwendung für Unternehmen freiwillig sind, mussten in der Vergangenheit Hersteller, die sich den Regelungen nicht anschließen wollten, der NHS grundsätzlich einen Preisnachlass i.H.v. 15,0% auf den staatlichen Listenpreis gewähren. Für die Zukunft ist geplant, diese fixierten Preisabstände abzuschaffen und stattdessen Hersteller dazu zu verpflichten, die erwirtschafteten Überschussgewinne an die NHS zurückzuerstatten.
195. Verschreibungspflichtige Generika unterliegen in Großbritannien im Allgemeinen keinen Preisbestimmungen, sondern sollten im Wettbewerb effizient eingepreist werden. Unabhängig von diesem Grundsatz müssen Hersteller jedoch beachten, dass die erstattungsfähigen Festbeträge für Generika vom Gesundheitsministerium bestimmt werden und damit indirekt eine Preiskontrolle ausgeübt wird. Die Höhe des Festbetrags erfolgt nach Produktklassifizierungen, welche wiederum für jede Klasse ein Preisniveau definieren und sich auf Basis von im Markt verlangten Listenpreisen ableiten. Da die NHS keine Kosten oberhalb dieses Festbetrags erstattet, müssen Patienten im Falle eines Erwerbs eines hochpreisigen Arzneimittels die Differenz selbst bezahlen.
196. Markenprodukte in Großbritannien unterliegen in ihrer Preisfindung prinzipiell keinen gesetzlichen Vorschriften. Vereinzelte Ausnahmen betreffen lediglich Produkte, welche an die staatliche Gesundheitsbehörde vertrieben werden.
197. Darüber hinaus sieht das britische Gesundheitssystem weitere Bestimmungen und Regelungen zur Verbesserung des Allgemeinwohls vor. Diese beinhalten u.a. die Vorschrift, dass verschreibungspflichtige Arzneimittel zu 100,0% erstattet werden müssen, wenn die begünstigten Patienten jünger als 18 Jahre bzw. älter als 60 Jahre sind oder bestimmte Krankheitsbilder aufweisen. Des Weiteren werden die etwa 35.000 Ärzte von 220 klinischen Kommissionen überwacht, welche Rezepturen von Arzneimitteln kontrollieren und die verschreibenden Ärzte dazu anhalten, Kosten gegenüber der NHS einzusparen. Durch die indirekte Verschreibungsordnung sollen bis zu 80,0% der Absatzmenge aller verschriebenen Arzneimittel mit Generika gedeckt werden.

Wie auch in Deutschland existiert darüber hinaus eine Preiskontrolle über Ausschreibungsverträge, wobei dieser Mechanismus ausschließlich bei Arzneimittelverkäufen gegenüber öffentlich betriebenen Krankenhäusern erfolgt.

Allgemeine Markttreiber

198. Vor dem Hintergrund, dass das Gesundheitssystem in Großbritannien im Wesentlichen von der NHS gesteuert wird, gehört die Generikapenetration i.H.v. ca. 24,3% des Marktvolumens zu den höchsten in Europa. Während durch den staatlichen Einfluss die Preise der verschreibungspflichtigen Medikamente stark reguliert sind, ist der Vertriebs Erfolg abhängig von der Handelsmarge der Produkte für die Apotheken. Diese Verhandlungsmacht der Apotheken begründet sich daraus, dass Ärzte in Großbritannien das Rezept für verschreibungspflichtige Medikamente nicht auf konkrete Arzneimittel ausstellen, sondern lediglich den notwendigen Wirkstoff nennen. Darüber hinaus kommt hinzu, dass in Großbritannien im Gegensatz zu Deutschland auch Apothekenketten erlaubt sind. Arzneimittelhersteller sind folglich darum bemüht, durch attraktive Einkaufskonditionen Apotheken dazu zu bewegen, die eigenen Arzneimittel zu verkaufen.
199. Da die Preisfindung von Generika im Wettbewerb effizient durch Angebot und Nachfrage erfolgt, fällt das Preisniveau insbesondere in Bereichen mit einer hohen Wettbewerbsintensität relativ niedrig aus. Gleichzeitig hindert die effiziente Preisfindung Herstellern nicht daran, in Nischenmärkten eine hohe Profitabilität zu erzielen. Dieser Kontrast zwischen hochpreisigen und günstigen Generika zeigt sich auch in der Kaufpreiserosion innerhalb der ersten fünfzehn Quartale nach Markteintritt des ersten Generikums. Während der Preisabschlag bei hochpreisigen Generika im Vergleich zum Originalpräparat aus Nischensegmenten faktisch nicht existent ist, steigt der Preisabschlag von günstigeren Generika in den ersten fünfzehn Quartalen auf ca. 80,0%.⁷⁵ Gleichzeitig ist festzustellen, dass die Verdrängungsquote von günstigen Generika in den ersten fünfzehn Quartalen auf ca. 75,0%, bzw. in der gleichen Betrachtungsperiode hochpreisige Generika auf ca. 50,0% steigen.⁷⁶
200. Neben den regulatorischen Einflussfaktoren ist einer der wesentlichen weiteren Markttreiber in Großbritannien eine traditionell hohe Nachfrage nach Medikamenten zur Selbstmedikation. Um die Produkte für Kunden auf verschiedenen Verkaufsplattformen, wie Supermärkte, Apotheken und Online-Plattformen, sichtbar zu machen, hat dieses Konsumverhalten für die Hersteller vor allem hohe Werbeaufwendungen zur Folge. Im Vergleich zu anderen europäischen Gesundheitssystemen gilt der britische Markt als bereits sehr fortgeschritten, wenn es darum geht, verschreibungspflichtige Arzneimittel durch Markenprodukte zu ersetzen.
201. Vor dem Hintergrund des BREXIT und den damit einhergehenden Unsicherheiten ist zu berücksichtigen, dass das staatliche Gesundheitssystem in Zukunft möglichen Budgetkürzungen unterliegen kann, sodass die Umsatzerlöse für Pharmaunternehmen in der Folge negativ beeinflusst werden könnten.

⁷⁵ Der Verkaufspreis des Originalpräparats wurde nach der Markteinführung von Generika nicht weiter angepasst; Anlage 9. Preisniveau von Generika im Vergleich zu Originalpräparaten.

⁷⁶ Das Absatzvolumen des Originalpräparats wurde nach der Markteinführung von Generika nicht weiter angepasst; Anlage 10. Verdrängungsquote von Generika.

STADAs aktuelle Marktposition

202. STADA zählt im britischen Gesundheitsmarkt zu den führenden Anbietern von Markenprodukten. Während STADA in der Vergangenheit nur sehr selektiv im Generika-Segment aufgetreten ist, plant das Unternehmen diesen Geschäftsbereich in Zukunft deutlich auszubauen.
203. In den vergangenen Jahren wurde die Marktposition durch diverse Akquisitionen gefestigt. Das Ende 2014 akquirierte Tochterunternehmen Internis Pharmaceuticals Ltd., ein führender Anbieter von verschreibungspflichtigen Vitamin D3 Präparaten, als auch die in 2014 akquirierte dermatologische Serie Flexitol trugen hierzu bei.
204. Zu den wichtigsten Markenprodukten in Großbritannien werden in den nächsten Jahren die Arzneimittel Fultium (Vitaminpräparat), Covonia (Hustenmittel) und Hedrin (Kopfläusemittel) gehören. Darüber hinaus sollen neben den Umsatzerlösen aus Arzneimitteln, die seit ihrer Produktentwicklung für den britischen Markt bestimmt sind, in Zukunft ebenfalls Umsatzerlöse durch STADAs Internationalisierungsaktivitäten erzielt werden.
205. Neben dem Geschäft mit herkömmlichen Markenprodukten stieg STADA im Dezember 2015 durch den Erwerb der Gesellschaft Socialites in das Geschäftsfeld Vaping (Raucherentwöhnung) ein. Während das Unternehmen Vaping-Produkte in Großbritannien etabliert hat, plant STADA, den Absatz verstärkt auch auf andere europäische Länder auszurichten. Der Erfolg dieser Strategie wird insbesondere von der regulatorischen Entwicklung abhängig sein und der Frage, ob zukünftig Vaping-Produkte als tatsächliche Arzneimittel anerkannt werden und es Ärzten dadurch zukünftig gestattet ist, Empfehlungen für Produkte dieser Art auszusprechen.
206. Im Gegensatz zum Markenproduktgeschäft spielten STADAs Umsatzerlöse im Generika-Segment in Großbritannien in den vergangenen Jahren lediglich eine untergeordnete Rolle. In Zukunft plant das Unternehmen jedoch das Segment deutlich auszubauen und einen neuen Generika-Marktauftritt zu etablieren. Strategische Überlegungen umfassen in diesem Zusammenhang zum Beispiel einen höheren Fokus auf Ausschreibungsverträge gegenüber öffentlichen Krankenhäusern, wo sich das Unternehmen aufgrund der angeeigneten Expertise aus anderen Absatzmärkten gut aufgestellt sieht. Auf Produktebene plant das Unternehmen in Zukunft ebenfalls das Portfolio deutlich auszubauen, wobei der Schwerpunkt der Generika-Pipeline auf neuen Wirkstoffen liegt und in den nächsten Jahren daher mit einer höheren Profitabilität von Generika gerechnet werden kann.
207. Insgesamt kann erwartet werden, dass STADA in Großbritannien weiter wachsen wird. Während STADA im Markenproduktgeschäft in der Vergangenheit durch gezielte Übernahmen zu einem der wichtigsten Marktteilnehmer herangewachsen ist, soll in den nächsten Jahren das Generika-Segment ausgebaut werden.

2.3.4.4.3 Italien

Überblick

208. Im Jahr 2016 belief sich das im italienischen Pharmamarkt generierte Marktvolumen auf EUR 26,1 Mrd. und stellte damit den drittgrößten Markt innerhalb der EU dar. Während für das Jahr 2017 ein Marktvolumen i.H.v. EUR 27,7 Mrd. erwartet wird, beläuft sich die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate für den Zeitraum 2017 bis 2021 auf 2,4%.⁷⁷
209. Mit einem Generikamarktanteil von 13,7% am italienischen Pharmamarkt gehört Italien innerhalb Europas zu den Ländern mit einem relativ niedrigen Marktanteil von Generikaprodukten. Maßgeblich verantwortlich für diesen niedrigen Anteil ist die traditionell hohe Nachfrage nach Originalpräparaten und Markenprodukten. Das Marktvolumen von Generika betrug im Jahr 2016 EUR 3,6 Mrd., was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum i.H.v. 8,0% seit dem Jahr 2011 entspricht. Das Wachstum fiel dabei in den ersten Jahren mit ca. 11,4% stärker aus als gegen Ende des Betrachtungszeitraums. Wichtigster Wachstumstreiber war dabei der bisher relativ niedrige Anteil des Generikamarktes am italienischen Pharmamarkt, welcher sich jedoch aufgrund allgemeiner Budgetrestriktionen in den vergangenen Jahren stetig erhöhte.⁷⁸ Während sich das Marktvolumen im Jahr 2017 voraussichtlich auf EUR 3,8 Mrd. beläuft, wird in den Jahren 2017 bis 2021 ein durchschnittliches jährliches Wachstum i.H.v. 4,4% erwartet, sodass im Jahr 2021 das Marktvolumen voraussichtlich auf EUR 4,6 Mrd. ansteigen wird.⁷⁹ Zu den fünf größten Marktteilnehmern gehörten Anfang des Jahres 2017 die Unternehmen Mylan Inc., Teva Ltd., Novartis AG, STADA und Doc Generics Ltd., die kumuliert einen Marktanteil i.H.v. ca. 32,0% erreichten. STADA selbst war in der Vergangenheit in der Lage, sich, gemessen an den Umsatzerlösen, als viertgrößter Anbieter im italienischen Generikamarkt zu etablieren und diese Position über mehrere Jahre zu halten.
210. Markenprodukte hielten im Jahr 2016 einen Marktanteil i.H.v. 6,0% am italienischen Pharmamarkt. Das Marktvolumen betrug im Jahr 2016 EUR 1,6 Mrd., was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum i.H.v. 0,8% seit dem Jahr 2011 entspricht.⁸⁰ Während sich im Jahr 2017 das Marktvolumen voraussichtlich auf EUR 1,6 Mrd. beläuft, wird in den Jahren 2017 bis 2021 ein durchschnittliches jährliches Wachstum i.H.v. 1,3% erwartet, sodass im Jahr 2021 das Marktvolumen voraussichtlich auf EUR 1,7 Mrd. ansteigen wird.⁸¹ Im Gegensatz zu anderen europäischen Märkten konzentriert sich die Anzahl der Marktteilnehmer auf wenige Unternehmen.

⁷⁷ Vgl. QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021, Mai 2017, S. 50; Das Marktvolumen des Pharmamarktes wurden von USD in EUR umgerechnet, wobei sich der Wechselkurs auf EUR/USD 1,08 belief.

⁷⁸ Vgl. <http://www.pharmavoice.com/article/2015-09-italy/>, Stand vom 27. November 2017; Datentabelle, QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 - Generics Market.

⁷⁹ Vgl. Datentabelle, QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 - Generics Market.

⁸⁰ Vgl. Datentabelle, QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 - OTC Market.

⁸¹ Vgl. Datentabelle, QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 - OTC Market.

Regulatorisches Umfeld zur Preisbestimmung

211. Grundsätzlich garantiert der italienische Staat seinen Bürgern eine elementare Krankenversicherung zur Befriedigung der allgemeinen medizinischen Bedürfnisse. Das Preisniveau von Originalpräparaten und Generika, das Pharmaunternehmen in Italien ansetzen dürfen, wird von der italienische Medikamentenbehörde (AIFA) gesteuert, welche ca. 65,0% aller in Italien zugelassenen Medikamente zurückerstattet. Die Preisfindung basiert in diesem Zusammenhang auf einem Referenzpreissystem, das vergleichbar mit den anderen europäischen Standards ist. Prinzipiell werden die Kosten für Arzneimittel nur erstattet, wenn diese essentielle verschreibungspflichtige Medikamente, wie Produkte zur Behandlung von chronischen Krankheiten, darstellen oder nur unter Aufsicht von Experten verabreicht werden dürfen. Nicht zurückerstattet werden dagegen Arzneimittel, die nicht verschreibungspflichtig sind bzw. von der Gesundheitsbehörde als nicht essentiell notwendige Medikamente eingestuft werden.
212. Die Bestimmung des Festbetrags erfolgt maßgeblich auf Basis von Kriterien, wie zum Beispiel dem therapeutischen Wert, europäischen Referenzpreisen, potentieller Patientenkreis und therapeutischer Innovationsgrad. Sobald es zu einer Einigung zwischen der staatlichen Behörde und dem Hersteller kommt, hat diese eine Gültigkeit von 24 Monaten, wobei eine Veröffentlichung aktueller Festbeträge auf monatlicher Ebene erfolgt. Als allgemeiner Richtwert bei der Festpreisfindung gilt, dass der Bruttopreis den Herstellerpreis und zusätzliche Aufschläge für Handel und Apotheken decken darf. Die Bestimmung des Festbetrags von Generika unterscheidet sich nicht zu den Verfahren für andere Medikamente. Grundsätzlich gilt jedoch, dass Patienten ein fixierter Preisabstand i.H.v. mindestens 20,0% gegenüber dem Originalpräparat eingeräumt werden muss. Tatsächlich lässt sich im italienischen Markt jedoch beobachten, dass der Preisabschlag bei der Markteinführung neuer Generika bei ca. 60,0% liegt. Unabhängig von dem staatlich definierten Festbetrag ist es in Italien jedoch durchaus üblich, dass der Verkaufspreis von einzelnen Generika auch über dem Festbetrag liegen kann und dass Patienten bereit sind die Differenz zum Festbetrag selbst zu bezahlen. Dieses Szenario tritt i.d.R. dann ein, wenn die verschreibenden Ärzte bei der Rezepterstellung explizit erwähnen, dass nur ein bestimmtes, hochpreisigeres, Generikum verkauft werden darf, sodass die Apotheken dieses nicht durch günstigere Substitute ersetzen dürfen.
213. Arzneimittel, die nicht erstattet werden, unterliegen zur Vermeidung von Missbrauch ebenfalls einer allgemeinen Kontrolle. In diesem Zusammenhang müssen Hersteller daher u.a. beachten, dass potentielle Preiserhöhungen von nicht erstattungsfähigen Medikamenten ausschließlich in ungeraden Jahren zulässig sind und die Zielinflationsrate nicht übertreffen dürfen.

Allgemeine Markttreiber

214. Vor dem Hintergrund, dass in Italien Ärzte bei der Arzneimittelverschreibung neben dem Wirkstoff auch das Produkt verschreiben dürfen, sind Anbieter insbesondere darum bemüht, positive Produkteigenschaften über Markenidentitäten ins Bewusstsein der Ärzte zu rufen. Zudem müssen Hersteller auch die Apotheken in ihre Vertriebsaktivitäten einbinden.
215. Obwohl aufgrund einer stark fragmentierten Apothekenstruktur in Italien deren Nachfragemacht begrenzt sein sollte, erwarten Apotheken bei der Produktbestellung i.d.R. Preisnachlässe

oder ähnliche Anreize von Herstellern, die sich meistens in der Lieferung von Markenprodukten widerspiegeln. In Zukunft könnte sich die Verhandlungsposition von Apotheken noch weiter verbessern, da die italienische Regierung seit dem Jahr 2017 auch die Geschäftstätigkeit von Apothekenketten gestattet.⁸²

216. Während das italienische Gesundheitssystem prinzipiell Generika präferiert, sind markengeschützte Arzneimittel unter Endverbrauchern stark etabliert. Dieser Trend ist u.a. auch durch die Verschreibungspraxis der Ärzte getrieben. Insgesamt lässt sich jedoch ein stetiger Anstieg an Generikaabsatzmengen festhalten, der u.a. auch auf Eigenbeteiligung der Patienten für Originalprodukte zurückzuführen ist. Im Vergleich zu anderen europäischen Ländern ist die Kaufpreiserosion in Italien relativ moderat, sodass in den ersten fünfzehn Quartalen nach der Markteinführung eines Generikums, bei hochpreisigen Generika der Preisabschlag von ca. 35,0% auf ca. 45,0% steigt, bzw. der Preisabschlag bei günstigen Generika von ca. 55,0% auf ca. 70,0%.⁸³ Vor dem Hintergrund der niedrigen Generikapenetrationsrate ist eine niedrige Verdrängungsquote zu erwarten. Bei Betrachtung des relativen Generikaanteils in den ersten fünfzehn Quartalen nach Markteintritt eines Generikums lässt sich jedoch erkennen, dass die Absatzvolumen-Verdrängungsquote lediglich bei günstigen Generika mit ca. 20,0% niedrig ausfällt. Hochpreisige Generika weisen dagegen eine Absatzvolumen-Verdrängungsquote von ca. 100,0% aus, sodass nach fünfzehn Quartalen das Absatzvolumen von Generika dem der Originalpräparate entspricht.⁸⁴

STADAs aktuelle Marktposition

217. STADA zählt im italienischen Gesundheitsmarkt zu den führenden Anbietern von Generika. Im Bereich Markenprodukte ist STADA ebenfalls vertreten, wobei sich das Unternehmen hier in der Vergangenheit insbesondere durch Einlizenzierungen im Bereich Erkältungsmedikamente vergrößern konnte.
218. Im Generikamarkt ist STADA im Allgemeinen in der Lage, sich in einem relativ stabilen Markt zu behaupten und als viertgrößter Anbieter zu agieren. Vor dem Hintergrund der relativ starken Marktposition von Apotheken ist STADA mit der eigenen Vertriebsstruktur gut positioniert, um auch in Zukunft vom weiteren Marktwachstum zu profitieren. Die drei wichtigsten Generika im Jahr 2016 waren die Arzneimittel Pantoprazol (Protonenpumpenhemmer), Lansoprazol (Protonenpumpenhemmer) und Repaglinid (Magentherapeutikum), die jeweils über signifikante Marktanteile in ihrem Referenzmarkt verfügten. In der Zukunft wird erwartet, dass vor allem die Medikamente Pantoprazol (Protonenpumpenhemmer) und Lansoprazol (Protonenpumpenhemmer) sowie Cholecalciferol (Vitaminpräparat) weiter wachsen werden. Neben den etablierten Generika plant STADA ebenfalls neue Arzneimittel auf den Markt zu bringen, wobei die Produktpipeline sich vor allem auf margenstabile Wirkstoffgruppen konzentriert und folglich in Zukunft mit einer höheren Profitabilität gerechnet werden kann.

⁸² Vgl. Quintiles IMS, Consumer Health OTC Review, 2017, S. 188.

⁸³ Der Verkaufspreis des Originalpräparats wurde nach der Markteinführung von Generika nicht weiter angepasst; Anlage 9. Preisniveau von Generika im Vergleich zu Originalpräparaten.

⁸⁴ Das Absatzvolumen des Originalpräparats wurde nach der Markteinführung von Generika nicht weiter angepasst; Anlage 10. Verdrängungsquote von Generika.

219. STADAs Geschäftsaktivität im Markenprodukt-Segment war in der jüngeren Vergangenheit von der Beendigung eines Distributionsvertrages mit einem Vertriebspartner geprägt. Vor diesem Hintergrund plant das Unternehmen, den Vertrieb eigener Produkte auszubauen und dabei insbesondere auf die vorhandenen Strukturen der Tochtergesellschaft Crinos S.p.A. zurückzugreifen. Im Produktportfolio wird erwartet, dass zu den wichtigsten Arzneimitteln in Zukunft die Produkte Soldesam (Antiinflammatorikum), Hirudoid (Dermatologie), Valpinax (Psychopharmaka) und Keraflox (Antibiotikum) gehören werden und diese im Rahmen gezielter Werbemaßnahmen höhere Umsatzerlöse generieren sollen.
220. Insgesamt kann erwartet werden, dass STADA seine etablierte Marktposition im italienischen Generikamarkt beibehalten wird und vom zukünftigen Marktwachstum profitieren kann. Der Erfolg des Markenproduktbereichs wird im Wesentlichen davon abhängig sein, inwieweit STADA den Wegfall der Umsatzerlöse mit Produkten eines externen Vertriebspartners zukünftig durch eigene Vertriebsleistungen kompensieren kann.

2.3.4.4.4 Frankreich

Überblick

221. Im Jahr 2016 belief sich das im französischen Pharmamarkt generierte Marktvolumen auf EUR 29,9 Mrd. und stellte damit den zweitgrößten Markt innerhalb der EU dar. Während für das Jahr 2017 ein Marktvolumen i.H.v. EUR 30,9 Mrd. erwartet wird, beläuft sich die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate für den Zeitraum 2017 bis 2021 auf ca. 2,2%.⁸⁵
222. Mit einem Generikamarktanteil von 19,8% am französischen Pharmamarkt zählt Frankreich innerhalb Europas zu den Ländern mit einem relativ hohen Marktanteil von Generikaprodukten. Das Marktvolumen von Generika betrug im Jahr 2016 EUR 5,9 Mrd., was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum i.H.v. 5,6% seit dem Jahr 2011 entspricht. Innerhalb dieses Betrachtungszeitraums schwächte sich das Wachstum von 12,8% auf 5,1% ab, wobei diese Entwicklung im Wesentlichen auf einer steigenden Wettbewerbsintensität basierte und auf damit einhergehenden Preiskämpfen.⁸⁶ Während sich im Jahr 2017 das Marktvolumen voraussichtlich auf EUR 6,3 Mrd. beläuft, wird in den Jahren 2017 bis 2021 ein durchschnittliches jährliches Wachstum i.H.v. 4,7% erwartet, sodass am Ende der Periode der französische Generikamarkt ein Marktvolumen i.H.v. EUR 7,5 Mrd. erwirtschaften soll.⁸⁷ Zu den zwei größten Marktteilnehmern gehörten Anfang des Jahres 2017 die Unternehmen Mylan Inc. und Servier S.A.S, die kumuliert einen Marktanteil von ca. 40,0% erreichten. STADA selbst agiert gemessen an den Umsatzerlösen lediglich auf dem achten Rang im französischen Generikamarkt, wobei das Unternehmen in der Vergangenheit diese Position durchgängig halten konnte.
223. Markenprodukte hielten im Jahr 2016 einen Marktanteil i.H.v. ca. 11,1% am französischen Pharmamarkt. Das Marktvolumen betrug im Jahr 2016 EUR 3,3 Mrd., was einem durchschnittlichen jährlichen Rückgang i.H.v. 1,8% seit dem Jahr 2011 entspricht. Wie auch der Generikamarkt

⁸⁵ Vgl. Datentabelle, QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021, Mai 2017, S. 50; Das Marktvolumen des Gesamtpharmamarktes wurden von USD in EUR umgerechnet, wobei sich der Wechselkurs auf EUR/USD 1,08 belief.

⁸⁶ Vgl. Datentabelle, QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 - Generics Market.

⁸⁷ Vgl. Datentabelle, QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 - Generics Market.

charakterisiert sich der französische Markenproduktmarkt durch eine hohe Wettbewerbsintensität, in dem das Preisniveau vor allem durch großvolumige Aufträge etablierter Marktteilnehmer bestimmt wird. Während sich im Jahr 2017 das Marktvolumen voraussichtlich auf EUR 3,3 Mrd. beläuft, wird in den Jahren 2017 bis 2021 im Durchschnitt ein weiterer jährlicher Rückgang i.H.v. 1,4% erwartet, sodass am Ende der Periode der französische Markenproduktmarkt ein Marktvolumen i.H.v. EUR 3,1 Mrd. erwirtschaften soll.⁸⁸ Zu den fünf größten Marktteilnehmern gehörten im Jahr 2016 die Unternehmen Sanofi S.A., Pierre Fabre S.A., Bristol-Myers Corp., Mylan Inc. und Bayer AG, die kumuliert einen Marktanteil i.H.v. ca. 42,7% erreichten.

Regulatorisches Umfeld zur Preisbestimmung

224. Das französische Gesundheitssystem basiert primär auf der gesetzlichen Krankenversicherung für ca. 90,0% der französischen Bevölkerung und bietet eine fast vollständige Versorgung mit Arzneimitteln an. Ähnlich wie in Deutschland, ist eine Krankenversicherung für die Bürger in Frankreich verpflichtend. Neben der gesetzlichen Krankenversicherung verfügen darüber hinaus ca. 95,0% der Bevölkerung über eine private Zusatzversicherung, die weitere potentielle Belastungen durch Selbstbeteiligungen abdeckt. Vor dem Hintergrund, dass der französische Staat als regulatorische Institution und gleichzeitig größter Kunde im nationalen Pharmamarkt agiert, gilt das französische Gesundheitssystem allgemein als sehr hochwertiges und kostengünstiges System.
225. Grundsätzlich erfolgt die Preiskontrolle von in Frankreich vermarkteten Arzneimitteln durch das französische Gesundheitsministerium. Ähnlich wie in anderen EU-Ländern basiert die Festpreisbestimmung auf unterschiedlichen Produktklassifizierungen, deren Preisniveaus sich an internationalen Referenzpreisen orientieren.⁸⁹ Da der tatsächliche Festbetrag jedoch vom französischen Gesundheitsministerium bestimmt wird, kann es aufgrund von staatlichen Haushaltszielen jederzeit zu Preisanpassungen kommen. Die Bestimmung des Festbetrags von Generika unterscheidet sich nicht von den Verfahren für andere verschreibungspflichtige Medikamente. Grundsätzlich gilt jedoch, dass Patienten mindestens ein fixierter Preisabstand i.H.v. 60,0% gegenüber dem Originalpräparat eingeräumt wird und, dass dieser nach 18 Monaten Laufzeit um weitere 7,0% erhöht werden muss.
226. Die Auswahl, ob Patienten letztendlich ein Originalpräparat oder ein Generikum zusteht, treffen i.d.R. die Apotheken, denen grundsätzlich das Recht eingeräumt wird, unabhängig von dem verschriebenen Rezept auch Substitute zu vertreiben. Aufgrund von staatlich festgelegten Zielquoten und attraktiven Preisabschlägen vom Festbetrag werden für Apotheken Anreize für den Verkauf der kostengünstigeren Generika geschaffen. Insbesondere der Preisabschlag vom Festpreis wurde in der Vergangenheit von regulatorischer Seite weiter intensiviert, indem dieser von ursprünglich 17,0% auf 40,0% ausgeweitet wurde. Darüber hinaus wird die anvisierte Generikapenetration auch über Ärzte gesteuert, die bei der Rezeptverschreibung vor allem Wirkstoffe berücksichtigen müssen, die durch entsprechende Generika gedeckt sind.

⁸⁸ Vgl. Datentabelle, QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 - OTC Market.

⁸⁹ Vgl. Generic Medicines, European Generic Medicines Markets, 2016, S. 7.

Allgemeine Markttreiber

227. Durch die zentrale Rolle des französischen Staates im Gesundheitssystem spielt die Politik in der Marktentwicklung eine wesentliche Rolle. So wurde im Jahr 2017 im Rahmen nationaler Kosteneinsparprogramme festgelegt, dass die Ausgaben für Generika um EUR 340,0 Mio. reduziert werden mussten, was vor dem Hintergrund des staatlichen Gesundheitssystems und der daraus resultierenden Marktmacht des französischen Staates als Nachfrager und Krankenkasse zu einem erhöhten Margendruck der Hersteller führte. Für das Jahr 2018 plant das französische Gesundheitsministerium weitere allgemeine Einsparungen i.H.v. EUR 260,0 Mio., die arzneimittelübergreifend durch niedrigere Festbeträge erreicht werden sollen.
228. Neben des Einflusses des Staates üben auch Apotheken eine starke Marktmacht aus. Obwohl ähnlich wie in Deutschland oder Spanien, in Frankreich keine Apothekenketten erlaubt sind, haben Apotheken aufgrund von gemeinsamen Einkaufsgruppen einen erheblichen Einfluss auf gewährte Preisabschläge und Sonderkonditionen. In diesem Umfeld sind insbesondere Hersteller mit großen Produktportfolien, Skaleneffekten und etablierten Vertriebskanälen aktiv.
229. Der französische Markt für Markenprodukte ist allgemein von einem sehr intensiven Wettbewerb über alle Produktsegmente hinweg geprägt. Eine erfolgreiche Marktbekämpfung ist vor allem von einem starken Produktportfolio mit einer starken Markenidentifikation und entsprechend hohem Werbeaufwand verbunden. Damit die beworbenen Produkte auch tatsächlich für Kunden verfügbar sind, kommt in diesem Zusammenhang Apotheken eine tragende Rolle zu, welche die Markenprodukte kontinuierlich auf Lager halten müssen.

STADAs aktuelle Marktposition

230. Grundsätzlich hat die hohe Wettbewerbsintensität in Frankreich zur Folge, dass vor allem große Anbieter aufgrund von Skaleneffekten den Pharmamarkt beherrschen. Vor dem Hintergrund, dass STADA im französischen Pharmamarkt zu den kleineren Anbietern gehört, ist das Unternehmen oftmals nicht in der Lage im kompetitiven Preiskampf zu bestehen. Während das Unternehmen derzeit bestrebt ist, den Lagerbestand zu reduzieren, läuft STADA langfristig Gefahr, trotz sich stabilisierender Margen, Marktanteile aufgrund eines zu kleinen Produktportfolios zu verlieren.
231. Da das Generikageschäft aktuell vor allem von einem intensiven Preiswettbewerb geprägt ist, plant das Unternehmen in Zukunft neue Partnerschaften aufzubauen, um sich dadurch einen besseren Zugang zu Apotheken zu sichern. Hingegen spielt das Markenproduktsegment seit dem Verkauf des Tochterunternehmens Laboratoire Lero SAS sowie Produktportfolios Keal und Sulfarlem quasi keine signifikante Rolle mehr.
232. Insgesamt ist die Geschäftstätigkeit in Frankreich vor allem von STADAs schwacher Marktstellung geprägt, die das Unternehmen daran hindert im kompetitiven Preiskampf erfolgreich zu agieren.

2.3.4.4.5 Spanien

Überblick

233. Im Jahr 2016 belief sich das im spanischen Pharmamarkt generierte Marktvolumen auf EUR 19,1 Mrd. Während für das Jahr 2017 ein Marktvolumen i.H.v. EUR 19,5 Mrd. erwartet wird, beläuft sich die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate für den Zeitraum 2017 bis 2021 auf 2,6%.⁹⁰
234. Mit einem Generikamarktanteil von 16,0% am spanischen Pharmamarkt zählt Spanien innerhalb Europas zu den Ländern mit einem relativ niedrigen Marktanteil von Generikaprodukten. Das Marktvolumen von Generika betrug im Jahr 2016 EUR 3,0 Mrd., was einem jährlichen Wachstum i.H.v. 5,6% seit dem Jahr 2011 entspricht.⁹¹ Das Wachstum verteilte sich in diesem Zeitraum vor allem auf die letzten Jahre, wobei ein wesentlicher Wachstumstreiber regulatorisch bedingt war und sich auf die EU-Richtlinie bezog, Patienten durch eine hohe Generikapenetration Zugang zu hochentwickelten Arzneimitteln zu ermöglichen. Während sich im Jahr 2017 das Marktvolumen voraussichtlich auf EUR 3,3 Mrd. beläuft, wird in den Jahren 2017 bis 2021 ein durchschnittliches jährliches Wachstum i.H.v. 5,2% erwartet, sodass am Ende der Periode der spanische Generikamarkt ein Marktvolumen i.H.v. EUR 4,0 Mrd. erwirtschaften soll.⁹² Zu den fünf größten Marktteilnehmern gehörten Anfang des Jahres 2017 die Unternehmen Cinfa S.A., STADA, Normon S.A., Kern Pharma SL und Novartis AG, die kumuliert einen Marktanteil i.H.v. ca. 38,0% erreichten. STADA selbst agiert im spanischen Generikamarkt aktuell als zweitgrößter Hersteller gemessen an den Umsatzerlösen, wobei das Unternehmen in den Jahren zuvor konstant auf dem dritten Rang lag.
235. Markenprodukte hielten im Jahr 2016 einen Marktanteil i.H.v. 3,4% am spanischen Pharmamarkt. Das Marktvolumen betrug im Jahr 2016 EUR 0,6 Mrd., was einem jährlichen Rückgang i.H.v. 1,3% seit dem Jahr 2011 entspricht. Während sich im Jahr 2017 das Marktvolumen voraussichtlich ebenfalls auf EUR 0,6 Mrd. beläuft, wird in den Jahren 2017 bis 2021 ein durchschnittliches jährliches Wachstum i.H.v. 0,1% erwartet, sodass auch am Ende der Betrachtungsperiode der spanische Markenproduktmarkt weiter ein Marktvolumen i.H.v. EUR 0,6 Mrd. erwirtschaften soll.⁹³ Der Markt für Markenprodukte ist in Spanien vergleichsweise schwach entwickelt, da es Ärzten in der Vergangenheit nicht erlaubt war, Markenprodukte oder ähnliche Arzneimittel zu empfehlen. Vor dem Hintergrund der potentiellen Kostenersparnisse durch Markenprodukte aufgrund entfallender Erstattungsansprüche wird jedoch erwartet, dass in Zukunft nicht-verschreibungspflichtige Medikamente stärker umworben werden dürfen.⁹⁴ Zu den größten Marktteilnehmern gehörten Anfang des Jahres 2017 die Unternehmen Johnson & Johnson Corp., GlaxoSmithKline PLC., Almirall S.A., Bayer AG und Sanofi S.A., die kumuliert einen Marktanteil i.H.v. ca. 40,0% erreichten.

⁹⁰ Vgl. QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021, Mai 2017, S. 50; Das Marktvolumen des Gesamtpharmamarktes wurden von USD in EUR umgerechnet, wobei sich der Wechselkurs auf EUR/USD 1,08 belief.

⁹¹ Vgl. Datentabelle, QuintilesIMS Market, Prognosis 2017-2021 - Generics Market.

⁹² Vgl. Datentabelle, QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 - Generics Market.

⁹³ Vgl. Datentabelle, QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 - OTC Market.

⁹⁴ Vgl. QuintilesIMS, Consumer Health OTC Review, 2017, S. 212.

Regulatorisches Umfeld zur Preisbestimmung

236. Das spanische Gesundheitssystem ist prinzipiell kommunal geprägt, sodass einzelne Verwaltungsbezirke den Gesundheitsmarkt autonom in ihrem Zuständigkeitsgebiet regulieren können. Unabhängig von dieser fragmentierten Struktur gilt für Arzneimittelhersteller jedoch, dass diese bei der Produktauswahl von der staatlichen spanischen Krankenkasse nur berücksichtigt werden, wenn die jeweiligen Medikamente von der nationalen Gesundheitsbehörde im Voraus zugelassen wurden.
237. Eine gesetzliche Preisregulierung betrifft grundsätzlich nur verschreibungspflichtige Arzneimittel, die an die staatliche Krankenkasse vertrieben werden. Der in diesem Zusammenhang relevante Festbetrag orientiert sich an dem Preisniveau einer vordefinierten Produktgruppe, die sich aus unterschiedlichen Wirkstoffen und Verabreichungswegen zusammensetzt. Anstatt die Preisniveaus der Produktgruppen pauschal zu übernehmen, werden die Festbeträge von einzelnen Arzneimitteln individuell bestimmt und basieren innerhalb ihrer Klasse wiederum auf dem Produkt, welches das beste Verhältnis aus Kosten, Behandlung und Verabreichungsdauer aufweist. Während dieser auf Basis des Referenzpreissystems ermittelte Erstattungspreis das Preisniveau definiert, welches Herstellern zu Gute kommt, berücksichtigt der finale Festbetrag zusätzliche Aufschläge in Form von Gewinnmargen. Der hierbei berücksichtigte Aufschlag nützt dabei Apotheken und Händlern. Der ermittelte Festbetrag wird einmal jährlich vom spanischen Gesundheitsministerium kontrolliert und gegebenenfalls angepasst. Darüber hinaus gilt, dass der maximale Festbetrag nicht den Listenpreis überschreiten darf, welchen Patienten bezahlen, die nicht über das staatliche Gesundheitssystem versichert sind.
238. Die Auswahl der Arzneimittel, welche Patienten verkauft werden, kann sowohl von behandelnden Ärzten als auch von Apotheken vorgenommen werden. Diese geteilte Entscheidungsfindung ist darauf zurückzuführen, dass verschreibende Ärzte bei der Rezeptausstellung neben den zu verabreichenden Wirkstoffen auch konkrete Produkte vermerken dürfen. Da das spanische Gesundheitssystem nicht zwischen Generika und Originalpräparaten unterscheidet und Kosten für beide Arzneimittelklassen zurückerstattet, haben sowohl Ärzte als auch Apotheken, trotz des fixierten Preisabstands i.H.v. 40,0%, i.d.R. keinen Anreiz Generika zu verkaufen. Dies ist auch dadurch zu erklären, dass die Hersteller von Originalpräparaten ihr Preisniveau dem von Generika anpassen müssen. Zudem war es bisher den Patienten nicht erlaubt, Differenzen zwischen Festbetrag und Verkaufspreis selber zu übernehmen.⁹⁵
239. Analog zum Generikamarkt in Deutschland existiert zudem eine Preiskontrolle über Ausschreibungsverträge, wobei dieser Mechanismus ausschließlich bei Arzneimittelverkäufen gegenüber öffentlich betriebenen Krankenhäusern erfolgt. Ausschreibungsverträge im privaten Sektor sind dagegen zum jetzigen Zeitpunkt nur im Verwaltungsbezirk Andalusien gestattet. Vor dem Hintergrund der Förderung des Allgemeinwohls ist jedoch davon auszugehen, dass dieses Instrument zur Arzneimittelpreissenkung langfristig auch in anderen Regionen Anwendung findet.

⁹⁵ Vgl. Market Review, European Generic Medicines Markets, 2016, S. 16.

Allgemeine Markttreiber

240. Durch die regulatorische Gleichstellung von Generika und Originalpräparaten schritt die Generikapenetration in Spanien in der Vergangenheit nur schleppend voran, da diese bisher keinen Preisvorteil gegenüber Originalpräparaten vorweisen konnten. In der Folge ist es aufgrund der relativ niedrigen Penetrationsrate von Generika nicht verwunderlich, dass der Preisabschlag des Festbetrags von hochpreisigen Generika, in den ersten fünfzehn Quartalen nach Markteintritt des ersten Generikums, von ca. 20,0% auf ca. 55,0% steigt und damit moderater ausfällt als zum Beispiel in Deutschland oder Großbritannien.⁹⁶ Eine ähnliche Entwicklung lässt sich auch bei günstigen Generika beobachten, wo der Preisabschlag der Festbeträge von ca. 40,0% auf ca. 55,0% steigt. Die niedrige Generikapenetration zeigt sich auch in der Verdrängungsquote von Generika. Während diese in den ersten fünfzehn Quartalen nach Markteintritt eines Generikums für hochpreisigen Generika lediglich auf ca. 35,0% steigt,⁹⁷ wächst der Anteil von günstigen Generika in der gleichen Betrachtungsperiode auf ca. 40,0%.⁹⁸ Ein neuer regulatorischer Impuls, der diesem Trend entgegenwirken könnte, ist die Überlegung, anstelle von individuellen Preisen den Festbetrag pauschal an Generika zu binden, sodass Patienten bei Verschreibung eines Originalpräparats die potentielle Preisdifferenz selber zahlen dürfen.
241. Wachstumstreiber im Markenprodukt-Segment waren in der Vergangenheit insbesondere ursprünglich verschreibungspflichtige Arzneimittel, die später zu Markenprodukten konvertierten. Darüber hinaus war das Wachstum i.H.v. 5,6% innerhalb der letzten fünf Jahre von weiteren Faktoren, wie eine erhöhte Werbeaktivität, neue Markteintritte von Unternehmen und eine verstärkte Vertriebsaktivität durch Apotheken getrieben. Mit Blick auf die prognostizierten niedrigeren Wachstumsraten muss jedoch festgestellt werden, dass der mittlerweile sehr hohe Wettbewerbsdruck und die regulatorischen Einschränkungen in Verbindung mit ärztlichen Empfehlungen zu einem erheblichen Preiskampf geführt haben und i.d.R. nicht durch höhere Absatzzahlen kompensiert werden können.

STADAs aktuelle Marktposition

242. STADA konzentriert sich im spanischen Gesundheitsmarkt hauptsächlich auf das Generika-Segment, wobei in Zukunft auch das Geschäft mit Markenprodukten intensiviert ausgebaut werden soll. Da die Arzneimittelpreise im spanischen Gesundheitssystem bereits heute zu den niedrigsten in Europa gehören und auch in Zukunft der allgemeine Kostendruck bestehen bleiben sollte, wird erwartet, dass STADAs Umsatzerlöse in Spanien in den nächsten Jahren weitestgehend stabil bleiben.
243. STADA hat sich in der Vergangenheit erfolgreich im spanischen Generikamarkt etabliert und konnte den eigenen Marktanteil ausbauen. Unabhängig von dieser Marktposition ist jedoch zu erwarten, dass die Umsatzerlöse aufgrund einer erhöhten Wettbewerbsintensität in den nächsten Jahren zuerst relativ stabil bleiben und anschließend wieder leicht ansteigen werden. In

⁹⁶ Der Verkaufspreis des Originalpräparats wurde nach der Markteinführung von Generika nicht weiter angepasst; Anlage 9. Preisniveau von Generika im Vergleich zu Originalpräparaten.

⁹⁷ Das Absatzvolumen des Originalpräparats wurde nach der Markteinführung von Generika nicht weiter angepasst; Anlage 10. Preisniveau von Generika im Vergleich zu Originalpräparaten.

⁹⁸ Vgl. Anlage 10. Verdrängungsquote von Generika.

diesem Zusammenhang wird ein wichtiger Treiber die erfolgreiche Markteinführung von Biosimilars darstellen, welche für das Jahr 2019 geplant ist und vor allem gegenüber Krankenhäusern erfolgen soll. Aus regulatorischer Sicht wird das zukünftige Wachstum besonders davon abhängig sein, ob das spanische Gesundheitssystem langfristig verstärkt auf Ausschreibungsverträge setzt und STADA dadurch von seinem bereits etablierten Netzwerk profitieren kann. Die drei wichtigsten Generika im spanischen Markt waren im Jahr 2016 die Arzneimittel Atorvastatin (Behandlung von Hypercholesterinämie), Valsartan (ACE-Hemmer) und Omeprazol (Protonenpumpenhemmer), die jeweils über signifikante Marktanteile in ihrem Referenzmarkt verfügten. Neben bereits etablierten Produkten plant STADA darüber hinaus neue Generika im Markt einzuführen. Wie auch in den Absatzmärkten Großbritannien oder Italien zu beobachten ist, konzentriert sich STADA in Spanien dabei auf die Entwicklung von Nachahmerpräparaten, die neue Moleküle beinhalten und sich folglich durch eine höhere Profitabilität und Umsatzerlöswachstum charakterisieren.

244. Vor dem Hintergrund des kompetitiven Generikageschäfts plant STADA sich in Zukunft verstärkt auf das Markenproduktgeschäft zu konzentrieren. Wesentliche Treiber dieser geplanten Entwicklung sind dabei zukünftige Investitionen in neue Marken, wie zum Beispiel Neositrin (Kopfläusemittel), Benenox (Schlafstörungen) oder ArterioK2 (Nahrungsergänzungsmittel).
245. Insgesamt ist STADAs Geschäftstätigkeit in Spanien stark von regulatorischen Einflüssen getrieben, die in der Vergangenheit sowohl das Generika- als auch das Markenproduktgeschäft negativ beeinflusst haben. Die zukünftige Entwicklung von STADA wird folglich vor allem davon abhängig sein, wie stark sich das regulatorische Umfeld verändert und zum Beispiel Preisdifferenzen zwischen Generika und Originalpräparaten zugelassen werden.

2.3.4.4.6 Belgien

Überblick

246. Im Jahr 2016 belief sich das im belgischen Pharmamarkt generierte Marktvolumen auf EUR 4,9 Mrd. Während für das Jahr 2017 ein Marktvolumen i.H.v. EUR 5,0 Mrd. erwartet wird, beläuft sich die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate für den Zeitraum 2017 bis 2021 auf 1,4%.⁹⁹
247. Mit einem Generikamarktanteil von 12,0% am belgischen Pharmamarkt zählt Belgien innerhalb Europas zu den Ländern mit einem relativ niedrigen Marktanteil von Generikaprodukten. Das Marktvolumen von Generika betrug im Jahr 2016 EUR 0,6 Mrd., was einem jährlichen Wachstum i.H.v. 3,7% seit dem Jahr 2011 entspricht. Innerhalb dieses Betrachtungszeitraums schwankte die tatsächliche Wachstumsrate zwischen 7,0% und 2,0%, wobei sich der wesentliche Wachstumstreiber über alle Jahre hinweg auf kontinuierliche Budgetkürzungen des öffentlichen Gesundheitssystems reduzieren ließ.¹⁰⁰ Während sich im Jahr 2017 das Marktvolumen voraussichtlich auf EUR 0,6 Mio. beläuft, wird in den Jahren 2017 bis 2021 ein durchschnittli-

⁹⁹ Vgl. QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021, Mai 2017, S. 50; Das Marktvolumen des Gesamtpharmamarktes wurden von USD in EUR umgerechnet, wobei sich der Wechselkurs auf EUR/USD 1,08 belief.

¹⁰⁰ Vgl. Datentabelle – QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 - Generics Market.

ches jährliches Wachstum i.H.v. 2,9% erwartet, sodass am Ende der Periode der belgische Generikamarkt ein Marktvolumen i.H.v. EUR 0,7 Mrd. erwirtschaften soll.¹⁰¹ Zu den zwei größten Marktteilnehmern gehörten Anfang des Jahres 2017 die Unternehmen STADA und Novartis AG, die kumuliert einen Marktanteil i.H.v. ca. 50,0% erreichten. STADA hält im belgischen Generikamarkt gemessen an den Umsatzerlösen konstant die Marktführerschaft.

248. Markenprodukte erreichten im Jahr 2016 einen Marktanteil i.H.v. ca. 11,8% am belgischen Pharmamarkt. Das Marktvolumen betrug im Jahr 2016 EUR 0,6 Mrd. was einem durchschnittlichen Wachstum i.H.v. 1,6% seit dem Jahr 2011 entspricht. Während sich im Jahr 2017 das Marktvolumen voraussichtlich ebenfalls auf EUR 0,6 Mrd. beläuft, wird in den Jahren 2017 bis 2021 ein durchschnittliches jährliches Wachstum i.H.v. 2,0% erwartet, sodass auch am Ende der Betrachtungsperiode der belgische Markenproduktmarkt weiter ein Marktvolumen i.H.v. EUR 0,6 Mrd. erwirtschaften soll.¹⁰² Zu den fünf größten Marktteilnehmern gehörten Anfang des Jahres 2017 die Unternehmen Johnson & Johnson Corp., GlaxoSmithKline PLC, Bristol-Meyers Corp., Reckitt Benckiser PLC und SMB Pharma NV, die kumuliert einen Marktanteil i.H.v. ca. 40,0% erreichten.

Regulatorisches Umfeld zur Preisbestimmung

249. Das belgische Gesundheitssystem basiert auf privaten und einer gesetzlichen Krankenkassen, die anfallende Kosten für verschreibungspflichtige Arzneimittel übernehmen. Neben der gesetzlichen Krankenversicherung verfügt darüber hinaus ein Großteil der Bevölkerung über eine private Zusatzversicherung, die potentielle Belastungen durch Selbstbeteiligungen und Zusatzleistungen abdeckt.
250. Grundsätzlich erfolgt die Preiskontrolle von in Belgien vermarkteten Arzneimitteln durch das belgische Wirtschaftsministerium. Ähnlich wie in anderen EU-Ländern, basiert die Festpreisbestimmung dabei auf unterschiedlichen Produktklassifizierungen, deren Preisniveaus maximal den internationalen Referenzpreisen entsprechen dürfen.¹⁰³ Vor dem Hintergrund eines jährlich festgelegten Budgets für Gesundheitsausgaben werden die tatsächlichen Festbeträge zwischen Branchenvertretern und dem Wirtschaftsministerium jährlich neu verhandelt, sodass es zu Abweichungen im Vergleich zu internationalen Referenzpreisen kommen kann. Die Bestimmung des Festbetrags von Generika unterscheidet sich nicht von den Verfahren für andere verschreibungspflichtige Medikamente.
251. Zusätzlich zu den Bestimmungen bzgl. Preisregulierung werden die Ausgaben für das Gesundheitssystem über eine vordefinierte Verschreibungspolitik gesteuert. In diesem Zusammenhang müssen Ärzte in Belgien mindestens 50,0% ihrer verschriebenen Rezepte auf kostengünstige Arzneimittel beziehen. Für die Klassifizierung als günstiges Medikament ist es unerheblich, ob es sich um Generika oder Originalpräparate handelt.

¹⁰¹ Vgl. Datentabelle – QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 - Generics Market.

¹⁰² Vgl. Datentabelle – QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 - OTC Market.

¹⁰³ Vgl. Market Review, European Generic Medicines Markets, 2016, S. 7.

Markttreiber

252. Vor dem Hintergrund der moderaten Budgetentwicklung für Gesundheitsausgaben ist mit einem weiteren Wachstum von Generika zu rechnen. Da es Apotheken jedoch nicht erlaubt ist, eigenständig Generika anstelle von Originalpräparaten zu vertreiben, kommt insbesondere Ärzten bei der zukünftigen Generikapenetration eine entscheidende Rolle zu. Während beim Arzneimittelverkauf in Form von Rezeptverschreibungen die Generikapenetration in den letzten Jahren anstieg, dominieren beim Arzneimittelverkauf an Krankenhäuser weiter die Hersteller von Originalpräparaten.
253. Wie auch in anderen Ländern mit niedrigen Generikapenetrationsraten, fällt in Belgien die Preiserosion in den ersten fünfzehn Quartalen nach Markteintritt eines Generikums weniger dramatisch aus als zum Beispiel in Deutschland oder Großbritannien. In diesem Zusammenhang lässt sich beobachten, dass der Preisabschlag des Festbetrags, sowohl bei hochpreisigen als auch bei günstigen Produkten, von ca. 40,0% bei Markteintritt auf ca. 65,0% steigt.¹⁰⁴ Ein ähnliches Bild zeigt sich bei Betrachtung der Verdrängungsquote, wo in den ersten fünfzehn Quartalen nach Markteintritt eines Generikums der Anteil von hochpreisigen Generika auf ca. 15,0% bzw. der Anteil von günstigen Generika auf ca. 20,0% steigt.¹⁰⁵
254. Der Vertrieb von Markenprodukten erfolgt hauptsächlich über Apotheken. Wenig regulierte Produkte, wie zum Beispiel Nahrungsergänzungsmittel, werden langsam auch in anderen Verkaufsstellen vertrieben. Zukünftig sind neue Vertriebskanäle, wie Online-Plattformen, und eine zunehmende Nachfrage aufgrund eines modernen Lebensstils der Zielgruppen wesentliche Wachstumstreiber.

STADAs aktuelle Marktposition

255. STADA konzentriert sich im belgischen Gesundheitsmarkt hauptsächlich auf das Generika-Segment, wobei in Zukunft auch das Geschäft mit Markenprodukten ausgebaut werden soll.
256. Mit einem Marktanteil i.H.v. ca. 40,0% nimmt STADA eine dominierende Rolle im belgischen Generikamarkt ein. Es wird davon ausgegangen, dass STADA von der allgemein steigenden Generikapenetration profitieren wird. Gleichzeitig hat STADA sich im Geschäftsjahr 2016 vom langjährigen Vertriebspartner OMEGA gelöst, um den Markt in alleiniger Vertriebsverantwortung bearbeiten zu können. Erste Erfolge erzielte das Unternehmen bereits im Geschäftsjahr 2017, wo durch die eigenständige Vertriebsaktivität positive Volumeneffekte, bei einer gleichzeitig rückläufigen Rabattquote, im Vergleich zum Vorjahr erzielt werden konnten.¹⁰⁶ Die drei wichtigsten Generika im Jahr 2016 waren im belgischen Markt die Arzneimittel Alprazolam (Angst- und Panikstörungen), Bisoprolol (Bluthochdruck) und Zolpidem (Schlafstörungen), die jeweils über signifikante Marktanteile in ihrem Referenzmarkt verfügen. Neben dem Wachstum

¹⁰⁴ Der Verkaufspreis des Originalpräparats wurde nach der Markteinführung von Generika nicht weiter angepasst; Anlage 9. Preisniveau von Generika im Vergleich zu Originalpräparaten.

¹⁰⁵ Das Absatzvolumen des Originalpräparats wurde nach der Markteinführung von Generika nicht weiter angepasst; Anlage 10. Verdrängungsquote von Generika.

¹⁰⁶ Vgl. STADA, Zwischenbericht für die ersten neun Monate, November 2017, S. 14.

durch bereits etablierte Generika wird das Wachstum ebenfalls von in der Produktpipeline befindlichen Generika getragen. Wie auch in Großbritannien oder Italien zu beobachten ist, konzentriert sich STADA dabei auf die Entwicklung von Nachahmerpräparaten, die komplexe Wirkstoffe beinhalten und sich folglich durch eine höhere Profitabilität sowie Umsatzwachstum charakterisieren.

257. STADAs Wachstum im Markenprodukt-Segment basiert im Wesentlichen auf dem allgemein erwarteten Marktwachstum. Im Rahmen der Vertriebsstrategie plant STADA, steigende Umsatzerlöse auf Basis einer erhöhten Markendifferenzierung zu erreichen.
258. Insgesamt kann erwartet werden, dass STADA aufgrund der etablierten Marktposition auch in Zukunft vom allgemeinen Marktwachstum des Generikabereichs profitieren wird.

2.3.4.4.7 Russland

Überblick

259. Im Jahr 2016 belief sich das im russischen Pharmamarkt generierte Marktvolumen auf EUR 11,9 Mrd. Während für das Jahr 2017 Umsatzerlöse i.H.v. EUR 13,0 Mrd. erwartet werden, beläuft sich die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate für den Zeitraum 2017 bis 2021 auf ca. 8,2%.¹⁰⁷
260. Mit einem Generikamarktanteil i.H.v. ca. 20,8% am russischen Pharmamarkt stellen Generika eine wesentliche Arzneimittelklasse im russischen Gesundheitsmarkt dar. Das Marktvolumen von Generika betrug im Jahr 2016 EUR 2,5 Mrd., was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum i.H.v. 12,3% seit dem Jahr 2011 entspricht. Innerhalb dieses Betrachtungszeitraums schwankte das jährliche Wachstum teils erheblich, wobei insbesondere in den Jahren 2014 und 2015 die tatsächliche Wachstumsrate bis zu 18,5% betrug. Maßgeblich verantwortlich für diese Entwicklung waren vor allem Krankenhäuser, die ihren Arzneimittelbedarf zu ca. 80% mit Generika decken.¹⁰⁸
261. Während sich im Jahr 2017 das Marktvolumen voraussichtlich auf EUR 2,7 Mrd. beläuft, wird in den Jahren 2017 bis 2021 ein durchschnittliches jährliches Wachstum i.H.v. 6,8% erwartet, sodass am Ende der Periode der russische Generikamarkt ein Marktvolumen i.H.v. EUR 3,4 Mrd. erwirtschaften soll.¹⁰⁹ Ähnlich wie in Großbritannien ist davon auszugehen, dass sich das Wachstum vor dem Hintergrund des steigenden Anteils des Generikamarkts am Gesamtpharmamarkt und der damit einhergehenden Sättigung verlangsamen wird. Zu den fünf größten Marktteilnehmern gehörten Anfang des Jahres 2017 die Unternehmen KRKA d.d., Sanofi S.A., Gedeon Richter AG, STADA und Teva Ltd., die kumuliert einen Marktanteil i.H.v. ca. 20% erreichten. STADA selbst konnte die Marktposition im russischen Generikamarkt in den

¹⁰⁷ Vgl. QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021, Mai 2017, S. 42; Das Marktvolumen des Gesamtpharmamarktes wurden von USD in EUR umgerechnet, wobei sich der Wechselkurs auf EUR/USD 1,08 belief.

¹⁰⁸ Vgl. https://www.rbth.com/economics/2013/09/06/indian_companies_leave_footprints_on_russian_generic_drug_market_29159, Stand vom 27. November 2017, Datentabelle – QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 - Generics Market.

¹⁰⁹ Vgl. Datentabelle – QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 - Generics Market.

vergangenen Jahren konstant verbessern und rangiert aktuell gemessen an den Umsatzerlösen auf dem vierten Platz.

262. Markenprodukte hielten im Jahr 2016 einen Marktanteil i.H.v. ca. 32,1% am russischen Pharmamarkt. Das Marktvolumen betrug im Jahr 2016 EUR 3,9 Mrd., was einem jährlichen Wachstum i.H.v. 10,8% seit dem Jahr 2011 entspricht. Während sich das Marktvolumen im Jahr 2017 voraussichtlich auf EUR 4,0 Mrd. beläuft, wird in den Jahren 2017 bis 2021 ein durchschnittliches jährliches Wachstum i.H.v. 5,6% erwartet, sodass am Ende der Periode der russische Markenproduktmarkt ein Marktvolumen i.H.v. EUR 5,0 Mrd. erwirtschaften soll.¹¹⁰ Zu den größten Marktteilnehmern gehörten Anfang des Jahres 2017 die Unternehmen OTCPharm OJSC, Bayer AG, STADA, Sanofi S.A. und GlaxoSmithKline PLC.

Regulatorisches Umfeld zur Preisbestimmung

263. Grundsätzlich gilt in Russland, wie auch in den meisten EU-Ländern, dass gesetzliche Einschränkungen bei der Preisfindung von Arzneimitteln überwiegend bei verschreibungspflichtigen Medikamenten Anwendung finden. Verglichen mit der EU jedoch, ist die Art der Rückerstattung in Russland abhängig von vordefinierten Patientengruppen, wobei konkret zwischen Krankenhausbehandlungen und Behandlungen außerhalb von Krankenhäusern unterschieden wird. Arzneimittel, die Patienten im Rahmen von Krankenhausbehandlungen zur Verfügung stehen, müssen alle in der staatlichen „Vital and Essential Pharmaceutical“ (VEP) Liste enthalten sein, die gleichzeitig das Preisniveau der entsprechenden Medikamente bestimmt. Arzneimittel, die dagegen nicht im Rahmen von Krankenhausaufenthalten erworben werden, müssen i.d.R. privat bezahlt werden.¹¹¹ Arzneimittelhersteller die auf der VEP-Liste berücksichtigt werden, vertreiben ihre Produkte im Rahmen von öffentlichen Ausschreibungsverträgen entweder direkt an Krankenhäuser bzw. staatlich anerkannte Apotheken oder über den Großhandel, der an den entsprechenden Ausschreibungen teilnimmt.

Markttreiber

264. Vor dem Hintergrund, dass das gesetzliche Gesundheitssystem in Russland relativ unter-durchschnittlich entwickelt ist und ca. 70,0% der Arzneimittelausgaben privat finanziert werden müssen, sind die regulatorischen Einflüsse auf den Arzneimittelmarkt insbesondere für Produkte, die nicht auf der VEP-Liste vermerkt sind, vergleichsweise gering. Eine Überarbeitung des russischen Gesundheitssystems könnte die Bedeutung regulatorischer Preisvorgaben für die Hersteller deutlich steigern. Vor dem Hintergrund einer geplanten Überarbeitung des Gesundheitssystems bis zum Jahr 2025 gibt es bereits gegenwärtig regionale Pilotprojekte, die zum Beispiel die Erstattung von 90,0% der Arzneimittelkosten und eine Reduzierung des Eigenanteils auf 10,0% für Herz-Kreislauf-Medikamente vorsehen.
265. Obwohl Russland zu den Ländern mit einer hohen Generikapenetrationsrate zählt, fällt die Preiserosion in den ersten fünfzehn Quartalen nach Markteintritt eines Generikums weniger stark aus als zum Beispiel in Deutschland. Der Preisabschlag des Festbetrags gegenüber dem

¹¹⁰ Vgl. Datentabelle – QuintilesIMS, Market Prognosis 2017-2021 – OTC Market.

¹¹¹ Zu den wenigen Ausnahmen, bei denen Patienten auch außerhalb von Krankenhausbehandlungen im Rahmen von Rückerstattungen unterstützt werden, zählen u.a. Patienten, die unter sehr kostenintensiven Krankheiten, wie bspw. Multiple Sklerose, leiden sowie Waisen- und Kleinkinder.

Preis des Originalpräparats steigt sowohl bei hochpreisigen als auch bei günstigen Produkten, von ca. 40,0% bei Markteintritt auf ca. 65,0%.¹¹² Ein ähnliches Bild zeigt sich bei Betrachtung der Absatzvolumen-Verdrängungsquote, wo in den ersten fünfzehn Quartalen nach Markteintritt eines Generikums der Anteil von hochpreisigen Generika auf ca. 15,0% bzw. der Anteil von günstigen Generika auf ca. 20,0% steigt.¹¹³

266. Da in Russland aktuell immer noch ein hoher Selbstzahleranteil existiert, ist die Nachfrage nach Generika zudem abhängig von der Entwicklung des BIP. In der jüngeren Vergangenheit wirkten sich die Ukraine-Krise und niedrige Rohstoffpreise negativ auf das verfügbare Haushaltseinkommen aus und führten damit zu teils erheblichen Absatzrückgängen in der Pharmaindustrie. In diesem Zusammenhang müssen auch Währungseffekte berücksichtigt werden, die in der jüngeren Vergangenheit zu einem teils erheblichen Umsatzrückgang in Euro geführt haben.
267. Neben den makroökonomischen Treibern auf der Nachfrageseite, spielen Apotheken bei dem Verkauf und der Auswahl von Arzneimitteln eine wesentliche Rolle, da diese auch ohne Vorlage eines Rezepts verschreibungspflichtige Arzneimittel verkaufen und substituieren dürfen. Im Zusammenhang mit einem sehr wettbewerbsintensiven Marktumfeld, müssen die Hersteller den Apotheken daher verstärkt Rabatte gewähren, um die eigenen Arzneimittel überhaupt auf dem Markt platzieren zu können, wobei sich diese Marktkonstellation nochmals aufgrund von Apothekenketten intensiviert.

STADAs aktuelle Marktposition

268. Insgesamt zählt STADA im russischen Pharmamarkt zu den führenden Anbietern von Generika und Markenprodukten, wobei in den vergangenen Jahren die Umsatzerlöse in Euro aufgrund wirtschaftlicher und politischer Rahmenbedingungen sowie der starken Abwertung der lokalen Währung zurückgegangen sind.
269. Vor dem Hintergrund, dass sich STADA in der Vergangenheit trotz rückläufiger Umsatzerlöse in Euro im russischen Markenprodukt-Segment etablieren konnte und gemessen am Marktanteil der drittgrößte Anbieter ist, wird auch in Zukunft erwartet, dass dieses Segment die Entwicklung von STADAs Geschäftsaktivitäten in Russland maßgeblich bestimmen wird. Neben verbesserten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen wird erwartet, dass vor allem STADAs Produktportfolio in Zukunft zu den wesentlichen Umsatzerlöstreibern zählen wird, wobei dieses im Wesentlichen vom Erfolg der Markenprodukte Snup (Erkältung), Aqualor (Erkältung), Vitaprost (Prostataerkrankung) u. a. abhängig sein wird.
270. Das Generikageschäft konnte während der wirtschaftlichen Krise und des einhergehenden Rückganges der Kaufkraft den Absatzrückgang von Markenprodukten zum Teil kompensieren. Aufgrund der erwarteten positiven wirtschaftlichen Entwicklung, plant das Unternehmen je-

¹¹² Vgl. Anlage 9. Preisniveau von Generika im Vergleich zu Originalpräparaten.

¹¹³ Vgl. Anlage 10. Absatzvolumen-Verdrängungsquote von Generika.

doch, sich in Zukunft wieder verstärkt auf profitable Generika und insbesondere den Selbstzahlermarkt zu konzentrieren. So werden auch in Zukunft Generika aus der zentralen Produktentwicklung im russischen Markt eingeführt.

271. Insgesamt kann erwartet werden, dass STADA aufgrund der etablierten Marktposition im Generika- und Markenprodukt-Segment auch in Zukunft vom potentiellen Marktwachstum profitieren wird. Da STADA grundsätzlich über ein starkes Produktportfolio und einen länderspezifisch ausgerichteten Vertrieb verfügt, wird ein wesentlicher Wachstumstreiber vor allem die wirtschaftliche Entwicklung und die damit verfügbare Kaufkraft von Patienten sein.

2.3.4.5 Fazit zur Entwicklung des Marktes

272. STADA verfügt aktuell sowohl im Generika- als auch im Markenproduktbereich über ein breit diversifiziertes Portfolio, welches in allen bedeutenden europäischen Absatzmärkten vertreten ist. Wesentliche Wachstumstreiber, die den globalen Gesundheitsmarkt in Zukunft beeinflussen werden, sind der demografische Wandel, verbesserte Gesundheitssysteme und steigende verfügbare Einkommen in Schwellenländern. Zudem sind die Absatzmärkte durch ein wachsendes und kompetitives Wettbewerbsumfeld geprägt, in dem neben kleineren und mittelgroßen Vollsortimentern und Spezialanbietern zunehmend auch global agierende Pharmakonzerne in bestehenden und neuen Märkten konkurrieren. Zu den wesentlichen Abnehmern zählen einerseits Ärzte und Apotheken, öffentliche Krankenhäuser und Krankenkassen, aber auch Endverbraucher selbst. Die Verhandlungsmacht der Kunden ist in Abhängigkeit des Landes und des jeweiligen regulatorischen Umfeldes unterschiedlich stark ausgeprägt. Während im Generikamarkt aufgrund des hohen regulatorischen Einflusses ein hoher Preisdruck herrscht, dem u.a. mit Skaleneffekten eines diversifizierten Produktportfolios begegnet werden kann, ist der Markt für Markenprodukte vergleichsweise liberal in seiner Preisgestaltung. Hier erfolgt der Vertrieb über eine starke Markenbildung mit entsprechenden Marketingaufwendungen zur Markendifferenzierung.
273. Im Generikamarkt hängt der Erfolg STADAs von dem regulatorischen Umfeld der jeweiligen Absatzmärkte ab, in denen aufgrund von Budgetbegrenzungen der Gesundheitssysteme auch in Zukunft verstärkt kostengünstige Generika nachgefragt werden. Aufgrund der hohen Verhandlungsmacht der hauptsächlich öffentlich rechtlichen Abnehmer bzw. Kostenträger, die entsprechend hohe Volumina nachfragen, in Verbindung mit einer hohen Markttransparenz durch internationale Referenzpreissysteme und Festbeträge, wird sich bei steigenden Absatzmengen der Preisdruck im Generikamarkt weiter intensivieren. Darüber hinaus wird durch die generierten Skaleneffekte bei großen Abnahmemolumina bestehender Anbieter neuen Marktteilnehmern der Markteintritt deutlich erschwert, sodass insbesondere die etablierten Unternehmen mit internationalen Vertriebsstrukturen und Cross-Selling-Effekten von den steigenden Abnahmemengen profitieren werden. Aufgrund der beschriebenen Entwicklungen wird der globale Pharmamarkt von aktuell ca. EUR 1.000 Mrd. bis zum Jahr 2021 jährlich um ca. 4,9% auf ca. EUR 1.300,0 Mrd. steigen.¹¹⁴ Innerhalb des Pharmamarktes wird erwartet, dass der Generikamarkt in den Jahren 2017 bis 2021 um durchschnittlich 8,0% jährlich ansteigen und das

¹¹⁴ Vgl. Rz. 140.

Marktvolumen von ca. EUR 200,0 Mrd. im Jahr 2017 auf über EUR 272,0 Mrd. im Jahr 2021 wachsen wird.¹¹⁵ Für den globalen Markenproduktmarkt wird für den gleichen Zeitraum ein durchschnittliches jährliches Wachstum i.H.v. ca. 4,8% erwartet, sodass das Marktvolumen in diesem Segment von ca. EUR 89,0 Mrd. im Jahr 2017 auf über EUR 107,0 Mrd. im Jahr 2021 ansteigen soll.¹¹⁶

274. Grundsätzlich konnte sich STADA in der Vergangenheit in den meisten Kernabsatzländern in mindestens einem Produktsegment unter den Top 5 Marktführern etablieren. Das Unternehmen verfügt über ein weitreichendes Netzwerk, Kontakte zu allen relevanten Entscheidungsträgern, wie zum Beispiel Ärzte, Apotheken oder Krankenkassen, und Vertriebsstrukturen und kann so von den wesentlichen Markttreibern profitieren.
275. Analog zum globalen Pharmamarkt wird auch für STADAs Kernabsatzmärkte ein Wachstum der Marktvolumina prognostiziert, welches abhängig von den jeweiligen wesentlichen Absatzländern im Zeitraum von 2017 bis 2021 in einer Bandbreite von 1,4% bis 8,2% p.a. wachsen wird. Das Wachstum der unter Kapitel 2.3.4.2 genannten Länder beträgt hierbei im Durchschnitt jährlich 3,6%. Aufgrund der hohen Nachfrage nach günstigen Generika wird erwartet, dass in den Jahren 2017 bis 2021 das Generikageschäft in STADAs wichtigsten Absatzmärkten im Durchschnitt jährlich um 4,3% ansteigen wird und damit noch über dem Wachstum des gesamten Pharmamarktes liegt. Während in Märkten wie Deutschland oder Großbritannien bereits heute eine hohe Generikapenetration existiert, werden Länder, wie Italien oder Belgien, zukünftig Wachstumsimpulse geben. In Russland, wo das Gesundheitssystem derzeit noch weniger stark regulatorischen Rahmenbedingungen unterliegt, wird das zukünftige Generikawachstum vergleichsweise stark von ökonomischen Rahmenbedingungen, wie der BIP-Entwicklung und der Entwicklung der verfügbaren Einkommen abhängen.
276. Neben dem Generika-Segment wird erwartet, dass auch das Markenprodukt-Segment in STADAs europäischen Absatzmärkten in Zukunft wachsen und das Marktvolumen in den Jahren 2017 bis 2019 jährlich zwischen 0,1% und 5,6% ansteigen wird. Ausnahmen bilden die Länder Frankreich und Spanien, in denen aufgrund eines intensiven Wettbewerbs die Marktteilnehmer einem erheblichen Preisdruck ausgesetzt sind. Das größte Marktwachstum i.H.v. ca. 5,6% wird in Russland erwartet, welches wie auch im Generika-Segment vor allem von der Entwicklung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds getrieben sein wird. Über die Top 7 Länder betrachtet wird für die Jahre 2017 bis 2021 für die Markenprodukte ein durchschnittliches jährliches Wachstum i.H.v. 2,2% erwartet.
277. Auf aggregierter Ebene wird erwartet, dass der Generika- und Markenproduktmarkt in STADAs Kernabsatzländern im Betrachtungszeitraum durchschnittlich jährlich um 3,6% ansteigen wird. Das stärkste Wachstum wird dabei im russischen Absatzmarkt erwartet, wo in den Jahren 2017 bis 2021 der Generika- und Markenproduktmarkt zusammen genommen um durchschnittlich

¹¹⁵ Vgl. Rz. 141.

¹¹⁶ Vgl. Rz. 142.

jährlich 5,8% wachsen soll, wobei dieses Wachstum sowohl auf das Generika- als auch das Markenprodukt-Segment zurückzuführen ist.

278. Insgesamt wird STADA aufgrund seiner guten Marktposition im Bereich der Generika von dem Wachstum in den bereits erschlossenen Ländern profitieren und zudem weitere Märkte mit bisher niedrigen Marktanteilen von STADA bzw. einer generell niedrigen Generikapenetrationsrate erschließen. Dem Mengenwachstum steht ein weiter ansteigender Preis- und Kostendruck gegenüber. Im Markenprodukt-Segment wird STADA ebenfalls vom Wachstum in neuen Märkten profitieren können. Zwar ist der Preisdruck hier vergleichsweise gering, allerdings besteht ein deutlich höherer Vertriebsaufwand zur Markenbildung und Positionierung der Produkte bei Ärzten und Apothekern.

2.3.5 Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage

279. Die Vergangenheitsanalyse der Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage bildet den Ausgangspunkt für die Analyse der Unternehmensplanung und für die Plausibilitätsbeurteilung.¹¹⁷ Daher wird die konsolidierte Planungsrechnung für den Zeitraum 2018 bis 2020 zu Vergleichszwecken bereits an dieser Stelle der bereinigten konsolidierten Historie gegenübergestellt. Auf die verabschiedete Unternehmensplanung und deren bewertungstechnische Anpassungen für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 wird im Anhang 3 und 4 ausführlich eingegangen. Wir stellen die Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage anhand der testierten Konzernabschlüsse der STADA für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 dar. Für die Darstellung der Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage des Geschäftsjahres 2017 stellen wir auf eine Hochrechnung (Best Estimate) vom Oktober 2017 ab.

¹¹⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 72; DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 23.

2.3.5.1 Ertragslage

Die nachfolgende Übersicht stellt die Ertragslage der STADA für die Geschäftsjahre 2014 bis 2017 und den Planungszeitraum für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 nach IFRS dar.¹¹⁸

Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Mio.	Bereinigte Historie				Planung		
	2014	2015	2016	BE 2017	2018	2019	2020
Umsatzerlöse	2.053,6	2.115,1	2.139,2	2.304,2	2.414,5	2.520,8	2.676,9
Wachstum in %	-	3,0%	1,1%	7,7%	4,8%	4,4%	6,2%
Herstellungskosten	-1.055,7	-1.092,2	-1.092,8	-1.149,9	-1.177,4	-1.190,9	-1.272,3
Bruttoergebnis vom Umsatz	997,9	1.022,9	1.046,4	1.154,2	1.237,1	1.329,9	1.404,6
in % der Umsatzerlöse	48,6%	48,4%	48,9%	50,1%	51,2%	52,8%	52,5%
Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten	-611,2	-658,7	-670,3	-726,3	-780,3	-811,0	-848,1
davon Vertriebskosten	-458,4	-482,6	-488,3	-526,2	-570,0	-611,9	-644,4
davon allgemeine Verwaltungskosten	-152,8	-176,0	-182,0	-200,0	-210,3	-199,1	-203,7
Forschungs- und Entwicklungskosten	-56,9	-65,0	-65,1	-72,9	-85,6	-89,4	-99,5
Sonstige Erträge	15,8	17,0	11,8	46,0	2,7	1,7	0,6
Andere Aufwendungen	-23,2	-31,0	-27,8	-71,2	-25,5	-25,8	-25,2
EBIT	322,4	285,3	295,1	329,9	348,4	405,4	432,4
in % der Umsatzerlöse	15,7%	13,5%	13,8%	14,3%	14,4%	16,1%	16,2%
Summe Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	109,5	104,1	102,9	105,2	134,7	137,0	136,0
EBITDA	431,9	389,4	398,0	435,2	483,1	542,4	568,4
in % der Umsatzerlöse	21,0%	18,4%	18,6%	18,9%	20,0%	21,5%	21,2%
Finanzergebnis	-69,1	-64,4	-50,9	-42,8	-46,1	-44,1	-39,0
Ergebnis vor Ertragsteuern	253,3	220,9	244,2	287,1	302,3	361,3	393,5
in % der Umsatzerlöse	12,3%	10,4%	11,4%	12,5%	12,5%	14,3%	14,7%
Ertragsteuern	-61,4	-48,6	-58,4	-76,5	-83,1	-98,5	-105,1
Effektive Steuerrate (in %)	24,2%	22,0%	23,9%	26,6%	27,5%	27,2%	26,7%
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	191,9	172,3	185,8	210,6	219,2	262,9	288,4
in % der Umsatzerlöse	9,3%	8,1%	8,7%	9,1%	9,1%	10,4%	10,8%
Minderheitenanteil	5,6	6,5	8,5	4,7	-	-	-

Bereinigung der Historie

280. Gemäß IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen sind im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die operativen Überschüsse (EBITDA und EBIT) zu bereinigen, um die in der Vergangenheit wirkenden Erfolgsursachen zu verdeutlichen. Durchgeführte Bereinigungen von außerordentlichen Einflüssen sind explizit zu erläutern.
281. STADA stellt in der externen Berichterstattung zwei verschiedene Bereinigungsarten dar. Erstens werden die Umsatzerlöse um Währungs- und sog. Portfolioeffekte bereinigt („Bereinigung des historischen Umsatzerlöswachstums“), um das organische, nicht von Währungs- und Portfolioeffekten beeinflusste Umsatzerlöswachstum zu ermitteln. Zweitens werden – ausgehend von den nicht um Währungs- und Portfolioeffekte bereinigten Umsatzerlösen – Ertragskennzahlen, wie EBIT oder EBITDA um ertragswirksame Sonder- und Einmaleffekte bereinigt („Bereinigung der historischen Ertragslage“). Für Bewertungszwecke und die Plausibilisierung der zukünftigen Unternehmensplanung ist ausschließlich die letztgenannte Bereinigungsart relevant.

¹¹⁸ Die Geschäftsjahre 2014-2017 sind bereinigt dargestellt. Bereinigungen wurden für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 nicht vorgenommen. Innerhalb der o.g. dargestellten Ertragslage beinhaltet der Posten „Sonstige Erträge“ das Ergebnis aus at-equity Beteiligungen.

Bereinigung der historischen Ertragslage

282. An dieser Stelle werden für den Zeitraum der Geschäftsjahre 2014 bis 2017 die Bereinigungen der Ertragslage dargestellt:

Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Mio.	Unbereinigte Historie				Bereinigungen				Bereinigte Historie			
	2014	2015	2016	BE 2017	2014	2015	2016	BE 2017	2014	2015	2016	BE 2017
Umsatzerlöse	2.062,2	2.115,1	2.139,2	2.304,2	-8,7	-	-	-	2.053,6	2.115,1	2.139,2	2.304,2
Wachstum in %	-	2,6%	1,1%	7,7%	-	-	-	-	-	3,0%	1,1%	7,7%
Herstellungskosten	-1.070,4	-1.101,7	-1.105,3	-1.166,4	-14,8	-9,5	-12,5	-16,5	-1.055,7	-1.092,2	-1.092,8	-1.149,9
Bruttoergebnis vom Umsatz	991,8	1.013,4	1.033,9	1.137,8	6,1	9,5	12,5	16,5	997,9	1.022,9	1.046,4	1.154,2
in % der Umsatzerlöse	48,1%	47,9%	48,3%	49,4%	-	-	-	-	48,6%	48,4%	48,9%	50,1%
Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten	-611,2	-661,0	-671,0	-727,9	-	-2,3	-0,7	-1,7	-611,2	-658,7	-670,3	-726,3
davon Vertriebskosten	-458,4	-482,6	-488,3	-526,9	-	-	-	0,6	-458,4	-482,6	-488,3	-526,2
davon allgemeine Verwaltungskosten	-152,8	-178,4	-182,7	-201,1	-	-2,3	-0,7	-1,0	-152,8	-176,0	-182,0	-200,0
Forschungs- und Entwicklungskosten	-56,9	-65,0	-65,1	-73,4	-	-	-	-0,5	-56,9	-65,0	-65,1	-72,9
Sonstige Erträge	21,8	21,6	20,0	48,9	-6,0	-4,6	-8,2	-2,9	15,8	17,0	11,8	46,0
Andere Aufwendungen	-155,2	-83,7	-138,9	-158,7	-132,0	-52,7	-111,1	-87,5	-23,2	-31,0	-27,8	-71,2
EBIT	190,3	225,3	178,9	226,7	132,1	60,0	116,2	103,2	322,4	285,3	295,1	329,9
in % der Umsatzerlöse	9,2%	10,7%	8,4%	9,8%	-	-	-	-	15,7%	13,5%	13,8%	14,3%
Summe Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	228,5	151,8	182,7	161,0	-119,0	-47,8	-79,7	-55,8	109,5	104,1	102,9	105,2
EBITDA	418,8	377,1	361,5	387,8	13,1	12,2	36,5	47,4	431,9	389,4	398,0	435,2
in % der Umsatzerlöse	20,3%	17,8%	16,9%	16,8%	-	-	-	-	21,0%	18,4%	18,6%	18,9%
Finanzergebnis	-65,6	-67,5	-51,4	-42,8	-3,6	3,1	0,5	-	-69,1	-64,4	-50,9	-42,8
Ergebnis vor Ertragsteuern	124,7	157,8	127,4	183,9	128,6	63,1	116,7	103,2	253,3	220,9	244,2	287,1
in % der Umsatzerlöse	6,0%	7,5%	6,0%	8,0%	-	-	-	-	12,3%	10,4%	11,4%	12,5%
Ertragsteuern	-54,6	-40,6	-31,9	-51,8	6,8	8,0	26,4	24,6	-61,4	-48,6	-58,4	-76,5
Effektive Steuerrate (in %)	43,8%	25,8%	25,1%	28,2%	-	-	-	-	24,2%	22,0%	23,9%	26,6%
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	70,1	117,2	95,5	132,1	121,7	55,1	90,3	78,6	191,9	172,3	185,8	210,6
in % der Umsatzerlöse	3,4%	5,5%	4,5%	5,7%	-	-	-	-	9,3%	8,1%	8,7%	9,1%
Minderheitenanteil	5,5	6,8	9,6	5,5	0,1	-0,2	-1,1	-0,9	5,6	6,5	8,5	4,7

283. Im Geschäftsjahr 2014 wurde eine Bereinigung auf Ebene der Umsatzerlöse mit einem entsprechenden Effekt auf die Herstellungskosten i.H.v. EUR 8,7 Mio. vorgenommen.
284. Bei den Herstellungskosten wurden in den Geschäftsjahren 2014 bis 2017 Bereinigungen i.H.v. jeweils EUR -14,8 Mio., EUR -9,5 Mio., EUR -12,5 Mio. und EUR -16,5 Mio. berücksichtigt. Maßgeblich verantwortlich für diese Bereinigungen waren über alle vier Berichtsperioden hinweg Sondereffekte bedingt durch Abschreibungen der Vermögenswerte aus Kaufpreisallokationen über das Niveau des Jahres 2013 hinaus.
285. Im Geschäftsjahr 2016 wurden Bereinigungen innerhalb der Herstellungskosten im Zusammenhang mit Aufwendungen aufgrund der Beendigung des Distributionsvertrags zwischen STADA und dem belgischen Vertriebspartner OMEGA i.H.v. EUR -1,1 Mio. vorgenommen. die sich auf eine vereinbarte Lizenzabgeltung bezog.
286. Im Geschäftsjahr 2017 setzten sich die Bereinigungen i.H.v. EUR 16,5 Mio. analog zu den Vorjahren im Wesentlichen aus Abschreibungen der Vermögenswerte aus Kaufpreisallokationen i.H.v. EUR 14,3 Mio. zusammen.
287. Bereinigungen bei Verwaltungskosten i.H.v. EUR -2,3 Mio. bzw. EUR -0,7 Mio. wurden in den Geschäftsjahren 2015 und 2016 angesetzt. Während die verringerten Verwaltungskosten im Geschäftsjahr 2015 auf Sondereffekten bedingt durch die Abgabe der deutschen Logistik-Aktivitäten basierten, war die Bereinigung im Geschäftsjahr 2016 auf einmalige Sondereffekte

durch Beratungsdienstleistungen zurückzuführen. Im Geschäftsjahr 2017 beinhalteten die allgemeinen Verwaltungskosten EUR 1,0 Mio. Sondereffekte aus Jubiläumsrückstellungen, die zu bereinigen waren.

288. Die Bereinigungen bei sonstigen Erträgen beliefen sich in den Geschäftsjahren 2014 bis 2017 auf EUR -6,0 Mio., EUR -4,6 Mio., EUR -8,2 Mio. und EUR -2,9 Mio.
289. Insgesamt beliefen sich die Bereinigungen bei sonstigen Aufwendungen in den Geschäftsjahren 2014 bis 2017 auf EUR -132,0 Mio., EUR -52,7 Mio., EUR -111,1 Mio. und EUR -87,5 Mio.
290. Wesentliche Bereinigungen in den vergangenen Geschäftsjahren betrafen Abschreibungen in den Funktionskosten sowie Wertminderungen saldiert mit Zuschreibungen. Diese betrugen in Summe über alle Funktionskosten hinweg EUR -119,0 Mio. im Geschäftsjahr 2014, EUR -47,8 Mio. im Geschäftsjahr 2015, EUR -79,7 Mio. im Geschäftsjahr 2016 und EUR -55,8 Mio. im Geschäftsjahr 2017¹¹⁹, jeweils im Wesentlichen getrieben durch Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen und Impairment-Tests.
291. Aufgrund von Wertberichtigungen im Zusammenhang mit Derivaten fanden darüber hinaus Bereinigungen auf Ebene des Finanzergebnisses statt. Während sich diese Bereinigungen im Geschäftsjahr 2014 mit EUR -3,6 Mio. negativ auswirkten, verbesserten die Bereinigungen in den Geschäftsjahren 2015 und 2016 das Finanzergebnis i.H.v. EUR 3,1 Mio. und EUR 0,5 Mio. Im Geschäftsjahr 2017 wurden auskunftsgemäß keine Berichtigungen im Finanzergebnis vorgenommen.
292. Im Geschäftsjahr 2014 basierten die Sondereffekte maßgeblich auf außerordentlichen Abschreibungen und Wertminderungen innerhalb des Anlagevermögens i.H.v. EUR -105,6 Mio., die insbesondere auf Geschäfts- oder Firmenwerte des Generika-Segments in der Region CIS/Osteuropa sowie Geschäfts- oder Firmenwerte des Markenprodukt-Segments in der Region Asien & Pazifik zurückzuführen waren. In diesem Zusammenhang wurden weitere immaterielle Vermögenswerte infolge des stark verändernden Zins- und Währungsumfelds sowie anhaltend höherer Risiken in der Marktregion CIS/Osteuropa wertgemindert. Zusätzlich zu den Abschreibungen wurden im Geschäftsjahr 2014 ergebniswirksame Kurseffekte i.H.v. EUR 25,0 Mio. bereinigt, die vor allem aus Veränderungen des russischen Rubels sowie anderer Fremdwährungen der Region CIS/Osteuropa resultierten. Der restliche Betrag an Bereinigungen setzte sich u.a. aus Sondereffekten wie Rechtsstreitigkeiten zusammen.
293. In den Geschäftsjahren 2015 und 2016 stellten außerordentliche Abschreibungen und Wertminderungen sowie Kurseffekte aus Fremdwährungsschwankungen die wesentlichen Bereinigungskomponenten der sonstigen Aufwendungen dar. Während sich im Geschäftsjahr 2015 die sonstigen Aufwendungen um EUR -33,2 Mio., bedingt durch Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte, und EUR -16,9 Mio., bedingt durch Kurseffekte, verringerten, machten sich im Geschäftsjahr 2016 die gleichen Sondereffekte i.H.v. EUR -65,5 Mio. und EUR -13,8 Mio. be-

¹¹⁹ Im Geschäftsjahr 2017 inkl. Zuschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte des Anlagevermögens i.H.v. EUR 2,9 Mio.

merkbar. Darüber hinaus ergaben sich im Geschäftsjahr 2016 innerhalb der anderen Aufwendungen Sondereffekte im Zusammenhang mit der Beendigung des Distributionsvertrags mit OMEGA i.H.v. EUR 7,7 Mio. und mit der Einstellung des Aesthetics-Geschäfts i.H.v. EUR 10,3 Mio. Gegenläufig wirkt ein Ertrag i.H.v. EUR 2,5 Mio., da sich ein im Vorjahr angenommener Aufwand im Rahmen einer Rückstellungsbildung im Zusammenhang mit der Schließung einer Tochtergesellschaft doch nicht realisiert hat. Zusätzlich zu diesen Geschäftsvorfällen wurden im gleichen Zeitraum Bereinigungen i.H.v. EUR -14,0 Mio. angesetzt. Diese betrafen im Wesentlichen Abfindungen i.H.v. EUR 7,2 Mio. für den ehemaligen Vorstandsvorsitzenden sowie gesellschaftsrechtliche Restrukturierungen i.H.v. EUR 5,4 Mio. in Deutschland.

294. Im Geschäftsjahr 2017 betrugen die Sondereffekte EUR -87,5 Mio. und betreffen im Wesentlichen außerordentliche Abschreibungen bzw. Wertberichtigungen i.H.v. EUR -44,4 Mio., Aufwendungen für Beratungsdienstleistungen i.H.v. EUR -27,8 Mio. sowie Aufwendungen im Zusammenhang mit der Abfindung des ehemaligen Vorstands und weiteren leitenden Führungskräften i.H.v. EUR -10,2 Mio. Die außerordentlichen Abschreibungen entfielen sowohl auf das Generika- als auch das Markenprodukt-Segment. Die Aufwendungen aus Beratungsdienstleistungen waren ein einmaliger Sondereffekt und stehen im Zusammenhang mit der Übernahme durch Bain Capital und Cinven.
295. Der Rückgang der unbereinigten Steuerquote in den vergangenen Geschäftsjahren war maßgeblich bedingt durch die im Geschäftsjahr 2014 enthaltenen steuerlich nicht abzugsfähigen Wertminderungen der Geschäfts- oder Firmenwerte der Marktregionen CIS/Osteuropa sowie Asien/Pazifik & MENA, einer Steuersatzreduzierung in Großbritannien und der Nutzung von steuerlichen Verlustvorträgen in Deutschland. Die Bereinigungen der Ertragsteuern beliefen sich in den Geschäftsjahren 2014 bis 2017 auf EUR 6,8 Mio., EUR 8,0 Mio., EUR 26,4 Mio. und EUR 24,6 Mio. Berechnet wurden die Steuereffekte auf die Sondereffekte entsprechend dem Land ihrer Entstehung. Aufgrund der herausragenden Bedeutung von Abschreibungsbereinigungen bezog sich der Großteil der bereinigten Ertragsteuern eben auf diese Sondereffekte. Darüber hinaus waren die Bereinigungen im Geschäftsjahr 2014 getrieben von Währungseffekten in der CIS-Region und den Produktverkäufen in Frankreich. Während im Geschäftsjahr 2015 die über die Abschreibungseffekte hinausgehenden Bereinigungen nur das Markenprodukt-Segment betrafen und dort im Wesentlichen aufgrund der Steuersatzänderung in Großbritannien hervorgerufen wurden, entstanden die Bereinigungen der Ertragsteuern im Geschäftsjahr 2016 neben Währungseffekten in der CIS-Region und der Steuersatzänderung in Großbritannien auch im Rahmen von gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen in Deutschland, der Beendigung des OMEGA-Distributionsvertrages und weiterer einzelner Positionen. Die Bereinigung der Steuereffekte im Geschäftsjahr 2017 ergaben sich durch die bereits aufgeführten Sondereffekte wie Wertminderungen innerhalb des Anlagevermögens, Effekte aus Kaufpreisallokationen und Beratungsdienstleistungen.
296. Die Sondereffekte auf Ebene der Minderheiten betrugen in den Geschäftsjahren 2014 bis 2017 EUR 0,1 Mio., EUR -0,2 Mio., EUR -1,1 Mio. und EUR -0,9 Mio. Die Bereinigungen betrafen insbesondere Effekte aus Kaufpreisallokationen für die vietnamesischen Gesellschaften.

Beschreibung der bereinigten historischen Ertragslage

297. Die Beschreibung der bereinigten historischen Ertragslage der Geschäftsjahre 2014 bis 2017 nehmen wir im Folgenden auf Ebene der einzelnen Posten der Gewinn- und Verlustrechnung vor:

Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Mio.	Bereinigte Historie			
	2014	2015	2016	BE 2017
Umsatzerlöse	2.053,6	2.115,1	2.139,2	2.304,2
Wachstum in %	-	3,0%	1,1%	7,7%
Herstellungskosten	-1.055,7	-1.092,2	-1.092,8	-1.149,9
Bruttoergebnis vom Umsatz	997,9	1.022,9	1.046,4	1.154,2
in % der Umsatzerlöse	48,6%	48,4%	48,9%	50,1%
Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten	-611,2	-658,7	-670,3	-726,3
davon Vertriebskosten	-458,4	-482,6	-488,3	-526,2
davon allgemeine Verwaltungskosten	-152,8	-176,0	-182,0	-200,0
Forschungs- und Entwicklungskosten	-56,9	-65,0	-65,1	-72,9
Sonstige Erträge	15,8	17,0	11,8	46,0
Andere Aufwendungen	-23,2	-31,0	-27,8	-71,2
EBIT	322,4	285,3	295,1	329,9
in % der Umsatzerlöse	15,7%	13,5%	13,8%	14,3%
Summe Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	109,5	104,1	102,9	105,2
EBITDA	431,9	389,4	398,0	435,2
in % der Umsatzerlöse	21,0%	18,4%	18,6%	18,9%
Finanzergebnis	-69,1	-64,4	-50,9	-42,8
Ergebnis vor Ertragsteuern	253,3	220,9	244,2	287,1
in % der Umsatzerlöse	12,3%	10,4%	11,4%	12,5%
Ertragsteuern	-61,4	-48,6	-58,4	-76,5
Effektive Steuerrate (in %)	24,2%	22,0%	23,9%	26,6%
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	191,9	172,3	185,8	210,6
in % der Umsatzerlöse	9,3%	8,1%	8,7%	9,1%
Minderheitenanteil	5,6	6,5	8,5	4,7

298. Umsatzerlöse resultieren bei STADA ganz überwiegend aus Produktlieferungen und nur zu einem geringeren Teil aus Lizenzerlösen. Die um Sondereffekte bereinigten Umsatzerlöse der STADA stiegen von EUR 2.053,6 Mio. im Geschäftsjahr 2014 auf EUR 2.115,1 Mio. im Geschäftsjahr 2015 und anschließend auf EUR 2.139,2 Mio. im Geschäftsjahr 2016. Im Geschäftsjahr 2017 stiegen die Umsatzerlöse weiter und erreichten EUR 2.304,2 Mio. Dies entspricht für die Geschäftsjahre 2015, 2016 und 2017 einem relativen Anstieg i.H.v. 3,0%, 1,1% und 7,7%. Maßgeblich verantwortlich für dieses Wachstum waren in der Vergangenheit sowohl Generika als auch Markenprodukte, welche STADA aufgrund eines wettbewerbsfähigen Preisniveaus und eines kompetitiven Produktportfolios erfolgreich in ihren Absatzmärkten platzieren konnte.

299. Auf Segmentebene gliedern sich die nicht um Portfolio- und Währungseffekte bereinigten Umsatzerlöse wie folgt:¹²⁰

Segmentspezifische Umsatzerlöse

Umsatzerlöse in EUR Mio.	Unbereinigte Historie				CAGR
	2014*	2015	2016	BE 2017	2014-2017
Gesamt	2.053,6	2.115,1	2.139,2	2.304,2	3,9%
Generika	1.261,7	1.261,5	1.280,7	1.353,4	2,4%
Markenprodukte	800,5	853,6	858,5	950,8	5,9%

* Gesamtumsatzerlöse des Geschäftsjahres 2014 bereinigt, Generika- und Markenproduktsegment unbereinigt.

300. Die Umsatzerlöse im Generika-Segment entwickelten sich bis einschließlich zum Geschäftsjahr 2016 mit verhältnismäßig geringen Wachstumsraten. Erst im Geschäftsjahr 2017 konnte sich das Wachstum deutlich steigern und belief sich auf 5,7%, sodass am Ende der Betrachtungsperiode die Umsatzerlöse EUR 1.353,4 Mio. betrugen. Wichtige Wachstumstreiber waren in diesem Zusammenhang die Absatzmärkte Belgien und Russland, wobei in Belgien vor allem Volumeneffekte und in Russland positive Währungseffekte für das Wachstum verantwortlich waren. Im Betrachtungszeitraum zwischen den Geschäftsjahren 2014 bis 2017 entspricht dies einem jährlichen durchschnittlichen Umsatzerlöswachstum von 2,4%. Ein deutlich stärkeres durchschnittliches Umsatzerlöswachstum i.H.v. 5,9% p.a. konnte im selben Betrachtungszeitraum im Markenprodukt-Segment beobachtet werden. Maßgeblich beeinflusst durch die positiven Entwicklungen in den Geschäftsjahren 2015 und 2017 (Anstieg um 6,6% bzw. 10,7% gegenüber Vorjahr) wuchsen die Umsatzerlöse im Markenprodukt-Segment auf EUR 950,8 Mio. im Geschäftsjahr 2017. Maßgeblich verantwortlich für das Wachstum in diesem Geschäftsjahr waren insbesondere die Absatzmärkte Russland, Italien und Großbritannien, die jeweils aufgrund von positiven Volumeneffekte Umsatzerlössteigerungen beisteuern konnten.
301. In der Vergangenheit war der deutsche Pharmamarkt STADAs größter und wichtigster Absatzmarkt, der sowohl im Generika- als auch im Markenprodukt-Segment die höchsten Umsatzerlöse erwirtschaftete. Die Relevanz der anderen Absatzmärkte hingegen ist differenziert für die Segmente Generika und Markenprodukte zu betrachten, sodass zum Beispiel Großbritannien zwar STADAs zweitgrößter Markt für Markenprodukte ist, gleichzeitig aber eine deutlich geringere Rolle im Generikamarkt spielt.
302. Über den Gesamtzeitraum betrachtet entwickelte sich Großbritannien in den Geschäftsjahren 2014 bis 2017 mit einem jährlichen Wachstum i.H.v. 12,7% am stärksten, wobei dieses Wachstum im Wesentlichen auf das Markenprodukt-Segment, STADAs allgemein guter Marktposition und positives Marktwachstum zurückzuführen war. In STADAs zweitgrößten Absatzmarkt Russland verzeichnete das Unternehmen dagegen im gleichen Zeitraum Umsatzerlösrückgänge i.H.v. -1,9%, welche insbesondere auf ein zuletzt schwieriges wirtschaftliches Umfeld und damit einhergehende Währungseffekte zurückzuführen waren.
303. Das Umsatzerlöswachstum im Generika-Segment wurde in den Geschäftsjahren 2015 und 2016 insbesondere in den Absatzmärkten Deutschland, Italien, Russland und Vietnam generiert.

¹²⁰ Für das Geschäftsjahr 2014 wurden die Umsatzerlöse des Segments „Handelsgeschäfte“ in Folge der geänderten Segmentstruktur dem Generika-Segment zugeordnet.

Während im Geschäftsjahr 2015 die Umsatzerlöse des deutschen Generikageschäfts um 15,7% auf EUR 308,3 Mio. ansteigen konnten, waren vor allem Umsatzerlösrückgänge i.H.v. 29,2% auf EUR 83,6 Mio. in Russland und um 32,9% auf EUR 95,0 Mio. in Belgien zu verzeichnen. Maßgeblich verantwortlich für die negative Umsatzerlösentwicklung dieser Länder waren in Russland Währungseffekte und in Belgien ein erheblicher Preis- und Absatzrückgang. Im Geschäftsjahr 2016 wurde das Umsatzerlöswachstum im Generika-Segment i.H.v. 1,5% insbesondere von den Absatzmärkten Russland, Italien und Vietnam getrieben, während das Umsatzerlöswachstum in Deutschland stagnierte. Während im Geschäftsjahr 2016 in Italien vor allem ein höheres Absatzvolumen zu einem Umsatzerlöswachstum i.H.v. 5,8% auf EUR 157,7 Mio. führte, konnte das Russlandgeschäft aufgrund von positiven Volumen- und Preiseffekten um 10,7% auf EUR 92,5 Mio. zulegen. Ebenfalls positiv entwickelte sich darüber hinaus das Vietnamgeschäft, das von EUR 63,2 Mio. im Geschäftsjahr 2015 um 9,3% auf EUR 69,1 Mio. im Geschäftsjahr 2016 ansteigen konnte. Maßgeblich verantwortlich für die Entwicklung in Vietnam war dabei ein höheres Absatzvolumen, das den vorherrschenden Preisdruck im Land kompensieren konnte.

304. Im Geschäftsjahr 2017 basierte das Wachstum im Generika-Segment i.H.v. 5,7% im Wesentlichen auf der Entwicklung im belgischen und italienischen Markt. In Italien war der Anstieg vor allem auf ein positives Volumenwachstum und Produktneueinführungen sowie Preiseffekte zurückzuführen. In Belgien resultierte das Umsatzerlöswachstum maßgeblich aus Volumeneffekten, welche auf die seit Januar 2017 erfolgende eigenständige Ausübung der Vertriebsaktivitäten zurückzuführen sind. In Deutschland als wichtigstem Absatzmarkt von STADA war insgesamt ein Umsatzerlösrückgang zu beobachten, welcher auf gegenläufigen Effekten beruhte. Einerseits erzielte die Tochtergesellschaft ALIUD PHARMA GmbH aufgrund der weiterhin erfolgreichen Teilnahme an Ausschreibungen höhere Umsatzerlöse, während die Gesellschaft STADAPharm GmbH rückläufige Umsatzerlöse aufgrund der fehlenden Teilnahme an Ausschreibungsverfahren, die nicht vollständig durch andere Vertriebswege kompensiert werden konnten.
305. Das Umsatzerlöswachstum im Markenprodukt-Segment wurde in den Geschäftsjahren 2015 und 2016 insbesondere in den Absatzmärkten Deutschland, Großbritannien, Italien und Vietnam generiert. Das im Geschäftsjahr 2015 generierte Segmentwachstum i.H.v. 7,8% auf EUR 853,6 Mio. wurde dabei vor allem von Großbritannien getrieben, wo STADA ein Umsatzerlöswachstum i.H.v. 42,1% auf EUR 168,0 Mio. erzielte. Wesentliche Treiber dieser Entwicklung waren hierbei u.a. die Akquisition von Internis Pharmaceuticals, die Markteinführung von Ladi-val sowie positive Währungseffekte des britischen Pfund. Zusätzlich konnte Italien einen positiven Beitrag zu den Segment-Umsatzerlösen erwirtschaften, wo ein Wachstum i.H.v. 31,2% auf EUR 40,4 Mio. vor allem auf Zukäufe zurückzuführen war. Das Wachstum in Vietnam i.H.v. 24,7% auf EUR 30,8 Mio. basierte dagegen auf einer höheren Anzahl an gewonnenen Ausschreibungsverfahren.
306. Im Geschäftsjahr 2016 erzielte STADA das Umsatzerlöswachstum innerhalb des Markenprodukt-Segments primär durch das Deutschlandgeschäft, das einen Umsatzerlösanstieg i.H.v. 38,3% auf EUR 177,4 Mio. verzeichnen konnte. Wesentlicher Wachstumstreiber waren Produktportfoliooptimierungen und ein höheres Absatzvolumen von Kernmarken. Eine ebenfalls

positive Entwicklung stellte sich in Vietnam dar, wo ein Umsatzerlöswachstum i.H.v. 19,1% auf EUR 36,7 Mio. erzielt werden konnte. Trotz der positiven Entwicklungen in Deutschland und Vietnam konnte jedoch im Geschäftsjahr 2016 in der Summe kein signifikantes Umsatzerlöswachstum auf Segmentebene generiert werden. Maßgeblich verantwortlich dafür war das Russlandgeschäft, dessen Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2016 um 29,3% auf EUR 150,1 Mio. zurückgingen, wobei dies sowohl aus einer verstärkten Konsolidierung auf Kundenebene als auch auf einer allgemein schwächeren Nachfrage resultierte. Die Entwicklung der Umsatzerlöse im russischen Markenprodukt-Segment berücksichtigten dabei bereits Währungseffekte.

307. Im Geschäftsjahr 2017 basierte das Wachstum im Markenprodukt-Segment i.H.v. 10,8% maßgeblich auf Produkteinführungen in Russland und einer höheren Nachfrage im serbischen Teilkonzern Hemofarm. Zur Geschäftsentwicklung trugen auch die Entwicklungen in Großbritannien bei, wo das Wachstum gegenüber den Vorjahren insbesondere auf die Akquisitionen der Gesellschaften BSMW und Natures Aid zurückzuführen war.
308. Die Herstellungskosten nach Bereinigungen stiegen von EUR 1.055,7 Mio. im Geschäftsjahr 2014 auf EUR 1.092,2 Mio. im Geschäftsjahr 2015 und auf EUR 1.092,8 Mio. im Geschäftsjahr 2016 und enthalten im Wesentlichen Sachaufwendungen, planmäßige Abschreibungen und übrige Herstellungskosten. Aufgrund der bereits erwähnten weitestgehend konstanten Umsatzerlöse blieben die Bruttomargen in den vergangenen drei Berichtsperioden relativ konstant und schwankten nur leicht zwischen 48,4% und 48,9%. Im Geschäftsjahr 2017 stiegen die bereinigten Herstellungskosten auf EUR 1.149,9 Mio., sodass sich die Bruttomarge um rund 1,2%-Punkte auf 50,1% verbesserte. Der Anstieg der Bruttomarge resultiert u.a. aus einer verbesserten Rabattquote im deutschen Generika-Segment, Verbesserungen im Generika- und Markenprodukt-Segment im serbischen Teilkonzern sowie einer geänderten Rabattstrategie im belgischen Generika-Segment in Folge der Beendigung der Vertriebsvereinbarung mit Vertriebspartner OMEGA.
309. Die Vertriebskosten beinhalten neben den Kosten für die Vertriebsabteilungen und den Außendienst zu einem wesentlichen Anteil auch die Kosten für Werbung und Marketingmaßnahmen. Ebenfalls enthalten sind Logistikkosten, die für den Vertrieb der Waren anfallen.
310. Der Anteil der Marketingaufwendungen an den Vertriebskosten betrug im Betrachtungszeitraum zwischen 41% und 44%. Die Vertriebskosten stiegen von EUR 458,4 Mio. im Geschäftsjahr 2014 auf EUR 482,6 Mio. im Geschäftsjahr 2015 und auf EUR 488,3 Mio. im Geschäftsjahr 2016. Während der Anstieg im Geschäftsjahr 2015 auf höhere Aufwendungen in Großbritannien und Italien zurückzuführen war, machten sich im Geschäftsjahr 2016 zusätzliche Marketingaufwendungen für die Absatzmärkte Deutschland und Belgien bemerkbar.
311. Im Geschäftsjahr 2017 stiegen die Vertriebskosten um 7,9% auf EUR 526,2 Mio. und entwickelten sich damit weitgehend parallel zum Umsatzerlöswachstum. Die Erhöhung der Vertriebskosten resultiert im Wesentlichen aus gesteigerten Marketingaufwendungen in Russland, Großbritannien und Italien im Zusammenhang mit Neueinführungen im Markenprodukt-Segment.

312. In den allgemeinen Verwaltungskosten werden die Personal- und Sachkosten der Leitungs- und Verwaltungsstellen ausgewiesen, soweit diese nicht als interne Dienstleistungen auf andere Funktionsbereiche verrechnet werden.
313. Die allgemeinen Verwaltungskosten stiegen nach Bereinigungen von EUR 152,8 Mio. im Geschäftsjahr 2014 auf EUR 176,0 Mio. im Geschäftsjahr 2015 und auf EUR 182,0 Mio. im Geschäftsjahr 2016. Der Anstieg im Geschäftsjahr 2015 resultierte dabei maßgeblich aus dem im Vorjahr innerhalb der Personalaufwendungen erfassten Ertrag aus nachzuverrechnenden Dienstzeitaufwendungen des damaligen Vorstandsvorsitzenden und im Geschäftsjahr 2016 aus höheren Verwaltungskosten bedingt durch erstkonsolidierte Tochterunternehmen resultierend aus Unternehmensakquisitionen. Im Geschäftsjahr 2017 stiegen die allgemeinen Verwaltungskosten um EUR 18,0 Mio. auf EUR 200,0 Mio., wobei ein wesentlicher Grund für diesen Anstieg Beratungsaufwendungen im Zusammenhang mit verschiedenen Restrukturierungsprojekten waren.
314. Forschungs- und Entwicklungskosten bei STADA beinhalten insbesondere Kosten für die fortlaufende Erfüllung von regulatorische Anforderungen. Durch die von STADA verfolgte Unternehmensstrategie fielen im Betrachtungszeitraum vorwiegend Entwicklungskosten und keine Forschungskosten an. Nicht aktivierungsfähige Entwicklungskosten erfasst STADA sofort als Aufwand in der Periode, in der sie angefallen sind. Darunter fallen auch die laufenden Aufwendungen zur Aufrechterhaltung der Zulassungen.
315. Die Kosten für Forschung und Entwicklung stiegen von EUR 56,9 Mio. im Geschäftsjahr 2014 auf EUR 65,0 Mio. im Geschäftsjahr 2015 und auf EUR 65,1 Mio. im Geschäftsjahr 2016. Im Geschäftsjahr 2017 fiel der Anstieg i.H.v. EUR 7,8 Mio. etwas deutlicher aus als in den Vorjahren, sodass sich die Kosten für Forschung und Entwicklung im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 72,9 Mio. beliefen. Der Anstieg ist auf eine Zunahme der laufenden regulatorischen Kosten, insbesondere in der STADA AG, zurückzuführen.
316. Der Posten sonstige Erträge beinhaltet im Wesentlichen Erträge aus Zuschreibungen, Erträge aus Veräußerungen und übrige sonstige Erträge (zum Beispiel erhaltene Meilensteinzahlung im Markenprodukt-Segment, Erträge aus Versicherungsentschädigungen und Schadenersatzleistungen). Für Zwecke unserer Berichterstattung wird das Ergebnis aus at-equity bewerteten Anteilen innerhalb der sonstigen Erträge ausgewiesen.
317. Die bereinigten sonstigen Erträge stiegen von EUR 15,8 Mio. im Geschäftsjahr 2014 auf EUR 17,0 Mio. im Geschäftsjahr 2015 und sanken anschließend auf EUR 11,8 Mio. im Geschäftsjahr 2016. Im Geschäftsjahr 2017 beliefen sich die sonstigen Erträge auf EUR 46,0 Mio.
318. Der Anstieg der sonstigen Erträge im Geschäftsjahr 2017 resultierte im Wesentlichen aus Wechselkurseffekten i.H.v. EUR 22,2 Mio., aus sonstigen Erträgen i.H.v. EUR 10,1 Mio., Auflösung von Wertberichtigungen i.H.v. EUR 6,3 Mio. und einem gegenüber dem Vorjahr erwarteten höheren Beteiligungsergebnis i.H.v. EUR 4,2 Mio. aus der at-equity Bewertung der Bioceticals Arzneimittel AG.

319. Der Posten andere Aufwendungen beinhaltet u.a. Wertminderungen des Anlagevermögens, Abschreibungen des Geschäfts- oder Firmenwerts, sowie übrige andere Aufwendungen (zum Beispiel Kursaufwendungen aus Wechselkurseffekten oder Schadenersatzleistungen).
320. Die bereinigten anderen Aufwendungen stiegen von EUR 23,2 Mio. im Geschäftsjahr 2014 auf EUR 31,0 Mio. im Geschäftsjahr 2015 und sanken wiederum auf EUR 27,8 Mio. im Geschäftsjahr 2016. Im Geschäftsjahr 2017 betrugen die anderen Aufwendungen EUR 71,2 Mio. Im Geschäftsjahr 2015 resultierte der Anstieg dieses Postens vor allem aus höheren anderen Aufwendungen und einem Anstieg der Aufwendungen für Forderungsausfälle. Maßgeblich verantwortlich für den Rückgang im Geschäftsjahr 2016 waren gesunkene Aufwendungen für Forderungsausfälle und, bedingt durch Bereinigungen, positive Einflüsse aus Wechselkurseffekten.
321. Der Anstieg der anderen Aufwendungen im Geschäftsjahr 2017 resultierte im Wesentlichen aus Wertberichtigungen i.H.v. EUR 32,2 Mio. für ausgefallene Forderungen und i.H.v. EUR 6,1 Mio. für Nettokursaufwendungen aus Fremdwährungseffekten.
322. Nach Berücksichtigung der in den Aufwands- und Ertragsposten vorhandenen Sondereffekte verringerte sich das EBIT von EUR 322,4 Mio. auf EUR 285,3 Mio. im Geschäftsjahr 2015 und verbesserte sich im Geschäftsjahr 2016 weiter leicht auf EUR 295,1 Mio. Im darauffolgenden Geschäftsjahr stieg das EBIT weiter und belief sich auf EUR 329,9 Mio. Die EBIT-Margen der Geschäftsjahre 2014 bis 2017 beliefen sich nach Bereinigungen auf 15,7%, 13,5%, 13,8% und 14,3%.
323. Die um Sondereffekte bereinigten Abschreibungen betrugen in den Geschäftsjahren 2014 bis 2016 EUR 109,5 Mio., EUR 104,1 Mio., EUR 102,9 Mio. und EUR 105,2 Mio. im Geschäftsjahr 2017.
324. Nach Bereinigung der in den Aufwands- und Ertragsposten vorhandenen Sondereffekte sank das EBITDA von EUR 431,9 Mio. im Geschäftsjahr 2014 auf EUR 389,4 Mio. im Geschäftsjahr 2015 und stieg wiederum auf EUR 398,0 Mio. im Geschäftsjahr 2016. Auch im Geschäftsjahr 2017 setzte sich das Wachstum fort, sodass am Ende des Geschäftsjahres ein bereinigtes EBITDA i.H.v. EUR 435,2 Mio. erzielt werden konnte. Aufgrund des auch nach Bereinigungen gleichbleibenden Umsatzerlösniveaus verschlechterte sich die EBITDA-Marge nach Bereinigungen von 21,0% im Geschäftsjahr 2014 auf 18,4% im Geschäftsjahr 2015 und verbesserte sich im Geschäftsjahr 2016 auf 18,6%. Im Geschäftsjahr 2017 verbesserte sich die EBITDA-Marge gegenüber dem Vorjahr nur geringfügig und betrug auf 18,9%.
325. Das Finanzergebnis nach Bereinigungen verbesserte sich wegen sinkender Zinsaufwendungen von EUR -69,1 Mio. im Geschäftsjahr 2014 auf EUR -64,4 Mio. im Geschäftsjahr 2015 und auf EUR -50,9 Mio. im Geschäftsjahr 2016. Im Geschäftsjahr 2017 sank das Finanzergebnis weiter und belief sich auf EUR -42,8 Mio. Der Rückgang des Zinsaufwands innerhalb des Finanzergebnisses im Betrachtungszeitraum ist im Wesentlichen durch die Rückführung von zinstragenden Verbindlichkeiten, die Refinanzierung zu günstigeren Konditionen durch STADA und geringeren Zinsaufwand im Zusammenhang mit Kurssicherungsgeschäften geprägt.

326. Die Ertragsteuern beinhalten die tatsächlichen Steuern vom Einkommen und vom Ertrag sowie die latenten Steueraufwendungen und -erträge. Während sich die effektive Steuerrate vor Bereinigungen in den Geschäftsjahren 2014 bis 2017 auf 43,8%, 25,8%, 25,1% und 28,2% belief, verbesserte sich die Rate nach Berücksichtigung von Sondereffekten, mit Ausnahme des Geschäftsjahres 2017, auf 24,2%, 22,0%, 23,9% und 26,6%. Die bereinigten Steuern vom Einkommen und Ertrag betrugen im Geschäftsjahr 2014 EUR 61,4 Mio., im Geschäftsjahr 2015 EUR 48,6 Mio., im Geschäftsjahr 2016 EUR 58,4 Mio. und im Geschäftsjahr 2017 EUR 76,5 Mio.
327. Der Anstieg der bereinigten effektiven Steuerrate von 22,0% im Geschäftsjahr 2015 auf 23,9% im Geschäftsjahr 2016 ist maßgeblich auf eine Anhebung des Gewerbesteuerhebesatzes in Bad Vilbel von 330% auf 357% zurückzuführen, welche zu einem Anstieg des nominalen Unternehmenssteuersatz der STADA von 27,4% auf 28,3% bei sonst gleichen steuerlichen Bedingungen (Körperschaftsteuersatz inkl. Solidaritätszuschlag 15,8% sowie Gewerbesteuer mit o.g. Hebesatz) führte. Die deutlich niedrigeren effektiven Steuerraten im Betrachtungszeitraum bis einschließlich 2016 sind im Wesentlichen durch die Nutzung bestehender steuerlicher Verlustvorträge in Deutschland begründet. Der Anstieg des effektiven Steuersatzes im Geschäftsjahr 2017 auf 26,6% resultierte dagegen insbesondere aus individuellen Geschäftsvorfällen (zum Beispiel Abgrenzungen für künftige Steuerverbindlichkeiten im dritten Quartal 2017).
328. Das bereinigte Ergebnis nach Steuern (vor Berücksichtigung von Minderheiten) fiel von EUR 191,9 Mio. im Geschäftsjahr 2014 auf EUR 172,3 Mio. im Geschäftsjahr 2015 und stieg auf EUR 185,8 Mio. im Geschäftsjahr 2016 sowie auf EUR 210,6 Mio. im Geschäftsjahr 2017. Dies entspricht einer Marge von 9,3% im Geschäftsjahr 2014, 8,1% im Geschäftsjahr 2015, 8,7% im Geschäftsjahr 2016 und 9,1% im Geschäftsjahr 2017.

2.3.5.2 Vermögens- und Finanzlage

Aktiva

329. Im Folgenden wird die unangepasste historische konsolidierte Vermögenslage der STADA für die Geschäftsjahre 2014 bis 2017 in Anlehnung an den Konzernabschluss der STADA nach IFRS dargestellt. Zudem wird eine bewertungstechnische Anpassung der Vermögenslage für nicht betriebsnotwendiges Vermögen und für die den Aktionären der STADA AG zustehende Dividende des Geschäftsjahres 2017 im Geschäftsjahr 2018 vorgenommen, welche bei der Bewertung der STADA als Sonderwert berücksichtigt werden. Die bewertungstechnischen Anpassungen der Bilanzposten führen zur Darstellung der für Bewertungszwecke relevanten Aufsatzbilanz.

330. Die nachfolgende Übersicht stellt die unbereinigte historische Vermögenslage der STADA der Planung gegenüber:¹²¹

Bilanz											
Aktiva											
in EUR Mio. per 31. Dezember	Unbereinigte Historie				Überleitung		Bereinigt		Planung		
	2014	2015	2016	BE	2017	Anpassungen	BE	2017	2018	2019	2020
Immaterielle Vermögenswerte	1.631,5	1.649,0	1.582,4		1.501,4	-		1.501,4	1.470,8	1.496,7	1.534,1
Sachanlagen	305,4	321,6	322,7		337,8	-		337,8	369,9	389,3	406,4
Finanzanlagen	12,6	14,5	16,1		50,3	-31,0		19,3	19,8	20,4	20,9
Anlagevermögen	1.949,6	1.985,1	1.921,2		1.889,5	-31,0		1.858,5	1.860,5	1.906,4	1.961,4
Vorräte	498,8	501,5	484,9		496,8	-		496,8	546,4	564,4	605,9
Forderungen	502,8	485,9	489,1		503,2	-		503,2	595,5	623,0	632,7
Liquide Mittel	164,2	143,2	352,6		202,0	-52,8		149,1	83,2	107,0	127,5
Sonstiges Umlaufvermögen	170,7	137,6	171,9		102,6	-		102,6	112,5	121,5	150,8
Aktive latente Steuern	49,4	34,1	20,8		25,5	-		25,5	25,2	25,6	25,9
Umlaufvermögen	1.385,9	1.302,3	1.519,3		1.330,1	-52,8		1.277,3	1.362,8	1.441,5	1.542,7
Summe Aktiva	3.335,5	3.287,4	3.440,4		3.219,6	-83,8		3.135,7	3.223,3	3.347,9	3.504,1

331. Die Reduzierung der Bilanzsumme zum 31. Dezember 2015 ist im Wesentlichen auf einen Rückgang der liquiden Mittel, der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie des sonstigen Umlaufvermögens zurückzuführen. Der Anstieg der Bilanzsumme zum 31. Dezember 2016 basierte auf einem höheren Bestand an liquiden Mitteln gegenüber dem Vorjahr. Die Veränderung der Bilanzsumme zum 31. Dezember 2017 gegenüber dem Vorjahr resultierte im Wesentlichen aus dem Rückgang der liquiden Mittel sowie der Entkonsolidierung der STADA Vietnam J.V. Co. Ltd.
332. Das Anlagevermögen stieg akquisitionsbedingt sowie bedingt durch Investitionen in Produktionsstätten von EUR 1.949,6 Mio. zum 31. Dezember 2014 auf EUR 1.985,1 Mio. zum 31. Dezember 2015. Zu den nachfolgenden Bilanzstichtagen entwickelte sich das Anlagevermögen insgesamt rückläufig auf EUR 1.899,5 Mio. zum 31. Dezember 2017.
333. Die immateriellen Vermögenswerte bestehen bei STADA im Wesentlichen aus Zulassungen, Markenzeichen und ähnlichen Rechten sowie Geschäfts- oder Firmenwerten. In geringerem Umfang hat STADA geleistete Anzahlungen und Entwicklungskosten für laufende Projekte, erworbene Kundenbeziehungen sowie Dachmarken mit unbestimmter Nutzungsdauer aktiviert. Nicht aktivierungsfähige Entwicklungskosten werden von STADA sofort in ihrer Entstehungsperiode als Aufwand erfasst. Die planmäßigen Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte betreffen hauptsächlich arzneimittelrechtliche Zulassungen sowie Markenzeichen und werden in der Gewinn- und Verlustrechnung im Wesentlichen in den Herstellungskosten erfasst.
334. Die Veränderungen der immateriellen Vermögenswerte im Geschäftsjahr 2015 und 2016 ist im Wesentlichen auf Investitionen in den Kauf von Unternehmen und Produkten inklusive Marken und Lizenzen sowie Investitionen in den Bereich Produktentwicklung für den Erwerb von Dossiers und Zulassungen zurückzuführen. Die Investitionen umfassten im Geschäftsjahr 2015 im Wesentlichen den Erwerb der österreichischen SCIOTEC Diagnostic Technologies und der britischen Socialites-Gruppe sowie im Geschäftsjahr 2016 die Akquisition der Gesellschaften Laboratorio Vannier, BSMW, NaturesAid und Velefarm. Des Weiteren wurde im Geschäftsjahr 2016 über

¹²¹ Der Posten „Aktive latente Steuern“ wird im Konzernabschluss innerhalb der langfristigen Vermögenswerte ausgewiesen. Durch die in diesem Bericht geänderte Zuordnung ist eine Abstimmbarkeit für die Bilanzsumme, jedoch nicht für das Anlagevermögen und das Umlaufvermögen, gegeben.

eine serbische Tochtergesellschaft ein Produktportfolio erworben. Gegenläufig reduzierten sich die immateriellen Vermögenswerte in 2016 insbesondere aufgrund der damals bestehenden Verkaufsabsicht der STADA Vietnam J.V. Co. Ltd. und der damit verbundenen Umgliederung der immateriellen Vermögenswerte der Gesellschaft in den Posten zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte und Veräußerungsgruppen innerhalb des sonstigen Umlaufvermögens. Demgegenüber stehen planmäßige Abschreibungen und außerplanmäßige Wertminderungen, die in den Geschäftsjahren 2015 bis 2017 im Wesentlichen Wertminderungen auf Zulassungen und Markenrechte und nur in geringem Umfang Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert (im Geschäftsjahr 2015) umfassen. Im Vergleich zu den beiden Vorjahren wurden im Geschäftsjahr 2017 keine wesentlichen Unternehmensakquisitionen getätigt.

335. Das Sachanlagevermögen der STADA setzt sich maßgeblich aus Grundstücken, grundstückgleichen Rechten und Bauten einschließlich Bauten auf fremden Grundstücken sowie technischen Anlagen und Maschinen zusammen. Des Weiteren bestehen andere Anlagen sowie Betriebs- und Geschäftsausstattung sowie Anlagen im Bau zu ähnlich großen Bestandteilen. Die technischen Anlagen und Maschinen betreffen überwiegend Produktionsstätten, Fertigungsanlagen sowie Prüflabore an den Produktionsstandorten von STADA.
336. Das Sachanlagevermögen stieg im Betrachtungszeitraum sukzessive von EUR 305,4 Mio. auf EUR 337,8 Mio. zum 31. Dezember 2017. Der Anstieg zum 31. Dezember der Geschäftsjahre 2015 bzw. 2016 resultierte zum einen maßgeblich aus Investitionen in die Produktionsstätten, Fertigungsanlagen und Prüflabore in Serbien, Großbritannien, Russland und Deutschland, um gesetzlich geforderte Produktionsstandards einzuhalten und zu gewährleisten. Zum anderen stiegen die geleisteten Anzahlungen und Anlagen im Bau.¹²² Im Geschäftsjahr 2017 stieg das Sachanlagevermögen auf EUR 337,8 Mio., wobei der Anstieg im Wesentlichen auf Investitionen in Produktionsanlagen im serbischen Teilkonzern Hemofarm zurückzuführen war.
337. Der Bilanzposten Finanzanlagen beinhaltet at-equity bewertete Anteile und sonstigen Beteiligungen sowie sonstige Finanzanlagen. Die Finanzanlagen stiegen von EUR 12,6 Mio. zum 31. Dezember 2014 auf EUR 14,5 Mio. zum 31. Dezember 2015 und auf EUR 16,1 Mio. zum 31. Dezember 2016. Im darauffolgenden Geschäftsjahr 2017 stiegen die Finanzanlagen weiter und erreichten zum 31. Dezember 2017 EUR 50,3 Mio.
338. Die Finanzanlagen bewegten sich zwischen den Geschäftsjahren 2014 und 2016 auf einem verhältnismäßig konstanten Niveau. Die Anteile an nicht konsolidierten Unternehmen schwankten im Betrachtungszeitraum geringfügig, bedingt durch Konsolidierungen von Gesellschaften (Geschäftsjahr 2015) und Kapitalerhöhungen (Geschäftsjahr 2016). Der Posten at-equity bewertete Anteile beinhaltet die nach der Equity-Methode bilanzierten Anteile an assoziierten Unternehmen (per 31. Dezember 2016: BIOCEUTICALS Arzneimittel AG, Pharm Ortho Pedic SAS und AELIA SAS sowie die Dialogfarma LLC).¹²³ Der Anstieg der Finanzanlagen im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 50,3 Mio. ist im Wesentlichen auf den Ausweis einer Kaufpreisforderung i.H.v.

¹²² STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 52; STADA, Geschäftsbericht 2015, S. 102.

¹²³ STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 140.

EUR 31,0 Mio. aus der Veräußerung einer bisher konsolidierten Tochtergesellschaft zurückzuführen, welche aufgrund der Unterzeichnung eines Term-Sheets zum 29. November 2017 zum 31. Dezember 2017 als at-equity bewerteter Anteil auszuweisen ist.

339. Das sowohl lang- als auch kurzfristige Posten enthaltende Umlaufvermögen sank von EUR 1.385,9 Mio. zum 31. Dezember 2014 auf EUR 1.302,3 Mio. zum 31. Dezember 2015. Die Reduzierung war im Wesentlichen getrieben von gesunkenen Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, liquiden Mitteln und einer Reduzierung des Postens sonstiges Umlaufvermögen. Anschließend stieg das Umlaufvermögen im Wesentlichen durch eine Erhöhung der liquiden Mittel und des sonstigen Umlaufvermögens auf EUR 1.519,3 Mio. zum 31. Dezember 2016. Der Anstieg des sonstigen Umlaufvermögens resultierte aus der Umgliederung in die zur Veräußerung gehaltenen langfristigen Vermögenswerte und Veräußerungsgruppen aufgrund der damals bestehenden Verkaufsabsicht der STADA Vietnam J.V. Co. Ltd. Im Geschäftsjahr 2017 sank das Umlaufvermögen wieder und betrug zum 31. Dezember 2017 EUR 1.330,1 Mio. Maßgeblich verantwortlich für diesen Rückgang waren ein deutlich geringerer Bestand an liquiden Mitteln sowie rückläufiges sonstiges Umlaufvermögen aufgrund der Unterzeichnung eines Term-Sheets zum Verkauf der STADA Vietnam J.V. Co. Ltd. und dem damit verbundenen Neu- ausweis als at-equity bewerteter Anteil.
340. Der Bilanzposten Vorräte beinhaltet im Wesentlichen fertige Erzeugnisse und Roh- Hilfs- und Betriebsstoffe sowie in geringem Umfang unfertige Erzeugnisse und Leistungen sowie geleistete Anzahlungen.
341. Die Vorräte insgesamt sowie auch die Unterposten schwankten in den Geschäftsjahren 2014 bis 2016 nur geringfügig. Zum 31. Dezember 2015 erhöhte sich der Bilanzposten von EUR 498,8 Mio. auf EUR 501,5 Mio., wobei der Anstieg u. a. aus Translationseffekten in Großbritannien und Vietnam resultierte und nur teilweise durch gegenläufige Währungseffekte in Russland kompensiert wurde. Zum 31. Dezember 2016 reduzierten sich die Vorräte um EUR 16,6 Mio. auf EUR 484,9 Mio., was maßgeblich auf Umgliederungen von zur Veräußerung gehaltenen langfristigen Vermögenswerten und Veräußerungsgruppen in Bezug auf zwei Tochterunternehmen in Asien zurückzuführen war.¹²⁴ Im Geschäftsjahr 2017 stiegen die Vorräte auf EUR 496,8 Mio., wobei für dieses Wachstum die erstmalige Konsolidierung der Velefarm maßgeblich verantwortlich war.
342. Die Forderungen setzten sich fast ausschließlich aus Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und nur in unwesentlichem Umfang aus Forderungen gegen verbundene Unternehmen zusammen. Die ausgewiesenen Forderungen stellten dabei bereits Nettowerte unter Berücksichtigung von Wertberichtigungen auf nicht werthaltige Forderungen dar. Zum 31. Dezember 2014 betrugen die Forderungen EUR 502,8 Mio. und sanken um EUR 16,9 Mio. auf EUR 485,9 Mio. zum 31. Dezember 2015. Zum 31. Dezember 2016 stieg der Bilanzposten um EUR 3,2 Mio. auf EUR 489,1 Mio. Im Geschäftsjahr 2017 veränderten sich die Forderungen aus Lieferungen und

¹²⁴ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 52.

Leistungen nur leicht und stiegen auf EUR 503,2 Mio. Der Anstieg resultierte dabei im Wesentlichen aus der erstmaligen Konsolidierung des serbischen Großhändlers Velexfarm.

343. Die liquiden Mittel sanken von EUR 164,2 Mio. zum 31. Dezember 2014 auf EUR 143,2 Mio. zum 31. Dezember 2015 und stiegen auf EUR 352,6 Mio. zum 31. Dezember 2016. Im darauffolgenden Geschäftsjahr sanken die liquiden Mittel wieder und beliefen sich zum 31. Dezember 2017 auf EUR 202,0 Mio. Dabei erfolgte der Rückgang zum 31. Dezember 2015 trotz eines höheren operativen Cashflows bei gleichzeitig geringeren Investitionen aufgrund höherer Auszahlungen für Finanzierungstätigkeiten. Letzterer Posten lag zum 31. Dezember 2015 deutlich über dem Vorjahresniveau und resultierte aus einer höheren Tilgung von Finanzverbindlichkeiten. Der Anstieg der liquiden Mittel zum 31. Dezember 2016 war dagegen von niedrigeren Auszahlungen für Finanzierungstätigkeiten sowie der Aufnahme weiteren Fremdkapitals durch ein neues Schuldscheindarlehen i.H.v. EUR 350,0 Mio. zur Refinanzierung eines auslaufenden Schuldscheindarlehens i.H.v. EUR 188,0 Mio. geprägt. Die Entwicklung im Geschäftsjahr 2017 war durch vergleichsweise geringe Auszahlungen für Investitionen, einem Anstieg des Brutto-Cashflows in Folge der Ergebnisentwicklung im aktuellen Geschäftsjahr sowie deutlich geringere Auszahlungen im Zusammenhang mit Rabattverträgen in Deutschland geprägt. Gegenläufig wirkten deutlich höhere Mittelabflüsse aus der Veränderung der Vorräte und Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, sowie die weitere Tilgung von verzinslichen Verbindlichkeiten.
344. Wesentliche Komponenten des sonstigen Umlaufvermögens bildeten andere lang- und kurzfristige Vermögenswerte, sonstige lang- und kurzfristige finanzielle Vermögenswerte, Ertragsteuerforderungen, und sonstige zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte (letztere im Wesentlichen im Geschäftsjahr 2016). In den Geschäftsjahren 2014 bis 2017 belief sich der Posten auf EUR 170,7 Mio., EUR 137,6 Mio., EUR 171,9 Mio. und EUR 102,6 Mio.
345. Die Ertragsteuerforderungen gingen zwischen dem Geschäftsjahr 2014 und 2017 relativ kontinuierlich um EUR 17,6 Mio. auf EUR 13,1 Mio. zurück. Die ausgewiesenen Steuerforderungen umfassen Ansprüche für in- und ausländische Ertragsteuern aus dem jeweiligen Geschäftsjahr und ggf. Vorjahren. Die Reduzierung der Ertragsteuerforderungen war überwiegend auf erhaltene Zahlungen auf Grund der Erstattung der steuerlichen Vorauszahlungen in Deutschland zurückzuführen.
346. Die kurzfristigen sonstigen finanziellen Vermögenswerte verringerten sich zwischen dem Geschäftsjahr 2014 und 2017 um EUR 75,8 Mio., wobei diese Veränderung im Wesentlichen auf den Rückgang derivativer finanzieller Vermögenswerte und übriger finanzieller Vermögenswerte zurückzuführen ist.
347. Die anderen kurzfristigen Vermögenswerte erhöhten sich von EUR 37,9 Mio. in 2014 auf EUR 69,9 Mio. in 2017. Der Anstieg basierte maßgeblich auf der Entwicklung der sonstigen Steuerforderungen sowie der anderen geleisteten Anzahlungen im Geschäftsjahr 2017.
348. Der Bilanzposten zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte betrug zum 31. Dezember 2016 EUR 83,0 Mio. Zum Ende der Geschäftsjahre 2015 und 2017 erfolgt kein Ausweis von Vermögenswerten innerhalb des Bilanzpostens. Der Anstieg bzw. Rückgang im Betrachtungszeitraum

ist auf die geplante bzw. im Geschäftsjahr 2017 durchgeführte Veräußerung der Tochtergesellschaften STADA Vietnam J.V. Co. Ltd. und STADA Import Export International Ltd. zurückzuführen.¹²⁵

349. Die aktiven latenten Steuern verringerten sich zum 31. Dezember 2015 um EUR 15,3 Mio. auf EUR 34,1 Mio. und zum 31. Dezember 2016 um EUR 13,3 Mio. auf EUR 20,8 Mio. und stiegen auf EUR 25,5 Mio. im Geschäftsjahr 2017. Der Rückgang in den vergangenen drei Geschäftsjahren resultierte im Wesentlichen aus der Saldierung mit passiven latenten Steuern sowie der Inanspruchnahme von steuerlichen Verlustvorträgen, für die in der Vergangenheit aktive latente Steuern bilanziert wurden.¹²⁶

Passiva

350. Die unbereinigte Passivseite der Bilanz der STADA stellte sich wie folgt dar:

Bilanz											
Passiva											
	Unbereinigte Historie					Überleitung	Bereinigt		Planung		
in EUR Mio. per 31. Dezember	2014	2015	2016	BE	2017	Anpassungen	BE	2017	2018	2019	2020
Eigenkapital	903,3	1.018,5	1.047,1		1.033,8	-83,8		949,9	1.080,8	1.157,8	1.286,9
Rückstellungen	17,4	22,5	20,3		17,6	-		17,6	15,9	16,4	17,2
Passive latente Steuern	166,7	160,2	116,4		99,0	-		99,0	96,5	93,6	91,4
Verzinsliche Verbindlichkeiten	1.524,9	1.390,0	1.510,1		1.364,3	-		1.364,3	1.272,8	1.264,2	1.252,5
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	723,1	696,1	746,6		704,8	-		704,8	757,3	815,9	856,1
Summe Passiva	3.335,5	3.287,4	3.440,4		3.219,6	-83,8		3.135,7	3.223,3	3.347,9	3.504,1

351. Das Eigenkapital setzt sich aus den Bilanzposten gezeichnetes Kapital, Kapitalrücklagen, Gewinnrücklagen einschließlich Konzerngewinn, sonstige Rücklagen, eigene Anteile und Minderheitenanteile zusammen.
352. Das Eigenkapital stieg von EUR 903,3 Mio. zum 31. Dezember 2014 auf EUR 1.033,8 Mio. zum 31. Dezember 2017. Grund für diese Entwicklung war vor allem eine stetige Zunahme der Gewinnrücklagen, welche den nicht ausgeschütteten Konzerngewinn des Geschäftsjahres sowie die in Vorperioden erzielten Ergebnisse beinhaltet. Des Weiteren wurde durch die Wandlung von STADA-Optionsscheinen im Geschäftsjahr 2015 das Grundkapital um EUR 4,5 Mio. sowie durch Zuzahlungen in die Kapitalrücklage um insgesamt EUR 28,2 Mio. erhöht.¹²⁷
353. Die Eigenkapitalkomponente sonstige Rücklagen enthält direkt im Eigenkapital berücksichtigte Ergebnisse, wie zum Beispiel erfolgsneutrale Währungsumrechnungen, welche aus den Abschlüssen der in den Konzern einbezogenen Unternehmen mit einer von EUR abweichenden funktionalen Währung resultieren (Translationseffekte). Der zum 31. Dezember 2016 verzeichnete Rückgang auf EUR -379,1 Mio. war dabei insbesondere auf Währungseffekte in Russland und Großbritannien zurückzuführen,¹²⁸ wobei im Geschäftsjahr 2017 diese Entwicklung durch zusätzlich Währungseffekte des vietnamesischen Dong verstärkt wurde.

¹²⁵ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 158.

¹²⁶ STADA saldiert aktive und passive latenter Steuern, wenn diese gegenüber der gleichen Steuerbehörde bestehen.

¹²⁷ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2015, S. 211.; STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 53.

¹²⁸ Ebd., S. 160; STADA, Zwischenbericht 9 Monate, November 2017, S. 32.

354. Im Zusammenhang mit den positiven Konzernergebnissen stieg darüber hinaus im Zeitraum vom 31. Dezember 2014 bis 31. Dezember 2016 der Anteil nicht beherrschender Gesellschafter von EUR 67,3 Mio. auf EUR 78,1 Mio. Die hinter diesem Bilanzposten stehenden Gesellschaften waren zum 31. Dezember 2016 STADA Thailand Company Ltd., STADA Import/Export International, Pymepharco Joint Stock Company, STADA Pharmaceuticals Ltd., Well Light Investment Services Joint Stock Company, Hemomont d.o.o. und Hemofarm Banja Luka A.D. ¹²⁹
355. Die Verbindlichkeiten der STADA setzen sich aus Rückstellungen, passiven latenten Steuern sowie aus verzinslichen und nicht verzinslichen Verbindlichkeiten zusammen. Für Bewertungszwecke wurde eine von der externen Berichterstattung der Gesellschaft abweichende Darstellung gewählt.
356. Die wesentlichen Komponenten der Rückstellungen umfassten ausschließlich sonstige kurzfristige Rückstellungen. Pensionsrückstellungen werden den verzinslichen Verbindlichkeiten zugeordnet und werden daher nicht innerhalb der Rückstellungen erfasst.
357. Der Bilanzposten Rückstellungen beinhaltete Schadenersatzrückstellungen aus anhängigen Rechtsstreitigkeiten einschließlich der damit verbundenen Prozesskosten und Rückstellungen für Gewährleistungen. In der Summe betrugen die Rückstellungen in den Geschäftsjahren 2014 bis 2017 jeweils zum 31. Dezember EUR 17,4 Mio., EUR 22,5 Mio., EUR 20,3 Mio. und EUR 17,6 Mio.
358. Der Bilanzposten passive latente Steuern verzeichnete einen Rückgang von EUR 160,2 Mio. zum 31. Dezember 2015 auf EUR 116,4 Mio. zum 31. Dezember 2016. bzw. auf EUR 99,0 Mio. zum 31. Dezember 2017. Diese Entwicklung resultierte insbesondere aus den planmäßigen Abschreibungen auf Vermögenswerte aus Unternehmenszusammenschlüssen, die zu einer Reduzierung der temporären Differenzen führten sowie aus einer Absenkung des Steuersatzes in Großbritannien.
359. Die verzinslichen Verbindlichkeiten setzen sich aus Verbindlichkeiten aus Schuldscheindarlehen, Bankdarlehen und Anleihen (ausgewiesen unter den Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten) sowie Pensionsrückstellungen und Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing zusammen. In STADAs Bilanz werden die Pensionsrückstellungen innerhalb des Bilanzpostens sonstige langfristige Rückstellungen ausgewiesen und beinhalten neben Pensionen auch andere langfristige Rückstellungen in Form von Jubiläumsrückstellungen sowie Rückstellungen für Zeitwertkonten.
360. Die Finanzierungsverträge sehen ein Rückgaberecht der Anleihen, Schuldscheindarlehen oder Bankdarlehen durch die jeweiligen Investoren vor, wenn ein Kontrollwechsel und/oder eine Änderung des Ratings von STADA erfolgt. Infolgedessen hat STADA im 3. Quartal 2017 eine Umgliederung aller vom Kontrollwechsel betroffenen Finanzinstrumente in die kurzfristigen

¹²⁹ STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 160.

Verbindlichkeiten vorgenommen. Für Bewertungszwecke wird keine Unterscheidung nach Fristigkeit der Verbindlichkeiten vorgenommen, sodass ein einheitlicher und unveränderter Ausweis unter den verzinslichen Verbindlichkeiten erfolgt.

361. Die verzinslichen Verbindlichkeiten sanken von EUR 1.524,9 Mio. zum 31. Dezember 2014 auf EUR 1.390,0 Mio. zum 31. Dezember 2015 und stiegen auf EUR 1.510,1 Mio. zum 31. Dezember 2016. Im darauffolgenden Geschäftsjahr sank der Passivposten weiter und beläuft sich zum 31. Dezember 2017 auf EUR 1.364,3 Mio.
362. Der Anstieg der verzinslichen Verbindlichkeiten zum 31. Dezember 2016 war maßgeblich auf die Aufnahme eines weiteren Schuldscheindarlehens von EUR 350,0 Mio. zurückzuführen, das der Finanzierung von ausgelaufenen Schuldscheindarlehen von insgesamt EUR 188,0 Mio. diente. Verbindlichkeiten aus Finanzierungsleasing betrugen jeweils weniger als EUR 4,0 Mio. in den vergangenen Geschäftsjahren. Im Geschäftsjahr 2017 sanken die verzinslichen Verbindlichkeiten durch von STADA unterjährig vorgenommene Tilgungen.
363. Die Rückstellungen für Pensionen beliefen sich zum 31. Dezember in den Geschäftsjahren 2014 bis 2017 auf EUR 30,1 Mio., EUR 28,9 Mio., EUR 36,0 Mio. und EUR 39,9 Mio.
364. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten setzen sich aus den Bilanzposten Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (gegenüber Dritten, inklusive gegenüber nicht konsolidierten Konzerngesellschaften), erhaltene Anzahlungen, Verbindlichkeiten aus ausstehenden Kostenrechnungen, Schulden in Verbindung mit zu veräußernden Vermögenswerten, sonstige finanzielle Verbindlichkeiten, andere Verbindlichkeiten und Ertragsteuerverbindlichkeiten zusammen. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten sanken ausgehend vom 31. Dezember 2014 von EUR 723,1 Mio. auf EUR 696,1 Mio. zum 31. Dezember 2015 und stiegen auf EUR 746,6 Mio. zum 31. Dezember 2016. Im Folgejahr 2017 sank der Posten wieder auf EUR 704,8 Mio.
365. Die Summe aus den Posten Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen inklusive Verbindlichkeiten gegenüber nicht konsolidierten Konzerngesellschaften, erhaltene Anzahlungen, Verbindlichkeiten aus ausstehenden Kostenrechnungen und Schulden in Verbindung mit zu veräußernden Vermögenswerten schwankten in der Vergangenheit nur gering und betrugen in den Geschäftsjahren 2014 bis 2017 EUR 340,8 Mio., EUR 328,5 Mio., EUR 351,4 Mio. und EUR 324,3 Mio.
366. Der Rückgang des Postens Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, erhaltenen Anzahlungen und Verbindlichkeiten aus ausstehenden Kostenrechnungen zum 31. Dezember 2015 von EUR 271,8 Mio. auf EUR 252,3 Mio. basierte im Wesentlichen auf geringeren Verbindlichkeiten bei STADApHarm gegenüber Krankenkassen aufgrund rückläufiger Geschäftstätigkeit und in Belgien aufgrund des rückläufigen Geschäfts.¹³⁰ Zum 31. Dezember 2016 gingen die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen auf EUR 244,1 Mio. zurück. Der Rückgang

¹³⁰ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2015, S.223.

des Postens im Geschäftsjahr 2017 gegenüber dem Vorjahr um EUR 12,5 Mio. ist durch stichtagsbedingte Effekte verursacht.

367. Die sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten setzten sich im Wesentlichen aus Verbindlichkeiten für derivative Finanzinstrumente und dem Unterposten übrige finanzielle Verbindlichkeiten zusammen. Der letztgenannten Posten betrug zum 31. Dezember 2016 rd. EUR 197,2 Mio. und beinhaltete im Wesentlichen Verbindlichkeiten aus Rabattverträgen deutscher STADA-Gesellschaften. Der Posten sonstige finanzielle Verbindlichkeiten reduzierte sich von EUR 259,6 Mio. zum 31. Dezember 2014 auf EUR 223,8 Mio. und EUR 214,6 Mio. jeweils zum 31. Dezember 2015 und 2016, im Wesentlichen getrieben von einem Rückgang der übrigen finanziellen Verbindlichkeiten. Zum 31. Dezember 2017 beliefen sich die sonstigen finanziellen Verbindlichkeiten auf EUR 169,5 Mio., wobei der Rückgang im Vergleich zum Vorjahr insbesondere auf rückläufigen Abgrenzungen für Rabattverträge in Deutschland basierte.
368. Während zum 31. Dezember 2015 der Anstieg des Postens andere Verbindlichkeiten i.H.v. EUR 15,5 Mio. im Wesentlichen aus höheren Steuerverbindlichkeiten resultierte, waren im Folgejahr vor allem höhere Personalverbindlichkeiten i.H.v. EUR 64,3 Mio. für das Wachstum auf EUR 119,9 Mio. verantwortlich. Im Folgejahr sank der Bilanzposten um EUR 18,8 Mio., so dass sich die anderen Verbindlichen zum 31. Dezember 2017 auf EUR 101,1 Mio. beliefen. Maßgeblich verantwortlich für diesen Rückgang waren in diesem Zusammenhang rückläufige Verbindlichkeiten in Verbindung mit Factoring-Geschäften.
369. Die Ertragsteuerverbindlichkeiten stiegen zum 31. Dezember 2015 um EUR 21,2 Mio. auf EUR 60,6 Mio. bzw. zum 31. Dezember 2017 um EUR 49,2 Mio. auf EUR 109,8 Mio. Diese Entwicklung war im Wesentlichen durch die Tatsache bedingt, dass für abgelaufene Geschäftsjahre noch keine endgültig bestandskräftigen Veranlagungen vorlagen.

Ableitung der Aufsatzbilanz zum 31. Dezember 2017 für Bewertungszwecke

370. Zur bewertungstechnischen Abbildung von Sonderwerten haben wir ausgehend von der Bilanz zum 31. Dezember 2017 folgende bewertungstechnische Anpassungen der Bilanz vorgenommen:

Bilanz

Aktiva	Unbereinigte Historie				Anpassung		Bereinigt	
	2014	2015	2016 BE	2017	BE	2017	BE	2017
in EUR Mio. per 31. Dezember								
Immaterielle Vermögenswerte	1.631,5	1.649,0	1.582,4	1.501,4	-	-	-	1.501,4
Sachanlagen	305,4	321,6	322,7	337,8	-	-	-	337,8
Finanzanlagen	12,6	14,5	16,1	50,3	-31,0	-31,0	-	19,3
Anlagevermögen	1.949,6	1.985,1	1.921,2	1.889,5	-31,0	-31,0	-	1.858,5
Vorräte	498,8	501,5	484,9	496,8	-	-	-	496,8
Forderungen	502,8	485,9	489,1	503,2	-	-	-	503,2
Liquide Mittel	164,2	143,2	352,6	202,0	-52,8	-52,8	-	149,1
Sonstiges Umlaufvermögen	170,7	137,6	171,9	102,6	-	-	-	102,6
Aktive latente Steuern	49,4	34,1	20,8	25,5	-	-	-	25,5
Umlaufvermögen	1.385,9	1.302,3	1.519,3	1.330,1	-52,8	-52,8	-	1.277,3
Summe Aktiva	3.335,5	3.287,4	3.440,4	3.219,6	-83,8	-83,8	-	3.135,7

371. Vor dem Hintergrund des unterzeichneten Term Sheets zum Verkaufs des Tochterunternehmens STADA Vietnam J.V. Co. Ltd. und der damit verbundenen Entkonsolidierung der Vermögenswerte und Schulden und dem Ausweis als at-equity Beteiligungsunternehmen unter dem Posten Finanzanlagen, setzen wir den in diesem Bilanzposten ausgewiesenen erwarteten Kaufpreis von STADAs Anteilen am Eigenkapital des vietnamesischen Joint Ventures i.H.v. EUR 31,0 Mio. als werterhöhenden Sonderwert an und bereinigen in der bewertungsrelevanten Aufsatzbilanz zum 31. Dezember 2017 folglich die Finanzanlagen in dieser Höhe erfolgsneutral gegen das Eigenkapital. Die Höhe des Buchwerts entspricht dem in einer verbindlichen Absichtserklärung zwischen den potentiellen Käufern und STADA vereinbarten Kaufpreis.
372. Unter der Bewertungsannahme der phasengleichen Ausschüttung von Dividenden ermitteln wir einen Sonderwert der im Bewertungsmodell nicht über jährliche Ausschüttungen berücksichtigten Dividende der STADA AG für das Geschäftsjahr 2017. Die Höhe der Dividende entspricht von der STADA AG für das Geschäftsjahr 2018 geplanten auszuschüttenden Dividende i.H.v. 40% des Jahresüberschusses des Vorjahres und beläuft sich auf EUR 52,8 Mio. Den als werterhöhenden angesetzten Sonderwert bereinigen wir folglich in der bewertungsrelevanten Aufsatzbilanz zum 31. Dezember 2017 erfolgsneutral gegen den Posten liquide Mittel und Eigenkapital.
373. Die bewertungstechnisch angepasste Passivseite stellt sich demnach wie folgt dar:

Bilanz								
Passiva								
	Unbereinigte Historie				Anpassung		Bereinigt	
in EUR Mio. per 31. Dezember	2014	2015	2016	BE 2017	BE	2017	BE	2017
Eigenkapital	903,3	1.018,5	1.047,1	1.033,8	-83,8			949,9
Rückstellungen	17,4	22,5	20,3	17,6	-			17,6
Passive latente Steuern	166,7	160,2	116,4	99,0	-			99,0
Verzinsliche Verbindlichkeiten	1.524,9	1.390,0	1.510,1	1.364,3	-			1.364,3
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	723,1	696,1	746,6	704,8	-			704,8
Summe Passiva	3.335,5	3.287,4	3.440,4	3.219,6	-83,8			3.135,7

374. Das angepasste Eigenkapital in der bewertungsrelevanten Aufsatzbilanz beträgt EUR 949,9 Mio. und errechnet sich aus dem bilanziellen Eigenkapital zum 31. Dezember 2017 i.H.v. EUR 1.033,8 Mio. abzgl. des erwarteten Kaufpreises für das vietnamesische Joint Venture i.H.v. EUR 31,0 Mio. und der von STADA geplanten Dividende für das Geschäftsjahr 2017 i.H.v. EUR 52,8 Mio. In Summe ergibt sich demnach eine bewertungstechnische Herabsetzung der Bilanzsumme für die Aufsatzbilanz zum 31. Dezember 2017 i.H.v. EUR 83,8 Mio. auf EUR 3.135,7 Mio.

2.3.6 SWOT-Analyse

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

2.3.6.1 Stärken

376. Zu den wesentlichen Stärken der STADA zählen:

- 377. Als Generikahersteller mit langjähriger Branchenerfahrung und einem etablierten Netzwerk zu Kunden und Lieferanten ist STADA in den wichtigen west- und osteuropäischen Pharmamärkten als eines der führenden Unternehmen positioniert. Aufgrund des allgemein organisch wachsenden Generika-Segments profitiert STADA dadurch von einer etablierten Geschäftsbasis.¹³¹
- 378. STADA verfügt im Generikageschäft, bei dem die lokalen Vertriebsgesellschaften grundsätzlich als Vollsortimentanbieter auftreten, über ein weitreichendes Produktportfolio. Dieses Produktportfolio kann mit entsprechenden Skaleneffekten in der Produktion verbunden werden, was insbesondere im preisintensiven Generikamarkt einen wichtigen Wettbewerbsvorteil darstellt.
- 379. Das Markenprodukt-Segment der STADA zeichnet sich durch höhere, nachhaltige Margen,¹³² geringere regulatorische Rahmenbedingungen im Bereich der Marktzulassung¹³³ und internationales Wachstum, insbesondere in Selbstzahlermärkten, aus.
- 380. STADA gelingt es durch innovative und zielgerichtete Marketingkonzepte Marken mit einem hohen Wiedererkennungswert, wie zum Beispiel Ladival (Sonnenschutz), Gripstad (Erkältung), Aqualor (Erkältung), Snup (Erkältung), Covonia (Erkältung) und Mobilat (Schmerzgel) im Markt zu positionieren und so die Marktposition zu stärken.¹³⁴
- 381. STADA zeichnet sich durch eine hohe Kompetenz im Bereich der Produktentwicklung und Produkteinführung von Generika und Markenprodukten aus. Entsprechend verfügt STADA über eine gut gefüllte Produktpipeline, mit welcher das Portfolio fortlaufend erneuert und ausgeweitet wird.¹³⁵
- 382. Aufgrund der Einlizenzierungsstrategie von ursprünglich patentgeschützten Arzneimitteln ist STADA aktuell nur in geringem Umfang von Eigenentwicklungspräparaten abhängig und trägt zudem vergleichsweise geringe Entwicklungskosten und -risiken. Vor dem Hintergrund der in Zukunft verstärkten Fokussierung auf Co-Development-Aktivitäten mit Partnerunternehmen im Bereich Biosimilars ist jedoch zu erwarten, dass STADA langfristig ein höheres Finanz- und Entwicklungsrisiko tragen wird. Im Vergleich zu Originalherstellern trägt STADA aufgrund des geringeren Umfangs an Eigenentwicklungspräparaten dennoch ein geringes Entwicklungsrisiko.

¹³¹ Vgl. Analystenreport, Independent Research, 27 Juli 2017, S. 4; STADA, Capital Market Day, 5. Oktober 2016, S. 9.

¹³² Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 16.

¹³³ Vgl. Analystenreport Bankhaus Lampe, STADA, 20. Dezember 2016, S. 14.

¹³⁴ Vgl. Analystenreport, DZ Bank Research, 26. Juni 2016, S. 4.

¹³⁵ Vgl. Analystenreport, DZ Bank Research, 26. Juni 2016, S. 4.

- 383. Durch den relativ hohen Anteil des eigenen Produktionsvolumens in Niedrigkostenländern verfügt STADA bereits über relativ niedrige Herstellungskosten.
- 384. STADA konnte sich in der Vergangenheit aufgrund einer dezentralen Vertriebsstruktur in allen Kernabsatzmärkten gut positionieren und dadurch führende Marktpositionen ausbauen. Durch die lokale Expertise war STADA in der Lage, sowohl auf regulatorische als auch auf verbraucherspezifische Gegebenheiten zu reagieren und Marketingkonzepte entsprechend zu optimieren.
- 385. Auf Basis einer internationalen Vertriebsstruktur mit dezentralem Aufbau und kurzen Entscheidungswegen ist STADA in der Lage, durch effiziente Kommunikationskanäle schnell auf Veränderungen in regionalen Märkten zu reagieren.

2.3.6.2 Schwächen

386. Zu den wesentlichen Schwächen der STADA zählen:

- 387. Der Großteil der Umsatzerlöse konzentriert sich auf europäische Märkte, wie Deutschland, Großbritannien, Italien, Frankreich, Spanien und Belgien, sowie den russischen Absatzmarkt. Hierdurch besteht für STADA grundsätzlich eine hohe Abhängigkeit von Veränderungen des Marktumfeldes, der Wettbewerbssituation oder den regulatorischen Rahmenbedingungen in diesen Regionen.¹³⁶
- 388. Durch die Fokussierung auf Generika ist STADA in einem sehr wettbewerbsintensiven Marktsegment mit hohem langfristigen Preis- und Kostendruck, einer hohen Markttransparenz und einem hohen regulatorischen Einfluss auf die Preisgestaltung positioniert. In diesem Zusammenhang ist STADA in hohem Maße abhängig vom Ausgang der Auktionsverfahren, den länderspezifischen Preisanpassungsmechanismen und der Entwicklung der Nachfragemacht einzelner Kundengruppen, wie zum Beispiel Ärzte, Apotheken, Patienten, Krankenkassen, Apothekenketten und Großhändler.¹³⁷
- 389. Die Markteinführung von komplexen Produkten mit einem hohen Entwicklungsaufwand ist mit einem substantiellen Realisationsrisiko verbunden. Dies gilt insbesondere für innovative Produkte, wie zum Beispiel Biosimilars, bei denen STADA das entsprechende Produkt-Know-How zukünftig erwerben bzw. ausbauen muss.
- 390. Zudem erfordert die Platzierung neuer Markenprodukte und die Festigung bestehender Markenprodukte erhebliche Investitionen in Form von klassischen Werbe- und Marketingaufwendungen. Gleichzeitig verfügt STADA derzeit nicht in allen Vertriebsländern über ausreichende Vertriebskapazitäten, um erfolgreiche Produkt- oder Markeneinführungen mit den bestehenden Ressourcen vollständig gewährleisten zu können.

¹³⁶ Vgl. Analystenreport, Independent Research, STADA Arzneimittel, 27. Juni 2017. S. 4; STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 67.

¹³⁷ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 65.

- 391. Aufgrund der relativ hohen Fremdproduktionsquote und einer relativ fragmentierten Lieferantenstruktur verfügt STADA über eingeschränkte Möglichkeiten, Preisanpassungen durchzusetzen.¹³⁸
- 392. Wichtige Markenprodukte von STADA unterliegen bis zu einem gewissen Grad saisonalen Einflüssen und können somit zu jährlich schwankenden Umsatzerlösen führen.
- 393. Aufgrund des weitdiversifizierten Produktportfolios und der strategischen Ausrichtung als Vollsortimenter verfügt STADA im Vergleich zu Wettbewerbern weder über einen klaren Produkt- oder Markenfokus, noch über einen geografischen Schwerpunkt. Während Unternehmen mit einem konzentrierten Produktportfolio und ausgewähltem Absatzmarkt prinzipiell in der Lage sind höhere Margen zu generieren, weist STADA aufgrund des preisintensiven Wettbewerbs und der dadurch notwendigen Skaleneffekte für Preissenkungen eine schwächere Profitabilität aus.
- 394. In einzelnen Produktbereichen und Absatzmärkten verfügt STADA über einen hohen Marktanteil, der jedoch aufgrund des hohen Wettbewerbs und Preisdrucks mit schwachen Margen einher geht.
- 395. Durch das international ausgerichtete Produktportfolio unterliegt STADA sowohl im Vertrieb als auch in der Produktion bzw. im Einkauf globalen Fremdwährungsrisiken und unterschiedlichen makroökonomischen Entwicklungen. STADA ist folglich darauf angewiesen, über Absicherungsstrategien, etwa einem Natural Hedge, solche Risiken zu minimieren.
- 396. Aufgrund der national ausgerichteten Vertriebsstrukturen, dem weitdiversifizierten und differenzierten Produktportfolio, der selektiven Positionierung in Nischenmärkten, wie zum Beispiel Großbritannien, und des länderspezifischen regulatorischen Umfelds und des Einflusses von Fremdwährungsschwankungen auf die Berichterstattung ist die Organisationsstruktur und die zentrale Unternehmenssteuerung von einer hohen Komplexität geprägt.
- 397. Im Markenprodukt-Segment besteht zudem das Risiko, dass Marketingaufwendungen und Aufbau von Vertriebsteams nicht zur gewünschten Markenpositionierung beitragen und Vertriebsziele nicht erfüllt werden.

2.3.6.3 Gelegenheiten

- 398. Markt- und Wettbewerbsseitig ergeben sich für STADA folgende wesentliche Gelegenheiten:
 - 399. Der globale Bevölkerungsanstieg, der weltweit zu beobachtende demografische Wandel und die steigenden verfügbaren Haushaltseinkommen, insbesondere in Entwick-

¹³⁸ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 68.

lungs- und Schwellenländern, werden die Nachfrage nach pharmazeutischen Produkten auch in Zukunft nachhaltig steigern und ein Wachstum des globalen Pharmamarktes bedingen.¹³⁹

400. Steigende verfügbare Haushaltseinkommen und der verstärkte Ausbau von Gesundheitssystemen werden in Zukunft die Nachfrage nach Arzneimitteln in Schwellenländern weiter fördern.¹⁴⁰ Durch die verbesserte Gesundheitsversorgung lässt sich in diesen Ländern darüber hinaus ein Trend zur Selbstmedikation durch freiverkäufliche Arzneimittel beobachten.
401. Der kontinuierliche Kostendruck auf staatliche Gesundheitssysteme und die immer noch niedrigen Generikapenetrationsraten in wichtigen europäischen Märkten bieten in Verbindung mit den kontinuierlich auslaufenden Patentschutzrechten ein langfristiges Wachstumspotential für Generika, von dem insbesondere Unternehmen mit günstigen Herstellungskosten profitieren könnten.¹⁴¹
402. Nischenmärkte, wie zum Beispiel Vaping-Produkte oder Nahrungsergänzungsmittel, werden zukünftig weiter wachsen. So werden zum Beispiel Vaping-Produkte als Möglichkeit der Raucherentwöhnung auch in einigen Ländern, insbesondere Großbritannien, zunehmend positiv von Behörden und Krankenkassen aufgenommen.
403. Biosimilars werden langfristig an Bedeutung gewinnen, da u.a. im Jahr 2020 die Patente der fünf umsatzstärksten Biologika auslaufen und entsprechend durch Biosimilars substituiert werden können.¹⁴²
404. In Russland stabilisiert sich nach der Ukraine-Krise und den dadurch verhängten Sanktionen sowie der Ölpreisfestsetzung durch die OPEC langsam das wirtschaftliche Umfeld, sodass in Zukunft die Möglichkeit eines moderaten Wachstums im russischen Pharmamarkt besteht.¹⁴³
405. Aufgrund des steigenden Gesundheitsbewusstseins in Industrie- und Schwellenländern wird erwartet, dass die allgemeine Nachfrage nach verschreibungspflichtigen Arzneimitteln und Medikamenten zur Selbstmedikation in den nächsten Jahren weiter steigen wird, wodurch zusätzliches Umsatzerlöswachstum länderübergreifend resultieren kann.

¹³⁹ Vgl. Analystenreport, DZ Bank Research, Pharma-STADA, 28. Juni 2016, S. 4.

¹⁴⁰ Vgl. Analystenreport, DZ Bank Research, Pharma-STADA, 16. Februar 2016, S. 4.

¹⁴¹ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 69; Analystenreport, DZ Bank Research, Pharma-STADA, 28. Juni 2016, S. 4.

¹⁴² Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 60; Pharmazeutische Zeitung, Online-Ausgabe 21/2016.

¹⁴³ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 58.

2.3.6.4 Gefahren

406. Markt- und wettbewerbsseitig ist STADA folgenden wesentlichen Gefahren ausgesetzt:

407. Im Generikamarkt ist davon auszugehen, dass der Preis- und Kostendruck aufgrund der hohen Markttransparenz, der regulatorischen Preisgestaltung, des Kostendrucks im Gesundheitswesen, der hohen Marktmacht der Krankenkassen und des hohen Wettbewerbs weiter zunehmen wird und ineffiziente Anbieter aus dem Markt ausscheiden. Zudem könnte sich ein anhaltender Preiserosion insgesamt negativ auf die Profitabilität von STADA auswirken.
408. Aufgrund der hohen Abnahmevolumina, die durch Ausschreibungsverfahren vergeben werden, könnten ungenutzte Produktionskapazitäten oder aufgrund von festen Abnahmeverpflichtungen ungenutzte Vorratsbestände entstehen, sofern bestehende Ausschreibungen bei Neuvergabe nicht erneut gewonnen werden können. Die entsprechenden Kosten könnten die Profitabilität von STADA belasten.¹⁴⁴
409. Sofern STADA die zur Steigerung der Absatzmenge notwendigen Produktionskapazitäten nicht bei den Auftragsherstellern erwerben kann oder die eigenen Kapazitäten erweitert, besteht die Gefahr, dass STADA nicht am erwarteten Marktwachstum partizipieren kann und zudem nicht die notwendigen Skaleneffekte zur Kompensation des Preisdrucks erzielen kann.¹⁴⁵
410. Vor dem Hintergrund des allgemein strikten regulatorischen Umfelds, können unvorhersehbare Eingriffe Änderungen, Aufhebungen oder den Erlass neuer Vorschriften bewirken.¹⁴⁶ In diesem Zusammenhang können sich regulatorische Maßnahmen, maßgeblich für die überwiegend verschreibungspflichtigen Generika, auf Zulassungsbestimmungen, staatliche Preisfestsetzungen und die Anpassung von Festbeträgen beziehen.¹⁴⁷
411. Insbesondere im Generika-Segment ist die Geschäftstätigkeit einem erhöhten Risiko von Rechtsstreitigkeiten um gewerbliche Schutzrechte, Produkthaftung und Verletzung von Gewährleistungspflichten ausgesetzt. Als Folge dieser Rechtsstreitigkeiten können sowohl Kosten für die Rechtsverteidigung als auch eine vollständige oder zeitweise Untersagung der Vermarktung von Produkten entstehen.
412. Unternehmenskooperationen zwischen Wettbewerbern, verbunden mit daraus hervorgehenden höheren Produktionsvolumina, könnten zu Skaleneffekten führen und die Wettbewerbsfähigkeit der Konkurrenz steigern.¹⁴⁸
413. Neue Wettbewerber und der anhaltende Preisdruck im Generikamarkt können zu einer Verschärfung der bereits hohen Wettbewerbsintensität führen. Insbesondere vor dem

¹⁴⁴ Vgl. Market Review, European Generic Medicines Markets 2016, S. 12.

¹⁴⁵ Vgl. Analystenreport, DZ Bank Research, Pharma-STADA, 28. Juni 2016, S. 4.

¹⁴⁶ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 66.

¹⁴⁷ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 66.

¹⁴⁸ Vgl. Analystenreport, DZ Bank Research, Pharma-STADA, 28. Juni 2016, S. 4.

Hintergrund, dass internationale Generikahersteller an deutschen Ausschreibungsverfahren teilnehmen und auch forschende Pharmaunternehmen eine Zwei-Markenstrategie verfolgen, ist in diesem Zusammenhang mit keiner Entspannung zu rechnen.¹⁴⁹

414. Die Komplexität der Originalpräparate, deren Schutzrechte auslaufen, wird im Zeitverlauf zunehmen, sodass langfristig höhere Entwicklungskosten und -risiken zu erwarten sind, welche die Profitabilität von STADA belasten könnten.
415. Originalpräparate unterliegen nach der Markteinführung gewerblichen Schutzrechten. Bei Entwicklung von Generika besteht grundsätzlich das Risiko von Schadenersatzklagen aufgrund von Schutzrechtsverletzungen.¹⁵⁰ Schadenersatzansprüche können darüber hinaus auch aus neuen wissenschaftlichen oder medizinischen Erkenntnissen sowie aus Qualitätsmängeln bei der Produktion hervorgehen.¹⁵¹
416. Insbesondere im Markenprodukt-Segment, aber auch in allgemeinen Selbstzahlermärkten, wie zum Beispiel Russland, könnten konjunkturelle Abschwünge die Kaufkraft der Endverbraucher senken und das Wachstum in diesen Märkten verlangsamen.¹⁵²
417. In einzelnen Regionen bestehen Unsicherheiten in Bezug auf die mittelfristige konjunkturelle Entwicklung, wie zum Beispiel die Auswirkungen des BREXIT oder der Ukraine-Krise für Russland.¹⁵³ Vor diesem Hintergrund sind insbesondere Fremdwährungsrisiken im Zusammenhang mit dem Außenwert des britischen Pfunds und des russischen Rubels zu berücksichtigen.¹⁵⁴
418. Vor dem Hintergrund der ausgeprägten Produktionstätigkeit in Niedrigkostenländern, können sich steigende Lohnkosten in Schwellen- und Entwicklungsländern langfristig negativ auf die Herstellungskosten auswirken. Ein potentieller Anstieg der Personalkosten in Industrienationen muss darüber hinaus ebenfalls berücksichtigt werden.¹⁵⁵ Für entsprechende Anstiege der Herstellungskosten besteht aufgrund des hohen Preisdrucks das Risiko, dass diese nicht durch Preisanpassungen an die Kunden weitergegeben werden können.
419. In Bezug auf Biosimilars bestehen kurz bis mittelfristig erhebliche Produktions-, Entwicklungs- und Zulassungsrisiken, die zu einem Totalverlust der Investitionen in den Aufbau des Geschäfts mit Biosimilars führen könnten.

¹⁴⁹ Vgl. Analystenreport, Bankhaus Lampe, STADA Arzneimittel AG, 20. Dezember 2016, S. 13.

¹⁵⁰ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 67.

¹⁵¹ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 67-68.

¹⁵² Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 67.

¹⁵³ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 58.

¹⁵⁴ Vgl. Analystenreport, DZ Bank Research, Pharma-STADA, 28. Juni 2016, S. 4.

¹⁵⁵ Vgl. <https://www.cnn.com/2017/02/27/chinese-wages-rise-made-in-china-isnt-so-cheap-anymore.html>; <https://www.forbes.com/sites/douglasbulloch/2017/03/03/china-is-running-out-of-cheap-rural-labor-and-its-because-of-failed-reforms/#6b01e34525c6>; <https://www.reuters.com/article/us-east-europe-economy-analysis/no-more-low-cost-east-europe-goes-up-in-the-world-idUSKBN1AA1RE>, alle Stand vom 8. November 2017.

2.3.6.5 Aggregiertes Chancen-/Risiko-Profil

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

421. Mit dem Generika-Segment ist das Kerngeschäft von STADA in einem relativ konjunkturunabhängigen Umfeld beheimatet, in dem das Unternehmen auf eine starke Marktposition und langjährige Erfahrung zurückgreifen kann. Durch den steigenden Kostendruck auf staatliche Gesundheitssysteme könnte die Nachfrage nach Generika, insbesondere in Märkten mit niedriger Generikapenetration, steigen und insgesamt zu einem weiter anhaltenden Wachstum führen.

422. STADAs Internationalisierungsstrategie könnte auch in Zukunft durch Cross-Selling-Effekte und die Erschließung neuer Märkte in Schwellenländern zu weiteren Wachstumsimpulsen führen. Gleichzeitig wird der Eintritt neuer Marktteilnehmer durch den Preisdruck erschwert. Das Wachstum setzt allerdings eine Expansion/Erweiterung der Produktions- und Vertriebskapazitäten voraus.

423. Darüber hinaus könnte STADA im Markenprodukt-Segment von der starken Marktposition der bereits etablierten Marken profitieren. Durch die gezielten Marketingaufwendungen für die Markenbildung, den Auf- und Ausbau der Vertriebsstrukturen in Verbindung mit Produktneueinführungen könnte STADA insbesondere in den Ländern Großbritannien, Deutschland, Spanien, Belgien und Russland Marktanteile gewinnen. Dies könnte insgesamt zu einer weiter zunehmenden Bedeutung des Markenprodukt-Segments für STADA führen.

424. Durch das weitreichende Produktportfolio könnte STADA als Vollsortimenter von Skaleneffekten in der Produktion und dem Vertrieb profitieren. Die entsprechenden Vorteile in den Herstellungs- und Vertriebskosten könnten die anhaltende Preiserosion, insbesondere im Generikamarkt, kompensieren bzw. eine Verbesserung der Profitabilität bewirken.

425. Zudem könnte STADA in Nischenmärkten durch Produktdifferenzierung, wie zum Beispiel im Vaping-Bereich, weiter wachsen. In Nischenmärkten könnte STADA sich zusätzlich verstärkt auf die operative Profitabilität konzentrieren, anstatt Marktanteile zu Lasten der Marge zu gewinnen.

426. Darüber hinaus könnte der Markt für Biosimilars weitere Wachstumschancen bieten. Um STADA frühzeitig in dem relativ jungen Markt zu positionieren, hat STADA bereits in der Vergangenheit entsprechende Investitionen getätigt. Zukünftig werden weitere Investitionen und Forschungs- und Entwicklungsprojekte zum Aufbau des Biosimilars-Know-How auf Basis eines Co-Development-Modells, anstatt der bisherigen Einlizenzierungsstrategie, vorgenommen. Sofern dieses Modell erfolgreich sein sollte, stehen den gestiegenen Investitions- und Entwicklungsrisiken höhere Ertragschancen gegenüber. Langfristig könnte das Biosimilars-Geschäft jedoch nur die Preiserosion der Generikaprodukte kompensieren.

427. Im Falle einer sich abzeichnenden Stabilisierung der CIS-Region¹⁵⁶ und den bereits lokal vorhandenen Produktionsstandorten ist STADA prinzipiell gut positioniert, um von den potentiellen Wachstumserwartungen zu profitieren. Aufgrund der Bevorzugung von lokalproduzierten Arzneimitteln der russischen Gesundheitsbehörde, verfügt STADA hier über einen Wettbewerbsvorteil durch seinen russischen Produktionsstandort. Ein konjunktureller Aufschwung könnte sich darüber hinaus im Rahmen einer Kaufkraftsteigerung positiv auf die Umsatzerlösentwicklungen im russischen Markenprodukt-Segment auswirken.
428. Darüber hinaus hat STADA diverse Maßnahmen zur Senkung der Herstellungskosten sowie der Vertriebs- und Verwaltungskosten initiiert, die mittel- bis langfristig zu einer Verbesserung der Marge der STADA beitragen könnten.
429. Für STADA bestehen andererseits Risiken, die sich aus der Kombination der Schwächen mit marktseitigen Gefahren ergeben. Die wesentlichen Risiken sind:
430. Trotz der insgesamt positiven Erwartungen in Bezug auf die Absatzzahlen im globalen Pharmamarkt wird erwartungsgemäß insbesondere der Generikamarkt langfristig von einer fortlaufenden Preiserosion gekennzeichnet sein. Die Herausforderung für die Marktteilnehmer im Generika-Segment ist, die fortlaufende Preiserosion durch Senkung der Herstellungs-, Vertriebs- und Verwaltungskosten entgegenzuwirken und gleichzeitig neue Absatzmärkte zu erschließen. Durch das weitreichende Produktportfolio, Cross-Selling-Effekte aus der Internationalisierungsstrategie einzelner Produkte, Erweiterung der Produktionskapazitäten und einer gesteigerten Verhandlungsmacht gegenüber Lieferanten könnte es STADA trotz der Preiserosion gelingen, die Marge mittelfristig zu stärken. Allerdings ist langfristig davon auszugehen, dass insbesondere die starke Preiserosion das Wachstumspotential von STADA umsatz- und margenseitig einschränken wird.
431. Obwohl der Pharmamarkt prinzipiell als konjunkturunabhängig betrachtet werden kann, können konjunkturelle Abschwünge nicht nur die Kaufkraft der Endverbraucher in den Selbstzahlermärkten senken, sondern aufgrund der dadurch geringeren Budgets des öffentlichen Gesundheitswesens für zusätzlichen Preisdruck im Generika-Segment sorgen. Im Vergleich zum Generika-Segment ist die Nachfrage nach Markenprodukten elastischer ausgeprägt und von der Kaufkraft der Endverbraucher abhängig, welche sich durch konjunkturelle Abschwünge negativ entwickeln und zu einem Rückgang des Absatzes der Markenprodukte führen kann.
432. Im Markenprodukt-Segment verfügt STADA bereits über etablierte Produkte mit starken Marken, die voraussichtlich einen wesentlichen Beitrag zum Segmentwachstum beitragen werden. Trotzdem besteht das Risiko, dass die geplanten Produkteinführungen im Markenprodukt-Segment nicht die erwarteten Wachstumsraten realisieren und

¹⁵⁶ Die CIS Region (Commonwealth of Independent States) definiert eine Gemeinschaft unabhängiger Staaten, in der sich verschiedene Nachfolgestaaten der Sowjetunion zusammengeschlossen haben. Die für STADA relevanten Länder umfassen dabei insbesondere die Staaten Russland, Ukraine und Kasachstan.

die im Zusammenhang mit der Markteinführung dieser Produkte anfallenden Marketing- und Vertriebsaufwendungen die Profitabilität von STADA belasten. Zudem unterliegen wesentliche Produkte dieses Segments, wie zum Beispiel Erkältungsarzneimitteln und Sonnencremes, saisonalen Einflüssen, die mit einer Prognoseunsicherheit behaftet sind.

433. Die Umsatzerlöse der STADA konzentrieren sich größtenteils auf nur wenige Regionen, die mit Russland und Großbritannien zwei Länder beinhalten, die grundsätzliche politische und wirtschaftliche Unsicherheiten aufweisen. Zudem stellen Fremdwährungseffekte in diesen Ländern ein wesentliches Risiko für STADA dar, welches durch Absicherungsstrategien, etwa einer Natural Hedge, minimiert wird.
434. Durch die Co-Development-Strategie zur Entwicklung des Biosimilars-Portfolio eröffnet sich STADA langfristig der Zugang zu zusätzlichen Umsatzerlöspotentialen, die allerdings aufgrund der Entwicklungs- und Produkteinführungsrisiken aus heutiger Sicht mit hoher Prognoseunsicherheit behaftet sind. Zudem erwartet STADA, dass die langfristigen Umsatz- und Kostensenkungspotentiale aus dem Biosimilars-Portfolio benötigt werden, um der langfristigen Preiserosion der Generika entgegenzuwirken.
435. Darüber hinaus besteht aufgrund der langfristigen Lieferverträge sowie der eigenen Produktionskapazitäten das Risiko, dass STADA auf veränderte regulatorische Rahmenbedingungen, wie zum Beispiel Anpassungen der Festbeträge, nicht schnell genug mit einer Anpassung der Kostenstruktur reagieren kann. Gleichzeitig könnten höhere Anforderungen bei der Zulassung mit höheren Entwicklungskosten verbunden sein und die Zulassung neuer Produkte verzögern oder gar verhindern. Vor dem Hintergrund, dass STADAs Produktion zu ca. 75,0% in Niedrigkostenländern erfolgt, könnten dort ansteigende Produktionskosten, zum Beispiel aufgrund von ansteigenden Löhnen und Gehältern, zu einer Verschlechterung der Marge der STADA führen.
436. STADA agiert prinzipiell in einem kompetitiven Umfeld, welches u.a. durch potentielle Markteintritte ausländischer Wettbewerber sowie einer Zweimarkenstrategie von Pharmaunternehmen charakterisiert werden kann. Zusätzliches Risiko besteht in diesem Zusammenhang durch Unternehmenszusammenschlüsse, da größere Wettbewerber über höhere Produktionsvolumina und Skaleneffekte verfügen würden und somit Kostenvorteile gegenüber STADA aufweisen könnten.
437. Veränderungen in der Kostenstruktur beeinflussen allgemein die Realisierbarkeit von gewährten Rabatten gegenüber Abnehmern, welche wiederum erheblichen Einfluss auf das Wachstumspotential von internationalen Märkten oder den Erhalt bzw. Aufbau der Marktposition in etablierten Märkten haben könnten.
438. Das Chancen-Risiko-Profil der STADA dient im Weiteren zur Beurteilung der Plausibilität der Planung und der Auswahl der Gruppe vergleichbarer Unternehmen (Peer Group).

2.4 Vergleichbare Unternehmen (Peer Group)

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

2.4.1 Vorgehensweise und Auswahl der Peer Group

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

441. Vor diesem Hintergrund wurden für die Auswahl der Peer Group börsennotierte Unternehmen mit vergleichbarem Geschäftsmodell und Leistungsspektrum analysiert. Ausgehend von einer breiten Grundgesamtheit von Unternehmen, die im Wesentlichen der Pharma- und Healthcare-Branche zuzuordnen sind, wurden auf Basis qualitativer Faktoren eine Vielzahl an nationalen und internationalen Unternehmen, die zu Vergleichszwecken in Frage kommen, identifiziert. Die Identifikation dieser 90 Unternehmen erfolgte durch einen primären und einen sekundären Ansatz.

442. Beim primären Ansatz wurden unter Rückgriff auf die Datenbank S&P Capital IQ 36 Unternehmen identifiziert, die ihre Umsätze zu einem überwiegenden Teil über Generika und/oder Markenprodukte erzielen. Der sekundäre Ansatz zielte darauf ab, weitere vergleichbare Unternehmen zu identifizieren, welche im breiter aufgestellten Healthcare-Bereich tätig sind und unter Umständen ebenfalls ein vergleichbares operatives Risikoprofil aufweisen. Dieser Ansatz lieferte 54 weitere Unternehmen.

443. Aus diesen insgesamt 90 Unternehmen wurden durch weitere Selektionskriterien, wie signifikante Umsatzanteile in mindestens einem der beiden Bereiche Generika und Markenprodukte, 23 Unternehmen ausgewählt, welche im nächsten Schritt ein sog. Scoring-Modell durchliefen.

444. Die Auswahl der letztendlich heranziehbaren Vergleichsunternehmen erfolgt anhand dieses Scoring-Modells, auf Basis dessen die Vergleichbarkeit der Peer Group-Unternehmen mit dem

Bewertungsobjekt beurteilt wird. Im Rahmen des Scoring-Modells wurden die relevanten Unternehmen anhand qualitativer und quantitativer Kriterien analysiert und anhand dieser Kriterien mit STADA verglichen.

445. Mit dem qualitativen Kriterium „operative Vergleichbarkeit“ wurde geprüft, ob die Vergleichsunternehmen aus derselben oder einer ähnlichen Branche stammen, bzw. ein ähnliches Geschäftsmodell aufweisen. Dies soll gewährleisten, dass die Unternehmen ähnlichen operativen Einflüssen und Trends unterliegen. Im vorliegenden Fall wurde die operative Vergleichbarkeit der Unternehmen anhand der Umsatzverteilung auf Generika und Markenprodukte (primärer Ansatz) oder anhand einer qualitativen Analyse des Geschäftsmodells (sekundärer Ansatz) beurteilt.
446. Unternehmen in verschiedenen Märkten können unterschiedlichen politischen, wirtschaftlichen und kulturellen Einflüssen unterliegen und deshalb ggf. nicht direkt miteinander verglichen werden. Das zweite qualitative Kriterium „regionale Vergleichbarkeit“ stellt daher den geographischen Bezug zum Bewertungsobjekt sicher. Hierfür wurde die regionale Umsatzverteilung jedes Unternehmens mit STADA verglichen. Der Umsatzerlösanteil des jeweiligen Peer Group-Unternehmens in Europa und Industrieländern war hierfür relevant, wobei ein Fokus auf den europäischen Markt eine bessere Vergleichbarkeit sicherstellt, da das regulatorische Umfeld in den USA zum Teil deutliche Unterschiede aufweist.
447. Die Kriterien operative und regionale Vergleichbarkeit werden anhand einer 5-stufigen Skala in der Bandbreite von „Keine“ bis „Sehr hoch“ gemessen.
448. Die gewählten quantitativen Kriterien Größe (Umsatzerlöse), Profitabilität (erwartete EBITDA-Marge), Wachstumsaussichten (erwartetes Umsatzerlöswachstum, CAGR) und Kapitalintensität (Kapitalumschlag) sind fundamentalanalytisch begründet und erhöhen empirisch die Güte von rein qualitativen Selektionskriterien.
449. Alle sechs aufgeführten qualitativen und quantitativen Kriterien fließen in die Scoring-Analyse ein, sodass 12 Unternehmen identifiziert werden konnten, die eine ausreichende Vergleichbarkeit zur STADA aufweisen. Hierbei wurden die qualitativen und quantitativen Kriterien jeweils

mit insgesamt 50% gewichtet. Die Analyse der Vergleichsunternehmen führt schließlich zu folgender Peer Group.¹⁵⁷

Peer Group-Auswahl								
Vergleichsunternehmen	Land	Operative Vergleichbarkeit	Regionale Vergleichbarkeit	Umsatz TTM	Umsatz CAGR 2017-2019	Ø EBITDA Marge 2017-2019	Kapitalumschlag 2016	Allgemeine Vergleichbarkeit
Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyilvánosan Muködo Rt.	Ungarn	Sehr hoch	Sehr hoch	1.425	9,3%	25,7%	0,6x	●
Krka d.d.	Slowenien	Sehr hoch	Sehr hoch	1.250	4,6%	24,7%	0,8x	●
Mylan N.V.	Großbritannien	Sehr hoch	Hoch	10.821	5,7%	33,3%	0,6x	●
Dr. Reddy's Laboratories Limited	Indien	Hoch	Mittel	1.937	10,6%	21,3%	0,9x	●
Perrigo Company plc	Irland	Hoch	Hoch	4.528	-1,0%	24,2%	0,3x	●
Hikma Pharmaceuticals PLC	Großbritannien	Mittel	Mittel	1.802	2,4%	25,6%	0,9x	●
Vifor Pharma AG	Schweiz	Hoch	Hoch	3.968	n.m.	27,6%	1,5x	●
Laboratorios Farmaceuticos ROVI, S.A.	Spanien	Hoch	Hoch	275	10,7%	14,7%	1,3x	●
Aspen Pharmacare Holdings Limited	Südafrika	Mittel	Mittel	2.782	11,4%	27,9%	0,5x	●
Recordati S.p.A.	Italien	Mittel	Hoch	1.255	9,5%	35,2%	1,0x	●
Impax Laboratories, Inc.	USA	Mittel	Mittel	717	1,8%	21,9%	0,5x	●
Mallinckrodt Public Limited Company	Großbritannien	Hoch	Mittel	2.883	-2,3%	41,3%	0,3x	●
Durchschnitt				2.804	5,7%	26,9%	0,8x	
Median				1.870	5,7%	25,7%	0,7x	
STADA				2.304	5,6%	20,1%	0,9x	

2.4.2 Peer Group-Übersicht

450. Die in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen, insbesondere deren Geschäftstätigkeiten, lassen sich im Einzelnen wie folgt knapp zusammenfassen:

Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyilvánosan Muködo Rt.

451. Das in Ungarn ansässige Unternehmen Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyilvánosan Muködo Rt. entwickelt, produziert und vermarktet pharmazeutische Produkte, v.a. Generika und Markenprodukte, weltweit. Die Firma operiert über die Distributionskanäle Großhandel und Einzelhandel und entwickelt vor allem Pharmazeutika in den Bereichen Gynäkologie, kardiovaskuläre Erkrankungen und zentrales Nervensystem. Das 1901 gegründete Unternehmen mit Hauptsitz in Budapest ist eines der größten Pharmaunternehmen in Europa und verfügt über Niederlassungen in über 40 Ländern. Das Unternehmen beschäftigt annähernd 12.000 Mitarbeiter.

Krka d.d.

452. Krka d.d. wurde 1954 in Slowenien gegründet und ist ein Generika-Unternehmen, welches sich in der Entwicklung, Produktion, Vermarktung und dem Verkauf von verschreibungsfreien und -pflichtigen Arzneimitteln betätigt. Das Unternehmen ist global tätig mit einem Schwerpunkt auf Slowenien und das restliche Europa. Die verschreibungspflichtigen Arzneimittel von Krka werden v.a. zur Behandlung von Krankheiten des zentralen Nervensystems und des Metabolismus eingesetzt. Das Segment der verschreibungsfreien Medikamente besteht u.a. aus Produkten zur Behandlung von Husten und Erkältungen. Zusätzlich erzielt Krka Umsatzerlöse mit Tiergesundheitsprodukten und durch den Betrieb von Thermen und Touristenservices. Das Unternehmen beschäftigt knapp 11.000 Mitarbeiter.

¹⁵⁷ In der Anlage 8 „Peer Group-Auswahl“ ist die Gesamtheit der Peer Group zu finden, in welcher alle relevanten Unternehmen aufgelistet sind, welche im Rahmen des Scoring-Modells nach qualitativen und quantitativen Kriterien analysiert und verglichen worden sind.

Mylan N.V.

453. Das Unternehmen Mylan N.V. mit Sitz in Hatfield, Großbritannien, ist im Generika-, Marken- und OTC-Geschäft tätig und erzielt fast die Hälfte seiner Umsatzerlöse in den USA. Das Geschäftsmodell des im Jahr 1961 gegründeten Unternehmens beschränkt sich hauptsächlich auf pharmazeutische Produkte in Tabletten-, Kapsel-, Injizierbarer-, Gel- und Creme-Form. Dabei fokussiert sich Mylan auf die therapeutischen Bereiche Atmungssystem, Allergien, ansteckende Krankheiten, kardiovaskuläre Probleme, Onkologie und das zentrale Nervensystem. Zusätzlich vermarktet Mylan den EpiPen Auto-Injektor, welcher bei schweren allergischen Reaktionen angewandt wird. Mylan beschäftigt über 35.000 Mitarbeiter.

Dr. Reddy's Laboratories Limited

454. Das global tätige indische Pharmaunternehmen Dr. Reddy's Laboratories Limited wurde 1984 gegründet und operiert in den Segmenten Global Generics, Pharmaceutical Services & Active Ingredients und Proprietary Products. Ein Großteil der Umsatzerlöse geht auf das Generika-Segment zurück. Dieses Segment umfasst die Produktion und Vermarktung verschreibungspflichtiger und -freier Medikamente in Indien und weltweit. Die Produkte werden u.a. zur Behandlung von Diabetes, Krebserkrankungen und Erkrankungen von Organen sowie von Schmerzen eingesetzt. Das Unternehmen beschäftigt mehr als 22.000 Mitarbeiter.

Perrigo Company PLC

455. Das im Jahr 1887 in Irland gegründete Unternehmen Perrigo Company PLC ist der weltweit größte Hersteller von OTC-Arzneimitteln bzw. Markenprodukten. Gemeinsam mit seinen Tochtergesellschaften ist das Unternehmen auf die Entwicklung, Produktion, Vermarktung und Vertrieb von OTC-Produkten und pharmazeutischen Produkten fokussiert. Insbesondere in den Therapiebereichen Husten, Erkältungen, Allergien und Sinus, Analgetika, Säuglingsernährung und Nahrungsergänzungsmittel bietet Perrigo entsprechende Arzneimittel an. Zudem umfasst das Produktportfolio diagnostische Produkte und veterinärmedizinische Wirkstoffe. Außerdem bietet Perrigo die Auftragsfertigung von Generika und speziellen verschreibungspflichtigen pharmazeutischen Produkten an. Vertrieben werden die von Perrigo hergestellten Produkte unter anderem im Einzelhandel, in Supermärkten, Kaufhäusern, Apotheken und Krankenhäusern. Dabei beschäftigt das in Dublin ansässige Unternehmen weltweit knapp 13.000 Mitarbeiter.

Hikma Pharmaceuticals PLC

456. Das im Jahr 1978 in Jordanien gegründete Unternehmen Hikma Pharmaceuticals PLC ist ein multinationales Pharmaunternehmen mit Geschäftssitz in London. Die Geschäftsaktivitäten der Hikma sind dabei insbesondere auf die USA und die MENA-Region ausgerichtet, wo auch der Großteil der sich auf drei Segmente verteilenden Umsatzerlöse generiert werden. Bei den Segmenten handelt es sich um Injektionspräparate, Markenprodukte und Generika. Die therapeutischen Schwerpunkte der vom Unternehmen produzierten Arzneimittel liegen dabei insbesondere bei Antiinfektiva, Herz-Kreislauf-Erkrankungen, Diabetes, Erkrankungen des zentralen

Nervensystems, Onkologie und Atemwegserkrankungen. Im Jahr 2016 beschäftigte das Unternehmen rd. 8.000 Mitarbeiter.

Vifor Pharma AG

457. Das Schweizer Unternehmen Vifor Pharma AG wurde im Jahr 1927 gegründet und verfolgt seine operativen Geschäftstätigkeiten in den Segmenten Vifor Pharma, Health & Beauty und Services. Mit Vifor Pharma ist das Unternehmen weltweit führend bei der Vermarktung von Markenprodukten zur Behandlung von Eisenmangel. Weitere Therapiebereiche umfassen die Nephrologie, kardiorenale Therapien und Infektionskrankheiten. Zudem vertreibt das Unternehmen gesundheitsmarktspezifische Datensysteme und bietet Management-Lösungen für Apotheken sowie Ärzte an. Mit seinen über 8.500 Mitarbeitern ist das Unternehmen insbesondere in der Schweiz, aber auch im restlichen Europa und den USA aktiv.

Laboratorios Farmaceuticos ROVI, S.A.

458. Das Unternehmen Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S.A. wurde im Jahr 1946 in Spanien gegründet und hat seinen Geschäftssitz in Madrid. Die operativen Geschäftstätigkeiten des Unternehmens umfassen die Produktion und den Verkauf pharmazeutischer Produkte in Spanien sowie international. Der Schwerpunkt liegt dabei auf Generika. Weitere verschreibungspflichtige Arzneimittel des Produktportfolios umfassen Therapiebereiche wie Thrombose, Osteoporose, Aufmerksamkeitsdefizitsyndrom und Hyperaktivität bei Kindern und Jugendlichen. Neben verschreibungspflichtigen Arzneimitteln bietet Laboratorios Farmaceuticos auch OTC-Produkte an. Das Unternehmen beschäftigt über 1.000 Mitarbeiter.

Aspen Pharmacare Holdings Limited

459. Das im Jahr 1850 gegründete südafrikanische Unternehmen Aspen Pharmacare Holdings Limited produziert und vertreibt pharmazeutische Markenprodukte und Generika in über 150 Ländern, insbesondere in Europa und der Subsahara-Region in Afrika. Mit Narkose- und Schmerzmitteln, Consumer-Health-Produkten und Nahrungsmitteln für Kleinkinder decken die Produkte des Unternehmens ein breites Spektrum ab. Die Generika umfassen u.a. Medikamente wie Anti-Depressiva, Analgetika und Entzündungshemmer. Des Weiteren stellt das Unternehmen Betäubungsmittel und pharmazeutische Wirkstoffe her. Die Produkte werden an Kunden wie Apotheken, Krankenhäuser und Ärzte vermarktet. Aspen ist mit fast 10.000 Mitarbeitern der größte Arzneimittelhersteller in Afrika.

Recordati S.p.A.

460. Das im Jahr 1926 in Italien gegründete Unternehmen Recordati S.p.A. mit Hauptsitz in Mailand ist seit dem Jahr 1984 an der italienischen Börse notiert und war im Jahr 2016 mit 4.100 Mitarbeitern unternehmerisch in Europa, Australasien, Afrika und den USA aktiv. Die operativen Aktivitäten von Recordati umfassen dabei die Forschung und Entwicklung im pharmazeutischen Bereich und die Produktion sowie den Vertrieb von Arzneimitteln, mit einem Fokus auf Mar-

kenprodukte. Die von Recordati hergestellten Arzneimittel umfassen dabei ein breites Therapiespektrum, u.a. die kosmetische Dermatologie, Herz-Kreislauf-Erkrankungen, Nahrungsergänzungsmittel, Antiallergika und Onkologie.

Impax Laboratories, Inc.

461. Impax Laboratories, Inc. ist ein im Jahr 1993 gegründetes U.S.-Spezialpharmaunternehmen, welches in den Segmenten Impax Specialty Pharma und Impax Generics aktiv ist. Das Impax Generics-Segment liefert Generika direkt an Großhändler, Drogerieketten und Versandhandel-Apotheken, hauptsächlich in den USA. Der Bereich Impax Specialty Pharma umfasst Markenprodukte für die Behandlung von Funktionsstörungen des zentralen Nervensystems, inklusive Migräne, Multiple Sklerose und der Parkinson-Krankheit. Das Unternehmen mit Sitz in Hayward, USA, beschäftigte im Jahr 2016 rd. 1.500 Mitarbeiter.

Mallinckrodt PLC

462. Das mit seiner Zentrale in Staines-Upon-Thames, Großbritannien, ansässige Unternehmen Mallinckrodt Public Limited Company entwickelt, produziert und vermarktet Markenprodukte und Generika in den USA, Europa, dem Mittleren Osten und international. Mit seinem Markenprodukt-Segment vertreibt Mallinckrodt pharmazeutische Produkte in den Bereichen Neurologie, Rheumatologie, Nephrologie und Pulmologie. Im Bereich der Generika umfasst das Angebot generische Spezialpharmazeutika und Pharmawirkstoffe (APIs). Die Markenprodukte des Unternehmens werden dabei an Ärzte, Apotheken, Krankenhäuser und ambulante chirurgische Einrichtungen vermarktet. Generika werden über externe Vertriebskanäle vertrieben. Die den Generika angegliederten APIs werden jedoch direkt und ohne Zwischenhändler an andere Pharmaunternehmen verkauft.

3. ALLGEMEINE BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE

463. Die im Folgenden wiedergegebenen Bewertungsgrundsätze gelten heute in Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur, in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere im IDW S 1 und den im Oktober 2011 vom Arbeitskreis „Corporate Transactions and Valuations“ veröffentlichten DVFA-Empfehlungen, welche im Dezember 2012 final verabschiedet wurden, gefunden. Sie werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung in Deutschland anerkannt.
464. Auftragsgemäß leiten wir eine Bandbreite des Unternehmenswerts der STADA zum 2. Februar 2018 unter Berücksichtigung des IDW S 1 und der DVFA-Empfehlungen ab. Im Folgenden werden die sich aus diesen beiden Grundsätzen zur Unternehmensbewertung ergebenden Vorgehensweisen und Prämissensetzungen sowie deren Unterschiede dargestellt.

3.1. Anforderungen an die Festlegung der angemessenen Abfindung gem. § 305 AktG

465. Der BGAV muss gemäß § 305 Abs. 1 AktG die Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen jedes außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Im vorliegenden Fall sieht der Entwurf des BGAV eine Barabfindung vor.
466. In der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung setzt die Ermittlung der angemessenen Abfindung die Ermittlung eines angemessenen Unternehmenswerts der beherrschten Gesellschaft zum Zeitpunkt der über den BGAV abstimmenden Hauptversammlung voraus. Als eine mögliche Vorgehensweise zur Ermittlung einer angemessenen Abfindung bzw. eines angemessenen Unternehmenswerts akzeptieren die Gerichte die Grundsätze zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1. Darüber hinaus stellt die Ermittlung eines Verkehrswerts nach den DVFA-Empfehlungen eine mögliche Vorgehensweise dar.
467. Bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung für Anteile an einer börsennotierten Gesellschaft darf der Börsenkurs als ein möglicher Indikator für den Verkehrswert der Aktie nach höchstrichterlicher Rechtsprechung nicht außer Betracht bleiben.

3.2. Anforderungen an die Festlegung des angemessenen Ausgleichs gem. § 304 AktG

468. Neben der Verpflichtung zum Erwerb der Anteile der beherrschten Gesellschaft muss ein BGAV gemäß § 304 Abs. 1 AktG einen angemessenen Ausgleich enthalten. Zum Zeitpunkt des Abschlusses des BGAV können die Aktionäre der beherrschten Gesellschaft zwischen der angemessenen Abfindung und dem angemessenen Ausgleich wählen. Im Gegensatz zur Abfindung übertragen die Aktionäre bei Wahl des Ausgleichs ihre Aktien an der beherrschten Gesellschaft nicht, sondern bleiben weiterhin als Aktionäre an der Gesellschaft beteiligt.

469. Der angemessene Ausgleich stellt einen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre durch eine auf ihre Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) dar.
470. Als Ausgleichszahlung ist gemäß §304 Abs. 2 Satz 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte. Da bei der Ermittlung des Unternehmenswerts auf finanzielle Überschüsse i. S. der an die Eigenkapitalgeber ausschüttungsfähigen liquiden Mittel abgestellt wird, ergibt sich hieraus, dass die Ermittlung des angemessenen Ausgleichs als Annuität anhand der ermittelten Abfindung bzw. des ihr zugrundeliegenden Unternehmenswerts vorgenommen wird.

3.3. Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1 und DVFA

471. Der Unternehmenswert wird durch das Zusammenwirken aller im Unternehmen vorhandenen Werte bestimmt. Das Bewertungsobjekt muss nicht mit der rechtlichen Abgrenzung des Unternehmens identisch sein; zugrunde zu legen ist vielmehr das auftragsgemäße, oft nach wirtschaftlichen Kriterien definierte Bewertungsobjekt.
472. Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln. Bei der Bewertung ist daher nur der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können. Darüber hinaus sind nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder bereits hinreichend konkretisiert waren (sog. Wurzeltheorie).¹⁵⁸
473. Der Wert eines Unternehmens nach IDW S 1 ist anlassbezogen zu ermitteln. Er bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Zur Ableitung des Barwerts der Nettozuflüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert. Demnach wird der objektivierte Wert des Unternehmens allein aus seiner Ertragskraft, d.h. seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet.¹⁵⁹
474. Der Unternehmenswert ergibt sich grundsätzlich aus den finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und der Veräußerung etwaiger nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte erwirtschaftet werden (sog. Zukunftserfolgswert). Hierzu werden nach Theorie und Praxis die Ertragswertmethode und die Varianten der Discounted Cashflow-Methode („DCF-Methode“) verwendet. Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (sog. Liquidationswert), den

¹⁵⁸ Vgl. IDW S 1 Rz. 22 ff.

¹⁵⁹ Vgl. IDW S 1 Rz. 25.

Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht.¹⁶⁰

475. Der Zukunftserfolgswert hängt in erster Linie von der Fähigkeit des Unternehmens ab, finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Wertbestimmend sind aber nur diejenigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens, die als Nettoeinnahmen in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (sog. Zuflussprinzip). Dabei ist bei Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts die Kapitalstruktur anhand des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts abzuleiten. Eine Optimierung der Kapitalstruktur, die sich aufgrund des Einflusses des Mehrheitsaktionärs beispielsweise umsetzen ließe, ist nach IDW S 1 für die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts nicht maßgeblich.
476. Der Wert des Eigenkapitals lässt sich direkt durch Nettokapitalisierung anhand der sogenannten Ertragswertmethode bzw. des Equity-Ansatzes als eine Variante der Discounted Cashflow-Methode oder indirekt durch Bruttokapitalisierung nach dem Konzept der gewogenen Kapitalkosten (sog. WACC-Ansatz), dem Adjusted Present Value- oder dem Total Cashflow-Ansatz ermitteln. Während bei der direkten Ermittlung die um die Fremdkapitalkosten verminderten (gesamten) finanziellen Überschüsse in einem Schritt diskontiert werden, bezieht sich die Diskontierung im Rahmen der indirekten Ermittlung auf die finanziellen Überschüsse aus der Geschäftstätigkeit und einer anschließenden Minderung des so ermittelten Unternehmensgesamtswerts (Enterprise Value) um den Marktwert der verzinslichen Verbindlichkeiten.
477. Im Rahmen der Ausgleichs- und Abfindungsbemessung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen wird üblicherweise nach IDW S 1 gemäß der Grundsätze des objektivierten Unternehmenswerts eine Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorgenommen. Bei dieser Typisierung ist die Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person einzunehmen und die entsprechenden persönlichen Ertragsteuern sind sowohl bei der Ermittlung der zu diskontierenden Cashflow-Größe als auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes zu berücksichtigen (sog. Tax-CAPM).
478. Bei unternehmerischen Initiativen, bei denen die Bewertung als objektivierte Informationsgrundlage dient, kann von einer mittelbaren Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Eigentümer ausgegangen werden. Hierbei wird die Annahme getroffen, dass die Nettozuflüsse aus dem Bewertungsobjekt und aus der Alternativinvestition in ein Aktienportfolio auf der Anteilseignerebene einer vergleichbaren persönlichen Besteuerung unterliegen. Im Bewertungskalkül wird dann auf eine explizite Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern bei der Ermittlung der finanziellen Überschüsse und des Kapitalisierungszinssatzes verzichtet. Diesem Ansatz wurde hier im Rahmen der Ermittlung eines DCF-Werts nach den DVFA-Empfehlungen sowie eines Ertragswerts vor persönlichen Steuern nach IDW S 1 gefolgt.

¹⁶⁰ Vgl. IDW S 1 Rz. 101.

479. Anders als der IDW S 1 gehen die DVFA-Empfehlungen für die Bestimmung des Verkehrswerts vom Bewertungskonzept des markttypischen Unternehmenserwerbers als Typisierungsmaßstab für die Bestimmung des abgeleiteten Fundamentalwerts aus. Damit wird für die Modellierung des Modell-Unternehmenserwerbers viel stärker die empirisch verbreitete Herangehensweise realer Unternehmenserwerber herangezogen. Konkretisiert wird dies im Prinzip der Methodenvielfalt, d.h. dass die Multiplikator-Methode gleichberechtigt zu den Cashflow-basierten Diskontierungsverfahren ist, man explizit mit Wertbandbreiten zur Beurteilung des Verkehrswerts des Eigenkapitals operiert wird und spezifische Annahmen zur Vorgehensweise des markttypischen Unternehmenserwerbers transparent dargestellt werden.

3.4. Relevanz von Preisen und Börsenkursen

480. Bei börsennotierten Gesellschaften kann für Bewertungszwecke grundsätzlich auf den Börsenkurs abgestellt werden. Der Preis für Unternehmensanteile bildet sich auf freien Kapitalmärkten aus Angebot und Nachfrage. Er wird wesentlich von der Nutzenschätzung (Grenznutzen) der jeweiligen Käufer und Verkäufer bestimmt. Je nach dem mengenmäßigen Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage sowie den Einflussmöglichkeiten der Unternehmenseigner auf die Unternehmenspolitik (zum Beispiel Alleineigentum, qualifizierte oder einfache Mehrheit, Sperrminorität oder Streubesitz) können festgestellte Börsenkurse mehr oder weniger stark von dem Wert des gesamten Unternehmens bzw. dem quotalen Anteil am Unternehmensgesamtwert abweichen, sodass dieser Stichtagskurs als Ausgangspunkt für die direkte Ableitung des Unternehmenswerts ungeeignet sein kann.

481. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können – sofern Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt und hinreichende Zeitnähe gegeben sind – gemäß IDW S 1 zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen¹⁶¹ oder gemäß den DVFA-Empfehlungen auch als eigenständiges Bewertungsverfahren Berücksichtigung finden.

482. Jedoch können Argumente gegen eine direkt oder indirekt aus Börsenkursen abgeleitete Wertbestimmung sprechen, da diese von zahlreichen Sonderfaktoren, wie zum Beispiel von der Größe und Enge des Markts, von zufallsbedingten Umsatzerlösen, besonderen Marktsituationen und von spekulativen Marktbewegungen beeinflusst sein kann. Zudem kann eine Verwendung von Börsenkursen als Grundlage des Werts des Eigenkapitals eine Fundamentalbewertung nicht ersetzen, sofern diese Bewertung eine bessere und breitere Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt, wie zum Beispiel die verabschiedete Unternehmensplanung, verwendet.

483. Basierend auf der höchstrichterlichen Rechtsprechung ist der Verkehrswert von börsennotierten Aktien im Rahmen des Ausschlusses von Minderheitsaktionären nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln. Sofern in diesen Fällen der Ertragswert unter dem Börsenkurs liegt, ist der Börsenkurs als Mindestgröße heranzuziehen.¹⁶²

¹⁶¹ Vgl. IDW S 1, Rz. 13.

¹⁶² Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94.

3.5. Bewertung anhand der Ertragswert- oder Discounted Cashflow-Methode

484. Der Wert des Eigenkapitals kann gemäß IDW S 1 nach der Ertragswert- oder der Discounted Cashflow (DCF)-Methode ermittelt werden.¹⁶³ Da die sachgerechte Anwendung unterschiedlicher Diskontierungsmethoden keinen Einfluss auf den Unternehmensgesamtwert hat, sind gem. IDW S 1 beide Diskontierungsmethoden gleichwertig anzusehen. Bei gleichen Bewertungsannahmen führen beide Methoden zu gleichen Unternehmenswerten.¹⁶⁴ Da zudem alle Verfahren der DCF-Methode (Cashflow-to-Equity-, WACC-, Adjusted Present Value und Total Cashflow-Ansatz) bei konsistenten Annahmen zu dem gleichen Bewertungsergebnis führen, sind sowohl nach den Grundsätzen des IDW S 1 als auch nach den DVFA-Empfehlungen grundsätzlich alle DCF-Ansätze anwendbar.
485. Aufgrund der Überführbarkeit der Ableitung der finanziellen Überschüsse bei Ermittlung des DCF-Werts vor und nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1 wird für die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts auf den Cashflow-to-Equity-Ansatz vor persönlichen Steuern abgestellt.

3.5.1 Wert des Eigenkapitals und DCF-Wert

486. Beim Cashflow-to-Equity-Ansatz wird der DCF-Wert direkt durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Cashflows („Cashflow-to-Equity“) mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten zum Bewertungsstichtag berechnet. Der Wert des Eigenkapitals ergibt sich aus dem DCF-Wert abzüglich der Minderheiten und zuzüglich der Sonderwerte.

DCF-Wert

$$\begin{array}{rcl}
 & - & \text{Minderheiten} \\
 & + & \text{Sonderwerte} \\
 \hline
 = & & \text{Wert des Eigenkapitals}
 \end{array}$$

487. Im Cashflow-to-Equity-Ansatz als auch in der Ertragswertmethode startet die Definition des bewertungsrelevanten Zahlungsstroms beim Konzernergebnis nach Steuern und vor Minderheiten. Davon sind die Netto-Investitionen in das Anlagevermögen, die Investitionen in das Netto-Umlaufvermögen und die sich aufgrund der geplanten Kapitalstruktur ergebenden Veränderungen der verzinslichen Verbindlichkeiten abzuziehen, welche in Summe der Gewinnthesaurierung entsprechen.¹⁶⁵

¹⁶³ Vgl. IDW S 1, Rz. 7.

¹⁶⁴ Vgl. IDW S 1, Rz. 101.

¹⁶⁵ Dies gilt nur soweit keine Eigenkapitalmaßnahmen zu berücksichtigen sind.

Operatives Ergebnis (EBIT)

-	Finanz- und Beteiligungsergebnis
-	<u>Steuern vom Einkommen und vom Ertrag</u>
=	Konzernergebnis (vor Minderheiten)
+	Abschreibungen
-	Bruttoinvestitionen (CAPEX) in das Anlagevermögen
-/+	Veränderung des Netto-Umlaufvermögens (inkl. operativem Kassenbestand)
-/+	Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten
	<u>- Gewinnthesaurierung</u>
=	Cashflow-to-Equity bzw. Dividendenausschüttung

488. Die Berechnung des DCF-Werts wird nach beiden Grundsätzen zunächst vor persönlichen (Einkommen-) Steuern der Anteilseigner vorgenommen und somit die sog. mittelbare Typisierung gemäß IDW S 1 angewendet. Der Ertragswert unter Anwendung der unmittelbaren Typisierung unterscheidet sich vom DCF-Wert gemäß des Cashflow-to-Equity-Ansatzes durch die Berücksichtigung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner. Da der Cashflow-to-Equity den an die Eigenkapitalgeber auszuschüttenden finanziellen Überschüsse entspricht, ist der Cashflow-to-Equity mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern zu diskontieren.

489. Bei der Ertragswertmethode nach IDW S 1 (nach persönlichen Steuern) startet die Definition des bewertungsrelevanten Zahlungsstroms beim Konzernergebnis nach Steuern, aber vor Minderheiten. Davon sind die Netto-Investitionen in das Anlagevermögen, die Investitionen in das Netto-Umlaufvermögen (Working Capital) und die sich aufgrund der geplanten Kapitalstruktur ergebenden Veränderungen der verzinslichen Verbindlichkeiten abzuziehen, welche in Summe der Gewinnthesaurierung entsprechen.

Operatives Ergebnis (EBIT)

-	Finanz- und Beteiligungsergebnis
-	<u>Steuern vom Einkommen und vom Ertrag</u>
=	Konzernergebnis nach Steuern (vor Minderheiten)
-	Gewinnthesaurierung
=	Konzernergebnis nach Gewinnthesaurierung
	<i>Davon Dividendenausschüttung (abzüglich 26,4% Abgeltungsteuer + SolZ)</i>
	<i>Davon fiktive Thesaurierungen (abzüglich 13,2% Abgeltungsteuer + SolZ)</i>
=	Zu diskontierende Ausschüttungen

490. Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswertmethode nach IDW S 1 sind darüber hinaus zusätzliche Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote relevant. Zur konsistenten Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen ist es notwendig, die nach den notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm und zur Kapitalstruktur verbleibenden Ausschüttungen bewertungstechnisch in einen Dividendenanteil und einen Anteil fiktiver Thesaurierungen zu differenzieren, da Dividenden und Kursgewinne (fiktive Thesaurierungen) mit unterschiedlichen Steuersätzen auf Ebene der Anteilseigner besteuert werden.

491. Die Planung des Cashflow-to-Equity bzw. der Ausschüttungen wird üblicherweise in drei Phasen vorgenommen. Die erste, sogenannte Detailplanungsphase umfasst einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren und basiert grundsätzlich auf einer detaillierten Planungsrechnung des Bewertungsobjekts. Da sich das Bewertungsobjekt zum Ende der Detailplanungsphase zumeist noch nicht im zum Ansatz der Fortführungsphase notwendigen „nachhaltigen Zustand“ befindet, sind im Rahmen einer Konvergenzphase, entsprechende Annahmen, zum Beispiel in Bezug auf längerfristige Investitions- oder Produktlebenszyklen zur Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse zu treffen. Die dritte, sogenannte Fortführungsphase („Terminal Value“ bzw. kurz „TV“ oder „Ewige Rente“) unterstellt für das Bewertungsobjekt einen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand, innerhalb dessen die jährlichen finanziellen Überschüsse als konstant oder mit konstanter Rate wachsend angenommen werden.¹⁶⁶

3.5.2 Minderheiten

492. Da Minderheiten bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse zunächst unberücksichtigt bleiben, wird eine gesonderte Bewertung der auf Minderheiten entfallenden finanziellen Überschüsse vorgenommen. Dabei werden die auf Minderheiten entfallenden finanziellen Überschüsse mit den risikoäquivalenten Eigenkapitalkosten des jeweiligen Bewertungsobjekts der jeweiligen Periode diskontiert. Der so ermittelte Barwert wird dann von dem ermittelten DCF-Wert abgezogen.

3.5.3 Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

493. Sachverhalte, die im Rahmen der Ermittlung des DCF-Werts nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem DCF-Wert hinzuzufügen. Als Sonderwerte kommen insbesondere nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte, wie zum Beispiel überschüssige liquide Mittel, in Frage. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögensteile, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche operative Unternehmensaufgabe berührt wäre.
494. Anstatt auf die Zahl der ausstehenden STADA-Aktien abzustellen die von STADA gehaltenen eigenen Aktien als Sonderwert zu berücksichtigen (Bruttomethode), wurde für die Wertermittlung die Zahl der ausstehenden STADA-Aktien zugrunde gelegt (Nettomethode). Hinsichtlich des Werts je Aktie führen beide Methoden zum selben Ergebnis.

3.5.4 Wert des Eigenkapitals

495. Die Summe aus DCF-Wert, Sonderwerten und Minderheiten (als Abzugsposition) führt letztlich zum Wert des Eigenkapitals des Bewertungsobjekts.

¹⁶⁶ Vgl. IDW S 1, Rz. 75ff.

3.6. Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

496. Neben der Ableitung des Unternehmenswerts und der Darstellung von Wertbandbreiten auf Basis der DCF-Methode ermitteln wir Unternehmenswerte und Bandbreiten mit Hilfe der Multiplikator-Methode.
497. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig als Umsatz- oder Ergebnisgröße) des Unternehmens mit dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von Vergleichsunternehmen abgeleitet wird. Wie die DCF- und Ertragswertmethode wird auch die Multiplikator-Methode den Gesamtbewertungsverfahren zugeordnet.
498. Auftragsgemäß legen wir neben den Grundsätzen des IDW S 1 die DVFA-Empfehlungen zugrunde. Diese stellen auf die Perspektive des markttypischen Unternehmenserwerbers ab, welcher verschiedene Bewertungsmethoden, i.d.R. Multiplikator-gestützte Methoden und DCF-Methode, nebeneinander anwendet und Entscheidungen auf Basis verschiedener Analysen trifft. Gegenüber dem IDW S 1 steht die Multiplikator-Bewertung daher in den DVFA-Empfehlungen grundsätzlich gleichrangig neben anderen Methoden,¹⁶⁷ sofern nicht branchenbedingte oder unternehmensspezifische Besonderheiten die Bevorzugung einer Methode rechtfertigen.
499. Das theoretische Fundament der Multiplikator-Bewertung ist das sog. Law of One Price (Gesetz von der Unterschiedslosigkeit der Preise), welches i.e.S. besagt, dass gleiche Güter am selben Markt zum selben Preis gehandelt werden sollten, andernfalls würden Arbitrage-Möglichkeiten entstehen. Weiter gefasst kann darunter auch verstanden werden, dass vergleichbare Vermögenswerte (zum Beispiel Unternehmen oder Unternehmensanteile) zu vergleichbaren Preisen gehandelt werden sollten.
500. Bei der Bewertung anhand von Multiplikatoren werden wertbildende Bezugsgrößen von Vergleichsunternehmen, i.d.R. Ertrags- und Überschussgrößen wie Umsatz, EBITDA, EBIT, Jahresüberschuss etc. in Relation zu deren beobachtbaren Marktpreisen gesetzt und die so ermittelten Relationen (die Multiplikatoren) auf das zu bewertende Unternehmen übertragen. Dabei wird davon ausgegangen, dass zwischen den zugrundeliegenden Bezugsgrößen und dem Unternehmensgesamtwert ein proportionaler Zusammenhang besteht. Die genannten Bezugsgrößen werden hilfsweise herangezogen, da für Cashflow- und Kapitalrenditegrößen (insbesondere für die Peer Group) regelmäßig keine Prognosen von Analysten erstellt und veröffentlicht werden. Entscheidendes Merkmal der Multiplikator-Methode ist, dass der Ausgangspunkt der Bewertung die beobachtbaren Preise darstellen. Zur Herstellung der notwendigen Äquivalenz mit dem zu bewertenden Unternehmen werden jedoch diese Preise über verschiedene Bewertungsschritte angepasst, um im Endergebnis eine Schätzung für den fundamentalen Unternehmensgesamtwert zu erhalten (analog zur DCF-Methode). Solche Anpassungen können v.a. bei

¹⁶⁷ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012.

verzerrten Marktpreisbildungen aufgrund externer Schocks (zum Beispiel durch die Finanz- und Wirtschaftskrise) erforderlich sein.

501. Ein Vorteil der multiplikatorgestützten Unternehmensbewertung ist deren strikte Marktbezogenheit. Die zugrundeliegenden Preisrelationen sind beobachtbar und werden tatsächlich auf Kapitalmärkten und/oder bei Unternehmenstransaktionen bezahlt. Andererseits ist diese Bewertungsmethode (ebenso wie die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes aus Kapitalmarktdaten) damit auch Marktunvollkommenheiten und -ineffizienzen ausgesetzt, die zu Abweichungen zwischen beobachtbaren Preisen und intrinsischen Werten führen können und über Bewertungsanpassungen durch den Gutachter zu korrigieren sind. Insbesondere in Krisenphasen müssen die vorliegenden Marktpreise aufgrund von möglichen Verzerrungen und Sonder-situationen kritisch gewürdigt werden.
502. Im Rahmen der hier empfohlenen Vorgehensweise nutzt die multiplikatorgestützte Bewertung daher, ebenso wie die Diskontierungsmethode, unternehmensinterne Planungen und Informationen. Die ermittelten Multiplikatoren der Peer Group-Unternehmen werden auf die realisierten und die von der Unternehmensleitung geplanten Bezugsgrößen (auf Basis der gleichen Unternehmensplanung, die auch bei der DCF-Methode verwendet wird) angewendet. Allerdings ist der verfügbare Zeitraum der Prognose deutlich kürzer als bei Anwendung der Diskontierungsmethode.
503. Der Multiplikator ergibt sich aus dem Verhältnis von Preis zur Bezugsgröße des Vergleichsunternehmens. Analysen basieren regelmäßig auf Multiplikatoren der vergangenen zwölf Monate bzw. des vergangenen Jahres (sog. LTM-Multiplikatoren bzw. Stichtags-Multiplikatoren) sowie der darauffolgenden Jahre (sog. Forward-Multiplikatoren; hier 2018 und 2019). Grundsätzlich sind zukunftsorientierte Multiplikatoren bei der marktpreisorientierten Bewertung vorzuziehen. Historische Multiplikatoren, wie LTM-Multiplikatoren, können durch Sondereffekte verzerrt sein. Zukunftsorientierte Multiplikatoren hingegen basieren typischerweise auf normalisierten Schätzungen von Analysten, während LTM-Multiplikatoren auf Ist-Werten basieren. LTM-Multiplikatoren finden zur Wahrung der Zeitkongruenz primär Verwendung bei Transaktionsmultiplikatoren (Transaction Multiples).

3.7. Liquidationswert

504. Liquidationswerte und Substanzwerte werden in der Literatur im Gegensatz zu den Gesamtbewertungsverfahren, wie der Ertragswert- oder DCF-Methode, als Einzelbewertungsverfahren bezeichnet.¹⁶⁸ Der Liquidationswert wird sowohl im Konzept des IDW S 1 als auch im Rahmen der DVFA-Empfehlungen als Wertuntergrenze herangezogen. Hierbei wird explizit auf eine „möglichst vorteilhafte“ Verwertung abgestellt.¹⁶⁹ Der Liquidationswert ist demnach den Ergebnissen der beschriebenen Bewertungsmethoden gegenüberzustellen.

¹⁶⁸ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 8.

¹⁶⁹ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 8.

505. Erweist es sich insgesamt gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, die in den Unternehmen vorhandenen einzelnen Vermögensteile oder in sich geschlossene Betriebsteile gesondert zu veräußern, ist grundsätzlich die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse als Liquidationswert zu berücksichtigen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.¹⁷⁰
506. Der Wert des zu liquidierenden Vermögens wird vom Absatzmarkt der zu liquidierenden Vermögenswerte und Schulden bestimmt. Eine besondere Bedeutung kann dabei den immateriellen Vermögenswerten, den Grundstücken und Gebäuden sowie technischen Anlagen zukommen, da in diesen Vermögenswerten wesentliche stille Reserven zu erwarten sind.
507. Darüber hinaus hat die unterstellte Zerschlagungsgeschwindigkeit wesentlichen Einfluss auf den Wert des Vermögens. Grundsätzlich gilt, dass sich eine beschleunigte Liquidation innerhalb kurzer Zeit (Zerschlagung) negativ auf die Veräußerungsbedingungen, insbesondere das zu erwartende Preisniveau, auswirkt, die finanziellen Überschüsse bei einer Zerschlagung aber relativ früh anfallen. Im Gegensatz dazu bestehen im Rahmen einer planmäßigen Liquidation über mehrere Jahre (Abwicklung) zwar grundsätzlich günstigere Veräußerungsbedingungen, die dabei erzielten Liquidationserlöse fallen jedoch teilweise deutlich später an und sind aus Vergleichsgründen auf den Liquidationszeitpunkt zu diskontieren.
508. Von dem so ermittelten Vermögenswert sind bestehende Schulden zu ihrem Ablösebetrag abziehen. Dabei sind erst infolge der Liquidation entstehende Passivposten, zum Beispiel Sozialplanverpflichtungen, sowie durch Liquidation entfallende Verpflichtungen wie Aufwands- und Kulanzrückstellungen bei der Wertermittlung entsprechend zu berücksichtigen. Die Überschüsse werden in einem weiteren Bewertungsschritt um voraussichtliche Liquidationskosten, die im Zusammenhang mit der Veräußerung entstehen und von dem zu liquidierenden Unternehmen zu tragen sind, sowie um Ertragsteuern auf einen ggf. anfallenden Liquidationsgewinn gekürzt.
509. Die Bewertung der Substanz (Substanzwert) unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führt zum sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Vermögenswerte nur einen Teilrekonstruktionswert darstellt. Dieser hat keine selbstständige Aussagekraft für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung.¹⁷¹ Substanzwerte werden daher im Hinblick auf den Bewertungsanlass nicht ermittelt.
510. Darüber hinaus wurde aufgrund des positiven Marktwert-/ Buchwertverhältnisses keinen Liquidationswert ermittelt, da dieser nicht maßgeblich ist. Die geplante Rendite auf das eingesetzte Kapital (sog. Return on Capital Employed oder ROCE) liegt im Planungszeitraum, in der Konvergenzphase und in der ewigen Rente stets über den verschuldeten Eigenkapitalkosten, sodass davon auszugehen ist, dass eine Unternehmensfortführung gegenüber der Liquidation vorteilhaft ist.¹⁷²

¹⁷⁰ Vgl. IDW S 1, Rz. 5, 140f.

¹⁷¹ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 207; IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 6.

¹⁷² Vgl. Kapitel 4.6

3.8. Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1 und DVFA

511. Sowohl nach IDW S 1 wie auch gemäß den DVFA-Empfehlungen sind Synergien bei der Unternehmensbewertung entsprechend zu würdigen. Nach IDW S 1 versteht man unter Synergieeffekten die Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen. Ferner ist zur Ermittlung eines objektvierten Werts gemäß IDW S 1 zwischen sog. echten und unechten Synergien zu unterscheiden.¹⁷³ Unechte Synergien sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich auch ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme realisieren lassen. Die aus unechten Synergien resultierenden finanziellen Überschüsse sind bei der Bestimmung eines objektvierten Unternehmenswerts grundsätzlich zu berücksichtigen, jedoch nur soweit die synergiestiftenden Maßnahmen bereits zum Bewertungsstichtag eingeleitet, im Unternehmenskonzept dokumentiert oder bereits hinreichend konkretisiert sind.¹⁷⁴ Im Unterschied hierzu ergeben sich echte Synergieeffekte erst durch die dem Bewertungsanlass zugrundeliegende Maßnahme und sind in der Unternehmensbewertung nicht zu berücksichtigen.
512. Im Unterschied zum IDW S 1 basieren die DVFA-Empfehlungen auf dem Konzept des markttypischen Unternehmenserwerbers. Der markttypische Unternehmenserwerber wird seine rein käuferindividuellen Synergien bzw. wertbestimmenden Faktoren in einer unterstellten fiktiven Verhandlungssituation nicht bei der Bestimmung des angebotenen Kaufpreises berücksichtigen. Rein käuferindividuelle Synergien sind dabei unabhängig von der Definition echter oder unechter Synergien des IDW S 1. So stellen rein käuferindividuelle Synergien unabhängig vom jeweiligen Bewertungsanlass jenen Anteil am gesamten Synergiepotential dar, der ausschließlich dem spezifischen Käufer bzw. Mehrheitsaktionär zuzuordnen ist. Diese sind nicht in der Bewertung zu berücksichtigen. Im Gegensatz dazu sind Synergien, die jeder markttypische Unternehmenserwerber realisieren kann, in der Bewertung zu berücksichtigen („Market Participant-Synergien“). Dies gilt jedoch nur, wenn die Planung nicht bereits Synergien enthält.
513. Eine Berücksichtigung unechter Synergien bzw. von Market Participant-Synergien nach DVFA ist im vorliegenden Fall nicht erforderlich, da der Vorstand der STADA AG und der Nidda Healthcare keine positiven Synergiepotentiale zwischen den Gesellschaften erwarten. Grund hierfür ist u.a., dass es sich bei der Nidda Healthcare um einen Finanzinvestor handelt, der im Gegensatz zu strategischen Investoren, keine strategischen Synergiepotentiale realisieren kann bzw. diese zum Bewertungszeitpunkt nicht hinreichend konkretisiert sind.
514. Soweit bei STADA negative Synergien aus einer notwendigen Refinanzierung der Finanzverbindlichkeiten durch die Digga Healthcare aufgrund der durch das Übernahmeangebot ausgelösten Change-of-Control-Klauseln entstehen, wurden diese negativen Effekte als echte Synergien nicht bei der Ermittlung der Wertbandbreite des objektvierten Unternehmenswerts berücksichtigt. Diese negativen Synergien, die aus den schlechteren Finanzierungsbedingungen der Nidda Healthcare gegenüber STADA resultieren, stellen zudem keine berücksichtigungsfähigen

¹⁷³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 33 ff.

¹⁷⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008 Rz. 34; auch in Abgrenzung zu IDW S 1 i.d.F. 2005.

Market Participant-Synergien gemäß der DVFA-Empfehlungen dar, da STADA bereits in der Stand Alone-Betrachtung im Planungszeitraum bzw. in der Konvergenz und ewigen Rente über eine über dem Peer Group-Niveau liegende Verschuldung verfügt.

4. UNTERNEHMENSPLANUNG DES BEWERTUNGSOBJEKTS

4.1 Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung

IDW S 1

515. Gemäß IDW S 1 stellt der objektivierte Unternehmenswert einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, der finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstiger Einflussfaktoren.¹⁷⁵ Somit beruht die Bewertung eines Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft und beinhaltet die Erfolgchancen, die sich zum Bewertungsstichtag aus bereits eingeleiteten oder hinreichend konkretisierten Maßnahmen im Rahmen des bisherigen Unternehmenskonzepts ergeben. Mögliche, aber noch nicht hinreichend konkretisierte Maßnahmen sowie daraus vermutlich resultierende finanzielle Überschüsse sind danach bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte unbeachtlich.¹⁷⁶ Ferner ist die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse durch den Bewertungsgutachter auf ihre Plausibilität hin zu beurteilen.¹⁷⁷ Die künftigen finanziellen Überschüsse müssen aus einer konsistenten und integrierten Unternehmensplanung (Financial Model), bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanzplanung und Kapitalfluss- bzw. Cashflow-Rechnung, abgeleitet werden.¹⁷⁸
516. Ergänzend ist im IDW Praxishinweis 2/2017¹⁷⁹ konkretisiert, welche Maßstäbe im Rahmen der Plausibilisierung der Unternehmensplanung angelegt werden sollten. Die Plausibilisierung der Planungsrechnung sollte in den folgenden drei Bereichen erfolgen:
- Rechnerische und formelle Plausibilität
 - Interne Plausibilität
 - Externe Plausibilität
517. Den ersten Schritt stellt i.d.R. die rechnerische und formelle Überprüfung der Unternehmensplanung dar. Dabei werden die Fehlerfreiheit der Berechnungen und die Konsistenz der Annahmen zwischen den Teilplänen überprüft. Die erste inhaltliche Würdigung erfolgt sodann bei der internen Plausibilisierung. Diese besteht zum einen aus dem Abgleich der Unternehmensplanung mit den strategischen und operativen Zielen des Managements. Zum anderen sollte eine Unternehmensanalyse erfolgen, d.h. eine Vergangenheitsanalyse und eine Würdigung der Unternehmenspotentiale sowie deren Konsistenz mit der Unternehmensplanung. Letztlich sollte

¹⁷⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 29.

¹⁷⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 32.

¹⁷⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 81.

¹⁷⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 27 i.V.m. Rz. 81.

¹⁷⁹ Vgl. IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierung, Due Diligence und Fairness Opinion, 2/2017.

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

DVFA-Empfehlungen

518. In Ergänzung zum IDW S 1 haben wir auftragsgemäß eine Würdigung der Unternehmensplanung unter dem Wertkonzept eines markttypischen Unternehmenserwerbers, wie er in den DVFA-Empfehlungen für Unternehmensbewertung vorgesehen ist, vorgenommen. Hiernach bewertet der markttypische Unternehmenserwerber das Unternehmen auf Basis einer angenommenen, künftig geplanten Unternehmenspolitik. Diese umfasst neben geplanten Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen, Akquisitionen und/oder Desinvestitionen auch Annahmen bezüglich der Finanzierungspolitik und der Kapitalstruktur des Unternehmens. Diese Annahmen müssen mit Blick auf den markttypischen Unternehmenserwerber konsistent sein, wobei der Erwerber rein käuferindividuelle Synergien bzw. wertbestimmende Faktoren nicht bei der Bestimmung des angebotenen Kaufpreises (hier: Ausgleich und Barabfindung) berücksichtigen wird.¹⁸⁰ Grundlage ist die integrierte Unternehmensplanung (ebenfalls bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanzplanung und Kapitalfluss- bzw. Cashflow-Rechnung) basierend auf den tatsächlichen Erwartungen und dem Kenntnisstand des unterstellten markttypischen Unternehmenserwerbers am Bewertungsstichtag unter Berücksichtigung des Wertaufhellungsprinzips.¹⁸¹
519. Der auftragsgemäß anzuwendende Maßstab in Bezug auf die der Bewertung zugrundeliegende Planung bezieht sich somit auf die rechnerische Richtigkeit, die Konsistenz der Prämissen, auf denen die Planannahmen beruhen, die Widerspruchsfreiheit sowie die Analyse, ob die Planungsrechnung mit den fiktiven Annahmen eines markttypischen Unternehmenserwerbers übereinstimmt.
520. Zur weiteren Interpretation des Konzeptes des markttypischen Unternehmenserwerbers und der von diesem zu unterstellenden Unternehmensplanung kann auf das durch den Rechnungslegungsstandard IFRS 13 zur Ermittlung beizulegender Zeitwerte (sog. Fair Value Measurement) etablierte Konzept der üblichen Marktteilnehmer (sog. Market Participant) zurückgegriffen werden.¹⁸² Hiernach bemisst sich der beizulegende Zeitwert eines Vermögenswerts anhand der Annahmen, die Marktteilnehmer bei der Preisbildung für den Vermögenswert zugrunde legen

¹⁸⁰ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 11.

¹⁸¹ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 13.

¹⁸² Vgl. IFRS 13, Anhang A: Im Standard wird der beizulegende Zeitwert auf der Grundlage eines „Abgangspreises“ definiert und eine Fair-Value-Hierarchie eingeführt, was zu einer marktbasierten und nicht unternehmensspezifischen Bewertung führt. Der beizulegende Zeitwert ist gemäß IFRS 13 „der Preis, der im Zuge eines geordneten Geschäftsvorfalls unter Marktteilnehmern am Bemessungsstichtag beim Verkauf eines Vermögenswerts zu erhalten wäre oder bei Übertragung einer Schuld zu zahlen wäre.“

würden, wobei die Marktteilnehmer in ihrem besten wirtschaftlichen Interesse handeln.¹⁸³ Gleichzeitig ist die Fähigkeit des Marktteilnehmers zu berücksichtigen, durch die höchste und beste Verwendung des Vermögenswerts wirtschaftlichen Nutzen zu erzeugen.¹⁸⁴ Bei Unterstellung einer fiktiven Verhandlungssituation wird ein rational handelnder markttypischer Unternehmenserwerber seinen Grenzpreis für den Erwerb des Vermögenswerts unter der Annahme einer optimalen wirtschaftlichen Nutzbarkeit ermitteln. Eine Prämie wird der rational handelnde markttypische Unternehmenserwerber jedoch nur in der Höhe zahlen, als dies für den sicheren Erwerb der Anteile und damit zu seiner eigenen Wertoptimierung notwendig ist. Insofern sind bei Unterstellung eines markttypischen Unternehmenserwerbers rein käuferindividuelle Synergien nicht in der Unternehmensplanung und Bewertung zu berücksichtigen.

521. Die Annahme einer optimalen wirtschaftlichen Nutzung des Vermögenswerts durch den markttypischen Unternehmenserwerber sei nicht als Meistbegünstigungsprinzip misszuverstehen, welches zu einer nicht mehr realistischen, plausiblen oder auf konsistenten Prämissen beruhenden Planung führen würde. Gleichzeitig liegt eine optimale wirtschaftliche Nutzung jedenfalls auch dann nicht vor, wenn sich die ihr zugrundeliegenden Planannahmen als offensichtlich konservativ, pessimistisch oder auch zu optimistisch herausstellen oder ggf. sogar auf falschen Tatsachen beruhen. Insofern stehen die DVFA-Empfehlungen in Einklang mit der betriebswirtschaftlichen Literatur, in welcher die Verwendung von Erwartungswerten zur Ableitung von Unternehmenswerten mit risikoangepassten Zinsfüßen gefordert wird.

Angewandeter Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung

522. Im Folgenden analysieren wir zur Plausibilisierung der Planung den grundsätzlichen Aufbau der Planung, den Planungsprozess und die Planungstreue in der Vergangenheit. Der relevante Maßstab in Bezug auf die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Planungsrechnung wird dabei durch die höchststrichterliche Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts bestätigt bzw. konkretisiert. Demnach müssen Planerwartungen auf zutreffenden Informationen beruhen, auf realistischen Annahmen aufbauen und dürfen nicht in sich widersprüchlich sein.¹⁸⁵ Da auftragsgemäß eine eigenständige Ermittlung des Unternehmenswerts der STADA durchzuführen ist, wurde eine entsprechende Plausibilisierung der Planung vorgenommen.
523. Daher bezieht sich der Plausibilisierungsmaßstab für die der Bewertung zugrunde gelegten Unternehmensplanung analog zu IDW S 1, den DVFA-Empfehlungen und der Rechtsprechung auf die rechnerische Richtigkeit, die Widerspruchsfreiheit sowie der Konsistenz der Prämissen, auf denen die Planung beruht.
524. Vor diesem Hintergrund werden, unter Bezugnahme auf die Geschäftsstrategie und auf das generelle Marktumfeld, kennzahlenbasierte Analysen der historischen sowie der geplanten Ergebnisse durchgeführt. Die Analysen beinhalten ein Benchmarking mit historischen Ergebnissen und einen Vergleich mit Analystenschätzungen für die Peer Group.

¹⁸³ Vgl. IFRS 13, Rz. 22.

¹⁸⁴ Vgl. IFRS 13, Rz. 27.

¹⁸⁵ Vgl. BVerfG, 1 BvR 3221/10 vom 24. Mai 2012, Abs. 12.

4.2 Analyse des Planungsprozesses und Aufbau der Planungsrechnung

525. Der Budgetierungsprozess der STADA umfasst die Planung und Festlegung aller funktionalen Entscheidungen v.a. im Hinblick auf grundsätzliche Portfolio- und Segmententscheidungen, Mitarbeiterressourcen und Investitionen. Der Budgetierungsprozess über drei Geschäftsjahre beinhaltet auch die Bestimmung aller mit dem Umsatzprozess unmittelbar und mittelbar zusammenhängenden Aufwendungen und erfolgt grundsätzlich im Gegenstromverfahren. Der Budgetierungsprozess folgt der Außenberichterstattung von STADA nach IFRS und damit den gegenüber dem Kapitalmarkt berichteten Finanzkennzahlen, welche gleichermaßen die Schwerpunkte der konzerninternen Leitungs- bzw. Lenkungsaktivitäten bestimmen und letztendlich den wirtschaftlichen Handlungsspielraum jeder Konzerneinheit definieren.
526. In einem ersten Schritt übermittelt STADA Mitte August jeden Jahres die Zielvorgaben inkl. Vorgaben konzerninterner Leistungen und Lizenzsätze an die lokalen Budgetverantwortlichen (Geschäftsführer der Einzelgesellschaften bzw. der die Teilkonzerne führenden Holdinggesellschaften). Innerhalb einer Einzelgesellschaft werden aus diesen Zielvorgaben schließlich über einen Bottom-Up-Ansatz detaillierte Planungsvorgaben für die funktionale Ebene abgeleitet, welche dann zu einer Budgetfestlegung je Kostenstelle führen. In einem nächsten Schritt werden die Budgetunterlagen der Einzelgesellschaften im November eines jeden Jahres durch die entsprechenden Budgetverantwortlichen dem Vorstand der STADA AG im Rahmen der Budgetpräsentation vorgestellt. Die Inhalte dieser Budgetpräsentation gliedern sich in einen qualitativen strategischen Teil und in quantitative Budgetierungsaspekte.
527. Der qualitative Teil der Planung basiert auf einer vorgelagerten Unternehmensanalyse. In diesem Zusammenhang wird von den Budgetverantwortlichen eine Beschreibung des jeweiligen nationalen regulatorischen Umfeldes zur Verfügung gestellt, aus der ersichtlich wird, wie sich wichtige Absatz-, Preis- und Kostenparameter voraussichtlich entwickeln werden. Hierzu zählen insbesondere die Entwicklung von nationalen Erstattungspreisen, die Streichung möglicher Wirkstoffe aus dem Erstattungskatalog, die Festsetzung möglicher Festbeträge, die Zusammenfassung bestimmter pharmazeutischer Indikationen unter einem Erstattungspreismechanismus, die Einführung von Patientenzuzahlungen etc. Darüber hinaus wird von der jeweiligen Tochtergesellschaft eine Analyse der Absatzsituation im Vergleich zu anderen Wettbewerbern dargestellt. Diese „Benchmark-Analyse“ bezieht sich auf Abverkaufsdaten, die von qualifizierten Marktforschungsunternehmen erhoben werden und sich aus Absatzstatistiken der Apotheken ableiten. Diese objektivierte Marktanalyse beschreibt für die Zwecke der internen Managementsteuerung die Leistungsfähigkeit der jeweiligen Vertriebsgesellschaft, im Marktvergleich mit allen anderen Wettbewerbern. Zudem beinhaltet die qualitative Planung strategische Initiativen, die konkrete Wachstumsmöglichkeiten aufzeigen. Hierzu zählt insbesondere die Übersicht der neuen Produkteinführungen (Neueinführungen von pharmazeutischen Wirkstoffen).
528. Der quantitative Teil der Budgetpräsentation wird aus der qualitativen strategischen Planung abgeleitet und beinhaltet die steuerungsrelevanten Finanzinformationen, die auch für die aktuelle Berichterstattung verwendet werden.

529. Kostenseitig fließen insbesondere die geplanten Kosten der technischen Funktionsbereiche in die Budgetierung mit ein. Ziel dieser funktionalen Budgetierung ist es, die Kostentransparenz innerhalb von STADA zu erhöhen und auf Ebene des mittleren und oberen Managements die Kostensensitivität hinsichtlich der operativen Geschäftstätigkeiten zu schärfen.
530. Im Rahmen des der Budgetpräsentation folgenden Reviews werden die durch die verantwortlichen Personen präsentierten Planungen durch den Vorstand der STADA AG und das Konzern-Controlling kritisch hinterfragt. Auf Basis der bei STADA bestehenden Informationssysteme lässt sich im Rahmen der Budgetanalyse zuverlässig ermitteln, inwiefern sich Umsatzerlöse auf Artikelbasis und Aufwendungen auf Funktionskostenbasis zusammensetzen. Insbesondere Kostensteigerungen, die sich überproportional zu der entsprechenden Umsatzentwicklung entwickeln, müssen durch die Budgetverantwortlichen erläutert werden und können nur durch besondere strategische Initiativen gerechtfertigt werden. Die übermittelten Budgetdaten werden ferner um eine laufende Analyse der Ist-Daten sowie der Vorjahreswerte ergänzt, um eine Zeitreihenanalyse von Ertrags- und Aufwandskomponenten darstellen zu können. Diese Zeitreihenanalyse führt zu einer übergreifenden Messung der gesamten Leistungsfähigkeit, verbunden mit der Definition einer verbindlichen Messgröße zur Vergütung des Budgetverantwortlichen.
531. Entspricht das überlieferte Budget bei einzelnen Parametern nicht den vorgegebenen Zielvorgaben, so werden für diese Sachverhalte konkrete Entscheidungen in Bezug auf Planänderungen getroffen. Dies kann sich in Form von unterschiedlichen Maßnahmen, wie etwa einer angepassten Vorgabe bezüglich der Segmentaufteilung bei den Umsatzerlösen (zum Beispiel stärkeres Wachstum im Markenprodukt-Segment) oder der Höhe der Marketing- und Vertriebsaufwendungen (zum Beispiel Reduktion von Marketingausgaben für Werbung oder der Reduktion der Aufwendungen für den Außendienst) äußern. Diese Anpassungen gehen anschließend in eine überarbeitete Version des Budgets ein und werden der Konzernzentrale erneut übermittelt.
532. Auf der Grundlage der Einzelplanungen erstellt STADA ein konsolidiertes Budget für den Gesamtkonzern. Am Ende des Budgetierungsprozesses im November/Dezember jeden Jahres steht ein durch den Vorstand genehmigtes und den Aufsichtsrat gebilligtes Budget, welches die Basis für die unterjährige Steuerung darstellt und die Basis der Inzentivierung ist. Generell wird nach Abschluss des Budgetierungsprozesses eine bindende Vorgabe der Gesamtziele in Form einer offiziellen schriftlichen Freigabe der Planung, jeweils für die einzelne Planungseinheit, vom Konzern-Controlling erteilt.
533. Die der Bewertung zugrunde gelegte Unternehmensplanung bestehend aus einer Plan-Gewinn- und Verlustrechnung und Planbilanz wurde vom Vorstand der STADA am 29. November 2017 verabschiedet und vom Aufsichtsrat am 1. Dezember 2017 genehmigt.

4.3 Analyse der Planungstreue

534. Im Rahmen der Plausibilisierung der Planung wurde neben der Analyse des Aufbaus der Planung und des Planungsprozesses auch eine Analyse der Planungstreue in der Vergangenheit vorgenommen, um Erkenntnisse über die zukünftige Planungsgenauigkeit zu gewinnen. Zur Beurteilung der historischen Planungstreue wurde ein Zeitraum von vier Geschäftsjahren betrachtet und die Einhaltung der im Lagebericht prognostizierten leistungsbezogenen Steuerungskennzahlen von STADA analysiert. STADA wird auf Basis der finanziellen Kennzahlen „bereinigter Konzernumsatz“, „bereinigtes EBITDA“ und „bereinigter Konzerngewinn“ sowie dem „Verhältnis zwischen Nettoverschuldung (exklusive weiterer Akquisitionen) und dem bereinigten EBITDA“ gesteuert.
535. Die nachfolgende Darstellung fasst die einjährige Planungstreue der Gesellschaft für die Geschäftsjahre von 2014 bis 2017 zusammen.

Planungstreue des STADA Planungsprozesses im Bewertungszeitraum

	2014		2015		2016		2017	
	Prognose*	Ist	Prognose*	Ist	Prognose*	Ist	Prognose*	BE
Bereinigter Konzernumsatz	↗	✓	↗	✓	↗	✓	↗	✓
Bereinigtes EBITDA	↗	✓	↓	✓	↗	✓	↗	✓
Bereinigter Konzerngewinn	↗	✓✓	↓	✓	↗	✓✓	↗	✓✓
Nettoverschuldung/EBITDA	3.1x	✓	3.0x	✓	3.0x	✓✓	3.0x	✓✓

Legende:

leichtes Wachstum (↗), deutlicher Rückgang (↓), Prognose erfüllt (✓), Prognose übertroffen (✓✓), Prognose verfehlt (✗)

* Prognose gemäß Lagebericht des Vorjahres; BE = Best Estimate

536. Die Prognose für das Geschäftsjahr 2014 wurde insgesamt erreicht. Negative Planabweichungen im Generika-Segment wurden durch Planübererfüllungen im Markenprodukt-Segment kompensiert.¹⁸⁶ Für das Geschäftsjahr 2015 ist die vom Vorstand prognostizierte Entwicklung der wesentlichen Steuerungskennzahlen vollständig eingetreten. Im Geschäftsjahr 2016 konnten die Prognosen hinsichtlich der wesentlichen Steuerungskennzahlen beim Konzernumsatz, dem bereinigten EBITDA und dem bereinigten Konzerngewinn leicht übertroffen werden.¹⁸⁷ Die Prognosetreue für das Geschäftsjahr 2017 erfolgt auf Basis der letzten verfügbaren Hochrechnung (Best Estimate von Oktober 2017). Die Erwartungen konnten bei den wesentlichen Steuerungskennzahlen erreicht (Konzernumsatz, EBITDA) oder übererfüllt (bereinigter Konzerngewinn, Relation zwischen Nettoverschuldung und EBITDA) werden.
537. Die Analyse der Planungstreue zeigt, dass STADA in der Vergangenheit die Prognosen im Wesentlichen mindestens erfüllt oder übertroffen hat. Auf Basis unserer Analyse sind keine Anzeichen erkennbar, dass die vorliegende, verabschiedete Planungsrechnung, die auf dem etablierten Standardplanungsprozess basiert, keine geeignete Ausgangsbasis für eine Unternehmensbewertung bildet.

¹⁸⁶ Vgl. STADA Geschäftsbericht 2014, S. 64.

¹⁸⁷ Vgl. STADA Geschäftsbericht 2016, S. 34.

4.4 Analyse der Planungsrechnung

538. Die Planungsrechnung der STADA wird anhand weiterführender Beurteilungsmaßstäbe – insbesondere mit Hilfe von zeitpunkt- und zeitraumbezogen Kennzahlenanalysen sowie Benchmarking zur Peer Group – analysiert, um eine konsistente Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten gewährleisten zu können. Nähere Erläuterungen zu den vorgenommenen bewertungstechnischen Anpassungen im Planungszeitraum finden sich im Anhang.

Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Mio.	Bereinigte Historie				Planung		
	2014	2015	2016	BE 2017	2018	2019	2020
Umsatzerlöse	2.053,6	2.115,1	2.139,2	2.304,2	2.414,5	2.520,8	2.676,9
Wachstum in %	-	3,00%	1,14%	7,71%	4,79%	4,40%	6,19%
Herstellungskosten	-1.055,7	-1.092,2	-1.092,8	-1.149,9	-1.177,4	-1.190,9	-1.272,3
Bruttoergebnis vom Umsatz	997,9	1.022,9	1.046,4	1.154,2	1.237,1	1.329,9	1.404,6
in % der Umsatzerlöse	48,6%	48,4%	48,9%	50,1%	51,2%	52,8%	52,5%
Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten	-611,2	-658,7	-670,3	-726,3	-780,3	-811,0	-848,1
davon Vertriebskosten	-458,4	-482,6	-488,3	-526,2	-570,0	-611,9	-644,4
davon allgemeine Verwaltungskosten	-152,8	-176,0	-182,0	-200,0	-210,3	-199,1	-203,7
Forschungs- und Entwicklungskosten	-56,9	-65,0	-65,1	-72,9	-85,6	-89,4	-99,5
Sonstige Erträge	15,8	17,0	11,8	46,0	2,7	1,7	0,6
Andere Aufwendungen	-23,2	-31,0	-27,8	-71,2	-25,5	-25,8	-25,2
EBIT	322,4	285,3	295,1	329,9	348,4	405,4	432,4
in % der Umsatzerlöse	15,7%	13,5%	13,8%	14,3%	14,4%	16,1%	16,2%
Summe Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	109,5	104,1	102,9	105,2	134,7	137,0	136,0
EBITDA	431,9	389,4	398,0	435,2	483,1	542,4	568,4
in % der Umsatzerlöse	21,0%	18,4%	18,6%	18,9%	20,0%	21,5%	21,2%
Finanzergebnis	-69,1	-64,4	-50,9	-42,8	-46,1	-44,1	-39,0
Ergebnis vor Ertragsteuern	253,3	220,9	244,2	287,1	302,3	361,3	393,5
in % der Umsatzerlöse	12,3%	10,4%	11,4%	12,5%	12,5%	14,3%	14,7%
Ertragsteuern	-61,4	-48,6	-58,4	-76,5	-83,1	-98,5	-105,1
Effektive Steuerrate (in %)	24,2%	22,0%	23,9%	26,6%	27,5%	27,2%	26,7%
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	191,9	172,3	185,8	210,6	219,2	262,9	288,4
in % der Umsatzerlöse	9,3%	8,1%	8,7%	9,1%	9,1%	10,4%	10,8%
Minderheitenanteil	5,6	6,5	8,5	4,7	-	-	-

4.4.1 Umsatzerlöse

539. Die von STADA geplanten Umsatzerlöse basieren auf einem detaillierten Preis-Mengen-Gerüst der einzelnen Gesellschaften. Sie setzen sich zum überwiegenden Teil aus dem Verkauf der Produkte zusammen, enthalten jedoch auch zu einem geringfügigen Anteil Lizenzgebühren. Zusätzlich berücksichtigt STADA bei der Planung der Umsatzerlöse Erlösminderungen, die sich u.a. aufgrund von Rabattvereinbarungen, Gutschriften und Preisnachlässen ergeben. Die ausgewiesenen Umsatzerlöse entsprechen daher den Netto-Umsatzerlösen.¹⁸⁸

¹⁸⁸ Wie bereits in Kapitel 2.3.4 erwähnt wurde, ist bei der Analyse von STADAs zukünftiger Umsatzerlösentwicklung zu beachten, dass die zu Referenzzwecken herangezogenen Marktwachstumserwartungen auf Brutto-Umsatzerlösen basieren und ein eindeutiger Vergleich zwischen STADAs prognostiziertem Umsatzerlöswachstum und dem erwarteten Marktwachstum eingeschränkt ist.

Umsatzerlösverteilung	Bereinigte Historie*				Planung			CAGR '17-'20
in EUR Mio.	2014	2015	2016 BE	2017	2018	2019	2020	
Generika	1.261,7	1.261,4	1.280,7	1.353,4	1.408,7	1.428,0	1.504,4	3,6%
Markenprodukte	800,5	853,6	858,5	950,8	1.005,8	1.092,8	1.172,5	7,2%
Umsatzerlöse	2.053,6	2.115,0	2.139,2	2.304,2	2.414,5	2.520,8	2.676,9	5,1%
Wachstum in %	-	3,0%	1,1%	7,7%	4,8%	4,4%	6,2%	
Anteil Generika in %	61,4%	59,6%	59,9%	58,7%	58,3%	56,6%	56,2%	
Anteil Markenprodukte in %	39,0%	40,4%	40,1%	41,3%	41,7%	43,4%	43,8%	

* Tatsächlich wurden mit Ausnahme des Geschäftsjahres 2014 keine Bereinigungen auf Ebene der Umsatzerlöse vorgenommen

540. Die Umsatzerlöse der STADA steigen im Planungszeitraum von EUR 2.304,2 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 2.676,9 Mio. im Geschäftsjahr 2020, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 5,1% entspricht. Vor Berücksichtigung von Währungseffekten entwickelt sich das geplante Umsatzerlöswachstum damit besser als in der Vergangenheit, wo in den Geschäftsjahren 2015 und 2016 lediglich ein jährliches Umsatzerlöswachstum von 3,0% und 1,1% generiert werden konnte. Zudem liegt das geplante Umsatzerlöswachstum im Planungszeitraum, trotz der berücksichtigten Erlösminderungen aufgrund von gewährten Rabatten o.ä. Effekten, über dem durchschnittlichen erwarteten Marktwachstum des globalen Pharmamarktes i.H.v. 4,9% p.a.¹⁸⁹
541. Im Generika-Segment plant STADA die Umsatzerlöse von EUR 1.353,4 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 1.504,4 Mio. im Geschäftsjahr 2020 zu steigern, was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 3,6% entspricht. Während für den globalen Generikamarkt ein durchschnittliches jährliches Wachstum i.H.v. bis zu 8,0% erwartet wird,¹⁹⁰ liegt das prognostizierte Wachstum von STADA folglich unter dem allgemein erwarteten Marktwachstum, wobei dieses wesentlich durch den Markt in den USA geprägt ist, in dem STADA nur vergleichsweise geringe Umsatzerlöse erzielt. Gleichzeitig muss jedoch berücksichtigt werden, dass aufgrund der Unterscheidung zwischen Brutto- und Netto-Umsatzerlösen ein tatsächlicher Vergleich der Wachstumsraten kaum möglich ist. Wesentliche Wachstumstreiber innerhalb des Generika-Segments im Planungszeitraum sind zum einen gesteigerte Absatzvolumina aufgrund einer zunehmenden Nachfrage nach kostengünstigen Arzneimitteln, sowie zum anderen Produktneueinführungen. Wichtige Wachstumstreiber für die Umsatzerlöse der STADA werden in diesem Zusammenhang u.a. die Länder Italien, Großbritannien und Belgien sein, wobei die einzelnen Wachstumsstrategien innerhalb dieser Märkte unterschiedliche Ansätze verfolgen. Während im italienischen Absatzmarkt das Umsatzerlöswachstum vor allem auf Basis neu eingeführter Produkte und einer steigenden Generikapenetration generiert werden soll, konzentriert sich STADA in Großbritannien auf Nischensegmente, die es STADA erlauben, höhere Margen in einem wettbewerbsintensiven Marktumfeld zu erzielen. Neben der allgemein steigenden Nachfrage nach Generika wurde bei der Umsatzerlösplanung der intensive Preis und Kostendruck, insbesondere in Ländern mit einer hohen Generikapenetration, wie zum Beispiel Deutschland und Großbritannien, berücksichtigt. Zudem beinhaltet STADAs Umsatzerlösplanung bis zum Geschäftsjahr 2020 Umsatzerlöse aus Biosimilars, die jedoch insgesamt im Betrachtungszeitraum noch einen relativ geringen Anteil an den Gesamtumsatzerlösen aufweisen.

¹⁸⁹ Vgl. Rz. 140. Für die IMS Prognosen liegen CAGR lediglich für den Zeitraum 2017 bis 2021 vor.

¹⁹⁰ Vgl. Rz. 141.

542. Im Markenprodukt-Segment erwartet STADA einen Anstieg der Umsatzerlöse von EUR 950,8 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 1.172,5 Mio. im Geschäftsjahr 2020, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate i.H.v. 7,2% entspricht. Im Vergleich zum erwarteten Marktwachstum des globalen Markenproduktmarkts i.H.v. 4,8% erwartet STADA folglich sich besser als der Markt zu entwickeln,¹⁹¹ wobei zu den Wachstumstreibern sowohl etablierte als auch neu eingeführte Produkte gehören. Wichtige Absatzländer werden nach STADAs Planung insbesondere die Länder Deutschland, Großbritannien und Russland sein, in denen sich das Unternehmen weiterhin mit gut positionierten Marken vom Wettbewerb differenzieren kann. In diesem Zusammenhang werden in einigen Märkten die Vertriebskapazitäten im Planungszeitraum ausgeweitet und die Marketingaufwendungen zur Positionierung bestehender und neuer Marken erhöht. Einen zusätzlichen Umsatztreiber werden innerhalb des Markenprodukt-Segments Vaping-Produkte darstellen, welche in den nächsten Jahren neben Großbritannien und den Niederlanden auch in Deutschland verkauft werden sollen.
543. Vor dem Hintergrund des stärker wachsenden Markenprodukt-Segments erwartet STADA folglich, dass das Markenprodukt-Segment im Verhältnis zu den Gesamtumsatzerlösen auch zukünftig weiter an Bedeutung gewinnen wird. Während der Anteil des Markenprodukt-Segments im Geschäftsjahr 2017 noch 41,3% betrug, steigt der Anteil bis zum Geschäftsjahr 2020 leicht auf 43,8%.

Entwicklung der Umsatzerlöse Top 7 Länder

544. Neben der Analyse des Umsatzerlöswachstums der beiden Segmente Generika und Markenprodukte ist aufgrund des länderspezifischen Marktumfelds und der regulatorischen Rahmenbedingungen eine Analyse der geplanten Umsatzerlöse in den sieben wichtigsten Absatzländern (Kernabsatzmärkte) von STADA vorzunehmen:

Entwicklung der Umsatzerlöse	Historie		Planung		CAGR '17-'20	
in EUR Mio.	BE	2017	2018	2019	2020	
Deutschland		470,5	485,6	501,4	515,7	3,1%
Wachstum in %		-3,1%	3,2%	3,3%	2,9%	
Großbritannien		192,2	223,0	251,0	278,6	13,2%
Wachstum in %		-3,1%	16,0%	12,6%	11,0%	
Italien		214,2	232,4	250,5	273,9	8,5%
Wachstum in %		6,2%	8,5%	7,8%	9,3%	
Frankreich		87,4	91,7	100,8	107,5	7,2%
Wachstum in %		6,7%	4,9%	10,0%	6,6%	
Spanien		124,0	130,2	135,1	143,1	4,9%
Wachstum in %		17,6%	5,0%	3,7%	6,0%	
Belgien		134,8	146,8	152,5	161,0	6,1%
Wachstum in %		48,6%	9,0%	3,9%	5,5%	
Russland		341,0	333,1	349,8	368,3	2,6%
Wachstum in %		40,6%	-2,3%	5,0%	5,3%	
Andere						
Top 7		1.564,0	1.642,8	1.741,1	1.848,1	5,7%
Wachstum in %		11,2%	5,0%	6,0%	6,1%	

545. Innerhalb von STADAs Kernabsatzmärkten schwankt das geplante Wachstum der Umsatzerlöse in den Geschäftsjahren 2018 bis 2020 in Euro zwischen 2,6% und 13,2%. Während aufgrund von erwarteten Währungseffekten das Umsatzerlöswachstum in Russland am schwächsten

¹⁹¹ Vgl. Rz. 142.

ausfällt, erwartet STADA vor allem im britischen Absatzmarkt ein sehr hohes Wachstum. Insgesamt geht STADA davon aus, dass, gemessen an den Umsatzerlösen, auch im Geschäftsjahr 2020 Deutschland den größten Absatzmarkt darstellt und einen Anteil an den Gesamtumsatzerlösen i.H.v. 19,3% erwirtschaften soll. Darüber hinaus erwartet das Unternehmen, dass weitere wichtige Absatzmärkte die Länder Großbritannien, Italien und Russland darstellen, die jeweils im Geschäftsjahr 2020 einen prozentualen Anteil an den Gesamtumsatzerlösen von über 10,0% generieren sollen. Im Vergleich zum Geschäftsjahr 2017 geht STADA folglich davon aus, dass sich im Planungszeitraum die Gewichtungen der einzelnen Absatzländer nicht wesentlich verschieben werden. Bei Betrachtung der Umsatzerlösentwicklung in lokaler Währung erwartet STADA, dass in den Geschäftsjahren 2018 bis 2020 zu den wichtigsten Wachstumstreibern die Absatzländer Deutschland, Großbritannien, Italien und Russland zählen werden. Während STADA davon ausgeht, dass die Umsatzerlöse von 2.304,2 Mio. im Geschäftsjahr 2017 um EUR 372,7 Mio. auf EUR 2.676,9 Mio. im Geschäftsjahr 2020 ansteigen, wird der größte Anteil an diesem Gesamtwachstum von den Absatzländern Großbritannien und Italien getragen.

546. Nachfolgend werden die wesentlichen Trends und Entwicklungen in STADAs Kernabsatzmärkten erläutert, die STADAs konsolidierter Umsatzerlösplanung zu Grunde liegen:

Deutschland

547. Insgesamt erwartet STADA, dass die Umsatzerlöse im deutschen Absatzmarkt von EUR 470,5 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 515,7 Mio. im Geschäftsjahr 2020 steigen werden. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate i.H.v. 3,1%. STADAs geplante Netto-Umsatzerlösentwicklung in Deutschland liegt damit leicht unter dem von IMS erwarteten Marktwachstum im Generika- und Markenprodukt-Segment von 3,7% p.a.¹⁹² Dies ist allerdings durch die fehlende Berücksichtigung von Rabatten und Gutschriften in der IMS Prognose zu begründen, welche STADA im erwarteten Umsatzerlöswachstum bereits berücksichtigt. Aufgrund der Ausschreibungsverfahren mit den Krankenkassen und den hieraus resultierenden Rabattvereinbarungen in Deutschland ist dieser Effekt insbesondere im Generika-Segment relevant. Hier erwartet STADA, dass im Betrachtungszeitraum die Umsatzerlöse von EUR 294,8 Mio. im Geschäftsjahr 2017 um durchschnittlich 1,6% p.a. auf EUR 309,1 Mio. im Geschäftsjahr 2020 ansteigen, während die IMS Prognose von einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum i.H.v. 4,7%¹⁹³ ausgeht. Im Markenprodukt-Segment übertrifft STADA, trotz der eingeschränkten Vergleichbarkeit der den Umsatzerlösen zugrunde liegenden Produkte, mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum i.H.v. 5,5% die IMS Erwartung i.H.v. 2,5%,¹⁹⁴ so dass die Umsatzerlöse von EUR 175,7 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 206,6 Mio. im Geschäftsjahr 2020 ansteigen. Insgesamt erwartet STADA, dass im Geschäftsjahr 2020 ca. 19,3% der Gesamtumsatzerlöse in Deutschland generiert werden.

¹⁹² Vgl. Rz. 174 - CAGR 2017-2021 - Penetration beider Segmente.

¹⁹³ Vgl. Rz. 174 - CAGR 2017-2021 - Generikapenetration.

¹⁹⁴ Vgl. Rz. 174 - CAGR 2017-2021 - Markenproduktpenetration.

Umsatzerlösentwicklung in EUR Mio.	Historie		Planung		CAGR '17-'20	IMS CAGR '17-'21	
	BE	2017	2018	2019			2020
Generika		294,8	301,3	305,4	309,1	1,6%	4,7%
Markenprodukte		175,7	184,3	196,0	206,6	5,5%	2,5%
Umsatzerlöse		470,5	485,6	501,4	515,7	3,1%	3,7%
Wachstum in %		-	3,2%	3,3%	2,9%		

Generika

548. Da der Vertrieb von Generika in Deutschland größtenteils über Ausschreibungsverträge gegen- über den Krankenkassen erfolgt, erwartet STADA trotz steigender Absatzvolumina, dass sich insbesondere der Preisdruck auf die erwartete Umsatzerlösentwicklung auswirken wird. In der Umsatzerlösplanung geht STADA davon aus, dem Preisdruck u.a. durch optimierte Bieterstra- tegien und eine aktive Portfoliooptimierung entgegenzuwirken und so das Preisniveau stabili- sieren zu können. Insgesamt nimmt STADA in der Planung der Umsatzerlöse eine stabile Erlös- schmälierungsquote an. Eine signifikante Preiserosion im Zuge von Festbetragsabsenkungen wird nicht erwartet. Gleichzeitig erwartet STADA eine weiter zunehmende Wettbewerbsinten- sität, die u.a. von asiatischer Konkurrenz mit einer niedrigeren Kostenstruktur und vertikal in- tegrierter Wertschöpfungskette geprägt sein wird. Neben STADAs etablierter Marktposition bei Ausschreibungsverträgen wird das Wachstum auch durch neu eingeführte Produkte in ver- schiedenen Indikationsgebieten ab dem Geschäftsjahr 2018 getrieben. Weitere Biosimilars sol- len im Geschäftsjahr 2019 in den Markt eingeführt werden.

Markenprodukte

549. Im Markenprodukt-Segment plant STADA Produktneueinführungen im Rahmen der Internatio- nalisierungsmaßnahmen, die vor allem die Medikamente Hedrin (Kopfläusemittel), Viruprotect (Erkältung) und Fultium (Vitaminpräparat) umfassen, vertreiben zu können. Darüber hinaus er- wartet STADA auch das Potential des Sonnenschutzmittels Ladival durch neues Verpackungs- design und gezielte Werbeaktivitäten weiter auszuschöpfen. Zusätzlich erfährt das Produkt La- dival im Geschäftsjahr 2018 eine neue Markenpositionierung. Neben den klassischen Marken- produkten sollen ab dem Geschäftsjahr 2018 auch Vaping-Produkte im deutschen Markt ein- geführt werden. Insgesamt geht STADA davon aus, dass die etablierten Marken sich vom Wett- bewerb weiter differenzieren können und auch in Zukunft von Apotheken und anderen Abneh- mern berücksichtigt werden. Die Relevanz einzelner Top-Marken macht sich auch in der Um- satzerlösverteilung bemerkbar, die zu ca. 80,0% auf den zehn wichtigsten Marken basiert. Zu- dem beabsichtigt, STADA die Marketingaufwendungen zielgerichteter einsetzen zu können und hierdurch Wachstum zu generieren.

Zwischenfazit

550. Vor dem Hintergrund der allgemeinen Budgetrestriktionen im deutschen Gesundheitsmarkt und den damit verbundenen Kosteneinsparzielen wird erwartet, dass der Generikamarkt auch in Zukunft wachsen wird. Da STADA mit der Tochtergesellschaft ALIUD PHARMA GmbH zu den führenden Marktteilnehmern gehört, kann davon ausgegangen werden, dass das Unterneh- men auch in Zukunft vom erwarteten Marktwachstum profitieren wird und auf Basis von Netto- Umsatzerlösen die allgemeinen Marktwachstumserwartungen erreicht.

551. Aufgrund des etablierten Markenproduktportfolios und der zukünftig geplanten Produkterweiterung ist zu erwarten, dass auch nach Berücksichtigung von potentiell unterschiedlichen Portfoliozusammensetzungen STADAs Markenprodukt-Segment das allgemein erwartete Marktwachstum übertreffen wird.

Großbritannien

552. Insgesamt erwartet STADA, dass die Umsatzerlöse im britischen Absatzmarkt von EUR 192,2 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 278,6 Mio. im Geschäftsjahr 2020 steigen werden. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate i.H.v. ca. 13,2% und liegt damit deutlich über dem von IMS erwarteten Marktwachstum im Generika- und Markenprodukt-Segment i.H.v. 2,0% p.a.¹⁹⁵ Während im gleichen Betrachtungszeitraum die Umsatzerlöse im Generika-Segment von EUR 23,1 Mio. um durchschnittlich 16,7% p.a. auf EUR 36,7 Mio. steigen, wächst das Markenprodukt-Segment von EUR 169,1 Mio. durchschnittlich um ca. 12,7% auf EUR 241,9 Mio., sodass auch auf Segmentebene STADAs erwartete Netto-Umsatzerlöse das erwartete Marktwachstum von IMS deutlich übertreffen. Gleichzeitig ist jedoch zu beachten, dass das erwartete Marktwachstum von IMS auf Brutto-Umsatzerlösen basiert. Weitere Abweichungen zwischen den Wachstumsraten sind zudem aufgrund von unterschiedlicher Portfoliozusammensetzungen möglich. Insbesondere bei Markenprodukten sind folglich potentielle Diskrepanzen zwischen STADAs Produktportfolio und dem IMS Portfolio zu erwarten, da STADA im britischen Markenprodukt-Segment sowohl Haushaltsprodukte als auch Arzneimittel, dermatologische Produkte und Nahrungsergänzungsmittel anbietet. Insgesamt erwartet STADA, dass im Geschäftsjahr 2020 ca. 10,4% der Gesamtumsatzerlöse in Großbritannien generiert werden.

Umsatzerlösentwicklung in EUR Mio.	Historie		Planung		CAGR '17-'20	IMS CAGR '17-'21
	BE	2017	2018	2019		
Generika		23,1	24,9	31,7	16,7%	2,2%
Markenprodukte		169,1	198,1	219,3	12,7%	1,3%
Umsatzerlöse		192,2	223,0	251,0	13,2%	2,0%
Wachstum in %		-	16,0%	12,6%	11,0%	

Generika

553. Der Generikamarkt in Großbritannien zählt nach allgemeiner Einschätzung zu den wettbewerbsintensivsten Märkten in Europa. Vor diesem Hintergrund plant STADA Wachstum hauptsächlich durch Produktneueinführungen und Fokussierung auf Nischenmärkte zu generieren. Im Geschäftsjahr 2018 plant STADA, acht neue Generika im Markt zu platzieren. Zusätzlich sollen weitere Generika in den Geschäftsjahren 2019 und 2020 eingeführt werden, sodass langfristig betrachtet STADA, ihre Marktposition ausbauen wird. Da STADA aufgrund des hohen Wettbewerbs in Großbritannien nicht als Vollsortimenter auftritt, sondern insbesondere Nischenmärkte besetzt, geht STADA davon aus, sowohl im Generika- als auch im Markenprodukt-Segment im Vergleich zum Gesamtmarkt überdurchschnittlich zu wachsen.

¹⁹⁵ Vgl. Rz. 174 - CAGR 2017-2021 - Penetration beider Segmente.

Markenprodukte

554. STADAs Markenproduktportfolio in Großbritannien ist breit diversifiziert und beinhaltet sowohl Produkte wie allgemeine Arzneimittel als auch Produkte für den Haushaltsbedarf. Einer der wichtigste Umsatztreiber im britischen Markenprodukt-Segment wird die Tochtergesellschaft Thornton & Ross Ltd sein, welche in den Geschäftsjahren 2017 bis 2020, aufgrund etablierter Produkte wie Covonia (Erkältung) und Fultium (Vitaminpräparat) sowie dem in 2017 eingeführten Benenox (Schlafstörungen), ein starkes Umsatzerlöswachstum erwartet.
328. Einen weiteren wichtigen Umsatztreiber werden darüber hinaus Vaping-Produkte darstellen, welche in Großbritannien alleine im Geschäftsjahr 2018 um ca. EUR 6,0 Mio. wachsen sollen. Insgesamt erwartet STADA, dass der Geschäftsbereich in den Geschäftsjahren 2017 bis 2020 um ca. EUR 19,5 Mio. ansteigen wird. Ein wichtiger Wachstumstreiber wird ein Ausbau der Marketingaktivität darstellen, welche u.a. eine Ausweitung der Verkaufsstellen an öffentlichkeitswirksamen Plätzen wie Einkaufszentren o.ä. vorsieht.

Zwischenfazit

555. Auch unter Berücksichtigung der – aufgrund der Portfoliozusammensetzung – eingeschränkten Vergleichbarkeit mit den von IMS erhobenen Wachstumsraten, plant STADA sich sowohl im Generika als auch im Markenprodukt-Segment deutlich besser als der Markt zu entwickeln. Wesentliche Wachstumstreiber sind, neben einem etablierten Markenproduktportfolio, Vaping-Produkte, welche auch in Zukunft im britischen Markt deutlich wachsen sollen. Darüber hinaus soll das Generikageschäft ausgebaut werden, wobei der Fokus in diesem Segment auf Nischenprodukten mit einer hohen Profitabilität liegt.

Italien

556. STADAs Umsatzerlöse in Italien werden fast ausschließlich durch die Tochtergesellschaften EG S.p.A. und Crinos S.p.A. generiert, wobei EG S.p.A. sich zukünftig auf das Generika-Segment fokussiert und Crinos S.p.A. sich auf das Markenprodukt-Segment konzentriert. Insgesamt erwartet STADA, dass die Umsatzerlöse im italienischen Absatzmarkt von EUR 214,2 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 273,9 Mio. im Geschäftsjahr 2020 ansteigen werden. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate i.H.v. ca. 8,5% und liegt damit deutlich über dem von IMS erwarteten Marktwachstum im Generika- und Markenprodukt-Segment i.H.v. 3,5% p.a.¹⁹⁶ Während im gleichen Betrachtungszeitraum die Umsatzerlöse im Generika-Segment von EUR 170,0 Mio. um durchschnittlich 10,6% p.a. auf EUR 230,1 Mio. steigen, gehen die Umsatzerlöse im Markenprodukt-Segment von EUR 44,2 Mio. um durchschnittlich ca. -0.3% p.a. auf EUR 43,8 Mio. zurück. Im Vergleich zum erwarteten IMS-Marktwachstum im Generika-Segment i.H.v. 4,4% p.a.¹⁹⁷ sieht sich STADA folglich in der Lage, selbst auf Basis der Netto-Umsatzerlöse das allgemein erwartete Marktwachstum für Generika zu übertreffen. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass das erwartete Marktwachstum von IMS auf Brutto-Umsatzer-

¹⁹⁶ Vgl. Rz. 174 - CAGR 2017-2021 - Penetration beider Segmente.

¹⁹⁷ Vgl. Rz. 174- CAGR 2017-2021 - Generikapenetration.

lösen basiert, ist STADAs geplante Entwicklung im Generika-Segment als äußerst positiv zu bewerten. Insgesamt erwartet das Unternehmen, dass im Geschäftsjahr 2020 ca. 10,2% der Gesamtumsatzerlöse in Italien generiert werden.

Umsatzerlösentwicklung in EUR Mio.	Historie		Planung		CAGR '17-'20	IMS CAGR '17-'21	
	BE	2017	2018	2019			2020
Generika		170,0	195,0	210,1	230,1	10,6%	4,4%
Markenprodukte		44,2	37,4	40,4	43,8	-0,3%	1,3%
Umsatzerlöse		214,2	232,4	250,5	273,9	8,5%	3,5%
Wachstum in %		-	8,5%	7,8%	9,3%		

Generika

557. Mit einer Generikapenetrationsrate i.H.v. 13,7% gehört Italien vergleichsweise immer noch zu den Ländern mit einem niedrigen Umsatzerlösanteil von INN-Generika am Gesamtpharmamarkt. Aufgrund des steigenden Kostendrucks im öffentlichen Gesundheitssektor geht STADA davon aus, dass die historischen Wachstumsraten im Generika-Segment auch weiterhin erzielt werden können. Zudem wird die Umsatzerlösentwicklung im Generika-Segment von in den Geschäftsjahren 2018 bis 2020 neu eingeführten Arzneimitteln bestimmt. Insgesamt wird erwartet, dass alleine im Geschäftsjahr 2018 der Anstieg der Umsatzerlöse auf EUR 195,0 Mio. zu ca. 46,0% von Produktneueinführungen getragen wird. Neben synthetischen Generika werden ab dem Jahr 2019 voraussichtlich auch Biosimilars in das Produktportfolio aufgenommen. Darüber hinaus soll durch einen weiteren Ausbau der Vertriebsaktivitäten die regionale Präsenz bei Ärzten verbreitert werden, um bei einer gleichzeitigen Reduktion der Substitution durch den Apotheker die Anzahl an Verordnungen und Produktabgaben zu erhöhen.¹⁹⁸

Markenprodukte

558. Der Rückgang der Umsatzerlöse im Markenprodukt-Segment ist maßgeblich auf die Tochtergesellschaft EG S.p.A. zurückzuführen, bei welcher zum Ende des Geschäftsjahres 2017 der Distributionsvertrag für ein Schmerzmittel-Portfolio ausläuft. Hierdurch werden sich die Umsatzerlöse aus Markenprodukten im Geschäftsjahr 2018 in etwa halbieren. Das organische Wachstum des restlichen Portfolios mit einem wesentlichen Vertriebsfokus auf die Markenprodukte Lenirit (Dermatologie), Egermina (Vitaminpräparat), Sedatol (Schlafmittel) und Hedrin (Kopfläusemittel) sowie weitere Neueinführungen werden den Umsatzerlösrückgang in 2018 bis zum Geschäftsjahr 2020 nahezu kompensieren können. Darüber hinaus erwies sich das Markenprodukt-Segment der EG S.p.A. historisch als margenschwach, sodass der Rückgang der Umsatzerlöse nur geringfügige Effekte auf das geplante EBITDA haben wird.
559. Die positive Entwicklung der geplanten Umsatzerlöse der zweiten Tochtergesellschaft Crinos S.p.A., trägt maßgeblich dazu bei, dass trotz rückläufiger Markenproduktumsätze der EG S.p.A. auf konsolidierter Ebene STADAs Umsatzerlöse im Markenprodukt-Segment in den Geschäftsjahren 2017 und 2020 auf einem in etwa unveränderten Niveau liegen werden. Wichtige Um-

¹⁹⁸ In diesem Zusammenhang plant STADA ca. 55,0% der Hausärzte in Italien durch gezielte Produktpolitik anzusprechen; Siehe weitere Informationen zur Verschreibungspolitik unter Rz. 214.

satzerlöstreiber auf Produktseite werden dabei neue Produkte. Unterstützt durch erhöhte Vertriebsaktivitäten wird zudem ein starkes Wachstum bereits etablierter Produkte, wie zum Beispiel Hiridoid (Dermatologie) und Valpinax (Beruhigungsmittel), erwartet.

Zwischenfazit

560. Insgesamt erwartet STADA in Zukunft die etablierte Marktposition halten zu können und sogar auf Basis der Netto-Umsatzerlöse stärker als das allgemein erwartete Marktwachstum zu wachsen. Maßgeblich verantwortlich für diese Entwicklung ist vor dem Hintergrund insgesamt niedriger Penetrationsraten im Generika-Segment ein steigendes Absatzvolumen in einem stabilen Preisumfeld, welches zusätzlich durch ein erweitertes Produktportfolio gestützt wird.
561. Die geplante Umsatzerlösentwicklung von STADAs Markenprodukt-Segment ist im Wesentlichen von der Beendigung des Distributionsvertrags für ein Schmerzmittelportfolio im Geschäftsjahr 2018 gekennzeichnet. Aufgrund steigender Umsatzerlöse der Tochtergesellschaft Crinos S.p.A. erwartet das Unternehmen jedoch, dass auf konsolidierter Ebene die Umsatzerlöse im Planungszeitraum nahezu konstant halten zu können.

Frankreich

562. STADAs Umsatzerlöse in Frankreich werden im Wesentlichen durch die Tochtergesellschaft E.G. Labo Eurogenerics S.A. erwirtschaftet. Insgesamt erwartet STADA, dass die Umsatzerlöse im französischen Absatzmarkt von EUR 87,4 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 107,5 Mio. im Geschäftsjahr 2020 ansteigen werden. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate i.H.v. 7,2% und liegt damit deutlich über dem von IMS erwarteten Marktwachstum im Generika- und Markenproduktmarkt i.H.v. 2,8% p.a.¹⁹⁹ Während im gleichen Betrachtungszeitraum die Umsatzerlöse im Generika-Segment von EUR 82,8 Mio. um durchschnittlich 6,9% p.a. auf EUR 101,1 Mio. steigen, wächst das Markenprodukt-Segment von EUR 4,6 Mio. durchschnittlich um ca. 11,8% auf EUR 6,4 Mio., sodass auch auf Segmentebene STADAs erwartete Netto-Umsatzerlöse das erwartete Marktwachstum von IMS übertreffen. Vor dem Hintergrund, dass das erwartete Marktwachstum Brutto-Umsatzerlöse berücksichtigt, ist STADAs geplantes Wachstum im Generika-Segment wie auch in Italien als äußerst positiv zu bewerten. Insgesamt erwartet STADA, dass im Geschäftsjahr 2020 ca. 4,0% der Gesamtumsatzerlöse in Frankreich generiert werden.

Umsatzerlösentwicklung in EUR Mio.	Historie		Planung		CAGR '17-'20	IMS CAGR '17-'21	
	BE	2017	2018	2019			2020
Generika		82,8	86,2	94,9	101,1	6,9%	4,7%
Markenprodukte		4,6	5,4	6,0	6,4	11,8%	-1,4%
Umsatzerlöse		87,4	91,7	100,8	107,5	7,2%	2,8%
Wachstum in %		-	4,9%	10,0%	6,6%		

¹⁹⁹ Vgl. Rz. 174 - CAGR 2017-2021 - Penetration beider Segmente.

Generika

563. STADA erwartet auch in Zukunft eine hohe Wettbewerbsintensität im französischen Generikamarkt. Vor diesem Hintergrund erwartet das Unternehmen ein weiter sinkendes Preisniveau, welches nur durch ein wachsendes Absatzvolumen und neu eingeführte Produkte kompensiert werden kann. Das prognostizierte Wachstum resultiert im Wesentlichen aus Neueinführungen sowohl von chemischen Wirkstoffen als auch von Biosimilars. Zur Unterstützung der Vertriebsaktivitäten ist zudem geplant, die bestehenden Partnerschaften mit Apothekengruppen auszubauen bzw. weitere Partnerschaften einzugehen.

Markenprodukte

564. Die Umsatzerlöse im Markenprodukt-Segment sind seit dem Verkauf der Tochtergesellschaft Laboratoire Lero SAS für STADA insgesamt von geringer Bedeutung. Die aktuellen und geplanten Umsatzerlöse basieren auf Nischenprodukten sowie Exportumsätzen der britischen Thornton & Ross Ltd, die aufgrund des niedrigen Umsatzerlösniveaus im Geschäftsjahr 2017 relativ betrachtet stark ansteigen werden.

Zwischenfazit

565. Insgesamt plant STADA im Generika-Segment bereits auf Basis der Netto-Umsatzerlöse, obwohl im französischen Markt weiterhin hoher Preisdruck herrscht, stärker als der Markt zu wachsen. Maßgeblich verantwortlich dafür sind neue Produkte wie u.a. Biosimilars, wobei Arzneimittel dieser Klasse erst ab dem Geschäftsjahr 2019 eingeführt werden sollen.

Spanien

566. STADAs Umsatzerlöse in Spanien werden durch die Tochtergesellschaft Laboratorio STADA S.L. generiert. Insgesamt erwartet STADA, dass die Umsatzerlöse im spanischen Absatzmarkt von EUR 124,0 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 143,1 Mio. im Geschäftsjahr 2020 ansteigen werden. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate i.H.v. 4,9% und liegt damit über dem von IMS erwarteten Marktwachstum im Generika- und Markenprodukt-Segment i.H.v. 4,4% p.a.²⁰⁰ Während im gleichen Betrachtungszeitraum die Umsatzerlöse im Generika-Segment von EUR 105,2 Mio. um durchschnittlich 1,2% p.a. auf EUR 109,1 Mio. steigen, wächst das Markenprodukt-Segment von EUR 18,8 Mio. durchschnittlich um 21,9% auf EUR 34,0 Mio. Während das Markenprodukt-Segment sich folglich besser als das erwartete Marktwachstum entwickelt, muss bei der Betrachtung des Generika-Segments berücksichtigt werden, dass das erwartete Marktwachstum keine gewährten Rabatte o.ä. berücksichtigt. Insgesamt erwartet STADA, dass im Geschäftsjahr 2020 ca. 5,3% der Gesamtumsatzerlöse in Spanien generiert werden.

²⁰⁰ Vgl. Rz. 174 - CAGR 2017-2021 - Penetration beider Segmente.

Umsatzerlösentwicklung in EUR Mio.	Historie		Planung		CAGR '17-'20	IMS CAGR '17-'21
	BE	2017	2018	2019		
Generika		105,2	105,0	105,1	1,2%	5,2%
Markenprodukte		18,8	25,2	30,0	21,9%	0,1%
Umsatzerlöse		124,0	130,2	135,1	4,9%	4,4%
Wachstum in %		-	5,0%	3,7%	6,0%	

Generika

567. STADAs Planung der Umsatzerlöse in den Geschäftsjahren 2017 bis 2020 reflektiert im Wesentlichen das schwierige Marktumfeld von Generika in Spanien, in dem aufgrund mangelnder Anreizsysteme Generika deutlich seltener verschrieben werden als in anderen europäischen Absatzmärkten. In Verbindung mit einem hohen Preisdruck hat dies zur Folge, dass STADA, ebenso wie andere Generikaanbieter, oftmals aggressiv agieren und somit das geplante Umsatzerlöswachstum im spanischen Generika-Segment unter der IMS Prognose liegt. Auf Produktebene plant das Unternehmen daher, das Generikaportfolio durch weitere Vertriebsaktivitäten zu ergänzen, um dadurch einen höheren Wiedererkennungswert bei Kunden zu erreichen. Weitere Maßnahmen im Produktportfolio umfassen darüber hinaus die Markteinführung von Biosimilars ab dem Geschäftsjahr 2019, die ein Wachstum durch den gezielten Vertrieb an Krankenhäuser erreichen sollen. Mit dem Ziel sich von direkten Wettbewerbern zu differenzieren, plant das Unternehmen in diesem Zusammenhang Marketingkampagnen, wie zum Beispiel Schulungsveranstaltungen für Apotheker und Ärzte, durchzuführen.

Markenprodukte

568. Das geplante durchschnittliche jährliche Wachstum des Markenprodukt-Segments fällt aufgrund eines relativ niedrigen Umsatzerlösniveaus im Geschäftsjahr 2017 deutlich höher aus als das prognostizierte Marktwachstum. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass aufgrund der Zusammensetzung des STADA Markenproduktportfolios in Spanien von einem höheren Wachstum als für die Gesamtmarktprognoze von IMS auszugehen ist.
569. Die wesentlichen Wachstumstreiber im Markenprodukt-Segment sind sowohl etablierte als auch neu eingeführte Arzneimittel. Während bei den bereits im Markt eingeführten Arzneimitteln die Produkte Lactoflora (Probiotika), Ladival (Sonnenschutz), Algesal (Antirheumatika) und Hirudoid (Venenentzündungen) wesentlich zum Umsatzerlöswachstum beitragen, werden zusätzliche Markenprodukte in den Markt eingeführt. Neben den klassischen Vertriebskanälen wird die Präsenz auf Online-Plattformen wie Amazon oder bei Online-Apotheken weiter ausgebaut. Gleichzeitig beabsichtigt STADA die Anzahl der Mitarbeiter im Vertrieb zu erhöhen.

Zwischenfazit

570. Insgesamt war STADA in der Vergangenheit in der Lage, sich durch gezielte Vertriebsmaßnahmen und ein attraktives Produktportfolio als einer der führenden Anbieter im spanischen Generikamarkt zu etablieren. Zukünftig erwartet das Unternehmen, die Marktposition zu halten, wobei aufgrund eines wettbewerbsintensiven Marktumfelds das geplante Wachstum der Umsatzerlöse im Generikamarkt nur gering ausfällt.

571. Aufgrund des niedrigen Umsatzerlösniveaus des Markenprodukt-Segments ergibt sich im Planungszeitraum ein relativ hohes durchschnittliches jährliches Wachstum i.H.v. 21,9%. Wesentliche Wachstumstreiber dieser Entwicklung stellen dabei sowohl etablierte als auch neu eingeführte Markenprodukte dar.

Belgien

572. Insgesamt erwartet STADA, dass die Umsatzerlöse im belgischen Absatzmarkt von EUR 134,8 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 161,0 Mio. im Geschäftsjahr 2020 ansteigen. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate i.H.v. 6,1% und liegt damit deutlich über dem von IMS erwarteten Marktwachstum im Generika- und Markenprodukt-Segment i.H.v. 2,4% p.a.²⁰¹ Während im gleichen Betrachtungszeitraum die Umsatzerlöse im Generika-Segment von EUR 122,0 Mio. um durchschnittlich 5,2% p.a. auf EUR 142,0 Mio. steigen, wächst das Markenprodukt-Segment von EUR 12,7 Mio. durchschnittlich um 14,3% auf EUR 19,0 Mio., sodass auch auf Segmentebene STADAs erwartete Netto-Umsatzerlöse das erwartete Marktwachstum von IMS übertreffen. Insgesamt erwartet STADA, dass im Geschäftsjahr 2020 ca. 6,0% der Gesamtumsatzerlöse in Belgien generiert werden.

Umsatzerlösentwicklung in EUR Mio.	Historie		Planung		CAGR '17-'20	IMS CAGR '17-'21	
	BE	2017	2018	2019			2020
Generika		122,0	132,3	135,9	142,0	5,2%	2,9%
Markenprodukte		12,7	14,5	16,6	19,0	14,3%	2,0%
Umsatzerlöse		134,8	146,8	152,5	161,0	6,1%	2,4%
Wachstum in %		-	9,0%	3,9%	5,5%		

Generika

573. Insbesondere das starke Absatzwachstum bei einer gleichzeitig stabilen Erlösschmälerungsquote führt in 2018 zu einem starken Anstieg der Umsatzerlöse gegenüber 2017. Dieses Absatzwachstum resultiert dabei zum einen aus intensivierten Vertriebsaktivitäten zur Erhöhung der Verordnung durch Ärzte als auch aus Maßnahmen zur Erhöhung der Produktverfügbarkeit in den Apotheken.

Markenprodukte

574. Der zweistellige Umsatzanstieg im Markenprodukt-Segment ist insbesondere auf die Entwicklung der in 2017 eingeführten Produkte Fultium (Vitaminpräparat) und ViruProtect (Erkältung) sowie auf APO-go (Parkinson) zurückzuführen.

575. Das zukünftige Wachstum im Markenprodukt-Segment wird von gezielten Marketingmaßnahmen abhängig sein, wobei diese sowohl gegenüber Ärzten als auch gegenüber Apothekern und Endverbrauchern zur Anwendung kommen sollen. Verschreibungsfähige Markenprodukte werden darüber hinaus gezielt bei Ärzten beworben und betreffen u.a. die Produkte Protectis (Magenbeschwerden), Serelys (Wechseljahre), Fultium (Vitaminpräparat) und Mobiflex (Nahrungsergänzungsmittel).

²⁰¹ Vgl. Rz. 174 - CAGR 2017-2021 - Penetration beider Segmente.

Zwischenfazit

576. STADA gehört im belgischen Generikamarkt zu den führenden Marktteilnehmern und erwartet, diese Position auch in Zukunft verteidigen zu können. Maßgeblich verantwortlich für diese Einschätzung ist ein steigendes Absatzvolumen, welches vor allem durch gezielte Marketingaktivitäten, den Ausbau des Vertriebs und des Markenproduktportfolios erreicht werden soll.
577. Neben dem Generika-Segment sollen in Zukunft auch die Umsatzerlöse des Markenprodukt-Segments gesteigert werden. Wichtige Produkte sind in diesem Zusammenhang die Arzneimittel APO-go (Parkinson), Fultium (Vitaminpräparat) und ViruProtect (Erkältung).

Russland

578. Insgesamt erwartet STADA für den russischen Absatzmarkt, dass die Umsatzerlöse von EUR 341,0 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf 368,3 Mio. im Geschäftsjahr 2020 ansteigen werden, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate i.H.v. 2,6% entspricht. Auf Segmentebene plant STADA, dass die Umsatzerlöse im Generika-Segment von EUR 107,3 Mio. im Geschäftsjahr 2017 um durchschnittlich -3,1% p.a. auf EUR 97,6 Mio. im Geschäftsjahr 2020 zurückgehen werden. Im Markenprodukt-Segment plant STADA dagegen mit einer positiven Entwicklung, sodass die Umsatzerlöse von EUR 233,7 Mio. im Geschäftsjahr 2017 um durchschnittlich ca. 5,0% p.a. auf EUR 270,7 Mio. im Geschäftsjahr 2020 ansteigen werden. Insgesamt erwartet das Unternehmen, dass im Geschäftsjahr 2020 ca. 13,8% der Gesamtumsatzerlöse in Russland generiert werden. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die Umsatzerlöse in Rubel realisiert und bei Konsolidierung der Konzernplanung in Euro umgerechnet werden. Insofern sind auch die Wachstumsraten auf Basis der Planzahlen in Euro durch Effekte aus der Währungsumrechnung verzerrt. Vor dem Hintergrund von Währungseffekten und der niedrigen Datenqualität der Marktwachstumswahlen, ist eine angemessene Beurteilung der geplanten Umsatzentwicklung in Euro nicht aussagekräftig. Ein deutlich aussagekräftigeres Wachstum ergibt sich dagegen bei Betrachtung der Umsatzerlöse vor Währungseffekten, wo das Umsatzerlöswachstum in den Geschäftsjahren 2017 bis 2020 durchschnittlich um 13,4% p.a. ansteigen soll.

Umsatzerlösentwicklung in EUR Mio.	Historie		Planung		CAGR '17-'20	IMS CAGR '17-'21
	BE	2017	2018	2019		
Generika		107,3	102,4	98,4	-3,1%	6,0%
Markenprodukte		233,7	230,8	251,4	5,0%	5,6%
Umsatzerlöse		341,0	333,1	349,8	2,6%	5,8%
Wachstum in %		-	-2,3%	5,0%		
Umsatzerlöse (in Rubel Mrd.)		21,8	29,9	28,2	13,4%	
Wachstum in %		-	37,2%	-5,7%		

Generika

579. STADAs Umsatzerlöse im Generika-Segment sind auch in Russland von einem wettbewerbsintensiven Marktumfeld geprägt. Obwohl STADAs Produktportfolio nicht zu den günstigsten Arzneimitteln im Markt gehört und sich das Unternehmen allgemein stärker auf profitable Gene-

rika konzentriert, plant STADA in Zukunft ein deutliches Wachstum im Absatzvolumen zu erreichen. Zu den wichtigsten Generika zählten in der Vergangenheit die Arzneimittel Essliver Forte (Phospholipide), Glycerin (Laxans) und Diclofenac (Schmerz/Entzündung), die auch in Zukunft Wachstumstreiber darstellen sollen. Da STADA die Geschäftstätigkeit in Russland vor allem lokal steuert und wichtige Schritte der Wertschöpfungskette vor Ort betreibt, sieht sich das Unternehmen gut aufgestellt, sollte das russische Gesundheitssystem in Zukunft verstärkt auf ein öffentliches Versicherungssystem setzen.

Markenprodukte

580. Das Wachstum des Markenprodukt-Segments in den Geschäftsjahren 2017 bis 2020 beruht im Wesentlichen auf zukünftig steigenden Umsatzerlösen von bereits etablierten Produkten. Wichtige Markenprodukte beinhalten in diesem Zusammenhang die Medikamente Snup (Schnupfen), Vitaprost (Prostataerkrankung) und Aqualor (Erkältung). Wie auch im Generika-Segment konzentriert sich der Vertrieb von Markenprodukten maßgeblich auf Großhändler und Apothekenketten. Gleichzeitig werden unterschiedliche Außendienst- und Marketingkampagnen mit Ärzten und Apothekern sowie für die Endverbraucher geplant.

Zwischenfazit

581. Vor Währungseffekten ist STADA im russischen Markt sehr gut aufgestellt und erwartet auch in Zukunft zu den führenden Marktteilnehmern sowohl im Generika- als auch im Markenprodukt-Segment zu gehören. Vor dem Hintergrund der möglichen zukünftigen Reformierung des russischen Gesundheitssystems und der damit in Verbindung stehenden Bevorzugung von russischen Anbietern, sieht sich STADA gut positioniert, aufgrund der lokalen Wertschöpfungskette auch im Rahmen von Ausschreibungsverträgen oder ähnlichen regulatorischen Mechanismen im Markt zu bestehen.

Entwicklung Top 5 Produkte

582. Neben der Umsatzentwicklung in STADAs Kernabsatzmärkten sollte auch die Entwicklung des Produktportfolios näher betrachtet werden. Vor dem Hintergrund, dass STADA grundsätzlich über ein sehr breites Produktportfolio verfügt, existieren keine einzelnen Arzneimittel, von denen der Erfolg STADAs zukünftiger Umsatzentwicklung maßgeblich abhängt. Um dennoch einen Überblick über relativ wichtige Produkte zu geben, werden nachfolgend für das Generika- und das Markenprodukt-Segment jeweils die fünf wichtigsten Medikamente im Zeitverlauf aufgezeigt.

Umsatzerlöse Generika	Historie		Planung			CAGR '17-'20
in EUR Mio.	BE	2017*	2018	2019	2020	
Tilidin Naloxon		35,3	35,9	36,2	34,0	-1,3%
Atorvastatin		25,1	27,2	28,3	29,1	5,0%
Epoetin Zeta		24,1	23,9	26,3	26,3	2,9%
Pantoprazol		21,8	21,6	22,3	23,3	2,4%
Diclofenac		21,2	20,9	20,8	20,8	-0,6%
		127,5	129,5	133,9	133,6	

* Aufgrund nicht vorliegender Informationen zu den letzten drei Monaten des Geschäftsjahres 2017 basieren die Umsatzerlöse in diesem Jahr auf hochgerechneten Umsatzerlösen, basierend auf den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2017

583. Die, gemessen an den Umsatzerlösen, fünf wichtigsten Generika werden voraussichtlich in den Geschäftsjahren 2017 bis 2020 einen durchschnittlichen Umsatzerlösanteil an den Segmentumsatzerlösen i.H.v. ca. 9,2% aufweisen. Während durch Internationalisierungsaktivitäten einzelne Arzneimittel zunehmend länderübergreifend angeboten werden, verfügen einzelne Medikamente über signifikante Marktanteile innerhalb bestimmter Absatzmärkte. Im Generika-Segment sind in diesem Zusammenhang die Medikamente Tilidine Naloxon (Schmerz), Atorvastatin (Erhöhter Cholesterinspiegel) und Epoetin Zeta (Anämie) zu nennen, die u.a. in den Absatzländern Deutschland, Belgien, Spanien und Italien teilweise über Marktanteile von über 50,0% verfügen. Trotz der produktübergreifend vorherrschenden Preiserosion erwartet STADA, dass die Umsatzerlöse bei den meisten Top Generika in den Geschäftsjahren 2017 bis 2020 steigen werden, wobei das größte Wachstum für das Generikum Atorvastatin (Cholesterin) prognostiziert wird.

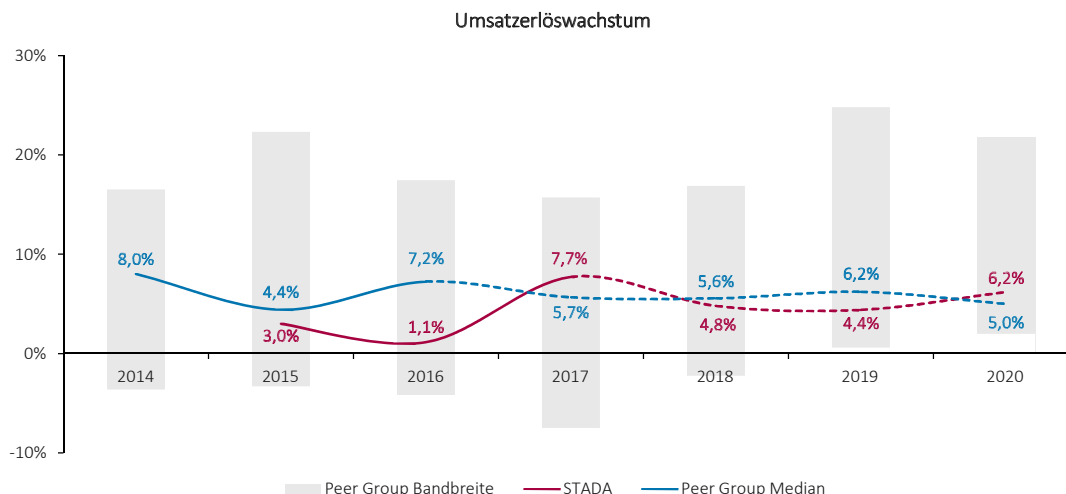
Umsatzerlöse Markenprodukte	Historie		Planung			CAGR '17-'20
in EUR Mio.	BE	2017*	2018	2019	2020	
APO-go		70,9	68,5	68,9	64,7	-3,0%
Grippostad		45,2	44,9	45,9	46,5	0,9%
Snup		40,7	38,9	37,8	38,2	-2,1%
Vaping Produkte		18,8	30,5	43,7	51,7	40,0%
Aqualor		33,5	35,7	37,7	38,8	5,1%
		209,2	218,4	233,9	239,8	

* Aufgrund nicht vorliegender Informationen zu den letzten drei Monaten des Geschäftsjahres 2017 basieren die Umsatzerlöse in diesem Jahr auf hochgerechneten Umsatzerlösen, basierend auf den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2017

584. Die fünf wichtigsten Markenprodukte in den Geschäftsjahren 2017 bis 2020 einen durchschnittlichen Umsatzerlösanteil an den Segmentumsatzerlösen i.H.v. ca. 21,4% auf. Zu den am stärksten wachsenden Markenprodukten gehören dabei Vaping-Produkte, welche im Betrachtungszeitraum ein durchschnittliches jährliches Wachstum i.H.v. 40,0% erreichen sollen. Ein weiteres wichtiges Markenprodukt ist Aqualor (Erkältung), welches im Betrachtungszeitraum ein durchschnittliches jährliches Wachstum i.H.v. 5,1% erreichen soll. Zu den relevantesten Absatzmärkten einzelner Markenprodukte gehören insbesondere die Länder Deutschland, Großbritannien und Russland, in denen Markenprodukte wie APO-go (Parkinson), Grippostad (Erkältung) und Snup (Erkältung) teilweise über Marktanteile von bis zu 99,0%, 30,0% und 11,0% verfügen.

Benchmarking Umsatzerlöswachstum

585. Neben der Analyse der geplanten Umsatzerlöse auf Basis der Segmente, der Absatzländer und den wichtigsten Produkten wird zusätzlich das geplante Wachstum der Umsatzerlöse der Gesellschaft mit Analystenprognosen für die Peer Group-Unternehmen verglichen:



586. Das Wachstum der Umsatzerlöse der Peer Group-Unternehmen lag in der Vergangenheit in den Geschäftsjahren 2014 bis 2017 im Median zwischen 4,4% und 8,0%. Im gleichen Zeitraum betrug das Umsatzerlöswachstum der STADA zwischen 1,1% und 7,7% und lag damit insgesamt innerhalb der Peer Group Bandbreite.
587. In den Geschäftsjahren 2018 bis 2020 erwartet STADA in Bezug auf die Umsatzerlöse Wachstumsraten von 4,4% bis 6,2%. Dagegen betragen im gleichen Zeitraum die von den Analysten für die Peer Group-Unternehmen geschätzten Wachstumsraten im Median zwischen 5,0% und 6,2%. Mit Ausnahme der Geschäftsjahre 2014 und 2016 liegen die Wachstumsraten der Peer Group-Unternehmen damit im Median relativ konstant in einer Bandbreite zwischen ca. 5,0% bis 6,2%. Das von STADA geplante Umsatzerlöswachstum liegt im Planungszeitraum insgesamt im Rahmen der von den Peer Group-Unternehmen erwarteten Wachstumsraten.

Zwischenfazit zur Planung der Umsatzerlöse

588. Insgesamt liegt das geplante Umsatzerlöswachstum über den historischen Wachstumsraten und basiert sowohl auf steigenden Umsatzerlösen im Generika- als auch im Markenprodukt-Segment. Das geplante Wachstum der Umsatzerlöse berücksichtigt dabei einerseits die starke Marktpositionierung im Generika-Segment, wie zum Beispiel in Absatzmärkten wie Deutschland, sowie andererseits zukünftiges Wachstumspotential, welches u.a. auf Produktneueinführungen, der Internationalisierungsstrategie, der Steigerung der Generikapenetrationsraten in einzelnen Märkten und der Entwicklung von Biosimilars basiert. Gleichzeitig wird das Wachstum durch den globalen Preisdruck im Generika-Segment begrenzt. Insgesamt erwartet STADA im Markenprodukt-Segment stärkeres Wachstum als im Generikamarkt, was im Wesentlichen

auf die bereits starke Positionierung der Markenprodukte in den einzelnen Ländern, Produktneueinführungen und einer Ausweitung der Vertriebs- und Marketingaktivitäten zurückzuführen ist.

589. Insgesamt liegt das geplante Wachstum der Umsatzerlöse auf dem Niveau des von Analysten prognostizierten Umsatzerlöswachstums der Peer Group-Unternehmen und, trotz der Berücksichtigung von Erlösschmälerungen, mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 5,1% p.a. leicht über der globalen Marktprognose vom IMS i.H.v. 4,9%. Im Vergleich zu den Wachstumsraten der Jahre 2014 bis 2016 liegt das geplante Umsatzerlöswachstum zudem deutlich über den historisch realisierten Wachstumsraten.
590. Zusammenfassend erwartet STADA, dass die Umsatzerlöse im Planungszeitraum durchschnittlich jährlich um ca. 5,1% ansteigen und sich im Geschäftsjahr 2020 auf EUR 2.676,9 Mio. belaufen. Aufgrund des etablierten Produktportfolios mit starken Marken und zukünftigen Produktneueinführungen, die u.a. durch Internationalisierungstätigkeiten getrieben sind, entwickeln sich im Planungszeitraum insbesondere die Umsatzerlöse des Markenprodukt-Segments stark und erreichen in den Geschäftsjahren 2018 bis 2020 ein durchschnittliches jährliches Wachstum i.H.v. 7,2%.

4.4.2 Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)

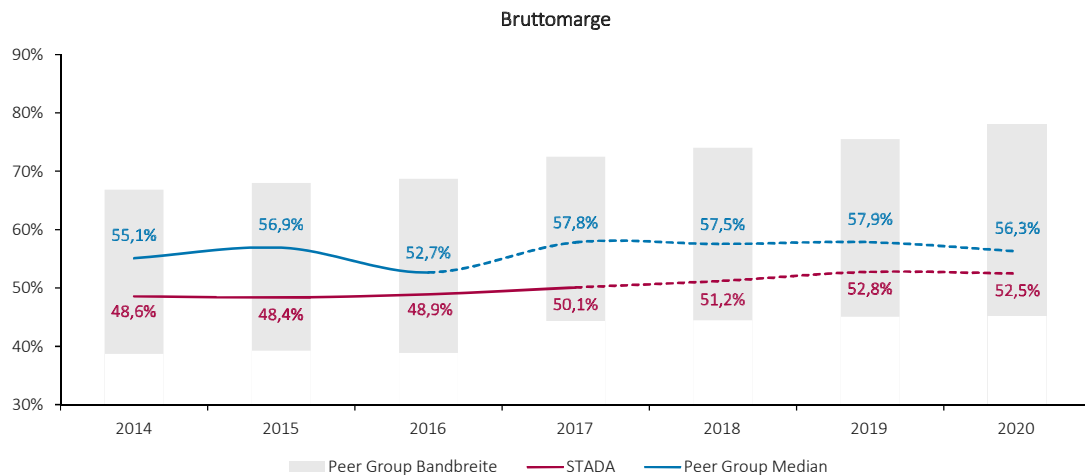
in EUR Mio.	Bereinigte Historie					Planung		
	2014	2015	2016	BE	2017	2018	2019	2020
Umsatzerlöse	2.053,6	2.115,1	2.139,2	2.304,2	2.414,5	2.520,8	2.676,9	
Wachstum in %	-	3,0%	1,1%	7,7%	4,8%	4,4%	6,2%	
Herstellungskosten	-1.055,7	-1.092,2	-1.092,8	-1.149,9	-1.177,4	-1.190,9	-1.272,3	
Bruttoergebnis vom Umsatz	997,9	1.022,9	1.046,4	1.154,2	1.237,1	1.329,9	1.404,6	
in % der Umsatzerlöse	48,6%	48,4%	48,9%	50,1%	51,2%	52,8%	52,5%	
Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten	-611,2	-658,7	-670,3	-726,3	-780,3	-811,0	-848,1	
in % der Umsatzerlöse	29,8%	31,1%	31,3%	31,5%	32,3%	32,2%	31,7%	
davon Vertriebskosten	-458,4	-482,6	-488,3	-526,2	-570,0	-611,9	-644,4	
davon allgemeine Verwaltungskosten	-152,8	-176,0	-182,0	-200,0	-210,3	-199,1	-203,7	
Forschungs- und Entwicklungskosten	-56,9	-65,0	-65,1	-72,9	-85,6	-89,4	-99,5	
in % der Umsatzerlöse	2,8%	3,1%	3,0%	3,2%	3,5%	3,5%	3,7%	
Sonstige Erträge	15,8	17,0	11,8	46,0	2,7	1,7	0,6	
Andere Aufwendungen	-23,2	-31,0	-27,8	-71,2	-25,5	-25,8	-25,2	
EBIT	322,4	285,3	295,1	329,9	348,4	405,4	432,4	
in % der Umsatzerlöse	15,7%	13,5%	13,8%	14,3%	14,4%	16,1%	16,2%	
Summe Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	109,5	104,1	102,9	105,2	134,7	137,0	136,0	
EBITDA	431,9	389,4	398,0	435,2	483,1	542,4	568,4	
in % der Umsatzerlöse	21,0%	18,4%	18,6%	18,9%	20,0%	21,5%	21,2%	
Personalkosten	299,3	337,3	341,0	351,0	366,6	381,8	391,3	
in % der Umsatzerlöse	14,6%	15,9%	15,9%	15,2%	15,2%	15,1%	14,6%	

591. Insgesamt erwartet STADA, dass das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) von EUR 329,9 Mio. im Geschäftsjahr 2017 (bereinigt) auf EUR 432,4 Mio. im Geschäftsjahr 2020 steigen wird. Dies entspricht einer Verbesserung der EBIT-Marge von 14,3% im Geschäftsjahr 2017 auf 16,2% im Geschäftsjahr 2020. Maßgeblich verantwortlich für diese geplante Verbesserung der erwarteten EBIT-Marge ist einerseits die steigende Bruttomarge und andererseits eine im Verhältnis zu den Umsatzerlösen nahezu konstante Quote der Vertriebs- und Verwaltungskosten.

Bruttoergebnis vom Umsatz

592. Das Bruttoergebnis vom Umsatz steigt von EUR 1.154,2 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 1.404,6 Mio. im Geschäftsjahr 2020. Dies entspricht einer Verbesserung der Bruttomarge von 50,1% im Jahr 2017 auf 52,5% im Geschäftsjahr 2020. Damit liegt die geplante Bruttomarge insgesamt über den bereinigten Bruttomargen der Vergangenheit, welche in einer Bandbreite von 48,4% bis 50,1% lagen. Maßgeblich zur Verbesserung der Bruttomarge tragen im Verhältnis zu den geplanten Umsatzerlösen sinkende Material- und Personalkostenquoten bei.
593. Die verbesserte Bruttomarge ist dabei auf eine Vielzahl von Maßnahmen zur Verbesserung der operativen Profitabilität in den einzelnen länderspezifischen Planeinheiten zurückzuführen, die aufgrund des hohen Detaillierungsgrads der Planungsrechnung und der bestehenden Intercompany-Beziehungen zwischen den einzelnen Planungseinheiten der STADA, hier nur zusammengefasst wiedergegeben werden können.
594. Maßgeblich verantwortlich für die Senkung der Herstellungskostenquote der STADA ist, dass das Unternehmen mit den steigenden Absatzmengen und Umsatzerlöse und durch zunehmende Eigenfertigung innerhalb der Produktion Skaleneffekte realisieren wird. Zudem arbeitet STADA kontinuierlich an einer Verbesserung der Effizienz der Produktionsprozesse, welche ebenfalls zur relativen Abnahme der Herstellungskosten beitragen soll. Gleichzeitig wächst mit der steigenden Absatzmenge STADAs Verhandlungsmacht gegenüber den Lieferanten, sodass STADA in der Planungsrechnung davon ausgeht, Einkaufspreise, für bestimmte Roh-, Hilfs-, und Betriebsstoffe und fertige Erzeugnisse von Auftragsfertigern, im Rahmen der vertraglichen Möglichkeiten senken zu können. Zudem wurden im Bereich Produktverpackung Kostensenkungsmöglichkeiten identifiziert und in der Planungsrechnung berücksichtigt.
595. Darüber hinaus tragen die strategischen Produktmixverschiebungen und die strategische Positionierung des Produktportfolios im Generika-Segment und den einzelnen Ländern zum Anstieg der Bruttomarge bei. In diesem Zusammenhang sind zum Beispiel die Fokussierung auf margenstärkere Nischenmärkte in Großbritannien, das hohe Wachstum im margenstarken Vaping-Geschäft sowie die Neupositionierung bestehender Marken und die Einführung neuer Markenprodukte zu nennen. Darüber hinaus nimmt insgesamt der Anteil der margenstärkeren Markenprodukte an den Gesamtumsatzerlösen zu.

596. Neben der Analyse der geplanten Entwicklung der Bruttomarge im Zeitverlauf wird zusätzlich die geplante Bruttomarge der STADA mit Analystenprognosen für die Peer Group-Unternehmen verglichen:



597. Während in den Geschäftsjahren 2014 bis 2017 die Bruttomarge der Peer Group-Unternehmen im Median zwischen 52,7% und 57,8% lag, schwankte die Bruttomarge der STADA zwischen 48,4% und 50,1% und lag damit am unteren Ende der Peer Group-Bandbreite. Ein ähnliches Bild zeichnet sich im Zeitraum 2018 bis 2020 ab, wo der Median der Peer Group-Unternehmen im Geschäftsjahr 2019 leicht auf 57,9% ansteigt und anschließend leicht auf 56,3% im Jahr 2020 abnimmt. Dagegen steigt die geplante Bruttomarge der STADA von 50,1% im Geschäftsjahr 2017 bis auf 52,5% im Geschäftsjahr 2020 an. In der Folge liegt STADAs geplante Bruttomarge insgesamt unter dem Median der Peer Group-Unternehmen, wobei gleichzeitig im Zeitverlauf eine leichte Annäherung zum Peer Group-Niveau erreicht werden soll. Maßgeblich verantwortlich dafür sind Produktmixverschiebung, Skaleneffekte in Produktion und Einkauf sowie Kosten-senkungsmaßnahmen, die insgesamt dazu führen, dass sich STADAs Bruttomarge leicht verbessert.

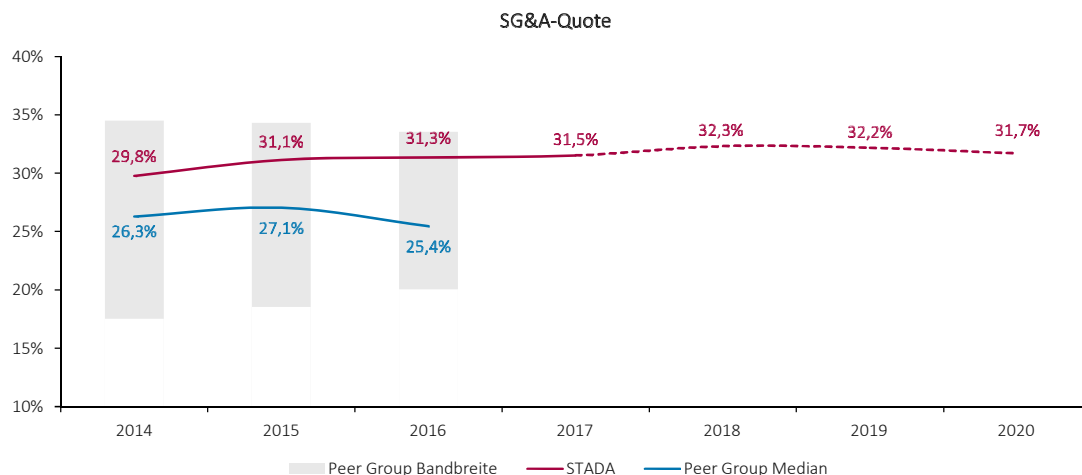
598. Ein wesentlicher Grund für die im Peer Group-Vergleich leicht niedrigere Bruttomarge ist u.a. auf die strategische Ausrichtung von STADA als globaler Vollsortimentanbieter zurückzuführen. Während auf der einen Seite STADA durch die Positionierung als Vollsortimentanbieter Skaleneffekte aufgrund eines weit diversifizierten Produktportfolios realisieren kann, weisen auf der anderen Seite einzelne Peer Group-Unternehmen eine stärkere Fokussierung auf ausgewählte Produkte und Absatzmärkte auf, die es ihnen ermöglicht, höhere Bruttomargen als STADA zu erzielen. Darüber hinaus muss berücksichtigt werden, dass das Geschäftsmodell der Peer Group-Unternehmen unterschiedlich stark von Eigenproduktion und Einlizenzierungskonzepten geprägt ist, sodass deren Kostenstruktur teilweise nicht mit der von STADA zu vergleichen ist. Zusätzliche Einflussfaktoren, die zu Abweichungen führen können, sind darüber hinaus jeweils unterschiedliche Produkt- und Absatzmarktausrichtungen, wobei insbesondere letzterer Aspekt bei STADA zu Wechselkursverzerrungen innerhalb der Bruttomarge führt.

EBIT

Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten

599. Die Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten steigen im Planungszeitraum von EUR 726,3 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 848,1 Mio. im Geschäftsjahr 2020. Dies entspricht einer nahezu konstanten Quote im Verhältnis zu den Umsatzerlösen.
600. Analog zur Vergangenheit sind innerhalb des Postens Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten der Großteil der Kosten auf die Vertriebskosten zurückzuführen. In den Geschäftsjahren 2017 bis 2020 erwartet STADA, dass die Vertriebskosten von EUR 526,2 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 644,4 Mio. im Geschäftsjahr 2020 steigen werden. Die Vertriebskosten wachsen damit im Verhältnis zum Umsatz überproportional. Dies ist im Wesentlichen auf die gesteigerten Vertriebs- und Marketingaktivitäten sowohl im Generika-Segment als auch im Markenprodukt-Segment von STADA zurückzuführen. Dabei plant STADA in den Ländern Großbritannien, Spanien und Belgien, insbesondere zur Steigerung des Absatzes der Markenprodukte, die Vertriebskapazitäten zu erweitern. Zudem erhalten die entsprechenden Tochtergesellschaften höhere Marketing- und Werbebudgets, um die jeweilige Markenposition weiter zu stärken oder neue Marken in den jeweiligen Ländern zu etablieren. Dies betrifft beispielsweise die Tochtergesellschaft Thornton & Ross Ltd., die in Verbindung mit den geplanten Umsatzerlössteigerungen ein höheres Budget für Werbekampagnen zugestanden bekommen hat. Im Zusammenhang mit dem Ausbau der Vertriebsstrukturen steigen zudem innerhalb der Vertriebskosten die Personalaufwendungen überproportional zum Umsatz.
601. Die allgemeinen Verwaltungskosten steigen über den Gesamtzeitraum der Planungsperiode betrachtet leicht von EUR 200,0 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 203,7 Mio. im Geschäftsjahr 2020, wobei im Geschäftsjahr 2018 zunächst ein Anstieg auf EUR 210,3 Mio. zu beobachten ist, bevor die allgemeinen Verwaltungskosten in den darauffolgenden Geschäftsjahren unter diesem Niveau liegen. Der Rückgang im Geschäftsjahr 2019 ist insbesondere auf zurückgehende Beratungskosten zurückzuführen.

602. Zur Analyse der geplanten Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten wird zudem ein Vergleich mit den historischen Quoten der allgemeinen Vertriebs- und Verwaltungskosten im Verhältnis zu den Umsatzerlösen („SG&A-Quote“) der Peer Group-Unternehmen vorgenommen:



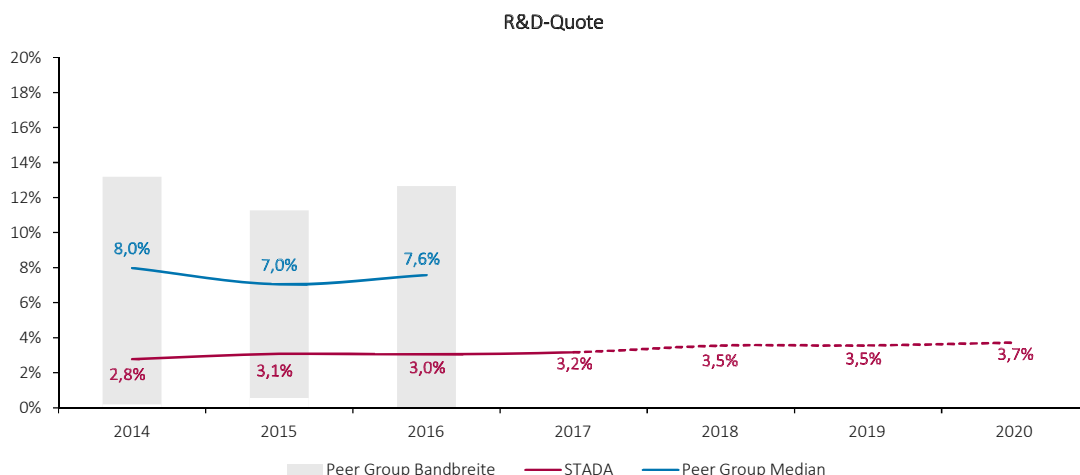
603. Da keine Analystenschätzungen für die SG&A-Quote der Peer Group-Unternehmen vorliegen, stellen wir beim Vergleich mit der Peer Group auf historische Werte ab. Der Median der historischen SG&A-Quote der Peer Group-Unternehmen bewegte sich in einer Bandbreite von 27,1% im Geschäftsjahr 2015 und 25,4% im Geschäftsjahr 2016. Im gleichen Zeitraum lag die SG&A-Quote der STADA zwischen 29,8% im Geschäftsjahr 2014 und 31,3% im Geschäftsjahr 2016 und lag damit am oberen Ende der Peer Group-Bandbreite und deutlich über dem Median. Auch über das Geschäftsjahr 2017 und den Planungszeitraum bis zum Geschäftsjahr 2020 befindet sich die SG&A-Quote der STADA mit 31,5% bis 32,3% am oberen Ende der historischen Bandbreite. Dies lässt sich zum einen auf den Produktmix von STADA zurückführen, der im Vergleich zu anderen Generikaherstellern einen hohen Umsatzerlösanteil von Markenprodukten aufweist und dadurch i.d.R. höhere Marketing- und Vertriebskosten als reine Generika erfordert. Zum anderen wird die SG&A-Quote durch die angestrebte Internationalisierung der Markenprodukte erhöht. Mit Blick auf die am besten vergleichbaren Peer Group-Unternehmen wie Richter Gedeon und Krka d.d. ist zu beachten, dass diese ebenfalls historische SG&A-Quoten von über 30% aufweisen, sodass unter Berücksichtigung der spezifischen Produkt- und Expansionsstrategie STADAs Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten plausibel scheinen.

Forschungs- und Entwicklungskosten

604. Die Forschungs- und Entwicklungskosten steigen im Planungszeitraum von EUR 72,9 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 99,5 Mio. im Geschäftsjahr 2020. Dies entspricht einem Anstieg der Quote der Forschungs- und Entwicklungskosten im Verhältnis zu den Umsatzerlösen („R&D-Quote“) von 3,2% im Geschäftsjahr 2017 auf 3,7% im Geschäftsjahr 2020. Der Anstieg der R&D-Quote ist im Wesentlichen auf die Umstellung des Geschäftsmodells in Bezug auf die Entwicklung der Biosimilars zurückzuführen. Während STADA bisher zur Entwicklung neuer Biosimilars ein Einlizenzierungsmodell verfolgte, soll in Zukunft die Entwicklung dieser Nachahmerpräparate u.a. auf Basis eines Co-Development-Modells erfolgen. Im Rahmen dieses Konzepts führt

STADA die Entwicklung in Zusammenarbeit mit einem Kooperationspartner durch, sodass im Gegensatz zum Einlizenzierungsmodell eigene Entwicklungskosten entstehen.

605. Im Folgenden wird zudem die historische R&D-Quote der STADA im Vergleich zu den Wettbewerbern analysiert:



606. Wie bereits bei der SG&A-Quote berücksichtigen wir aufgrund fehlender Analystenschätzungen lediglich die historischen Werte der Peer Group-Unternehmen. Diese bewegen sich im Median über die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 zwischen 7,0% und 8,0%. Über den gleichen Zeitraum weist STADA Forschungs- und Entwicklungskosten i.H.v. lediglich 2,8% bis 3,1% der Umsatzerlöse auf. Diese Werte befinden sich am unteren Ende der Brandbreite. In den Geschäftsjahren 2017 bis 2020 steigt die R&D-Quote der STADA bis auf 3,7% im Geschäftsjahr 2020 an.
607. Die deutlich niedrigere R&D-Quote der STADA lässt sich maßgeblich durch die bislang geltende Entwicklungsstrategie zu erklären. Da STADA selbsterstellte immaterielle Vermögenswerte grundsätzlich aktiviert und somit einen größeren Teil der R&D-Ausgaben bilanziert, fällt die R&D-Quote im Verhältnis zur Peer Group niedriger aus. Zudem verfügt STADA aufgrund des signifikanten Anteils an Markenprodukten im Vergleich zu reinen Generika-Unternehmen über geringere Forschung und Entwicklungskosten. Somit erscheint die geplante R&D-Quote von STADA plausibel.

Sonstige Erträge und andere Aufwendungen

608. Die sonstigen Erträge sinken von EUR 46,0 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 0,6 Mio. im Geschäftsjahr 2020. Während sich die sonstigen Erträge im Geschäftsjahr 2017 maßgeblich durch Einnahmen wie erhaltene Schadenersatzleistungen, Rückzahlung von Forderungen und andere nicht den Funktionsbereichen unmittelbar zurechenbaren Erträge zusammensetzen, löst sich der Einfluss dieses Ertragspostens in den Geschäftsjahren 2018 bis 2020 weitestgehend auf. Die Erträge i.H.v. von EUR 2,7 Mio., EUR 1,7 Mio. und EUR 0,6 Mio. basieren unter anderem auf einer vorgenommenen Umgliederung im Rahmen des Ergebnisses aus assoziierten Unternehmen, welche, wie auch in der Vergangenheit, den sonstigen Erträgen zugeordnet werden. Darüber hinaus ist in den sonstigen Erträgen das Beteiligungsergebnis der STADA enthalten. Die

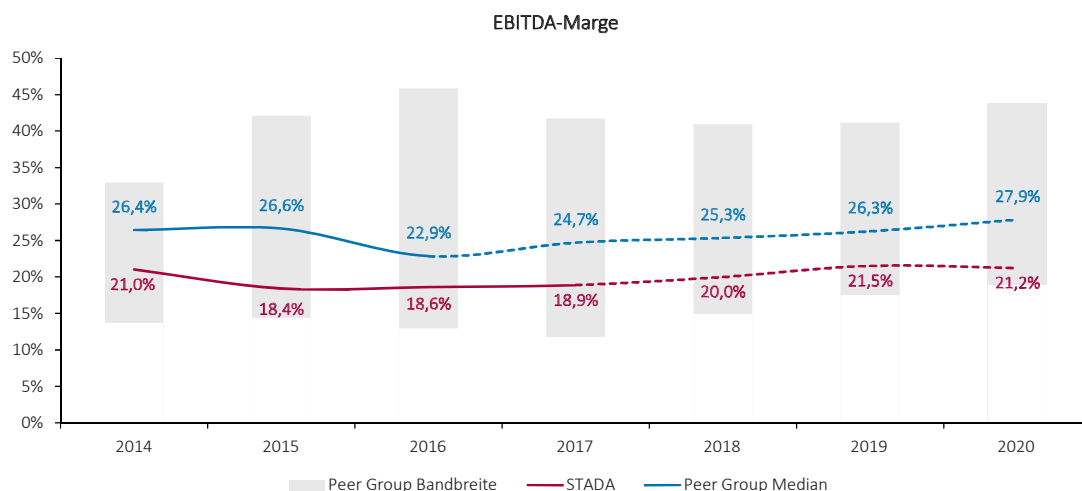
Beteiligungserträge aus at-equity bilanzierten Beteiligungen betragen im Planungszeitraum EUR 0,6 Mio. pro Jahr.

609. Die anderen Aufwendungen sinken von EUR 71,2 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 25,2 Mio. im Geschäftsjahr 2020. Im Geschäftsjahr 2017 resultieren die anderen Aufwendungen vor allem aus übrigen Aufwendungen, wie zum Beispiel Kosten aus Schadens- und Versicherungsfällen. Im Planungszeitraum erwartet STADA, dass sich die anderen Aufwendungen in einer Bandbreite zwischen EUR 25,2 Mio. und EUR 25,8 Mio. belaufen werden und sich aus pauschalen Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und allgemeinen anderen Aufwendungen zusammensetzen. Zudem ist in den anderen Aufwendungen zu beachten, dass im Planungszeitraum jeweils Anpassungen i.H.v. EUR -0,2 Mio. p.a. vorgenommen wurden, die aufgrund von Abweichungen zwischen der Gewinn- und Verlustrechnung und dem Anlagespiegel zu berücksichtigen sind.
610. Insgesamt steigt auf Basis der geplanten Entwicklung der Bruttomarge, der Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten und der Forschungs- und Entwicklungskosten das EBIT von EUR 329,9 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 432,4 Mio. Dies entspricht einer Verbesserung der EBIT-Marge von 14,3% im Geschäftsjahr 2017 auf 16,2% im Geschäftsjahr 2020.

EBITDA

611. Da STADA in der internen Konzernsteuerung und externen Berichterstattung das EBITDA als wesentliche Profitabilitätskennzahl verwendet, wird nachfolgend zudem das EBITDA analysiert. Im Gegensatz zum EBIT ist das EBITDA nicht durch Abschreibungen beeinflusst. Da im Rahmen des Umsatzkostenverfahrens die Abschreibungen den Herstellungskosten oder Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten zugeordnet werden, erfolgt der Ausweis des EBITDA und der Abschreibungen nachrichtlich.
612. Das EBITDA steigt von EUR 435,2 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 568,4 Mio. im Geschäftsjahr 2020. Dies entspricht einer Verbesserung der EBITDA-Marge von 18,9% im Geschäftsjahr 2017 auf 21,2% im Geschäftsjahr 2020. Der Anstieg der EBITDA-Marge im Planungszeitraum ist dabei, analog zur Verbesserung der Bruttomarge, auf eine Vielzahl an einzelnen Maßnahmen, wie zum Beispiel die Realisierung von Skaleneffekten in der Produktion, der zunehmenden Eigenfertigung, der Kostenreduzierung im Materialeinsatz, der strategischen Produktmixverschiebungen, der Fokussierung auf margenstarke Nischen- und Markenprodukte sowie geringere Rabatte und Einsparungen im Bereich der allgemeinen Verwaltungskosten zurückzuführen.

613. Der Vergleich der historischen und von den Analysten prognostizierten EBITDA-Margen der Peer Group-Unternehmen mit der EBITDA-Marge der STADA stellt sich wie folgt dar:



614. Die historischen EBITDA-Margen von STADA lagen in den Geschäftsjahren 2014 bis 2016 mit 18,4% bis 21,0% deutlich unterhalb des Medians der Peer Group-Unternehmen, welche im gleichen Zeitraum zwischen 22,9% und 26,6% lagen. Auch im Planungszeitraum erwartet STADA im Vergleich zum prognostizierten Median der Peer-Group-Unternehmen niedrigere Margen. Während die Analysten für die Peer Group-Unternehmen für den Zeitraum 2017 bis 2020 im Median eine EBITDA-Marge von 24,7% bis 27,9% erwarten, plant STADA ebenfalls einen Anstieg der EBITDA-Marge von 18,9% im Geschäftsjahr 2017 auf 21,2% im Geschäftsjahr 2020. Dies ist auf die im Peer Group-Vergleich niedrige Bruttomarge und die deutlich höhere Quote der Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten zurückzuführen, welche nur teilweise von der vergleichsweise geringen Quote der Forschungs- und Entwicklungskosten kompensiert wird.
615. Die niedrige EBITDA-Marge der STADA ist auf eine Vielzahl von Faktoren zurückzuführen, wie zum Beispiel die in vielen Märkten zu konstatierende Positionierung als Vollsortimentanbieter. Andere Peer Group-Unternehmen verfügen über einen vergleichsweise starken Fokus auf einzelne margenstarke Produkte oder einzelne Absatzmärkte. Darüber hinaus wirkt sich die hohe Abhängigkeit vom preisintensiven Generikamarkt negativ auf STADAs Profitabilität aus. Zudem enthält die Planung der Vertriebskosten in den Geschäftsjahren 2018 bis 2020 hohe Kosten für den Auf- und Ausbau der Vertriebsstrukturen sowie Werbekosten im Zusammenhang mit der Neupositionierung oder Neueinführung von Markenprodukten, wobei das daraus resultierende Umsatzerlöswachstum erst im Anschluss an den Planungszeitraum erwartet wird. Dies gilt ebenso für die im Planungszeitraum enthaltenen Forschungs- und Entwicklungskosten in Bezug auf Biosimilars, sodass mittel- bis langfristig weiterhin mit einem entsprechenden Umsatzerlöswachstum und einer Verbesserung der EBITDA-Marge zu rechnen ist.
616. Darüber hinaus ist sowohl die Bruttomarge als auch die EBITDA-Marge als alleiniges Maß für die Profitabilität von STADA ungeeignet, da sie nicht den nötigen Bezug zur Kapital- und Anlagenintensität des Geschäftsmodells herstellen. Aus diesem Grund wird im Rahmen der Analyse

zur Bilanzplanung der Kapitalumschlag in Bezug auf das eingesetzte Kapital (sog. Capital Employed) und der ROCE näher betrachtet. Diese Analyse verdeutlicht, dass die Planung von STADA trotz der geringen EBITDA-Marge nicht zu einem geringen ROCE im Vergleich zu den Peer Group-Unternehmen führt.²⁰²

617. Aufgrund der durchgeführten Analysen zur Entwicklung der Umsatzerlöse, der Bruttomarge und der Entwicklung des EBITDA und des EBIT, erachten wir die Planungsrechnung bis zum EBIT als plausibel und haben diese mit Ausnahme einer Umgliederung unangepasst übernommen.
618. STADA erwartet, dass insbesondere das Markenprodukt-Segment zum Umsatzerlöswachstum beiträgt. Mit einer EBITDA-Marge von durchschnittlich ca. 20,9% in den Geschäftsjahren 2018 bis 2020 plant STADA die Profitabilität im Vergleich zu den Vorperioden zu steigern. Auf Segmentebene wird erwartet, dass die EBITDA-Marge im Generika-Segment von 23,1% im Geschäftsjahr 2017 auf 22,4% im Geschäftsjahr 2020 leicht zurückgehen wird, während gleichzeitig die Profitabilität im Markenprodukt-Segment von 21,9% im Geschäftsjahr 2017 auf 26,2% im Geschäftsjahr 2020 erhöht werden soll. Eine wesentliche Rolle für die Entwicklung der EBITDA-Marge im Generika-Segment werden Biosimilars spielen, welche aufgrund von Entwicklungskosten und Investitionen die Profitabilität in der Aufbauphase belasten werden.

Segmentspezifische Umsatzerlöse, bereinigtes EBITDA und bereinigte EBITDA-Margen

Umsatzerlöse in EUR Mio.	Unbereinigte Historie					CAGR	Planung		
	2014*	2015	2016	BE	2017	2014-2017	2018	2019	2020
Gesamt	2.053,6	2.115,1	2.139,2		2.304,2	3,9%	2.414,5	2.520,8	2.676,9
Generika	1.261,7	1.261,5	1.280,7		1.353,4	2,4%	1.408,7	1.428,0	1.504,4
Markenprodukte	800,5	853,6	858,5		950,8	5,9%	1.005,8	1.092,8	1.172,5

EBITDA in EUR Mio.	Bereinigte Historie					CAGR	Planung		
	2014	2015	2016	BE	2017	2014-2017	2018	2019	2020
Gesamt	431,9	389,4	398,0		435,2	0,3%	483,1	542,4	568,4
Generika	229,7	232,0	264,9		312,0	10,8%	316,3	327,9	337,2
Markenprodukte	240,0	220,1	200,7		207,9	-4,7%	249,2	290,3	307,2
Sonstige	-37,8	-62,7	-67,6		-84,8	30,9%	-82,3	-75,8	-76,0

EBITDA Marge in %	Bereinigte Historie					Planung		
	2014	2015	2016	BE	2017	2018	2019	2020
Gesamt	21,0%	18,4%	18,6%		18,9%	20,0%	21,5%	21,2%
Generika	18,2%	18,4%	20,7%		23,1%	22,5%	23,0%	22,4%
Markenprodukte	30,0%	25,8%	23,4%		21,9%	24,8%	26,6%	26,2%

* Gesamtumsatzerlöse des Geschäftsjahres 2014 bereinigt, Generika- und Markenproduktsegment unbereinigt.

Finanzergebnis

619. Das geplante Finanzergebnis der STADA setzt sich im Planungszeitraum aus den Zinsaufwendungen für die verzinslichen Verbindlichkeiten sowie Aufwendungen im Zusammenhang mit der Absicherung von Fremdwährungsrisiken zusammen.
620. Die verzinslichen Verbindlichkeiten bestehen aus den Finanzverbindlichkeiten (Schuldscheindarlehen, Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten und Anleihen) und den Pensionsrückstellungen. Der Großteil der Zinsaufwendungen entfällt auf die Finanzverbindlichkeiten und unterliegt

²⁰² Vgl. Rz. 662.

einem durchschnittlichen effektiven Zinssatz i.H.v. ca. 3,2% bis 3,6% inklusive Aufwendungen aus Absicherungen von Darlehen in Fremdwährungen über die Geschäftsjahre 2018 bis 2020.

621. Da die Pensionsrückstellungen über den Planungszeitraum nahezu konstant bleiben, ist auch der hieraus entstehende Zinsaufwand konstant i.H.v. ca. EUR 0,8 Mio. geplant, wobei diesem Aufwand ein effektiver Zinssatz von ca. 2,0% zugrunde liegt.
622. In Summe steigt das Finanzergebnis im Planungszeitraum von EUR -42,8 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR -39,0 Mio. im Geschäftsjahr 2020.
623. Das Ergebnis vor Ertragsteuern steigt somit von EUR 287,1 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 393,5 Mio. im Geschäftsjahr 2020.

4.4.3 Ertragsteuern

624. STADA hat eine Planung der Ertragsteuern unter Berücksichtigung der bestehenden steuerlichen Organschaft der STADA AG mit ihren Tochtergesellschaften und den jeweiligen im Ausland anfallenden Ertragsteuern erstellt. Dabei hat die Gesellschaft nicht nur zahlungswirksame Steuern geplant, sondern auch latente Steuern von Einkommen und Ertrag, die sich aufgrund von Differenzen zwischen den Buchwerten gemäß der Steuerbilanz und nach IFRS ergeben.
625. Für die deutschen Gesellschaften, namentlich die STADA AG und ihre Tochtergesellschaften, mit denen eine steuerliche Organschaft besteht, wird ausgehend vom geplanten Ergebnis vor Ertragsteuern gemäß IFRS durch die Adjustierung um steuerbilanzielle Abweichungen das zu versteuernde Einkommen berechnet. Die hierauf anzusetzende Steuerlast setzt sich aus Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer sowie Solidaritätszuschlag zusammen. Für die Steuerberechnung der deutschen Gesellschaften werden die folgenden Steuersätze angesetzt:
- Gewerbesteuerhebesatz: 357%
 - Körperschaftsteuersatz: 15,0%
 - Solidaritätszuschlag: 5,5%
626. Der nominale Unternehmenssteuersatz für die deutschen Gesellschaften beträgt somit ca. 28,3%. Vorhandene körperschaftsteuerliche Verlustvorträge werden annahmegemäß ebenfalls berücksichtigt, wobei diese jedoch im Geschäftsjahr 2018 vollständig aufgebraucht werden.
627. Für die ausländischen Gesellschaften des Konzerns erfolgt die Planung des Steueraufwands dezentral auf Basis der jeweils gültigen nationalen nominalen Unternehmenssteuersätzen. Diese werden im Anschluss vom Beteiligungscontrolling auf Plausibilität geprüft.
628. Die auf Basis einer Steuerplanung ermittelten Ertragsteuern steigen von EUR 76,5 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 105,1 Mio. im Geschäftsjahr 2020. Die effektive Steuerrate nimmt dabei im Planungszeitraum von 26,6% im Geschäftsjahr 2017 auf 26,7% im Geschäftsjahr 2020

leicht zu. Dies berücksichtigt nicht nur die vollständige Nutzung der genannten körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge, sondern zudem Steuersenkungen in Großbritannien und Belgien im Planungszeitraum. Nach Auskunft der Gesellschaft ergeben sich langfristig keine Veränderungen der im Geschäftsjahr 2020 ausgewiesenen effektiven Steuerrate, sodass diese in der Konvergenz- und Fortführungsphase übernommen werden kann.

629. Unter Berücksichtigung von niedrigeren Steuersätzen und Steuervergünstigungen bei diversen ausländischen Tochtergesellschaften, erscheint die Steuerplanung der Gesellschaft unseres Erachtens insgesamt als plausibel. Im Ergebnis der Analyse werden die geplanten effektiven Steuerraten unverändert für Zwecke der Unternehmensbewertung übernommen.

4.4.4 Konzernüberschuss/-fehlbetrag

630. Der Konzernjahresüberschuss steigt im Planungszeitraum von EUR 210,6 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 288,4 im Geschäftsjahr 2020. Die Umsatzrentabilität steigt somit von 9,1% im Geschäftsjahr 2017 auf 10,8% im Geschäftsjahr 2020.
631. Minderheitenanteile sind im Rahmen der Planungsrechnung nicht berücksichtigt worden. Diese werden im Rahmen der Bewertung der STADA separat bewertet und vom jeweiligen DCF-Wert abgezogen.

4.4.5 Bilanzplanung

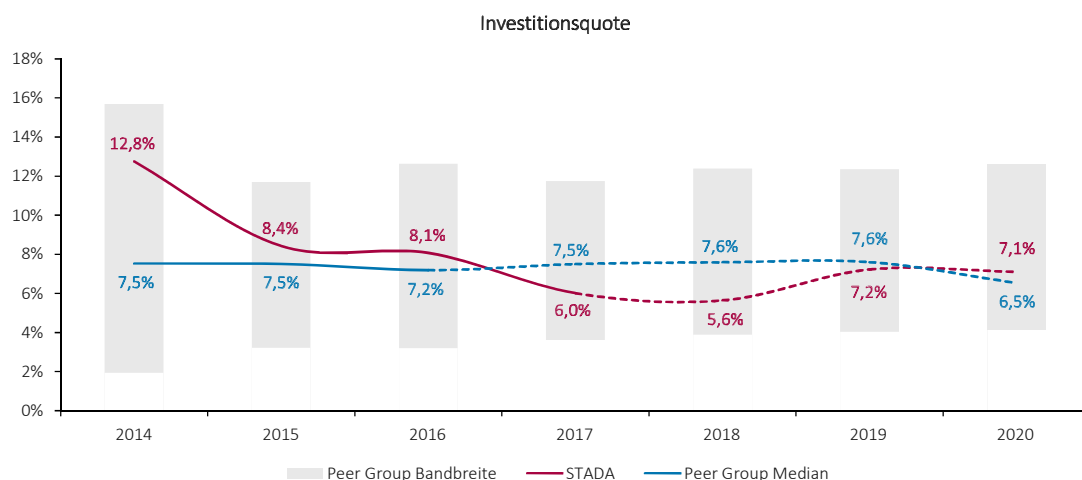
632. Die Planbilanzen für den Planungszeitraum vom 31. Dezember 2017 bis 31. Dezember 2020, welche im Wesentlichen um Translationseffekte aus Fremdwährungen und das Joint Venture STADA Vietnam J.V. Co. Ltd angepasst wurden, sind nachfolgend dargestellt:

Bilanz

in EUR Mio. per 31. Dezember	Bereinigte Historie				Planung		
	2014	2015	2016	BE 2017	2018	2019	2020
Immaterielle Vermögenswerte	1.631,5	1.649,0	1.582,4	1.501,4	1.470,8	1.496,7	1.534,1
Sachanlagen	305,4	321,6	322,7	337,8	369,9	389,3	406,4
Finanzanlagen	12,6	14,5	16,1	19,3	19,8	20,4	20,9
Anlagevermögen	1.949,6	1.985,1	1.921,2	1.858,5	1.860,5	1.906,4	1.961,4
Vorräte	498,8	501,5	484,9	496,8	546,4	564,4	605,9
Forderungen	502,8	485,9	489,1	503,2	595,5	623,0	632,7
Liquide Mittel	164,2	143,2	352,6	149,1	83,2	107,0	127,5
Sonstiges Umlaufvermögen	170,7	137,6	171,9	102,6	112,5	121,5	150,8
Aktive latente Steuern	49,4	34,1	20,8	25,5	25,2	25,6	25,9
Umlaufvermögen	1.385,9	1.302,3	1.519,3	1.277,3	1.362,8	1.441,5	1.542,7
Summe Aktiva	3.335,5	3.287,4	3.440,4	3.135,7	3.223,3	3.347,9	3.504,1
Eigenkapital	903,3	1.018,5	1.047,1	949,9	1.080,8	1.157,8	1.286,9
Rückstellungen	17,4	22,5	20,3	17,6	15,9	16,4	17,2
Passive latente Steuern	166,7	160,2	116,4	99,0	96,5	93,6	91,4
Verzinsliche Verbindlichkeiten	1.524,9	1.390,0	1.510,1	1.364,3	1.272,8	1.264,2	1.252,5
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	723,1	696,1	746,6	704,8	757,3	815,9	856,1
Summe Passiva	3.335,5	3.287,4	3.440,4	3.135,7	3.223,3	3.347,9	3.504,1

Anlagevermögen

633. Das Anlagevermögen der STADA steigt gegenüber 2017 von EUR 1.858,5 Mio. auf EUR 1.961,4 Mio. im Geschäftsjahr 2020, im Wesentlichen beeinflusst durch Zugänge in immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen. Die auf die Umsatzleistung bezogene Investitionsquote für immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen beträgt in den Geschäftsjahren 2018 bis 2020 5,7%, 7,2% und 7,1%. Die erhöhten Investitionsquoten in den Geschäftsjahren 2019 und 2020 sind maßgeblich auf notwendige Investitionen zum Einstieg in den Markt für Biosimilars, der Erweiterung der eigenen Produktionskapazitäten und der umfassenden Umstellung der IT-Infrastruktur zurückzuführen. Trotz der strategischen Entscheidung zur Entwicklung von Biosimilars verstärkt auf ein Co-Development-Modell zu setzen, werden Biosimilars planungsgemäß in einem nicht unwesentlichen Umfang ebenso im Rahmen von einem Einlizenzierungsmodell vertrieben. Die Vertragsraten unter dem Einlizenzierungsmodell werden aktiviert und nicht, wie im Rahmen von Co-Development-Modellen, als laufende Aufwendungen verbucht.
634. Die geplanten Investitionen in Sachanlagen und auch in immaterielle Vermögenswerte als Quote der Umsatzerlöse haben wir im Folgenden mit den Peer Group-Unternehmen verglichen:



635. Für die Peer Group-Unternehmen sind über die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 im Median Investitionsquoten zwischen 7,2% und 7,5% zu beobachten. Die Analystenschätzungen für die Geschäftsjahre 2017 bis 2020 befinden sich mit 6,5% bis 7,6% im Median in einer ähnlichen Bandbreite.
636. Sowohl historisch als auch über den Planungszeitraum weist STADA Investitionsquoten auf, die innerhalb der Peer Group-Bandbreite liegen. In den Geschäftsjahren 2014 bis 2016 lag die Investitionsquote der STADA mit 8,1% bis 12,8% oberhalb des Peer Group-Medians und am oberen Ende der Bandbreite. In der Vergangenheit war die Investitionsquote durch Unternehmenserwerbe und –zusammenschlüsse beeinflusst. Im Planungszeitraum dagegen beziehen sich die Investitionen ausschließlich auf laufende Investitionen aus der üblichen Geschäftstätigkeit und umfassen keine anorganischen Akquisitionen. Im Geschäftsjahr 2017 liegt die Investitionsquote

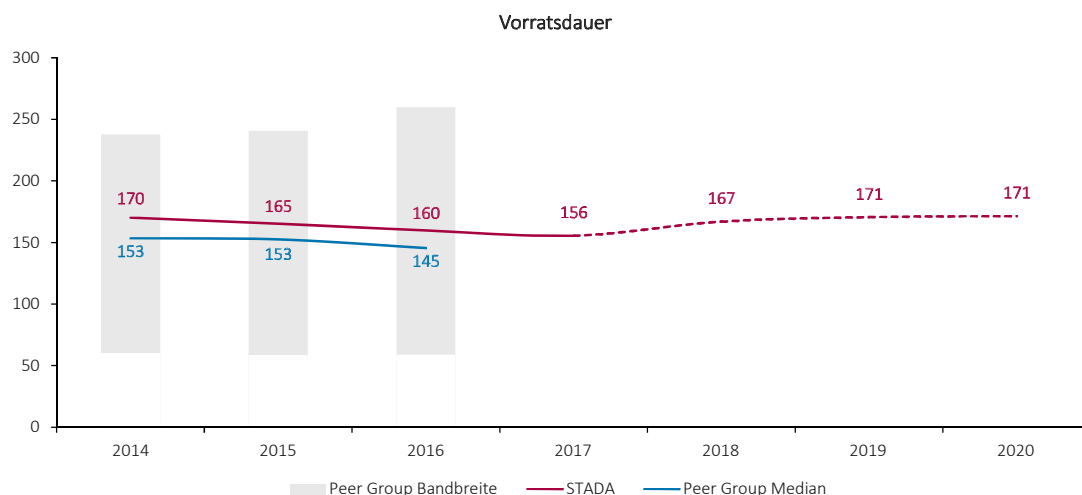
der STADA mit 6,0% unterhalb des Medians. Über die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 erwartet STADA leicht steigende Investitionsquoten, sodass die Quote i.H.v. 7,1% im Geschäftsjahr 2020 fast gleichauf mit dem Median der Peer Group von 6,5% liegt.

- 637. Die ansteigenden Investitionen in den nächsten Jahren sind v.a. auf die laufenden Entwicklungsaktivitäten und auf die Aktivierung von erworbenen Vertriebsrechten für Biosimilars zurückzuführen. Die Einführung von neuen IT-Systemen erhöht zusätzlich den Investitionsbedarf in immaterielle Vermögenswerte.
- 638. Im Ergebnis der Analyse werden die Brutto-Investitionen der STADA in immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen im Planungszeitraum 2018 bis 2020 für Zwecke der Unternehmensbewertung unverändert übernommen.
- 639. Der Posten Finanzanlagen steigt nur geringfügig über den Planungszeitraum. Der Hintergrund ist eine geplante Zunahme der at-equity bewerteten Anteile.

Umlaufvermögen

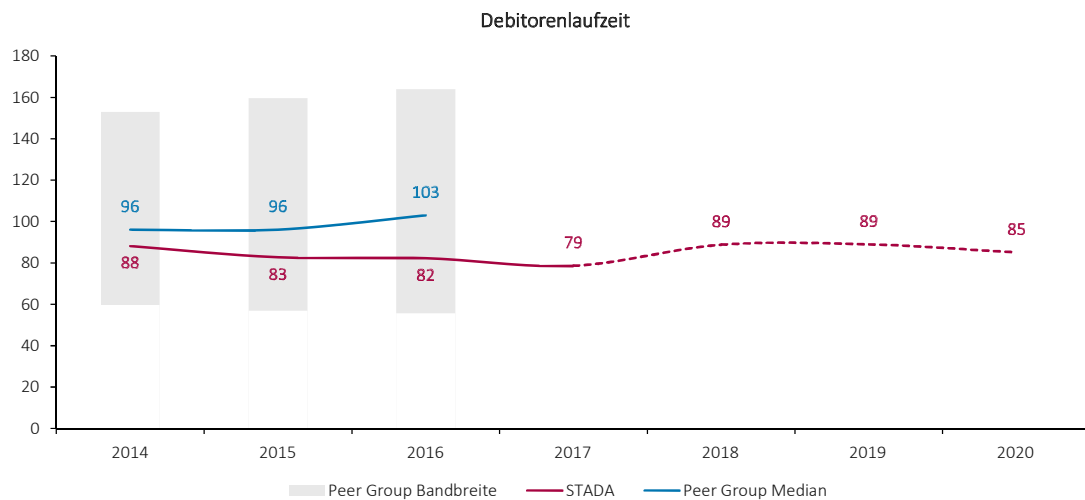
- 640. Das Umlaufvermögen der STADA steigt gegenüber 2017 von EUR 1.277,3 Mio. auf EUR 1.542,7 Mio. im Geschäftsjahr 2020. Dieser Anstieg wird im Wesentlichen getrieben durch die Zunahme der Vorräte, Forderungen und des sonstigen Umlaufvermögens.
- 641. Gegenläufig wirkt die insgesamt geplante Abnahme der liquiden Mittel, da sämtliche über die notwendige operative Mindestkasse hinausgehenden liquiden Mitteln annahmegemäß an die Anteilseigner ausgeschüttet werden.
- 642. Nach Auskunft der Gesellschaft beträgt die operative Mindestkasse zwischen EUR 140,0 Mio. und EUR 180,0 Mio., was bezogen auf die geplanten Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2018 einer Umsatzquote zwischen 5,8% bis 7,5% entspräche. Im Planungszeitraum wird eine operative Mindestkasse i.H.v. EUR 83,2 Mio. im Geschäftsjahr 2018 (entspricht 3,4% der Umsatzerlöse) angenommen. Annahmegemäß erhöht sich diese in den Geschäftsjahren 2018 bis 2020 auf EUR 127,5 Mio. im Geschäftsjahr 2020, was einer Quote von 4,8% der Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2020 entspricht. Dabei stellt der Kassenbestand im Geschäftsjahr 2018 aufgrund der Beendigung des Factorings einen vorübergehenden Tiefstand dar.
- 643. Die erwartete Zunahme der Vorräte ist im Wesentlichen auf eine geplante Erhöhung der unfertigen und fertigen Erzeugnisse und Waren im Zusammenhang mit dem geplanten Anstieg der

Umsatzerlöse zurückzuführen. Die Vorratsplanung der STADA haben wir einem Vergleich mit den Peer Group-Unternehmen unterzogen:



644. Für diesen Zweck haben wir die durchschnittliche Vorratsdauer (in Tagen) der Lagerbestände betrachtet, die bei der Peer Group über die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 im Median zwischen 145 und 153 Tagen lag. Über den gleichen Zeitraum betrug die Vorratsdauer der STADA zwischen 160 Tagen im Geschäftsjahr 2016 und 170 Tagen im Geschäftsjahr 2014 und lag damit leicht über dem Peer Group-Median, aber innerhalb der Bandbreite. Zwischen den Geschäftsjahren 2017 und 2020 bewegt sich die Vorratsdauer der STADA mit 156 bis 171 Tagen in der historischen Bandbreite sowohl von STADA selbst als auch der Peer Group-Unternehmen. Wie bei der Debitorenlaufzeit sind auch bei der Vorratsdauer länder- und produktspezifische Besonderheiten zu beachten. So hält STADA zum Beispiel in Russland und Großbritannien aufgrund von saisonalen Schwankungen einen größeren Lagerbestand vor.
645. Die geplante Erhöhung der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen von EUR 503,2 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 632,7 Mio. im Geschäftsjahr 2020 ist im Wesentlichen darin begründet, dass die konzernweiten Factoring-Vereinbarungen Anfang des Geschäftsjahres 2018 auslaufen und nicht verlängert werden sollen. Zur Plausibilisierung der Entwicklung des

Forderungsbestands wird dieser, als wesentlicher Bestandteil des aktiven Working Capital, einer Vergangenheitsanalyse und einem Benchmarking mit der Peer Group unterzogen:



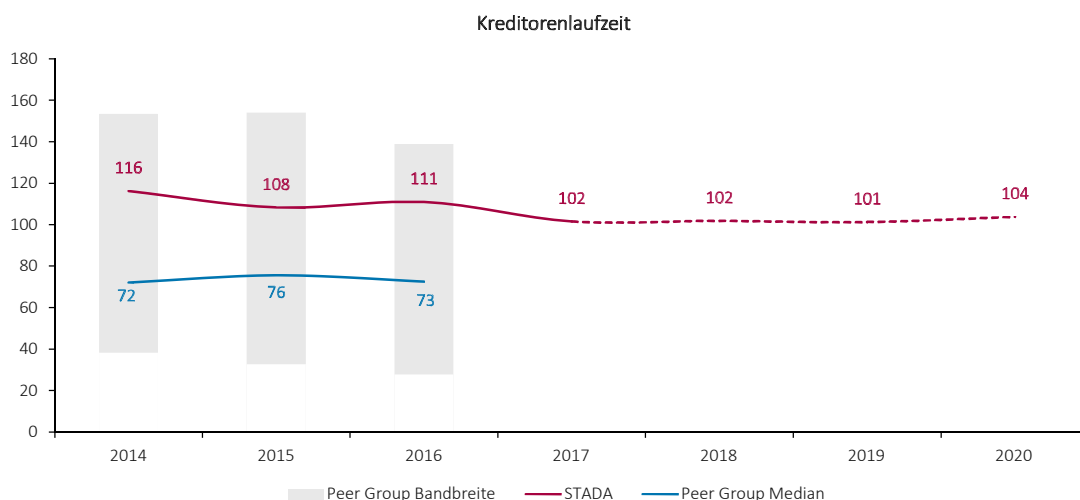
646. In den Geschäftsjahren 2014 bis 2016 lag die Debitorenlaufzeit der Peer Group-Unternehmen im Median zwischen 96 und 103 Tagen. Bei STADA zeigte sich über die Geschäftsjahre 2014 bis 2017 mit Debitorenlaufzeiten zwischen 79 und 88 Tagen eine deutlich kürzere Debitorenlaufzeit. Bis zum Geschäftsjahr 2017 lässt sich dies auf die Factoring-Vereinbarungen zurückführen, bei denen STADAs Forderungen aus Lieferungen und Leistungen an externe Dienstleister regressfrei veräußert werden und somit die Zeit bis zum Zahlungseingang verkürzt. Die Peer Group-Unternehmen betreiben Factoring i.d.R. nicht oder nur in geringem Umfang.
647. Im Planungszeitraum bis zum Geschäftsjahr 2020 erwartet STADA aufgrund der auslaufenden Factoring-Vereinbarungen leicht steigende Debitorenlaufzeiten, die sich mit 89 Tagen in den Geschäftsjahren 2018 und 2019 und mit 85 Tagen im Geschäftsjahr 2020 leicht unter dem historischen Median der Peer Group befinden, aber innerhalb der historischen Bandbreite.
648. Der Posten aktive latente Steuern steigt planungsgemäß leicht von EUR 25,5 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 25,9 Mio. im Geschäftsjahr 2020 an.
649. Im Ergebnis der Analyse werden die im Planungszeitraum geplanten Posten Vorräte, Forderungen und sonstiges Umlaufvermögen für den Zeitraum der Geschäftsjahre 2018 bis 2020 für Zwecke der Unternehmensbewertung unverändert übernommen. Die Planung des Postens liquide Mittel erfolgt u.a. aufgrund der abweichenden Planung der Dividendenausschüttungen in Bezug auf Höhe und Zeitpunkt als auch der Prämissen bezüglich der Höhe der operativen Mindestkasse abweichend zur Planung von STADA.
650. Die Passivseite der Bilanz beinhaltet neben den verzinslichen und unverzinslichen Verbindlichkeiten auch Rückstellungen sowie das Eigenkapital, welches sich auf Basis der integrierten Planungsrechnung ableitet.

Eigenkapital und Rückstellungen

651. Das Eigenkapital wächst im Planungszeitraum von EUR 949,9 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 1.286,9 Mio. im Geschäftsjahr 2020. Dabei sind neben dem jeweiligen Jahresergebnis auch die Dividendenausschüttungen phasengleich berücksichtigt worden.
652. Der Bilanzposten Rückstellungen sinkt über den Planungszeitraum leicht von EUR 17,6 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 17,2 Mio. im Geschäftsjahr 2020.

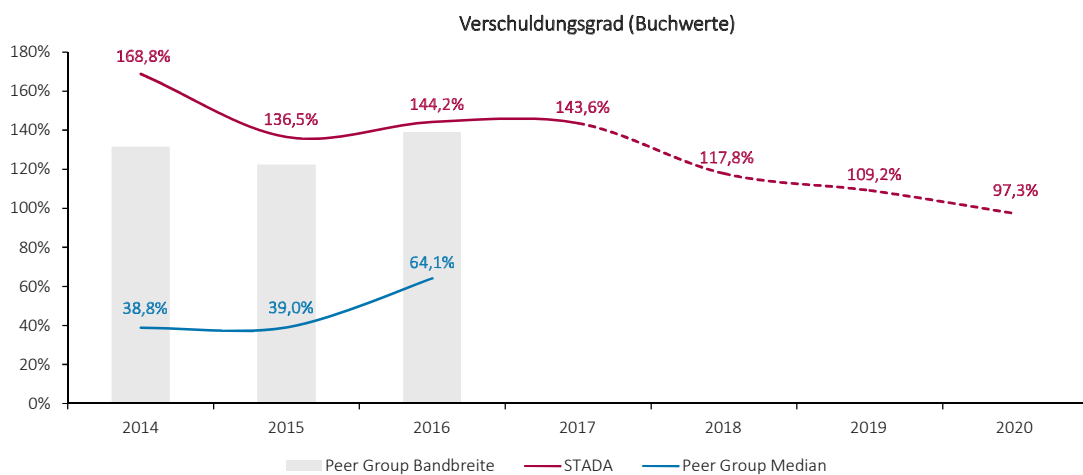
Verbindlichkeiten

653. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten steigen von EUR 704,8 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 856,1 Mio. im Geschäftsjahr 2020 an. Die Erhöhung der unverzinslichen Verbindlichkeiten ist im Wesentlichen durch die Bildung des Ausgleichspostens zur Bereinigung der Translationseffekte begründet. Darüber hinaus steigen die Posten Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, andere Verbindlichkeiten und Ertragsteuerverbindlichkeiten etwa im gleichen Maße. Der Posten sonstige finanzielle Verbindlichkeiten steigt über den Detailplanungszeitraum nur geringfügig.
654. Analog zum Forderungsbestand wurde zur Plausibilisierung der Entwicklung der unverzinslichen Verbindlichkeiten, als passivem Bestandteil des Working Capitals, eine Vergangenheitsanalyse und ein Benchmarking mit der Peer Group durchgeführt:



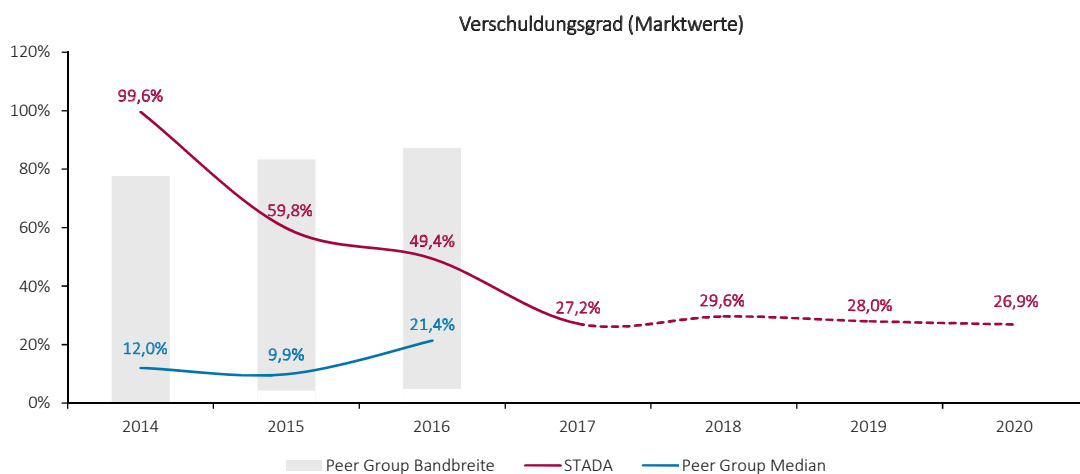
655. Die Kreditorenlaufzeit der Peer Group-Unternehmen lag in den Geschäftsjahren 2014 bis 2016 im Median zwischen 72 und 76 Tagen. Bei STADA nahm die Kreditorenlaufzeit von 116 Tagen im Geschäftsjahr 2014 auf 111 Tage im Geschäftsjahr 2016 ab, lag jedoch in allen Geschäftsjahren oberhalb des Medians der Peer Group. Im Geschäftsjahr 2017 und im Planungszeitraum beträgt die Kreditorenlaufzeit erwartungsgemäß zwischen 101 und 104 Tagen. Dieser Wert liegt über den historisch bei STADA beobachtbaren Kreditorenlaufzeiten, befindet sich jedoch weiterhin innerhalb der Bandbreite der Peer Group.

656. Der Posten passive latente Steuern fällt planungsgemäß leicht von EUR 99,0 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 91,4 Mio. im Geschäftsjahr 2020.
657. Die verzinslichen Verbindlichkeiten sollen von EUR 1.364,3 Mio. im Geschäftsjahr 2017 auf EUR 1.252,5 Mio. im Geschäftsjahr 2020 sinken. Dabei ist die Entwicklung ausschließlich durch die Rückführung von verzinslichen Verbindlichkeiten bedingt.
658. Die geplante Kapitalstruktur der STADA i.S.d. Verschuldungsgrads zu Buch- und Marktwerten haben wir einem Vergleich mit den Peer Group-Unternehmen unterzogen. Da Analystenschätzungen für den Verschuldungsgrad nicht vorliegen, wurde nur ein Vergleich mit den historischen Werten der Peer Group vorgenommen:



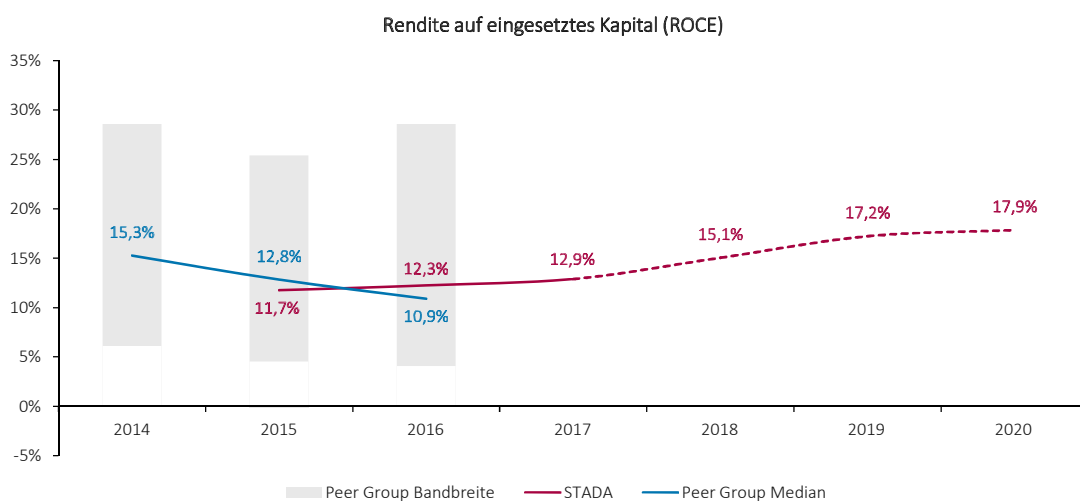
659. Auf Basis der Buchwerte des Eigen- und Fremdkapitals zeigt sich historisch eine Verschuldung der STADA oberhalb der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen. Der Median der Peer Group-Unternehmen betrug in den Geschäftsjahren 2014 bis 2016 zwischen 38,8% und 64,1%. Über die Geschäftsjahre 2014 bis 2017 sinkt der Verschuldungsgrad zu Buchwerten der STADA kontinuierlich von 168,8% im Geschäftsjahr 2014 auf 143,6% im Geschäftsjahr 2017 und liegt damit oberhalb der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen. Auch in den folgenden Geschäftsjahren zeigt die Unternehmensplanung eine rückläufige Verschuldung zu Buchwerten und erreicht im Geschäftsjahr 2020 einen Verschuldungsgrad von 97,3%.

660. Eine vergleichbare Entwicklung zeigt sich auch bei der Betrachtung des Verschuldungsgrads zu Marktwerten:



661. Mit 99,6% im Geschäftsjahr 2014 lag die Verschuldung der STADA zu Marktwerten noch deutlich über dem Median der Peer Group i.H.v. 12,0% und oberhalb der Bandbreite. In den folgenden Geschäftsjahren entwickelte sich die Verschuldung der STADA rückläufig und lag im Geschäftsjahr 2016 mit 49,4% in der Mitte der Bandbreite, jedoch über dem Peer Group-Median von 21,4%. Über den Planungszeitraum bis zum Geschäftsjahr 2020 sinkt die Verschuldung weiter und erreicht mit 26,9% fast das historisch beobachtbare Peer Group-Niveau (Median).

662. Als ergänzende Analyse in Bezug auf den Zusammenhang zwischen der operativen Profitabilität und der Kapitalintensität wird die Kapitalrendite der STADA mit der Peer Group verglichen. Zur Berechnung der Rendite auf das eingesetzte Kapital (sog. Return on Capital Employed, „ROCE“) wird das operative Ergebnis (EBIT) ins Verhältnis zum investierten Kapital (Invested Capital, „IC“) gesetzt:

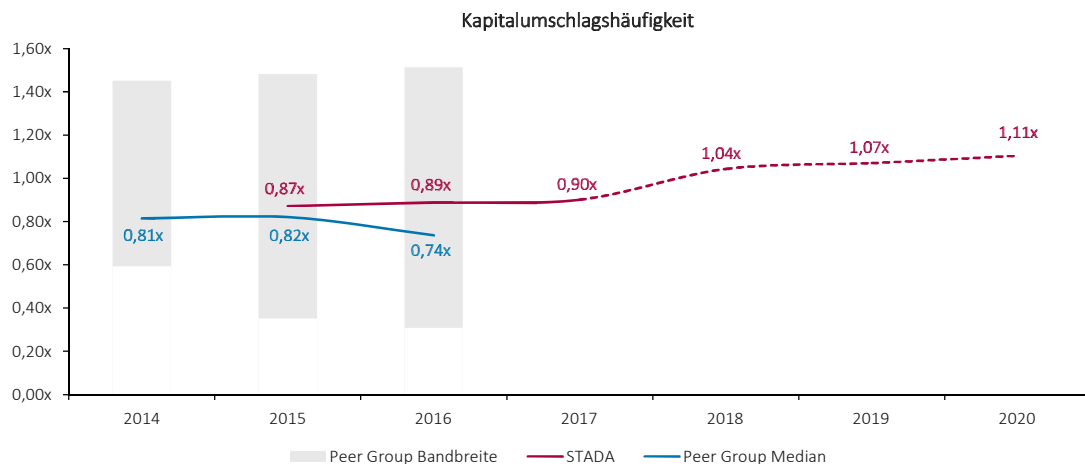


663. Der historische ROCE der STADA lag mit 11,7% im Geschäftsjahr 2015 und mit 12,3% im Geschäftsjahr 2016 in der Mitte der Bandbreite aber zeitweise unter dem historischen Median der Peer Group-Unternehmen. Dieser betrug in den Geschäftsjahren 2014 bis 2016 zwischen 10,9% und 15,3%. Bis zum Geschäftsjahr 2020 plant STADA eine schrittweise Verbesserung des ROCE auf 17,9%.

664. Die Rendite auf das eingesetzte Kapital ergibt sich allgemein aus dem Zusammenspiel zwischen der operativen Marge (EBIT-Marge) und der Kapitalintensität (Kapitalumschlagshäufigkeit):

$$ROCE = \frac{EBIT}{Umsatzerlöse} \times \frac{Umsatzerlöse}{IC}$$

665. Der historisch niedrigere ROCE der STADA ist vor allem auf die im Vergleich zur Peer Group niedrigere Profitabilität zurückzuführen.²⁰³ Auch der positive Effekt auf den ROCE aus einem höheren Kapitalumschlag (STADA 2016: 0,89x; Median Peer Group 2016: 0,74x) konnte die niedrigere Marge nur teilweise kompensieren:



666. Die geplante positive Entwicklung der Rendite auf das eingesetzte Kapital von 12,3% im Geschäftsjahr 2016 auf 17,9% im Geschäftsjahr 2020 ist u.a. durch eine höhere Kapitalumschlagshäufigkeit getrieben. Diese steigt von 0,89x im Geschäftsjahr 2016 auf 1,11x im Geschäftsjahr 2020. Zudem entfällt der Anstieg auf die sich verbessernde operative Marge.

667. Der Anstieg der Kapitalumschlagshäufigkeit auf rd. 1,1x bis zum Geschäftsjahr 2020 liegt weiterhin innerhalb der historisch bei den Peer Group-Unternehmen beobachtbaren Bandbreite und spiegelt das spezifische Geschäftsmodell von STADA wider.

668. Über den Planungszeitraum entwickelt sich der ROCE der STADA in Richtung des mittleren historischen Peer Group-Niveaus über die letzten zehn Geschäftsjahre. Insgesamt erscheint die

²⁰³ Vgl. Rz. 662.

erwartete Rendite auf das eingesetzte Kapital unter Berücksichtigung der Treiber und des spezifischen Geschäftsmodells von STADA plausibel.

4.4.6 Ergebnis zur Analyse der Planungsrechnung

669. Zur Gewährleistung einer konsistenten Ableitung zukünftiger Zahlungsströme und Wachstumsraten sind die wesentlichen Annahmen und Prämissen der Planungsrechnung analysiert und im Rahmen einer Benchmarking-Analyse plausibilisiert worden. Zudem wurde der Planungsprozess analysiert.
670. Die Planungsrechnung wurde im Rahmen des regulären Planungsprozesses von STADA erstellt und basiert auf im Gegenstromverfahren (Bottom-Up/Top-Down) erstellten Planungen der einzelnen Einheiten, welche durch den Vorstand und weitere Führungskräfte der STADA im Rahmen der Planungsgespräche überprüft wurden. Diese Einzelplanungen wurden durch das Controlling zu einer Konzernplanung aggregiert. Insofern enthält die Planungsrechnung detaillierte Einschätzungen der einzelnen Planeinheiten zum Markt- und Wettbewerbsumfeld von STADA, der zukünftigen Ertrags- und Vermögenslage und zudem einzelne Ambitionierungen des Vorstands bzw. der oberen Führungsebenen. Zudem basieren die Annahmen der Planungsrechnung auf dem dokumentierten Unternehmenskonzept der Gesellschaft und den zum Bewertungsstichtag bereits umgesetzten bzw. hinreichend konkretisierten Maßnahmen.
671. Der von der Gesellschaft im März 2017 erstellte und an den Kapitalmarkt kommunizierte strategische Ausblick²⁰⁴ wurde nach Auskunft der Gesellschaft nachgelagert zum regulären Planungsprozess erstellt und vom Vorstand der STADA verabschiedet. Zusätzlich zu den Ergebnissen des regulären Planungsprozesses enthält dieser strategische Ausblick weiterführende Ziele in Bezug auf die Entwicklung des Umsatzerlöswachstums und des EBITDA, die Einschätzungen des ehemaligen Vorstands darstellen, aber nicht den üblichen Bottom-Up-Planungsprozess durchlaufen haben. Zudem konnten Maßnahmen zum Erreichen der dort genannten Zielgrößen zu dem Zeitpunkt der Planung noch nicht in konkrete Maßnahmenpläne umgesetzt werden, so dass diese nicht hinreichend konkretisiert waren i.S.d. der Wurzeltheorie. Aus diesem Grund erachtet der Vorstand der STADA den genannten strategischen Ausblick nicht als relevante Grundlage der Ermittlung des Unternehmenswerts der STADA zum Bewertungsstichtag.
672. Die geplanten Umsatzerlöse basieren auf einer Vielzahl an länder- und portfoliospezifischen Faktoren, welche durch die einzelnen Planungseinheiten berücksichtigt wurden. Hierbei haben wir die Umsatzerlöse anhand der Segmente Generika und Markenprodukte, den Top 7 Ländern und wichtigsten Produkten der Gesellschaft analysiert und jeweils den Marktprognosen von IMS gegenübergestellt. Insgesamt erwartet STADA bereits auf Basis der geplanten Netto-Umsatzerlöse das von IMS prognostizierte Marktwachstum (auf Basis von Brutto-Umsatzerlösen) zu übertreffen. Zudem entspricht das erwartete Wachstum der Umsatzerlöse den Analysteneinschätzungen der Peer Group-Unternehmen.

²⁰⁴ STADA, Investor News: STADA erhöht mittelfristige Wachstumsziele, März 2017.

673. Die geplante Bruttomarge der STADA liegt im Planungszeitraum zwar unter dem Median Peer Group-Marge. Dies war jedoch auch in der Vergangenheit für STADA beobachtbar. Aufgrund der im Businessplan berücksichtigten Initiativen zur Fokussierung auf margenstarke Generika- und Markenprodukte, zur Senkung der Produktionskosten und zur Realisierung von Skaleneffekten verbessert sich die Bruttomarge der STADA im Planungszeitraum und nähert sich dem Peer Group-Niveau an. In diesem Zusammenhang steigt auch die geplante EBITDA-Marge im Planungszeitraum an, liegt jedoch insgesamt unter den historischen und prognostizierten EBITDA-Margen der Peer Group. Beim Vergleich der EBITDA-Margen ist zudem zu berücksichtigen, dass STADA im Planungszeitraum bereits Werbekosten für die Neueinführung von Markenprodukten und die Neupositionierung von Markenprodukten und den Aufbau von Vertriebsstrukturen enthält, denen erst in späteren Perioden die vollen Umsatzerlöse gegenüberstehen. Dies gilt ebenfalls für die Forschungs- und Entwicklungskosten. Aus diesem Grund ist insbesondere in der Konvergenzphase mit weiterem Umsatzerlöswachstum und einer Verbesserung der EBITDA-Marge zu rechnen. Dies gilt ebenfalls für die in der Planungsrechnung enthaltenen Forschungs- und Entwicklungskosten in Bezug auf Biosimilars.
674. In Bezug auf die wesentlichen Bilanzposten des Working Capital geht die Planungsrechnung der STADA davon aus, dass die Vorratsdauer, Debitoren- und Kreditorenlaufzeit zukünftig in der Bandbreite der Peer Group-Unternehmen liegen werden. Zudem wurden die jeweiligen Laufzeiten anhand der historischen Werte der STADA abgeleitet. In Bezug auf die Debitorenlaufzeit entsteht ein leichter Anstieg aufgrund Aufgabe des Factoring im Geschäftsjahr 2018.
675. Das geplante Anlagevermögen der STADA ist insgesamt von einer ansteigenden Investitionsquote geprägt. Diese liegen jedoch insgesamt auf dem durchschnittlichen Niveau der Peer Group und ist insbesondere durch den Ausbau des Vertriebs, der Investitionen in die Erweiterung der eigenen Produktion und die Co-Development-Strategie in Bezug auf Biosimilars sowie die fortlaufende Einlizenzierung neuer Generika zurückzuführen.
676. Die vergleichsweise geringe EBITDA-Marge und eine leicht höhere Umschlaghäufigkeit in Bezug auf das investierte Kapital führen insgesamt zu einem ROCE, der in der Vergangenheit auf Peer Group-Niveau lag. Im Planungszeitraum steigt der geplante ROCE aufgrund des Umsatzerlöswachstums und der steigenden EBITDA-Marge in Verbindung mit einer steigenden Kapitalumschlaghäufigkeit über den Peer Group-Median hinaus.
677. Aufgrund der von uns durchgeführten Analysen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, der Planung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanzplanung inklusive Preis-/Mengengerüst, den Benchmarking-Analysen mit den Peer Group-Unternehmen, den mit den Führungskräften der STADA geführten Gesprächen und der Analyse des Planungsprozesses wird die Auffassung vertreten, dass die Planungsrechnung insgesamt ambitioniert, aber plausibel ist. Die Planungsrechnung wurde mit Ausnahme der Anpassungen der Abschreibungen und Umgliederungen übernommen. Die Bilanzplanung wurde um Sonderwerte, wie die Dividende 2017, die Kaufpreisforderung für das Joint Venture STADA Vietnam J.V. Co. Ltd., die Translationseffekte aus Fremdwährungen, den Kassenbestand und die Minderheitenplanung angepasst. Weitere Anpassungen wurden nicht vorgenommen.

4.5 Konvergenz- und Fortführungsphase

Konvergenzphase

678. Bei der Ermittlung des Werts des Eigenkapitals anhand der DCF-Methode bzw. der Ertragswertmethode wird bei der Diskontierung zukünftiger Zahlungsströme, bei Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens, in mindestens zwei Planungsphasen unterschieden. Die erste Phase (Detailplanungsphase) besteht aus einer endlichen Anzahl von Perioden und umfasst in der Regel 3 bis 5 Jahre. Zwischen der Detailplanungsphase und der Fortführungsphase kann es zweckmäßig sein, eine weitere Zwischenphase (sog. Konvergenz- oder Grobplanungsphase) zu modellieren.²⁰⁵
679. Die DVFA-Empfehlungen teilen den Prognosezeitraum explizit in mindestens zwei Phasen. Die Detailplanungsphase umfasst dabei i.d.R. 3 bis maximal 10 Jahre. Hier sind detaillierte Planungen der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz und der künftigen bewertungsrelevanten Überschüsse zu beschreiben. In einer sich ggf. direkt daran anschließenden sog. Fortführungs- oder Rentenphase wird für die Ermittlung des Fortführungswerts von einer kontinuierlichen Entwicklung der Unternehmensüberschüsse über einen unendlichen Zeitraum mit einer konstanten Wachstumsrate ausgegangen. Befindet sich das Unternehmen noch in Anpassungsphasen, zum Beispiel eines noch nicht nachhaltigen Wachstums, sollte vor der Rentenphase eine Konvergenz- bzw. Grobplanungsphase modelliert werden. Auf diese Weise können außerordentliche Effekte in der Planung angepasst und die Planung in nachhaltige Schätzgrößen überführt werden.
680. Zur Bestimmung der Länge der Konvergenzphase müssen unternehmensspezifische Analysen für die Geschwindigkeit von Konvergenzprozessen hinsichtlich des Unternehmenswachstums und der Unternehmensrentabilität getroffen werden. Auf Basis einer empirischen Untersuchung für Deutschland konnte nachgewiesen werden, dass sich Unternehmenswachstumsraten langfristig einem Zielwert konvergierend annähern.²⁰⁶ Die Konvergenzgeschwindigkeit der Wachstumsraten ist demnach nicht durch die Einflussfaktoren, wie zum Beispiel Branchenkonzentrationsrate, Marktanteil oder Unternehmensgröße erklärbar. Stattdessen ist empirisch feststellbar, dass Wachstumskonvergenzprozesse deutlich schneller verlaufen als eine Konvergenz der Rentabilität.²⁰⁷ Dabei werden Konvergenzprozesse der Rentabilität als der Abbau von Überrenditen definiert. Eine Überrendite liegt vor, wenn die Rendite auf das investierte Kapital über den Kapitalkosten oder den Kapitalrenditen der Vergleichsunternehmen liegt. Die Konvergenz der Rentabilität findet über einen vergleichsweise langen Zeitraum statt und wird u.a. durch branchen- und unternehmensspezifische Konvergenzparameter bestimmt.²⁰⁸
681. Zum Ende des Detailplanungszeitraums im Geschäftsjahr 2020 befindet sich die Gesellschaft noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand, sodass der Planungszeitraum auf Basis der

²⁰⁵ Vgl. WP Handbuch II, 2014, Rz. A 238 für die Begründung zur Verwendung einer Konvergenz- oder Grobplanungsphase.

²⁰⁶ Vgl. Held, Konvergenzprozesse in der Unternehmensbewertung, 2013, S. 148.

²⁰⁷ Vgl. Ebd., S. 184.

²⁰⁸ Vgl. Kreyer, Strategieorientierte Restwertbestimmung in der Unternehmensbewertung, 2009, S.243-245.

o.g. Analysen um eine 3-jährige Konvergenzphase erweitert wurde. Gründe hierfür sind im Wesentlichen, dass die Umsatzerlöse der Gesellschaft im letzten Geschäftsjahr noch mit 6,2% wachsen und zudem aufgrund der Marktprognosen, des umfassenden Generikaportfolios, der starken Marken-Positionierung und der Einführung von Biosimilars nach dem letzten Geschäftsjahr höher als das nachhaltige Wachstum liegen wird. Im Zusammenhang mit dem Wachstum der Umsatzerlöse und den bereits eingeleiteten Maßnahmen zur Effizienzsteigerung ist zudem davon auszugehen, dass sich auch die EBITDA-Marge nach dem letzten Jahr der Detailplanungsphase weiter verbessern wird.

682. In der Konvergenzphase wird die im letzten Geschäftsjahr 2020 erzielte Wachstumsrate der Umsatzerlöse i.H.v. 6,2% über einen Zeitraum von drei Jahren linear auf das für die Fortführungsphase angenommene nachhaltige Niveau²⁰⁹ hingeführt. Besonders im Bereich der Generika ist STADA durch den Kostendruck bei öffentlichen Krankenkassen und dem Wettbewerbsdruck einer langfristigen Preiserosion ausgesetzt. Auch bei OTC-Produkten sind die zukünftigen Wachstumsaussichten durch das allgemeine Wachstum der Kaufkraft der Zielgruppen und dem intensiven Wettbewerb begrenzt. Investitionen in die Entwicklung von neuen Produkten, wie Biosimilars, und eine Internationalisierung gewisser Produkte können die negativen Effekte nur teilweise kompensieren, wodurch langfristig ein Rückgang des Wachstums der Umsatzerlöse auf die nachhaltige Wachstumsrate plausibel erscheint.
683. Für das Bruttoergebnis vom Umsatz wird angenommen, dass die Bruttomarge vom Umsatz aus dem Geschäftsjahr 2020 nahezu unverändert bleibt.
684. Die im letzten Geschäftsjahr 2020 geplante EBITDA-Marge i.H.v. 21,2% wird im Rahmen der Konvergenzphase auf ein nachhaltiges Niveau von 23,0% geführt. Dieses Niveau berücksichtigt den hohen Preiswettbewerb im Generikamarkt, den zukünftigen Produktmix und die erwartete Effizienzsteigerungen. Zudem liegt diese EBITDA-Marge innerhalb der historisch beobachteten und zukünftig erwarteten Bandbreite für die Peer Group-Unternehmen. Da die EBITDA-Marge von STADA in der Vergangenheit und im Planungszeitraum aufgrund des stärkeren Fokus der Peer Group-Unternehmen auf einzelne geografische Märkte und bestimmte Produkte mit höheren Margen unter dem Peer Group-Median lag, erscheint auch in der Konvergenz und der Fortführungsphase eine Orientierung unter dem Peer Group-Median mit Blick auf Spezifika von STADA als Vollsortimenter sachgerecht. Zudem wird hierbei die strategische Entscheidung zur Entwicklung der Biosimilars in Kooperation mit Partnerunternehmen und der daraus zu erwartende langfristige Anstieg der Forschungs- und Entwicklungskosten berücksichtigt.
685. Für das Finanzergebnis wird in der Konvergenzphase angenommen, dass ein steigendes Zinsniveau dazu führt, dass die operativ notwendige Mindestliquidität mit einem ansteigenden Zinssatz von 0,63% bis 1,25% verzinst wird. Der Zinsaufwand errechnet sich anhand des Bestands an verzinslichem Fremdkapital (ohne Pensionsrückstellungen) und einem Zinssatz von 2,25%. Die Pensionsrückstellungen werden langfristig mit einem Zinssatz von 2,0% p.a. verzinst.

²⁰⁹ Siehe zur Ableitung der nachhaltigen Wachstumsrate im Folgenden den Abschnitt „Fortführungsphase“.

686. Die effektive Steuerquote des Geschäftsjahres 2020 i.H.v. 26,7% wird als langfristiges Niveau angesehen und in der Konvergenzphase unverändert fortgeführt.
687. Die Entwicklung des Anlagevermögens über die Konvergenzphase wird durch die geänderte Investitionsstrategie der Gesellschaft bestimmt. Das nachhaltige Niveau der Investition liegt mit einer Quote von 7,0% im Verhältnis zu den Umsatzerlösen unter dem langfristigen Durchschnitt der Peer Group-Unternehmen.
688. Die Vorräte und Forderungen als Hauptbestandteile des aktiven Working Capitals werden über die Konvergenzphase so fortentwickelt, dass die Vorratsdauer 170 Tage und die Debitorenlaufzeit 85 Tage erreicht. Diese Werte entsprechen einem nachhaltigen Peer Group-Niveau und entsprechen der in der Historie realisierten und in der Planung erwarteten Laufzeiten bzw. Dauern.
689. Die liquiden Mittel orientieren sich in der Konvergenzphase an der operativ notwendigen Mindestkasse und konvergieren somit auf einen Anteil an den Umsatzerlösen i.H.v. 5,8%. Diese operative Mindestkasse entspricht der Einschätzung der Gesellschaft zum operativ notwendigen Mindestkassenbestand.
690. Die Entwicklung des Eigenkapitals erfolgt integriert unter Berücksichtigung des Jahresergebnisses der jeweiligen Periode und der Dividendenausschüttungen. Hierbei werden die über den operativen Mindestkassenbestand hinaus gehenden liquiden Mittel vollständig ausgeschüttet.
691. Die Annahmen in Bezug auf die Entwicklung des verzinslichen Fremdkapitals in der Konvergenzphase ergeben sich aus der Fortführung der im Detailplanungszeitraum geplanten Dividendenausschüttungen. Darüber hinaus gehende finanzielle Überschüsse werden zur Tilgung von verzinslichen Verbindlichkeiten verwendet. Der Verschuldungsgrad der STADA liegt am Ende der Konvergenzphase im Geschäftsjahr 2023 auf dem Niveau der Peer Group.
692. Die unverzinslichen Verbindlichkeiten werden im Fall der Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistungen über eine Ziel-Kreditorenlaufzeit von 105 Tagen gesteuert. Diese liegt auf historischem Niveau und innerhalb der historischen Bandbreite der Peer Group-Unternehmen. Die restlichen Posten werden mit konstanten Anteilen an den Umsatzerlösen fortentwickelt.
693. Die soeben dargestellten Annahmen für die Konvergenzphase führen im Ergebnis dazu, dass die Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) von 17,9% im Geschäftsjahr 2020 auf 18,4% im Geschäftsjahr 2023 steigt. Betrachtet man den ROCE der Peer Group-Unternehmen über einen längeren Zeitraum, so befindet sich eine Rendite innerhalb einer Bandbreite zwischen dem 10-Jahres-Durchschnitt von 19,5% und dem Median von 16,9% im gleichen Zeitraum.
694. Die getroffenen Annahmen stellen sicher, dass sich zum Ende der Konvergenzphase die finanziellen Überschüsse in einem eingeschwungenen Zustand befinden. Zudem befindet sich auch die langfristige Rendite auf das eingesetzte Kapital innerhalb der langfristigen branchenüblichen Bandbreite.

Fortführungsphase

695. Die Fortführungsphase beschreibt anschließend eine Schätzgröße eines nachhaltigen Ertragsniveaus bei konstantem Wachstum.²¹⁰ Diese nachhaltige Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse ist die Rate, mit der alle Planungsposten wachsen müssen, damit ein nachhaltiger und eingeschwungener Zustand der Gesellschaft erreicht und abgebildet werden kann. Das gleichmäßige Wachstum aller Posten der Gewinn- und Verlustrechnung und aller Bilanzposten zu Buchwerten stellt neben einer konstanten nachhaltigen operativen Profitabilität auch einen konstanten Vermögensumschlag, Verschuldungsgrad und Kapitalrentabilität sicher.
696. Bei der Planungsrechnung der STADA handelt es sich um eine nominale Planung. Bei der Diskussion von nachhaltigem Wachstum der finanziellen Überschüsse für den Ansatz der Ewigen Rente muss auf nominales Wachstum abgestellt werden. Dieses setzt sich ökonomisch aus Preissteigerungen bzw. inflationsbedingtem Wachstum und realem Wachstum zusammen. Reales Wachstum wiederum kann Mengenwachstum und Struktureffekte (Produktmixverschiebungen) enthalten. In der Bewertungspraxis wird bei der Prognose der Fortführungsphase regelmäßig ausschließlich von inflationsbedingtem Wachstum ausgegangen.²¹¹ Die Berücksichtigung von realem Wachstum über die Detailplanungsphase hinaus erfolgt häufig nicht. Da für die Schätzung der nachhaltigen Wachstumsrate jedoch die nominale Branchenwachstumsrate und die Marktposition des Unternehmens relevant ist, ist es notwendig, zur Schätzung der nachhaltigen, nominalen Wachstumsrate neben preisbedingtem Wachstum auch andere Komponenten – insbesondere mengeninduziertes Wachstum – einzubeziehen.
697. Bei der Diskussion von erwartetem Preiswachstum ist zu berücksichtigen, dass einzelne Branchen oder einzelne Unternehmen individuellen Inflationsraten unterliegen können, welche von Verbraucherpreisindizes abweichen. Zur Beurteilung der langfristigen Wachstumsrate werden dabei zunächst grundsätzlich verschiedene Studien des Internationalen Währungsfonds und der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung („OECD“) sowie weiteren Institutionen wie bspw. den jeweiligen Zentralbanken herangezogen. Schätzgrundlage für langfristige Inflationsraten bieten die entsprechenden Inflationsziele der Zentralbanken, welche unter Zuhilfenahme von geldpolitischen Maßnahmen verfolgt werden. Zum Bewertungsstichtag wird bedeutender Anteil der Umsatzerlöse in der Eurozone realisiert. Da auch die Planung des Bewertungsobjekts vollständig in Euro erfolgt, muss bei Inflation ebenfalls schwerpunktmäßig auf diese Währung abgestellt werden. Die Europäische Zentralbank verfolgt ein Inflationsziel von 2,0% für Europa.²¹² Bereits in der Vergangenheit war zu beobachten, dass das inflationäre Wachstum regelmäßig um den durch die Zentralbanken angegebenen Zielwert schwankt. Eine einführende Analyse hierzu wurde bereits im Rahmen des Kapitels „Makroökonomische Situation und Ausblick“ vorgenommen. In der Eurozone liegt die tatsächliche (durchschnittliche) Inflationsrate regelmäßig unterhalb von 2,0% in einer Bandbreite von 0,7 bis 1,6%.²¹³ Zudem wird zwar in Großbritannien eine Inflationsrate von durchschnittlich 2,4% erwartet,

²¹⁰ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 63 ff.

²¹¹ Vgl. WP Handbuch II, 2014, Rz. A 390 f.

²¹² Vgl. Europäische Zentralbank, 2011, S. 7, S. 64.

²¹³ Vgl. Kapitel 2.3.3.3.

allerdings fiel diese historisch deutlich niedriger aus. In Russland wird eine durchschnittliche Inflation von 4,0% erwartet, die jedoch in hohem Maß abhängig ist von der Entwicklung des Ölpreises.

698. Neben der Entwicklung der Inflation ist das erwartete reale Wachstum zu betrachten. Auf Basis der Analyse des realen Wachstums des BIP in Vergangenheit und der Prognosen des IWF ergeben sich in den relevanten Absatzmärkten von STADA reale Wachstumsraten in einer Bandbreite von ca. 0,5% bis 1,7% p.a. Auch das historische und erwartete reale BIP Wachstum in Großbritannien und Russland liegt auf ähnlichem Niveau.
699. Darüber hinaus ist STADA in einem Marktumfeld tätig, dass zwar einerseits aufgrund des Auslaufs von Patenten für Originalpräparate weiterhin von einem Mengenwachstum im Generikamarkt geprägt sein wird. Gleichzeitig ist jedoch der Generikamarkt auch von einer relativ hohen Transparenz, hohem regulatorischen Einfluss, hohem Wettbewerb und zudem hohem Preisdruck aufgrund des beschränkten Budgets im Gesundheitswesen geprägt. Des Weiteren herrscht trotz der guten Positionierung von STADAs Markenprodukten im Markenproduktmarkt ein hoher Wettbewerbs- und Preisdruck. Zusätzlich ist in den Nischenmärkten, wie zum Beispiel in Großbritannien, das Wachstumspotential insgesamt beschränkt. Gleichzeitig sind die Möglichkeiten zur Steigerung der Profitabilität durch Produktmixverschiebungen und Skaleneffekte im Portfolio langfristig begrenzt, sodass das Wachstum der langfristigen finanziellen Überschüsse nicht nur durch den Preisdruck beeinflusst wird, sondern auch von einer fehlenden Möglichkeit zusätzlicher Kostensenkungen. Ferner verfügt STADA nur teilweise über Anpassungsmöglichkeiten der Einkaufspreise, sodass STADA im Zusammenhang mit dem hohen Preisdruck langfristig steigende Einkaufspreise nur teilweise über Preisanpassungen an Kunden weitergeben kann.
700. In einer Gesamtbeurteilung aller Wachstumskomponenten wurde insbesondere vor dem Hintergrund des intensiven Markt- und Wettbewerbsumfelds und dem nachhaltigen Preiserosionsmechanismus eine nachhaltige Wachstumsrate von 1,25% gewählt.²¹⁴ Da wir zur Darstellung von Wertsensitivitäten in Bezug auf den Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern, anstatt der von uns als angemessen erachteten Marktrisikoprämie von 6,0% nach persönlichen Steuern (bzw. 7,0% vor persönlichen Steuern) auch eine Berechnung des Werts des Eigenkapitals mit einer Marktrisikoprämie von 5,5% nach persönlichen Steuern (bzw. 6,25% vor persönlichen Steuern) vornehmen, erachten wir für letztere Betrachtung eine nachhaltige Wachstumsrate von 1,0% zur Berücksichtigung von Wechselwirkungen für sachgerecht.

²¹⁴ Vgl. Kapitel 2.3.4 und Kapitel 2.3.6.

4.6 Übersicht wesentlicher Kennzahlen und Werttreiber

701. Abschließend werden die Gewinn- und Verlustrechnungen und Planbilanzen dargestellt, welche für die Ableitung der Cashflows-to-Equity maßgeblich sind, und durch die Übersicht der finanziellen Werttreiber (Kennzahlen) zusammengefasst:

Gewinn- und Verlustrechnung:

Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Mio.	Bereinigte Historie					Planung			Konvergenz			TV
	2014	2015	2016	BE	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Umsatzerlöse	2.053,6	2.115,1	2.139,2	2.304,2	2.414,5	2.520,8	2.676,9	2.798,6	2.879,7	2.915,7	2.952,2	
Wachstum in %	-	3,0%	1,1%	7,7%	4,8%	4,4%	6,2%	4,5%	2,9%	1,3%	1,3%	
Herstellungskosten	-1.055,7	-1.092,2	-1.092,8	-1.149,9	-1.177,4	-1.190,9	-1.272,3	-1.333,7	-1.376,9	-1.394,1	-1.411,5	
Bruttoergebnis vom Umsatz	997,9	1.022,9	1.046,4	1.154,2	1.237,1	1.329,9	1.404,6	1.464,9	1.502,8	1.521,6	1.540,6	
in % der Umsatzerlöse	48,6%	48,4%	48,9%	50,1%	51,2%	52,8%	52,5%	52,3%	52,2%	52,2%	52,2%	
Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten	-611,2	-658,7	-670,3	-726,3	-780,3	-811,0	-848,1	-851,2	-839,5	-850,0	-860,6	
davon Vertriebskosten	-458,4	-482,6	-488,3	-526,2	-570,0	-611,9	-644,4	-651,2	-637,9	-645,9	-654,0	
davon allgemeine Verwaltungskosten	-152,8	-176,0	-182,0	-200,0	-210,3	-199,1	-203,7	-200,0	-201,6	-204,1	-206,7	
Forschungs- und Entwicklungskosten	-56,9	-65,0	-65,1	-72,9	-85,6	-89,4	-99,5	-123,5	-147,1	-149,0	-150,8	
Sonstige Erträge	15,8	17,0	11,8	46,0	2,7	1,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	
Andere Aufwendungen	-23,2	-31,0	-27,8	-71,2	-25,5	-25,8	-25,2	-28,0	-30,6	-30,9	-31,3	
EBIT	322,4	285,3	295,1	329,9	348,4	405,4	432,4	462,9	486,3	492,4	498,5	
in % der Umsatzerlöse	15,7%	13,5%	13,8%	14,3%	14,4%	16,1%	16,2%	16,5%	16,9%	16,9%	16,9%	
Summe Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	109,5	104,1	102,9	105,2	134,7	137,0	136,0	156,7	177,3	179,5	181,8	
EBITDA	431,9	389,4	398,0	435,2	483,1	542,4	568,4	619,6	663,6	671,9	680,3	
in % der Umsatzerlöse	21,0%	18,4%	18,6%	18,9%	20,0%	21,5%	21,2%	22,1%	23,0%	23,0%	23,0%	
Finanzergebnis	-69,1	-64,4	-50,9	-42,8	-46,1	-44,1	-39,0	-26,5	-25,4	-25,7	-26,1	
Ergebnis vor Ertragsteuern	253,3	220,9	244,2	287,1	302,3	361,3	393,5	436,5	460,9	466,6	472,5	
in % der Umsatzerlöse	12,3%	10,4%	11,4%	12,5%	12,5%	14,3%	14,7%	15,6%	16,0%	16,0%	16,0%	
Ertragsteuern	-61,4	-48,6	-58,4	-76,5	-83,1	-98,5	-105,1	-116,5	-123,1	-124,6	-126,2	
Effektive Steuerrate (in %)	24,2%	22,0%	23,9%	26,6%	27,5%	27,2%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	191,9	172,3	185,8	210,6	219,2	262,9	288,4	319,9	337,8	342,0	346,3	
in % der Umsatzerlöse	9,3%	8,1%	8,7%	9,1%	9,1%	10,4%	10,8%	11,4%	11,7%	11,7%	11,7%	
Minderheitenanteil	5,6	6,5	8,5	4,7	-	-	-	-	-	-	-	

Planbilanz:

Bilanz

in EUR Mio. per 31. Dezember

	Bereinigte Historie					Planung		Konvergenz			TV	
	2014	2015	2016	BE	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Immaterielle Vermögenswerte	1.631,5	1.649,0	1.582,4		1.501,4	1.470,8	1.496,7	1.534,1	1.566,5	1.585,7	1.605,5	1.625,5
Sachanlagen	305,4	321,6	322,7		337,8	369,9	389,3	406,4	416,3	421,4	426,7	432,0
Finanzanlagen	12,6	14,5	16,1		19,3	19,8	20,4	20,9	20,9	20,9	21,2	21,4
Anlagevermögen	1.949,6	1.985,1	1.921,2		1.858,5	1.860,5	1.906,4	1.961,4	2.003,7	2.028,0	2.053,3	2.079,0
Vorräte	498,8	501,5	484,9		496,8	546,4	564,4	605,9	632,5	650,2	658,3	666,6
Forderungen	502,8	485,9	489,1		503,2	595,5	623,0	632,7	661,1	679,9	688,4	697,0
Liquide Mittel	164,2	143,2	352,6		149,1	83,2	107,0	127,5	147,8	167,0	169,1	171,2
Sonstiges Umlaufvermögen	170,7	137,6	171,9		102,6	112,5	121,5	150,8	157,6	162,2	164,2	166,3
Aktive latente Steuern	49,4	34,1	20,8		25,5	25,2	25,6	25,9	27,0	27,8	28,2	28,5
Umlaufvermögen	1.385,9	1.302,3	1.519,3		1.277,3	1.362,8	1.441,5	1.542,7	1.626,0	1.687,1	1.708,2	1.729,6
Summe Aktiva	3.335,5	3.287,4	3.440,4		3.135,7	3.223,3	3.347,9	3.504,1	3.629,8	3.715,1	3.761,6	3.808,6
Eigenkapital	903,3	1.018,5	1.047,1		949,9	1.080,8	1.157,8	1.286,9	1.368,6	1.423,1	1.440,9	1.458,9
Rückstellungen	17,4	22,5	20,3		17,6	15,9	16,4	17,2	18,0	18,5	18,7	19,0
Passive latente Steuern	166,7	160,2	116,4		99,0	96,5	93,6	91,4	95,5	98,3	99,5	100,8
Verzinsliche Verbindlichkeiten	1.524,9	1.390,0	1.510,1		1.364,3	1.272,8	1.264,2	1.252,5	1.252,5	1.252,5	1.268,2	1.284,1
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	723,1	696,1	746,6		704,8	757,3	815,9	856,1	895,1	922,7	934,3	945,9
Summe Passiva	3.335,5	3.287,4	3.440,4		3.135,7	3.223,3	3.347,9	3.504,1	3.629,8	3.715,1	3.761,6	3.808,6

Wesentliche Kennzahlen und Werttreiber:

	Bereinigte Historie					Planung			Konvergenz			TV
	2014	2015	2016	BE	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
in EUR Mio.												
Umsatzerlöse	2.053,6	2.115,1	2.139,2	2.304,2	2.304,2	2.414,5	2.520,8	2.676,9	2.798,6	2.879,7	2.915,7	2.952,2
Wachstum in %	-	3,00%	1,14%	7,71%	7,71%	4,79%	4,40%	6,19%	4,55%	2,90%	1,25%	1,25%
EBITDA	431,9	389,4	398,0	435,2	435,2	483,1	542,4	568,4	619,6	663,6	671,9	680,3
in % der Umsatzerlöse	21,0%	18,4%	18,6%	18,9%	18,9%	20,0%	21,5%	21,2%	22,1%	23,0%	23,0%	23,0%
EBIT	322,4	285,3	295,1	329,9	329,9	348,4	405,4	432,4	462,9	486,3	492,4	498,5
in % der Umsatzerlöse	15,7%	13,5%	13,8%	14,3%	14,3%	14,4%	16,1%	16,2%	16,5%	16,9%	16,9%	16,9%
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	191,9	172,3	185,8	210,6	210,6	219,2	262,9	288,4	319,9	337,8	342,0	345,3
in % der Umsatzerlöse	9,3%	8,1%	8,7%	9,1%	9,1%	9,1%	10,4%	10,8%	11,4%	11,7%	11,7%	11,7%
NOPLAT	245,2	223,5	226,6	289,4	289,4	239,1	281,6	305,1	335,6	353,5	357,9	362,4
in % der Umsatzerlöse	11,9%	10,6%	10,6%	12,6%	12,6%	9,9%	11,2%	11,4%	12,0%	12,3%	12,3%	12,3%
Anlagevermögen	1.949,6	1.985,1	1.921,2	1.858,5	1.858,5	1.860,5	1.906,4	1.961,4	2.003,7	2.028,0	2.053,3	2.079,0
Wachstum in %	n.a.	1,83%	-3,22%	1,1x	1,2x	0,11%	2,47%	2,88%	2,16%	1,21%	1,25%	1,25%
Umschlagshäufigkeit	n.a.	1,1x	1,1x	1,2x	1,2x	1,3x	1,4x	1,4x	1,4x	1,4x	1,4x	1,4x
Anlagevermögen in % der UE	n.a.	92,2%	92,8%	83,4%	83,4%	77,0%	73,8%	71,2%	70,1%	69,6%	69,6%	69,6%
Brutto-Investitionen (CAPEX)	n.a.	-178,2	-172,7	-138,6	-138,6	-136,2	-182,3	-190,4	-199,0	-201,6	-204,6	-207,2
in % der Umsatzerlöse	n.a.	-8,4%	-8,1%	-6,0%	-6,0%	-5,6%	-7,2%	-7,1%	-7,1%	-7,0%	-7,0%	-7,0%
Net Working Capital	478,7	423,3	636,0	455,8	455,8	493,1	515,6	578,1	617,4	647,6	655,7	663,9
Wachstum in %	n.a.	-11,56%	50,23%	-28,33%	-28,33%	8,19%	4,57%	12,11%	6,80%	4,90%	1,25%	1,25%
Umschlagshäufigkeit	n.a.	4,4x	5,1x	3,6x	3,6x	5,3x	5,1x	5,2x	4,8x	4,7x	4,5x	4,5x
DIH (Herstellungskosten)	170,1x	165,3x	159,7x	155,5x	155,5x	167,1x	170,6x	171,4x	170,7x	170,0x	170,0x	170,0x
DSO (Umsatzerlöse)	88,1x	82,7x	82,3x	78,6x	78,6x	88,8x	89,0x	85,1x	85,0x	85,0x	85,0x	85,0x
DPO (Herstellungskosten)	116,2x	108,3x	111,0x	101,5x	101,5x	101,8x	101,2x	103,8x	104,4x	105,0x	105,0x	105,0x
Investiertes Kapital (aktivisch)	2.428,2	2.408,5	2.557,2	2.314,3	2.314,3	2.353,6	2.422,0	2.539,4	2.621,1	2.675,6	2.709,1	2.742,9
Wachstum in %	n.a.	-0,81%	6,17%	-9,50%	-9,50%	1,70%	2,91%	4,85%	3,22%	2,08%	1,25%	1,25%
Umschlagshäufigkeit	n.a.	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	1,0x	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x
Verzinsliche Verbindlichkeiten	1.524,9	1.390,0	1.510,1	1.364,3	1.364,3	1.272,8	1.264,2	1.252,5	1.252,5	1.252,5	1.268,2	1.284,1
Verzinsliches Fremdkapital/EBITDA	3,5x	3,6x	3,8x	3,1x	3,1x	2,6x	2,3x	2,2x	2,0x	1,9x	1,9x	1,9x
Eigenkapital (Buchwert)	903,3	1.018,5	1.047,1	949,9	949,9	1.080,8	1.157,8	1.286,9	1.368,6	1.423,1	1.440,9	1.458,9
Fremdkapitalquote (zu Buchwerten)	62,8%	57,7%	59,1%	59,0%	59,0%	54,1%	52,2%	49,3%	47,8%	46,8%	46,8%	46,8%
Verschuldungsgrad (zu Buchwerten)	168,8%	136,5%	144,2%	143,6%	143,6%	117,8%	109,2%	97,3%	91,5%	88,0%	88,0%	88,0%
Eigenkapital (zu Marktwerten nach Steuern)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.318,4	4.539,9	4.687,6	4.869,5	4.995,0	5.089,0	5.152,6
Fremdkapitalquote (zu Marktwerten nach Steuern)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	22,8%	21,8%	21,1%	20,5%	20,0%	19,9%	19,9%
Verschuldungsgrad (zu Marktwerten nach Steuern)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	29,5%	27,8%	26,7%	25,7%	25,1%	24,9%	24,9%
Rendite des eingesetzten Kapitals (ROCE)	n.a.	11,7%	12,3%	12,9%	12,9%	15,1%	17,2%	17,9%	18,2%	18,6%	18,4%	18,4%
Rendite des investierten Kapitals (ROIC)	n.a.	9,2%	9,4%	11,3%	11,3%	10,3%	12,0%	12,6%	13,2%	13,5%	13,4%	13,4%
Eigenkapitalrendite (ROE)	n.a.	19,1%	18,2%	20,1%	20,1%	23,1%	24,3%	24,9%	24,9%	24,7%	24,0%	24,0%

5. KAPITALISIERUNGSZINSSATZ

702. Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftig zu erwartenden Cashflow-to-Equity mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Zinssatz wird aus dem (erwarteten) Ertrag und dem Preis der im Vergleich zum Bewertungsobjekt besten alternativen Kapitalverwendung gebildet. Ökonomisch gesehen bildet der Kapitalisierungszinssatz die Entscheidungsalternative eines Investors ab, der die Rendite seiner Investition in das zu bewertende Unternehmen mit der Rendite einer entsprechenden Alternativanlage in Unternehmensanteilen vergleicht. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert dann die Rendite einer, zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten, Alternativanlage, wenn diese dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.²¹⁵
703. Im vorliegenden Fall wird zunächst der Cashflow-to-Equity-Ansatz der DCF-Methode für die Wertermittlung vor persönlichen Steuern nach IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen verwendet. Zudem wird der Kapitalisierungszinssatz im Rahmen der unmittelbaren Typisierung der Ertragswertmethode nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern ermittelt.
704. Der Cashflow-to-Equity, der als Grundlage für die Wertermittlung nach dem Cashflow-to-Equity-Ansatz dient, ist der Zahlungsstrom, der den Eigenkapitalgebern zufließt. Demnach wird der Cashflow-to-Equity mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern diskontiert, die den durchschnittlichen Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber entsprechen. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten werden periodenspezifisch berechnet.
705. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten werden folgendermaßen bestimmt:

$$r_{EK}^V = r_f(v. pers. Steuern) + \beta_V \times MRP_{v. pers. Steuern}$$

mit

r_{EK}^V : Verschuldete Eigenkapitalkosten

$r_f(v. pers. Steuern)$: Risikoloser Basiszinssatz (vor persönlichen Steuern)

β_V : Verschuldeter Betafaktor („levered Betafaktor“)

$MRP_{v. pers. Steuern}$: Marktrisikoprämie (vor persönlichen Steuern)

706. Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolien) in Betracht.

²¹⁵ Vgl. IDW S 1, Rz. 113 ff.

Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderten Risikoprämie zerlegen.

707. Die dargestellte Vorgehensweise zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern ist analog auch mit Größen nach persönlichen Steuern anwendbar.

5.1 Eigenkapitalkosten

5.1.1 Basiszinssatz

708. Der Basiszinssatz repräsentiert die Rendite einer (quasi) risikofreien und fristadäquaten Anlage. Für die Schätzung des Basiszinssatzes kann die Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen zugrunde gelegt werden, da die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten, fristadäquaten Zerobondfaktoren die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz gewährleisten. Die Zinsstruktur zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko.
709. Zur Schätzung der Zinsstrukturkurve²¹⁶ kann auf die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank oder der EZB zurückgegriffen werden. Bei Verwendung einer Zinsstrukturkurve ist grundsätzlich für jedes Jahr mit dem entsprechenden laufzeitadäquaten Zinssatz zu diskontieren. Alternativ kann aus der Zinsstrukturkurve auch ein einheitlicher Basiszinssatz über den gesamten Zeitraum, d.h. beginnend mit dem ersten Jahr, berechnet und verwendet werden (sog. barwertäquivalenter Zins).
710. Auf dieser Grundlage gehen wir zum Bewertungsstichtag von einem einheitlichen Basiszinssatz von 1,25% vor persönlichen Steuern aus. Nach Berücksichtigung der Abgeltungsteuer i.H.v. 25% und dem Solidaritätszuschlag i.H.v. 5,5% ergibt sich ein einheitlicher Basiszinssatz nach persönlichen Steuern von 0,92%.

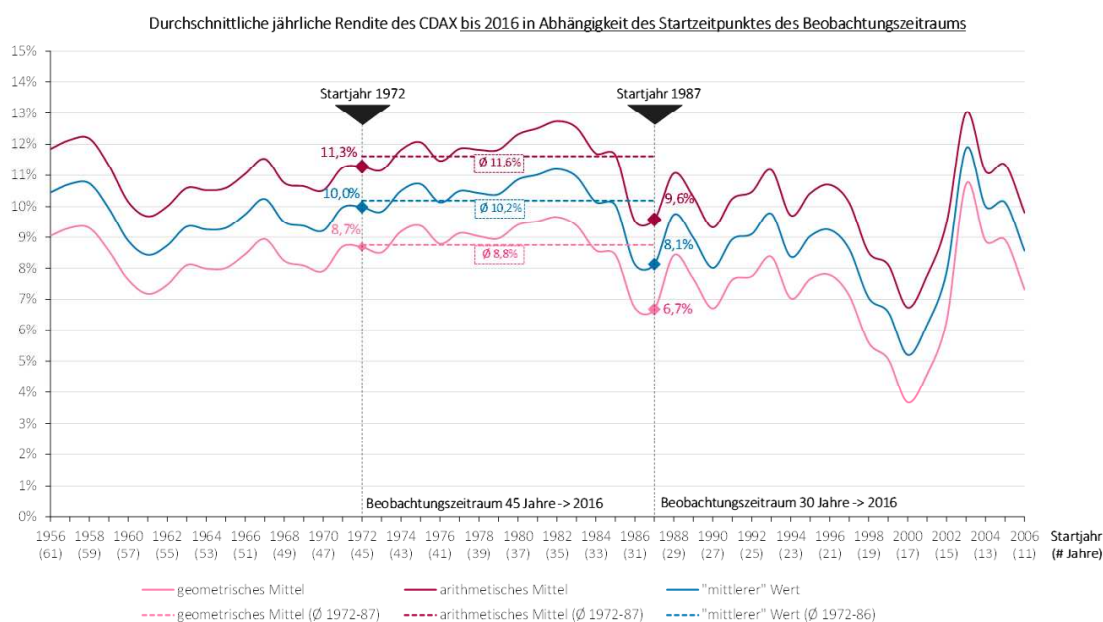
5.1.2 Risikozuschlag

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

²¹⁶ Schätzung anhand der Svensson-Methode.

Marktrisikoprämie

712. Die Marktrisikoprämie wird als Differenz zwischen dem Erwartungswert der langfristigen Renditen eines Marktportfolios, bestehend aus riskanten Wertpapieren, und dem zum Bewertungsstichtag aktuellen risikolosen Basiszinssatz, der durch die (quasi) risikofreie Verzinsung von Staatsanleihen repräsentiert wird, definiert.
713. Kapitalmarktuntersuchungen haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarmen Gläubigerpapieren. Historisch beobachtbare Gesamtrenditen für ein Marktportfolio bewegen sich – in Abhängigkeit vom Betrachtungszeitraum und der Art der Mittelwertbildung – langfristig in einer Bandbreite von 8,8% bis 11,6% vor persönlichen Steuern:²¹⁷

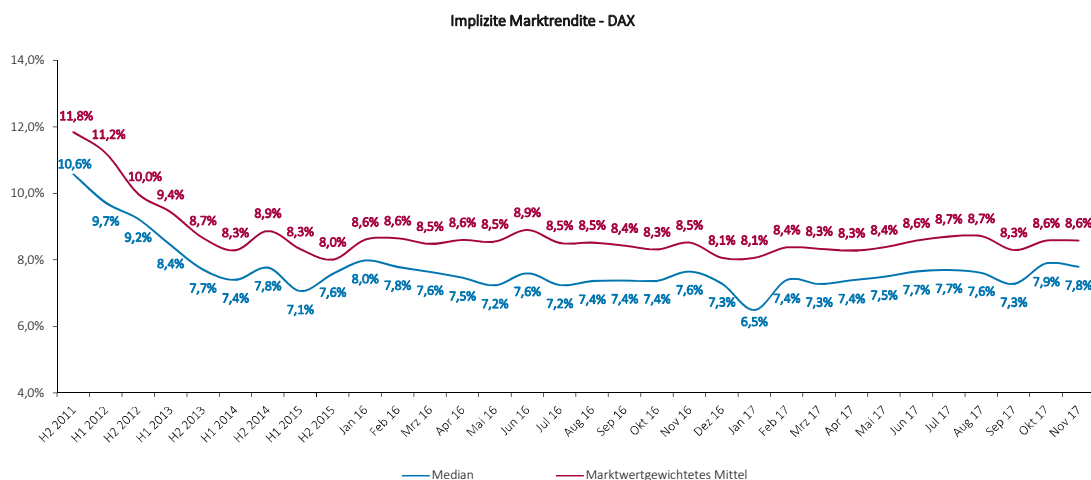


714. Da historische berechnete Gesamtrenditen abhängig vom Betrachtungszeitraum sind und historische Zeitreihen durch die Finanzmarktkrise seit 2007 sowie durch die aktuelle Niedrigzinsphase beeinflusst sind, können hier Sensitivitäten in den Ergebnissen entstehen. Daher können zudem anhand der Schätzungen von Analysten historische implizite Marktrenditen abgeleitet werden. Diese liegen im Zeitraum H2 2011 bis zum Bewertungsstichtag für den DAX²¹⁸ im

²¹⁷ Eigene Analyse unter Berücksichtigung verschiedener Laufzeiten und des CDAX als Marktportfolio.

²¹⁸ Da für die Unternehmen des CDAX keine ausreichenden Analystenprognosen vorlagen, wurde hier auf den DAX abgestellt.

marktwertgewichteten Durchschnitt in einer Bandbreite von 8,0% bis 11,8% vor persönlichen Steuern:



715. Aus diesen Analysen ergeben sich keine Anhaltspunkte dafür, dass Investoren in Zukunft eine andere Gesamttrendite fordern. Unter Einbezug des unteren Endes der Bandbreite und Abzug des Basiszinssatzes schätzen wir eine Bandbreite der Marktrisikoprämie von 7,0% bis 7,5% vor persönlichen Steuern. Auf Basis aktueller Kapitalmarktdaten (November 2017) bewegt sich die implizite Marktrisikoprämie von 7,25% mit einer impliziten Markttrendite von 8,6% und einem ungerundeten Basiszinssatz von 1,35% ebenfalls in dieser Bandbreite.
716. Gemäß der Empfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW („FAUB“) vom 19. September 2012, ist aufgrund der sich aktuell veränderten Risikotoleranz eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. 5,5% bis 7,0% zu unterstellen.²¹⁹ An dieser Empfehlung hält der FAUB nach einer Mitteilung über die 118. Sitzung des FAUB im Jahr 2016 fest, zuletzt bekräftigt am 8. Februar 2017. Für die Nachsteuerbetrachtung hat der FAUB eine Bandbreite von 5,0% bis 6,0% festgelegt. Anhand der von uns durchgeführten Kapitalmarktuntersuchungen kann jedoch unter Berücksichtigung des aktuellen risikolosen Basiszinssatzes auch eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern oberhalb der vom FAUB empfohlenen Bandbreite gerechtfertigt werden.²²⁰
717. Da die aktuellen Kapitalmarktdaten auf eine Marktrisikoprämie größer als 7,0% vor persönlichen Steuern hindeuten, halten wir bei der Ermittlung des Ertragswerts nach IDW S 1 vor persönlichen Steuern das obere Ende der Bandbreite i.H.v. 7,0% und bei der Betrachtung nach persönlichen Steuern das obere Ende der Bandbreite i.H.v. 6,0% für angemessen.
718. Da es jedoch auch marktüblich ist, bei aktienrechtlichen Bewertungen mit der Mitte der empfohlenen IDW-Bandbreite zu rechnen, haben wir für Zwecke von Sensitivitätsanalysen ebenfalls

²¹⁹ Vgl. Protokoll zur 108. Sitzung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW vom 19. September 2012.

²²⁰ Vgl. Kapitel 5.4.1.2.

mit einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 6,25% und nach persönlichen Steuern von 5,5% gerechnet. Aus Konsistenzgründen muss jedoch der Ansatz einer niedrigeren MRP auch mit einer niedrigeren nachhaltigen Wachstumsrate einhergehen, was wir ebenfalls in den Sensitivitätsanalysen abgebildet haben.

719. Auch die alternative Anwendung des sog. Globalen CAPM würde zu keinen niedrigeren Eigenkapitalkosten führen. Der Basiszinssatz, der im Rahmen des globalen CAPM in Anlehnung an amerikanische Treasury Bonds mit einer Laufzeit von 30 Jahren ermittelt wird, liegt aktuell bei rund 2,8%. Die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern liegt systematisch über der U.S.-Marktrisikoprämie von aktuell 5,5% bis 6,0%,²²¹ da sog. Länderrisiken (im Vergleich zum U.S.-Markt) zusätzlich beim globalen CAPM zu berücksichtigen sind. Dies deckt sich auch mit der impliziten Marktrendite für den MSCI World, die aktuell bei rund 8,7% liegt.²²²

Betafaktor

720. Die zuvor diskutierte Marktrisikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Das unternehmens- und branchenspezifische Risiko wird nach dem CAPM im sogenannten Betafaktor ausgedrückt.

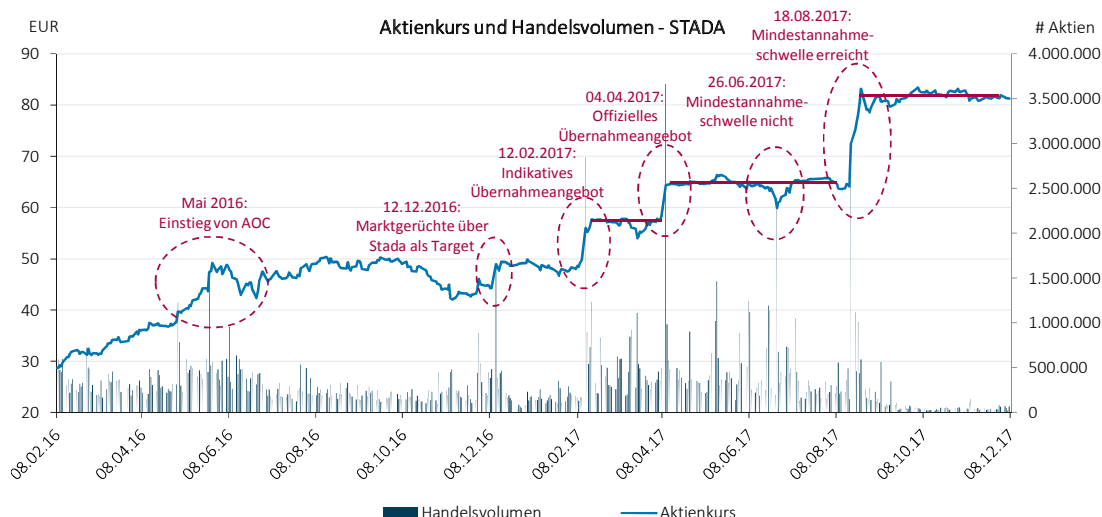
Betafaktor der STADA-Aktie

721. Da STADA ein börsennotiertes Unternehmen ist, kann zur Schätzung eines angemessenen Betafaktors zunächst der eigene Betafaktor der STADA herangezogen werden, sofern dieser einen adäquaten Schätzer für das in der Planungsrechnung abgebildete Risiko des Geschäftsmodells von STADA angemessen repräsentiert. Dies ist insbesondere zutreffend, wenn die Unternehmensstrategie und –ausrichtung der Vergangenheit im Wesentlichen auch in der Zukunft fortgeführt werden sollen und der Aktienkurs als Grundlage für die Ermittlung des Betafaktors im relevanten Beobachtungszeitraum nicht durch Sondereinflüsse verzerrt ist.

²²¹ Vgl. Duff & Phelps, <https://www.duffandphelps.com/insights/publications/cost-of-capital/us-equity-risk-premium-recommendation-2017>; A. Damodaran, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, beide Stand vom 11. Dezember 2017.

²²² Die implizite Marktrendite des MSCI World wurde basierend auf einer aktuellen Schätzung des Forward P/E-Multiplikators i.H.v. 16,2x (<https://www.yardeni.com/pub/mscipe.pdf>) und unter Anwendung eines Gordon Growth-Modells mit einer Wachstumsrate von 2,0% bestimmt.

722. In Anbetracht der unveränderten strategischen Grundausrichtung von STADA wird im Folgenden der Aktienkursverlauf der STADA ab Februar 2016 im Hinblick auf wesentliche Einflüsse und Auffälligkeiten detailliert analysiert.²²³



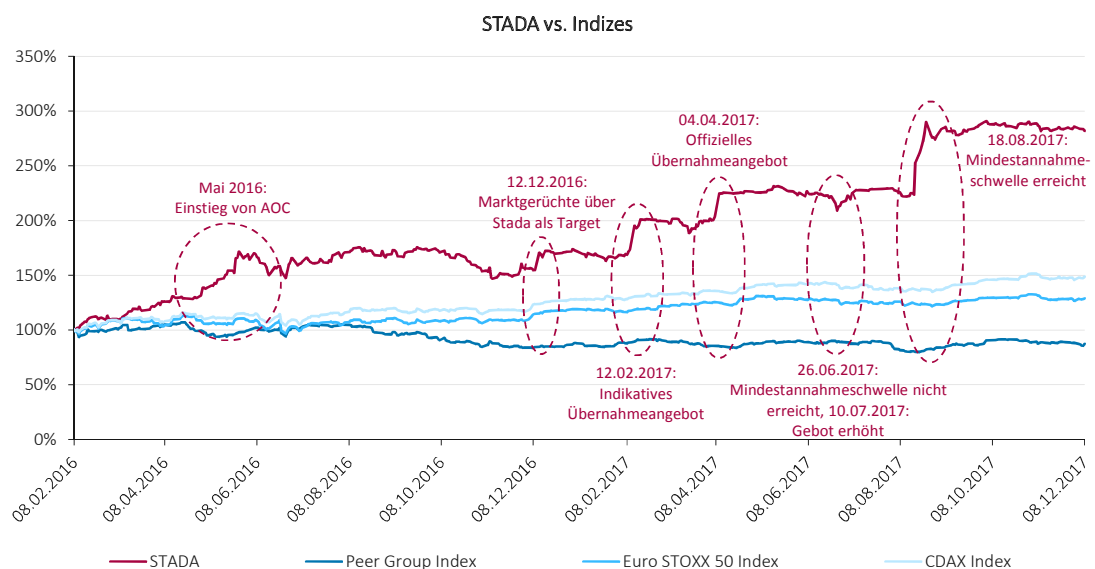
723. Im Frühjahr 2016 erfolgte bereits der Einstieg des aktivistischen Aktionärs AOC, der von öffentlichen Berichterstattungen über die Neubesetzung des Aufsichtsrats und des Vorstands der STADA AG gefolgt war. Wie aus der obigen Darstellung ersichtlich ist, erhöhte sich in diesem Zusammenhang nicht nur das Handelsvolumen, sondern auch der Aktienkurs mehrfach und sprunghaft, was auf eine Verzerrung bereits ab Mai 2016 hinweist.
724. Am 12. Dezember 2016 verkündeten mehrere Presseberichte übereinstimmend ein Interesse der Pharmakonzerne Mylan und Novartis an einer potentiellen Übernahme von STADA. Daraufhin legte die STADA-Aktie am selben Tag von EUR 44,32, dem Schlusskurs am Freitag, dem 9. Dezember 2016, auf EUR 48,95 zu. Dies entspricht einem Anstieg von 10,5%, wobei ein deutlich höheres Handelsvolumen von 1,6 Mio. gehandelten Aktien im Vergleich zum vorherigen (ca. 485 Tsd.) und darauffolgenden Handelstag (ca. 390 Tsd.) verzeichnet werden konnte.
725. Spätestens mit Aufkommen dieser Marktgerüchte im Dezember 2016 muss von einer Verzerrung des Aktienkurses ausgegangen werden, wie die mehrfach sprunghafte Entwicklung des Aktienkurses belegt. Von Anfang Dezember 2016 bis zur Veröffentlichung der Absicht des Abschlusses eines BGAVs am 24. August 2017 stieg die STADA-Aktie im Zusammenhang mit weiteren Übernahmemeldungen von einem Kursniveau von rd. EUR 44 mehrfach und sprunghaft um insgesamt über 80% auf Werte über EUR 80 an:
726. Am 12. Februar 2017 bestätigte STADA das Vorliegen von zwei rechtlich unverbindlichen Interessensbekundungen in Bezug auf den Erwerb von bis zu 100,0% der STADA-Aktien. Der STADA-Aktienkurs stieg nachfolgend um 12,4% von EUR 49,70 am 10. Februar 2017 auf EUR 56,03 am

²²³ Die Abfrage der Kapitalmarktdaten einschl. des Börsenkurses erfolgt anhand der Datenbank S&P Capital IQ.

13. Februar 2017, was nahezu dem indikativen Angebotspreis von EUR 56,00 entsprach. Das Handelsvolumen war mit 2,8 Mio. gehandelten Aktien ebenfalls um ein Vielfaches höher als am vorherigen (ca. 160 Tsd.) und darauffolgenden Handelstag (ca. 895 Tsd.).
727. Am 4. April 2017 verkündete STADA die Unterstützung des angekündigten freiwilligen Übernahmeangebots von Bain Capital und Cinven zu einem Preis von EUR 66,00 pro Aktie, bestehend aus dem Angebotspreis von EUR 65,28 zuzüglich der voraussichtlich während der laufenden Angebotsfrist von STADA zu zahlenden Dividende i.H.v. voraussichtlich EUR 0,72. Das Angebot entspricht einer Prämie von etwa 48,9% auf den Schlusskurs am 9. Dezember 2016, dem letzten Aktienkurs vor dem Aufkommen von ersten konkreten Übernahmegerüchten und einer Prämie von ca. 19,6% auf den VWAP der letzten drei Monate zu diesem Zeitpunkt. Der STADA-Aktienkurs stieg nachfolgend um 10,6% von EUR 58,25 am 7. April 2017 auf EUR 64,45 am 10. April 2017. Das Handelsvolumen war mit 3,7 Mio. gehandelten Aktien erneut um ein Vielfaches höher als am vorherigen (ca. 496 Tsd.) und darauffolgenden (ca. 988 Tsd.) Handelstag.
728. Am 26. Juni 2017 teilte STADA nachbörslich mit, dass das Übernahmeangebot der Nidda Holding zu einem Preis von EUR 66,00 nicht erfolgreich war, da zum Ende der verlängerten Annahmefrist am 22. Juni 2017 nur 65,52% der ausgegebenen STADA-Aktien angedient wurden. Damit wurde die Mindestannahmeschwelle, die die Bieter am 7. Juni 2017 von ursprünglich 75,0% auf 67,5% herabgesetzt hatte, nicht erreicht. Der STADA-Aktienkurs fiel daraufhin um 10,6% von EUR 63,76 am 23. Juni 2017 auf EUR 59,92 am 27. Juni 2017, dem ersten Handelstag nach der Mitteilung. Das Handelsvolumen war mit 2,8 Mio. gehandelten Aktien um ein Vielfaches höher als am vorherigen (ca. 199 Tsd.) und darauffolgenden Handelstag (ca. 677 Tsd.).
729. Am 10. Juli 2017 verkündete STADA, dass die Nidda Holding mit Zustimmung von STADA bei der BaFin einen Antrag auf Befreiung von der einjährigen Sperrfrist zur Abgabe eines erneuten freiwilligen Übernahmeangebots gestellt hat. Weiterhin wurden die vorab mitgeteilten Parameter des neuen Übernahmeangebot veröffentlicht. Die im Vergleich zum ersten Angebot erhöhte gebotene finanzielle Gesamtgegenleistung lag bei insgesamt EUR 66,25 je STADA-Aktie, bestehend aus dem Angebotspreis von EUR 65,53 Euro zuzüglich EUR 0,72 Dividende. Anders als das am 27. April 2017 veröffentlichte Übernahmeangebot sah das erneute Angebot eine reduzierte Mindestannahmeschwelle von 63,0% sowie eine Annahmefrist von vier Wochen vor. Als Reaktion auf das erneute Übernahmeangebot stieg der STADA-Aktienkurs von EUR 64,50 am 7. Juli 2017 bei erhöhtem Handelsvolumen leicht um 1,4% auf EUR 65,38 am 10. Juli 2017.
730. Am 18. August 2017 teilte STADA nachbörslich mit, dass das erneute Übernahmeangebot von Bain Capital und Cinven erfolgreich war. Die Mindestannahmeschwelle von 63,0% wurde erreicht und insgesamt 63,85% der STADA-Aktien im Angebotszeitraum angedient. Der STADA-Aktienkurs stieg in der Folge deutlich um 13,2% von EUR 64,10 am 17. August 2017 auf EUR 72,55 am 18. August 2017. Das Handelsvolumen war mit 2,8 Mio. gehandelten Aktien um ein Vielfaches höher als am vorherigen (ca. 149 Tsd.) und darauffolgenden Handelstag (ca. 1,1 Mio.).
731. Schließlich verkündete STADA am 24. August 2017, dass die Nidda Healthcare beabsichtigt, einen BGAV mit der STADA AG abzuschließen. Den außenstehenden Aktionären der STADA solle von der Nidda Healthcare ein Angebot auf Erwerb ihrer Aktien gegen Barabfindung gemacht

und für die Dauer des Vertrages eine Ausgleichszahlung gewährt werden. Der STADA-Aktienkurs stieg nachfolgend um 3,6% von EUR 80,34 am 24. August 2017 auf EUR 83,20 am 25. August 2017.

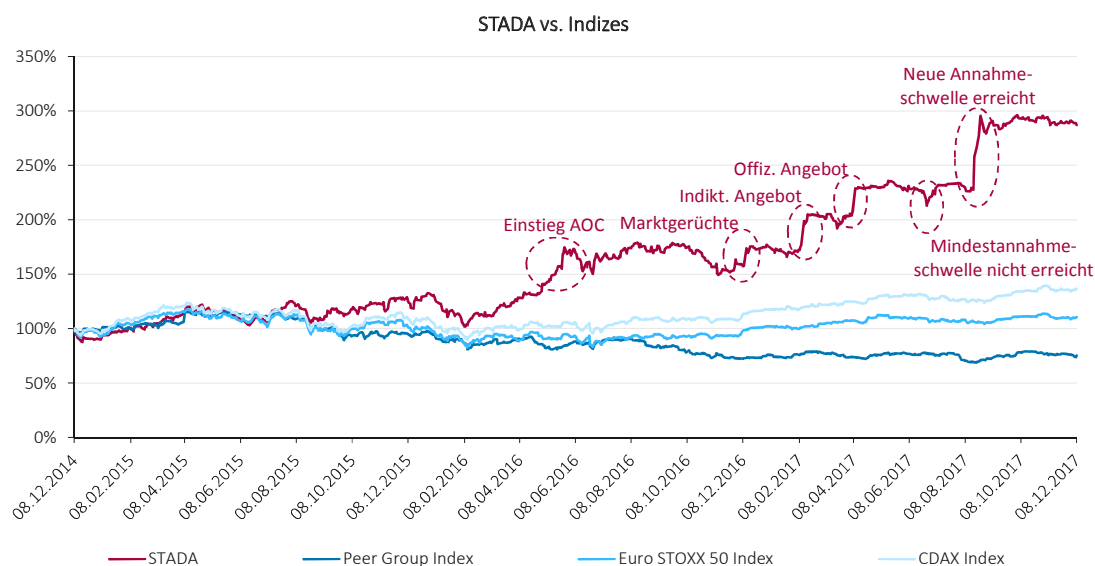
732. Andere wichtige Unternehmensereignisse wie die Veröffentlichung von Quartals-, Halbjahres- und Jahreszahlen hatte hingegen keinen beobachtbaren Einfluss auf den Kurs der STADA-Aktie.
733. Es bleibt festzuhalten, dass der Aktienkurs von STADA spätestens seit Dezember 2016 durch Übernahmegegerüchte und die sich darin anschließenden tatsächlichen Übernahmeangebote stark beeinflusst war. Insbesondere die signifikanten Kursreaktionen auf die Preisgabe von Informationen bezüglich möglicher oder tatsächlicher Angebotspreise sowie die Orientierung des Börsenkurses an der Höhe dieser Angebotspreise verdeutlichen die starke Beeinflussung des Aktienkurses.
734. Aufgrund der starken Reaktionen des Börsenkurses der STADA-Aktie wird zudem analysiert, inwieweit sich der Börsenkurs von der Entwicklung des deutschen und europäischen Aktienmarkts oder der Aktien der Peer Group-Unternehmen abgekoppelt hat:



735. In der Abbildung wird der Kursverlauf der STADA-Aktie indexiert im Vergleich zum CDAX, zum Euro STOXX 50 sowie einem Peer Group Index dargestellt. Der Peer Group Index umfasst, gewichtet nach der jeweiligen Marktkapitalisierung, die Unternehmen der Peer Group.²²⁴
736. Der STADA-Aktienkursverlauf weist, wie bereits beschrieben, im Betrachtungszeitraum diverse auffällige Sprünge auf, die sich auf außerordentliche Ereignisse wie Übernahmeangebote zurückführen lassen.

²²⁴ Vgl. Kapitel 2.4.2.

737. Ab dem Zeitpunkt des Einstiegs von AOC im Mai 2016, reagierte die STADA-Aktie positiv und weist seitdem eine abgekoppelte Entwicklung im Vergleich zum Peer Group-Index auf. Mit jedem weiteren außerordentlichen Ereignis nahm dieser Performance-Unterschied zu, sodass die STADA-Aktie im Betrachtungszeitraum ab dem 8. Februar 2016 um 182% gestiegen ist, während der Peer Group Index um 13% sank. Der CDAX und Euro STOXX 50 weisen eine positive, relativ gleichmäßige Entwicklung von 49% bzw. 29% auf und stiegen damit deutlich geringer als die STADA-Aktie. Auffällig ist zudem, dass zwischen den Sprüngen des STADA-Aktienkurses aufgrund der Meilensteine des Übernahmeangebots ein relativ konstanter Verlauf des Aktienkurses festzustellen ist, was dafür spricht, dass sich der Kurs an den indikativen oder tatsächlichen Angebotspreisen orientiert hat.



738. Eine Ausweitung des Betrachtungszeitraums verdeutlicht den Einfluss der Marktgerüchte und Übernahmeangebote auf den STADA-Aktienkurs im Vergleich zu den Referenz-Indizes umso mehr. Während sich die STADA-Aktie sowie der CDAX, Euro STOXX 50 und der Peer Group-Index zwischen Dezember 2014 und April 2016 relativ synchron entwickelten und STADA zunächst noch den schwächsten Kursverlauf aufwies, lässt sich ab Mai 2016 eine deutlich positivere Entwicklung bei der STADA-Aktie verzeichnen. Dies ist auf den Einstieg des aktivistischen Investors AOC bei STADA zurückzuführen und dessen Forderungen nach einer klareren Produktstrategie sowie einer Neubesetzung des Aufsichtsrats und Vorstands.

739. Die Analyse des Aktienkursverlauf der STADA zeigt, dass insbesondere in der nahen Vergangenheit verschiedene Sondereinflüsse bestanden, die zu einer erheblichen Verzerrung des Börsenkurses der STADA-Aktie sowie einer Abkopplung von der Entwicklung der Branchenindizes führten. Da der Betafaktor auf Basis der wöchentlichen bzw. monatlichen Renditen der STADA-Aktie im Vergleich zum Referenzindex basiert, kann für Zeiträume nach dem Einstieg von AOC im Mai 2016 kein unverzerrter Eigenbetafaktor erhoben werden, welcher das Risiko des Geschäftsmodells von STADA angemessen repräsentiert. Gleichzeitig erfüllen Eigenbetafaktoren, die vor Mai 2016 (als erster Zeitpunkt einer möglicherweise unverzerrten Betafaktorermittlung) ermittelt werden können, aufgrund des Zeitabstandes zum Bewertungsstichtag nicht die Anforderungen

des Stichtagsprinzips. Die Verwendung des eignen Betafaktors zur Abbildung des unternehmensspezifischen Risikos von STADA ist somit zu verwerfen.

Betafaktor der Peer Group

740. Als alternative Methodik bietet sich daher der Rückgriff auf einen Betafaktor an, der sich aus einer Gruppe aus bestmöglich vergleichbaren Unternehmen (Peer Group) zusammensetzt. Dieser Peer Group-Betafaktor weist – gewährleistet durch eine Scoring-Analyse – ein zum Bewertungsobjekt vergleichbares operatives Risiko auf und kann demnach alternativ zur Bestimmung der Kapitalkosten für das Bewertungsobjekt herangezogen werden.²²⁵
741. Eine Analyse der identifizierten Peer Group-Unternehmen im Hinblick auf die beobachtbaren Betafaktoren zeigt folgendes Bild:

Unternehmen	Index	Beta verschuldet		Verschuldungsgrad		Beta unverschuldet	
		5 Jahre monatlich	2 Jahre wöchentlich	5 Jahre monatlich	2 Jahre wöchentlich	5 Jahre monatlich	2 Jahre wöchentlich
Krka d.d.	Slovenian Blue Chip Index	0,83	1,03	4%	5%	0,80	0,99
Richter Gedeon Rt.	Budapest Stock Index	0,89	0,79	7%	5%	0,84	0,76
Dr. Reddy's Laboratories Ltd.	S&P BSE 500 Index	n.a.	0,84	n.a.	11%	n.a.	0,77
Hikma Pharmaceuticals PLC	FTSE 100 Index	1,25	1,07	15%	17%	1,11	0,94
Recordati S.p.A.	FTSE MIB INDEX	0,52	0,28	9%	7%	0,49	0,28
Mylan N.V.	S&P 500	1,39	1,52	51%	58%	0,98	1,02
Vifor Pharma AG	Swiss Performance Index	0,86	1,14	18%	16%	0,75	0,99
Impax Laboratories Inc.	S&P 500	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Aspen Pharmacare Holdings Ltd.	Dow Jones - South Africa Stocks	0,82	0,69	30%	35%	0,69	0,60
Perrigo Company PLC	S&P 500	0,70	0,69	24%	34%	0,59	0,56
Laboratorios Farmaceuticos S.A.	Madrid Ibex 35 Index	0,50	0,31	7%	6%	0,48	0,30
Mallinckrodt PLC	S&P 500	n.a.	1,70	n.a.	118%	n.a.	0,93
Median gesamt		0,83	0,84	15%	16%	0,75	0,77
Mittelwert gesamt		0,86	0,92	18%	28%	0,75	0,74

742. Der Betafaktor wird jeweils auf Basis wöchentlicher Renditen über einen Zeitraum von zwei Jahren und auf Basis monatlicher Renditen über fünf Jahre unadjustiert berechnet.
743. Im Folgenden stellen wir auf den 2-Jahres-Betafaktor ab. Dadurch werden auch die jüngsten Entwicklungen an den Kapitalmärkten berücksichtigt und eventuelle Veränderungen im Geschäftsmodell der Peer Group-Unternehmen, die länger als zwei Jahre zurückliegen, fließen nicht in die Ableitung des Betafaktors ein.
744. Ausgehend von den am Kapitalmarkt beobachtbaren verschuldeten Betafaktoren der jeweiligen Vergleichsunternehmen werden unter Berücksichtigung der Kapitalstruktur der Peer Group-Unternehmen (i.S. Verschuldungsgrad) sowie unsicherer Steuervorteile der Fremdfinanzierung unverschuldete Betafaktoren ermittelt (sog. unlevered). Die Ermittlung der Debt Betas selbst basiert auf einem Rating des jeweiligen Unternehmens (falls verfügbar) oder alternativ auf den impliziten Fremdkapitalkosten. Vorhandene Ratings werden anhand von korrespondierenden Credit Spreads entsprechender Industrieunternehmen umgerechnet. Abschließend nehmen wir eine Korrektur des in den Credit Spreads enthaltenen unsystematischen Risikos vor.

²²⁵ Vgl. Kapitel 2.4.

745. Im Ergebnis liegen die unverschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen in einer Bandbreite von 0,28 bis 1,02. Der Durchschnitt (arithmetisches Mittel) ergibt einen Betafaktor von rund 0,74. Im Median liegt der Betafaktor bei rund 0,77. In einer Gesamtbetrachtung und vor dem Hintergrund der in der Planungsrechnung abgebildeten Ambition erachten wir einen aus der Peer Group abgeleiteten unverschuldeten Betafaktor von 0,75 für STADA als angemessen. Aufgrund des geplanten Anstiegs des ROCE und den Ambitionen im Planungshorizont der Bewertung und Ausweitung der Biosimilar-Aktivitäten, halten wir aber auch einen Betafaktor von 0,8 für begründbar.

746. Auf Grundlage der zuvor beschriebenen Marktrisikoprämie von 7,0% vor persönlichen Steuern und des unverschuldeten Betafaktors i.H.v. rund 0,75 ergibt sich somit ein Risikozuschlag (für das operative Risiko) i.H.v. 5,25% vor persönlichen Steuern.

747. Die unverschuldeten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern betragen somit:

$$1,25\% + 0,75 \times 7,0\% = 6,5\%.$$

748. Der durchschnittliche Verschuldungsgrad der STADA zu Marktwerten beträgt rund 21,7%. Somit ergibt sich ein barwertäquivalenter verschuldeter Betafaktor i.H.v. rund 0,89.

749. Somit betragen die durchschnittlichen verschuldeten Eigenkapitalkosten der STADA vor persönlichen Steuern:

$$1,25\% + 0,89 \times 7,0\% = 7,48\%.$$

5.2 Alternative Kapitalkosten

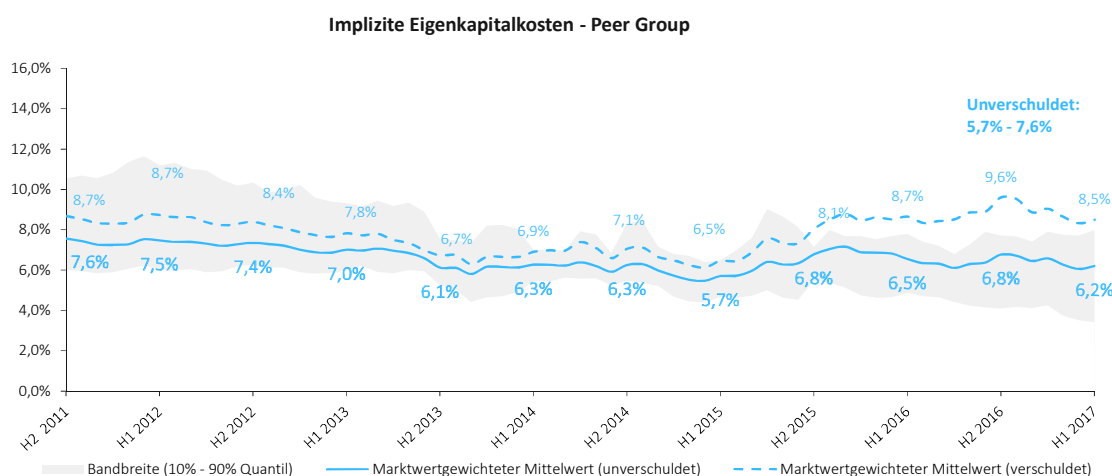
750. Neben dem CAPM können die Eigenkapitalkosten auch anhand alternativer Kapitalkostenkonzepte plausibilisiert werden. Hierzu analysieren wir anhand der Peer Group und anhand von Pharma & Healthcare-Unternehmen der DACH-Region die impliziten Eigenkapitalkosten und die empirischen Eigenkapitalkosten (Total Shareholder Returns).

751. Wir setzen uns im Folgenden und in Analogie zu unseren vorangegangenen Ausführungen zur Ermittlung der Marktrisikoprämie mit den nachstehenden Methoden zur Schätzung von Eigenkapitalzinssätzen auseinander:

- Implizite (ex-ante) Eigenkapitalkosten
- Empirische (ex-post) Eigenkapitalkosten

5.2.1 Implizite (ex-ante) Eigenkapitalkosten

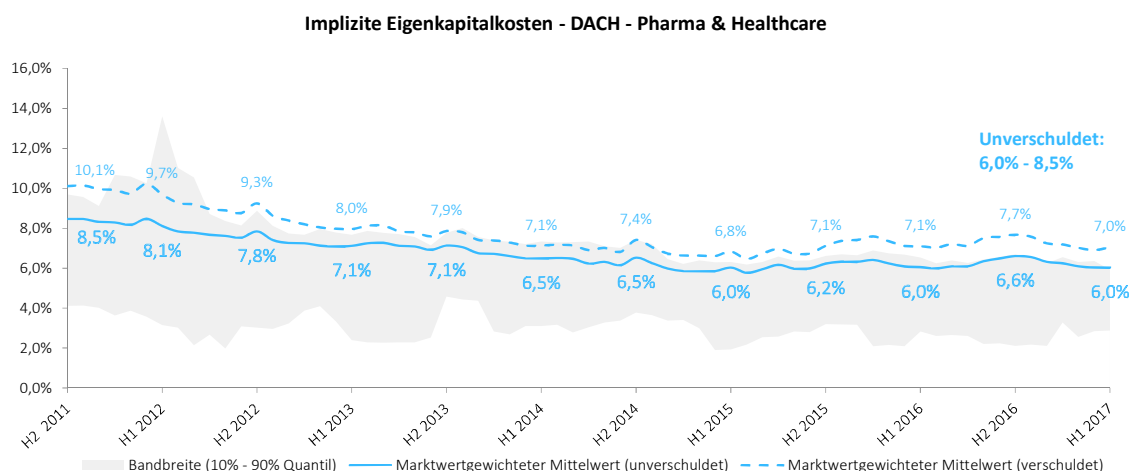
752. Zur Ermittlung von impliziten Eigenkapitalkosten werden die erwarteten künftigen Renditen der Kapitalmarktteilnehmer und die Börsenkurse erhoben. Anhand dieser Daten können die impliziten Eigenkapitalkosten der Kapitalmarktteilnehmer als interner Zinsfuß ermittelt werden. Diese Methode lässt sich auch auf Unternehmen der Peer Group übertragen, um eine risikoadäquate Schätzung der Eigenkapitalkosten von STADA zu ermöglichen. Im konkreten Bewertungsfall führen wir Berechnungen zur Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten für die Peer Group-Unternehmen anhand einer Ausprägung des Residualgewinnmodells durch:²²⁶



753. Es ergeben sich über einen längerfristigen Betrachtungshorizont (H2 2011 bis H1 2017) für die Peer Group-Unternehmen durchschnittliche unverschuldete Eigenkapitalkosten in einer Bandbreite von rund 5,7% bis 7,6%. Somit erachten wir die auf Basis des CAPM geschätzten unverschuldeten Eigenkapitalkosten i.H.v. 6,5% (vor persönlichen Steuern) auch vor dem Hintergrund der impliziten unverschuldeten Eigenkapitalkosten der Peer Group-Unternehmen als plausibel, da sich diese in der ermittelten Bandbreite der Peer Group-Unternehmen befinden.

²²⁶ Vgl. Aders/Aschauer/Dollinger: Die implizite Marktrisikoprämie am österreichischen Kapitalmarkt, in: RWZ 6/2016, S. 195-202; ValueTrust / JKU Linz / finexpert: DACH Capital Market Study zum 30. Juni 2017, Analyse von branchenspezifischen Kapitalkosten(-parametern) und Multiplikatoren für den deutschen, österreichischen und schweizerischen Kapitalmarkt (http://www.value-trust.com/fileadmin/pdfs/publikationen-studien/ValueTrust_DACH_Capital_Market_Study_powered_by_finexpert_and_JKU_06.2017.pdf).

754. Wir haben eine analoge Analyse auch für Pharma & Healthcare-Unternehmen der DACH-Region durchgeführt:



755. Die hierbei resultierende Bandbreite von 6,0% bis 8,5% liefert ebenfalls keinen Hinweis, dass die anhand des CAPM bestimmten unverschuldeten Eigenkapitalkosten i.H.v. 6,5% nicht angemessen wären.

756. Wir weisen darauf hin, dass bei der Ermittlung impliziter Eigenkapitalkosten Ermessensspielräume bei der Auswahl des geeigneten Modells und dessen Parameter bestehen. Die Ergebnisse beruhen außerdem auf möglicherweise nicht repräsentativen Analystenschätzungen. Weitere Probleme resultieren aus der teilweise geringen Anzahl an Analystenschätzungen.

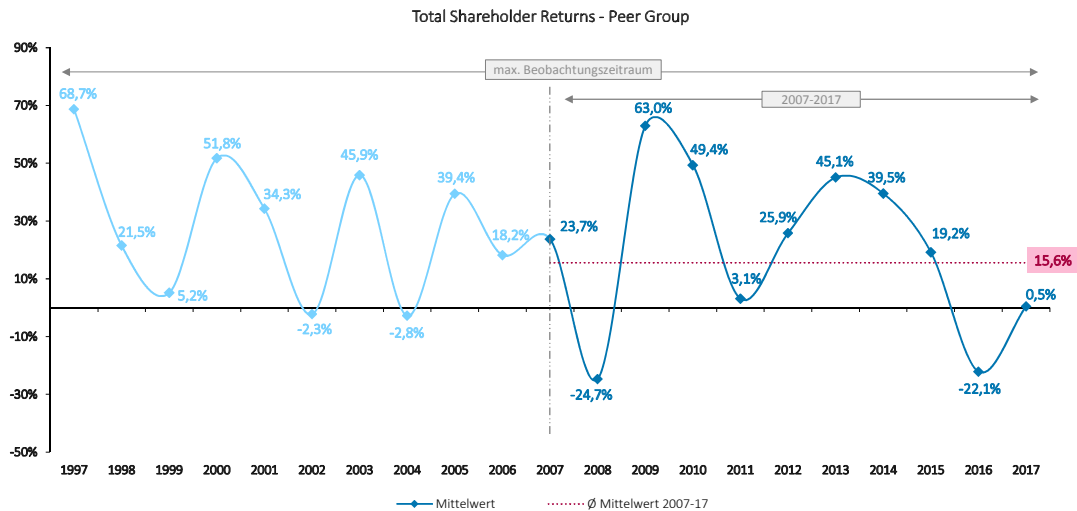
757. Unabhängig von den geäußerten Vorbehalten liefern die ermittelten impliziten Eigenkapitalkosten keinen Anhaltspunkt die anhand des CAPM geschätzten Eigenkapitalkosten nicht zu verwenden.

5.2.2 Empirische (ex-post) Eigenkapitalkosten (Total Shareholder Returns)

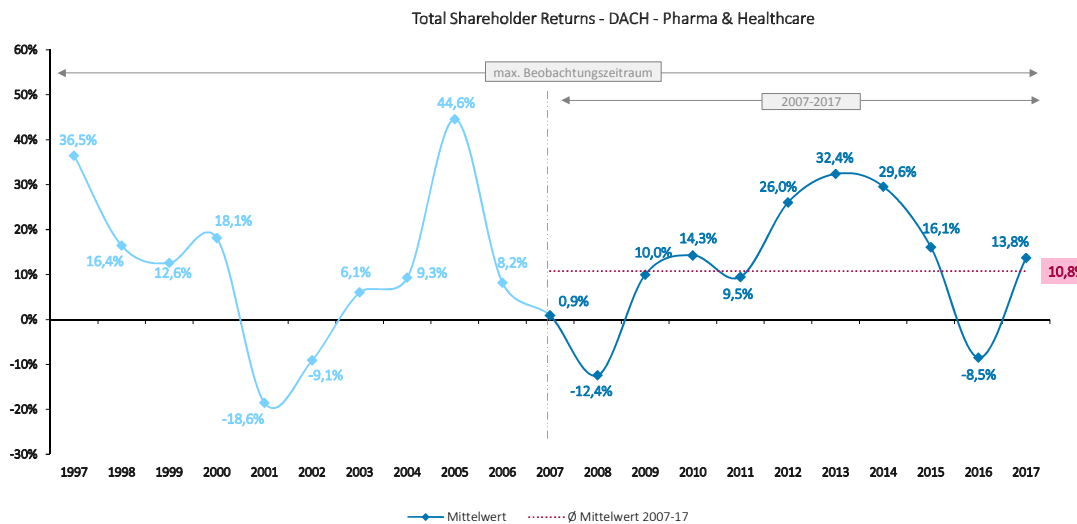
758. Am Kapitalmarkt lassen sich auf Basis von empirischen Erhebungen historische Eigenkapitalkosten in Form von sog. Total Shareholder Returns²²⁷ beobachten. Diese empirische Methode lässt sich grundsätzlich auch auf die Peer Group-Unternehmen übertragen, um eine risikoadäquate Schätzung der Eigenkapitalkosten von STADA zu ermöglichen.

²²⁷ Der Total Shareholder Return besteht aus Kurs- und Dividendenrendite.

759. Wir haben eigene Berechnungen der historischen Eigenkapitalkosten für die Peer Group-Unternehmen durchgeführt. Dabei ermitteln wir die jährlichen Dividenden- und Kursrenditen (Total Shareholder Returns) über einen längerfristigen Beobachtungszeitraum (30. November 1996 bis 30. November 2017):



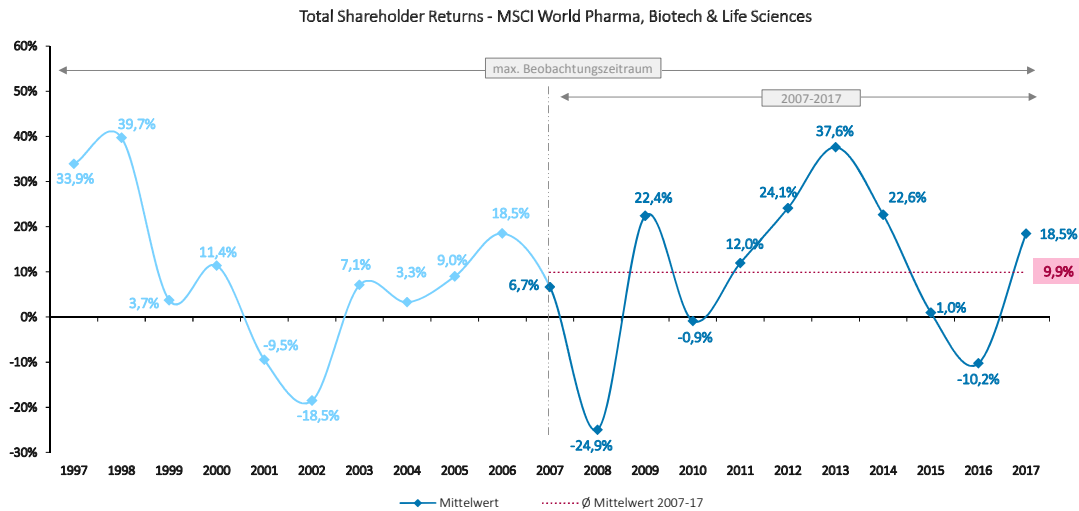
760. Ebenso haben wir die jährlichen Total Shareholder Returns über diesen längerfristigen Beobachtungszeitraum für die Pharma & Healthcare-Unternehmen der DACH-Region ermittelt:²²⁸



761. Für eine weitere Plausibilisierung bietet es sich an, auf einen Branchenindex abzustellen und die korrespondierenden Total Shareholder Returns zu berechnen. Im vorliegenden Fall wurde der MSCI World Pharmaceuticals, Biotech & Life Sciences Index ausgewählt. Dieser Index bildet

²²⁸ Vgl. ValueTrust / JKU Linz / finexpert: DACH Capital Market Study zum 30. Juni 2017. Kapitalmarkt- und Finanzdaten der von uns vorgenommenen Analysen stammen von der Kapitalmarktdatenbank S&P Capital IQ.

die Entwicklung von 70 Unternehmen der Branchen Pharmazeutika, Biotechnologie und Life Sciences in Industrieländern ab:



762. Die Analysen zeigen eine hohe Volatilität der jährlichen Renditen bedingt durch Sondereffekte und schwankende Dividendenzahlungen. Hierdurch entstehen große Renditeunterschiede zwischen einzelnen Jahren. Diese Analyse verdeutlicht die Zeitvariabilität der jährlichen Renditen, sodass nur bei einer längerfristigen Durchschnittsbetrachtung aussagekräftige zu erwartende Total Shareholder Returns beobachtet werden können. Im 10-Jahres-Zeitraum von 2007 bis 2017 haben die Peer Group-Unternehmen einen durchschnittlichen jährlichen Total Shareholder Return von 15,6% erzielt und die Pharma & Healthcare-Unternehmen der DACH-Region einen durchschnittlichen jährlichen Total Shareholder Return von 10,8%. Beim betrachteten weltweiten Branchenindex lag der Total Shareholder Return über die letzten zehn Jahre bei durchschnittlich 9,9%. Anhand der Total Shareholder Return-Analyse ergeben sich keine Anhaltspunkte, dass die nach CAPM ermittelten Kapitalkosten zu hoch sind.

5.3 Wachstumsabschlag

763. Die Kapitalkosten müssen in der Fortführungsphase technisch um einen Wachstumsabschlag korrigiert werden, um die geplanten langfristigen Wachstumserwartungen zu berücksichtigen. Analog zur Herleitung und zum Ansatz der unter Kapitel 4.5 beschriebenen Wachstumsrate der nachhaltigen finanziellen Überschüsse wird in den Kapitalkosten ein Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente i.H.v. 1,25% (bei einer Marktrisikoprämie von 6,0% nach bzw. 7,0% vor persönlichen Steuern) festgesetzt. Zur Darstellung der Sensitivität des Unternehmenswerts in Bezug auf die Marktrisikoprämie von 5,5% nach Steuern bzw. 6,25% vor Steuern, erachten wir es als sachgerecht, den Wachstumsabschlag auf 1,0% zu senken, um Wechselwirkungen konsistent abzubilden.

6. UNTERNEHMENSWERT DER STADA

764. Auf Basis der Gewinn- und Verlustrechnungen sowie der Plan-Bilanzen²²⁹ werden im Folgenden die Cashflows-to-Equity vor persönlichen Steuern abgeleitet und der Wert des Eigenkapitals der STADA unter Berücksichtigung von Minderheiten und Sonderwerten zunächst anhand der DCF-Methode nach IDW S 1 ermittelt. Aufgrund der bei der Abfindungsermittlung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen üblichen Anwendung der Ertragswertmethode nach IDW S 1 wird der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern unter Anwendung der unmittelbaren Typisierung ermittelt. Darüber hinaus wird der Verkehrswert von STADA nach den Grundsätzen der DVFA-Empfehlungen abgeleitet.

6.1 Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 vor persönlichen Steuern sowie nach DVFA-Empfehlungen

765. IDW S 1 und die DVFA-Empfehlungen unterscheiden sich insbesondere voneinander durch das Konzept des markttypischen Unternehmenserwerbers als Typisierungsmaßstab für die Bestimmung des Unternehmenswerts. Der markttypische Unternehmenserwerber bewertet das Unternehmen auf Basis einer angenommenen, künftig geplanten Unternehmenspolitik. Diese umfasst neben geplanten Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen, Akquisitionen und/oder Desinvestitionen auch Annahmen bezüglich der Finanzierungspolitik und der Kapitalstruktur des Unternehmens. Diese Annahmen müssen mit Blick auf den markttypischen Unternehmenserwerber konsistent sein, wobei der Erwerber rein käuferindividuelle Synergien bzw. wertbestimmende Faktoren nicht bei der Bestimmung des angebotenen Kaufpreises (hier: Ausgleich und Barabfindung) berücksichtigen wird.²³⁰ Im Gegensatz dazu sind Synergien, die jeder markttypische Unternehmenserwerber realisieren kann, in der Bewertung zu berücksichtigen (sog. Market Participant-Synergien). Dies gilt jedoch nur, wenn die Planung nicht bereits Synergien enthält.

766. Eine Berücksichtigung unechter Synergien bzw. von Market Participant-Synergien nach DVFA ist im vorliegenden Fall nicht erforderlich, da der Vorstand der STADA AG und die Geschäftsführung der Nidda Healthcare keine positiven Synergiepotentiale zwischen den Gesellschaften erwarten. Mangels unterschiedlicher Synergien führen demnach die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals nach IDW S 1 vor persönlichen Steuern sowie der Verkehrswert nach den DVFA-Empfehlungen zu demselben Ergebnis.

²²⁹ Vgl. Kapitel 4.4.

²³⁰ Vgl. DVFA-Empfehlungen, 2012, S. 11.

6.1.1 DCF-Wert des Eigenkapitals

767. Für Bewertungszwecke wird von einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. 7,00% und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,25% ausgegangen. Für die Sensitivitätsberechnung wird eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. 6,25% und eine nachhaltige Wachstumsrate von 1,00% angewendet.

768. Im Folgenden werden die Cashflows-to-Equity²³¹ der STADA auf Basis der Planungsrechnung²³² abgeleitet:

Ableitung der Cashflows-to-Equity

in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT	348,4	405,4	432,4	462,9	486,3	492,4	498,5
-/+ Finanzergebnis	-46,1	-44,1	-39,0	-26,5	-25,4	-25,7	-26,1
- Ertragsteuern	83,1	98,5	105,1	116,5	123,1	124,6	126,2
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	219,2	262,9	288,4	319,9	337,8	342,0	346,3
+ Abschreibungen	134,7	137,0	136,0	156,7	177,3	179,5	181,8
-/+ Investitionen/Desinvestitionen in das Anlagevermögen	-136,8	-182,9	-190,9	-199,0	-201,6	-204,9	-207,5
-/+ Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-37,3	-22,5	-62,5	-39,3	-30,2	-8,1	-8,2
-/+ Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten	-91,5	-8,6	-11,7	-	-	15,7	15,9
= Cashflow-to-Equity	88,3	185,8	159,3	238,2	283,3	324,3	328,3

Für die Sensitivitätsberechnung ergibt sich aufgrund der unterschiedlichen Annahme zur nachhaltigen Wachstumsrate folgende Ableitung der Cashflows-to-Equity:

Ableitung der Cashflows-to-Equity

in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT	348,4	405,4	432,4	460,3	480,3	485,1	490,0
-/+ Finanzergebnis	-46,1	-44,1	-39,0	-26,5	-25,4	-25,7	-25,9
- Ertragsteuern	83,1	98,5	105,1	115,8	121,5	122,7	123,9
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	219,2	262,9	288,4	318,0	333,4	336,8	340,2
+ Abschreibungen	134,7	137,0	136,0	158,8	181,7	183,5	185,3
-/+ Investitionen/Desinvestitionen in das Anlagevermögen	-136,8	-182,9	-190,9	-198,9	-201,1	-203,7	-205,8
-/+ Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-37,3	-22,5	-62,5	-39,1	-29,4	-6,5	-6,5
-/+ Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten	-91,5	-8,6	-11,7	-	-	12,5	12,7
= Cashflow-to-Equity	88,3	185,8	159,3	238,8	284,7	322,6	325,9

769. Ausgehend von den Cashflows-to-Equity wird der DCF-Wert auf Basis der verschuldeten Eigenkapitalkosten von 7,7% bis 8,0% vor persönlichen Steuern ermittelt. Für die Sensitivitätsberechnung liegen diese in einer Bandbreite zwischen 6,9% bis 7,1%.

²³¹ Vgl. Anlage 5 zur Darstellung der konsistent abgeleiteten Kapitalflussrechnung mit Ausweis des Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit, Investitions- und Finanzierungstätigkeit.

²³² Vgl. Kapitel 4.4.

770. Unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie von 7,0% vor persönlichen Steuern und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,25% ergibt sich zum 2. Februar 2018 ein DCF-Wert i.H.v EUR 4.229,5 Mio.:

DCF-Wert des Eigenkapitals vor pers. Steuern

in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cashflow-to-Equity	88,3	185,8	159,3	238,2	283,3	324,3	328,3
Kapitalisierungszinssatz	7,96%	7,78%	7,79%	7,75%	7,72%	7,69%	6,44%
Barwertfaktor	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	9,9
Barwert der Cashflows-to-Equity	81,8	159,7	127,0	176,3	194,6	206,8	3.254,0
DCF-Wert zum 31. Dezember 2017	4.200,3						
Aufzinsungsfaktor	<u>1,007</u>						
DCF-Wert zum 2. Februar 2018	4.229,5						

771. Unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie von 6,25% vor persönlichen Steuern und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,00% ergibt sich als Sensitivitätsberechnung zum 2. Februar 2018 ein DCF-Wert i.H.v EUR 4.690,3 Mio.:

DCF-Wert des Eigenkapitals vor pers. Steuern

in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cashflow-to-Equity	88,3	185,8	159,3	238,8	284,7	322,6	325,9
Kapitalisierungszinssatz	7,09%	6,95%	6,97%	6,95%	6,92%	6,90%	5,90%
Barwertfaktor	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	11,3
Barwert der Cashflows-to-Equity	82,5	162,2	130,0	182,3	203,2	215,4	3.685,8
DCF-Wert zum 31. Dezember 2017	4.661,4						
Aufzinsungsfaktor	<u>1,006</u>						
DCF-Wert zum 2. Februar 2018	4.690,3						

6.1.2 Minderheiten

772. Minderheiten wurden bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse nicht berücksichtigt und werden als Sonderwert vom DCF-Wert abgezogen. Insgesamt sind u.a. bei Pymepharco Joint Stock Company, STADA Pharmaceuticals Ltd., Well Light Investment Services Joint Stock Company, Hemomont d.o.o. und Hemofarm Banja Luka A.D. Minderheitenanteile zu berücksichtigen. Da die Minderheiten keine Garantiedividenden erhalten, sondern gewöhnliche Dividenden erhalten, wird der Wert der Minderheiten durch Diskontierung mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten der STADA ermittelt.

773. Im Folgenden ist die Ableitung des Werts des Eigenkapitals nicht-beherrschender Gesellschafter dargestellt. Der Wert der Minderheiten beträgt zum 2. Februar 2018 rund EUR 65,0 Mio.:

Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil (vor pers. Steuern) in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Auf Minderheiten entfallender Jahresüberschuss	3,5	3,6	3,9	4,3	4,5	4,6	4,6
Kapitalisierungszinssatz	7,96%	7,78%	7,79%	7,75%	7,72%	7,69%	6,44%
Barwertfaktor	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	9,9
Barwert der Cashflows-to-Equity	3,2	3,1	3,1	3,2	3,1	2,9	45,9
Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil zum 31. Dezember 2017	64,5						
Aufzinsungsfaktor	<u>1,007</u>						
Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil zum 2. Februar 2018	65,0						

774. Im Folgenden ist die Ableitung des Werts des Eigenkapitals nicht-beherrschender Gesellschafter für die Sensitivitätsberechnung dargestellt. Der Wert der Minderheiten beträgt zum 2. Februar 2018 rund EUR 70,9 Mio.:

Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil (vor pers. Steuern) in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Auf Minderheiten entfallender Jahresüberschuss	3,5	3,6	3,9	4,3	4,5	4,5	4,6
Kapitalisierungszinssatz	7,09%	6,95%	6,97%	6,95%	6,92%	6,90%	5,90%
Barwertfaktor	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	11,3
Barwert der Cashflows-to-Equity	3,2	3,1	3,2	3,2	3,2	3,0	51,5
Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil zum 31. Dezember 2017	70,5						
Aufzinsungsfaktor	<u>1,006</u>						
Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil zum 2. Februar 2018	70,9						

6.1.3 Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

775. Im Rahmen der Analysen und der Gespräche mit den Planungsverantwortlichen wurde nicht betriebsnotwendiges Vermögen identifiziert, das bei der Bewertung der STADA als Sonderwert berücksichtigt wird.

776. Hierbei handelt es sich zum einen um das Joint Ventures STADA Vietnam J.V. Co. Ltd., dessen Ergebnisbeitrag in der konsolidierten Planung der Gewinn- und Verlustrechnung nicht enthalten ist. Mit Datum vom 29. November 2017 hat STADA ein „Binding Term Sheet“ zum Verkauf des Joint Ventures zu einem Kaufpreis von EUR 31,0 Mio. unterschrieben. Entsprechend wird der Sonderwert des Joint Venture in Höhe des vereinbarten Kaufpreises berücksichtigt.

777. Zum anderen wurden im Rahmen der Bereinigung der Vermögenslage liquide Mittel i.H.v. EUR 52,8 Mio. als Sonderwert identifiziert. Diese liquiden Mittel stehen für die geplante Dividendenausschüttung für das Geschäftsjahr 2017 im Jahr 2018 zur Verfügung und sind insofern nicht betriebsnotwendig.

778. Darüber hinaus wurden aus Wesentlichkeitsgründen die Buchwerte des Eigenkapitals nicht in die Planungsrechnungsrechnung einbezogener und z.T. nicht operativ tätiger Tochtergesellschaften und sonstiger Beteiligungen als Sonderwert i.H.v. EUR 3,8 Mio. berücksichtigt.

779. Insgesamt betragen die Sonderwerte (ohne Minderheiten) gerundet EUR 87,7 Mio. zum Bewertungsstichtag.

6.1.4 Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern

780. Unter Berücksichtigung des DCF-Werts i.H.v. rund EUR 4.229,5 Mio., der Minderheiten i.H.v. EUR 65,0 Mio. und der Sonderwerte i.H.v. EUR 87,7 Mio. beträgt der Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern zum 2. Februar 2018 insgesamt rund EUR 4.252,2 Mio. Dies entspricht bei einer Aktienanzahl von rund 62,3 Mio. ausstehenden STADA-Aktien einem Wert von EUR 68,30 je Aktie.

781. Im Folgenden ist die Überleitung vom DCF-Wert zum Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern dargestellt:

Wert des Eigenkapitals vor pers. Steuern

DCF-Wert zum 31. Dezember 2017	4.200,3
Aufzinsungsfaktor	<u>1,007</u>
DCF-Wert zum 2. Februar 2018	4.229,5
- Minderheiten (vor pers. Steuern)	-65,0
+ Sonderwerte	<u>87,7</u>
Wert des Eigenkapitals vor pers. Steuern	
zum 2. Februar 2018	4.252,2
Aktienanzahl in Mio. Stück	62,3
Wert je Aktie	68,30

782. In der Sensitivitätsberechnung beträgt der Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern unter Berücksichtigung des DCF-Werts i.H.v. rund EUR 4.690,3 Mio., der Minderheiten i.H.v. EUR 70,9 Mio. und der Sonderwerte i.H.v. EUR 87,7 Mio. zum 2. Februar 2018 insgesamt rund EUR 4.707,1 Mio. Dies entspricht einem Wert je Aktie von EUR 75,61.

783. Im Folgenden ist die Überleitung vom DCF-Wert zum Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern für die Sensitivitätsberechnung dargestellt:

Wert des Eigenkapitals vor pers. Steuern

DCF-Wert zum 31. Dezember 2017	4.661,4
Aufzinsungsfaktor	<u>1,006</u>
DCF-Wert zum 2. Februar 2018	4.690,3
- Minderheiten (vor pers. Steuern)	-70,9
+ Sonderwerte	<u>87,7</u>
Wert des Eigenkapitals vor pers. Steuern	
zum 2. Februar 2018	4.707,1
Aktienanzahl in Mio. Stück	62,3
Wert je Aktie	75,61

6.2 Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 nach persönlichen Steuern

6.2.1 Ertragswert

784. Vor dem Hintergrund des zugrundeliegenden Bewertungsanlasses, der Ermittlung einer angemessenen Abfindung nach § 305 AktG, besteht ein wesentlicher konzeptioneller Unterschied zwischen dem Cashflow-to-Equity-Ansatz (vor persönlichen Steuern) und der Ertragswertmethode nach IDW S 1 (nach persönlichen Steuern) in der Berücksichtigung von persönlichen Steuern auf Ebene der Anteilseigner. Bei der Ermittlung eines objektivierte Werts gemäß IDW S 1 im Rahmen der Ausgleichs- und Abfindungsbemessung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen ist gemäß der Grundsätze des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 eine Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorzunehmen. Bei dieser Typisierung ist die Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person einzunehmen und die entsprechenden persönlichen Ertragsteuern sowohl bei der Ermittlung der zu diskontierenden Cashflow-Größe als auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes zu berücksichtigen (sog. Tax-CAPM).

785. Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswertmethode nach IDW S 1 sind darüber hinaus zusätzliche Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote relevant. Zur konsistenten Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen ist es notwendig, die nach den notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm und zur Kapitalstruktur verbleibenden Ausschüttungen bewertungstechnisch in einen Dividendenanteil und einen Anteil fiktiver Thesaurierungen zu unterscheiden, da Dividenden und Kursgewinne, abgebildet durch fiktive Thesaurierungen, auf Ebene der Anteilseigner mit unterschiedlichen Steuersätzen besteuert werden. Nachhaltig wird von einer Ausschüttungsquote i.H.v. rund 40% ausgegangen, welche der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der Gesellschaft und der Peer Group-Unternehmen entspricht.

786. Das steuerliche Einlagekonto ist zur Ableitung der zu diskontierenden Ausschüttungen nicht relevant.

Ableitung der zu diskontierenden Ausschüttungen

in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT	348,4	405,4	432,4	462,9	486,3	492,4	498,5
-/+ Finanzergebnis	-46,1	-44,1	-39,0	-26,5	-25,4	-25,7	-26,1
- Ertragsteuern	83,1	98,5	105,1	116,5	123,1	124,6	126,2
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	219,2	262,9	288,4	319,9	337,8	342,0	346,3
+ Abschreibungen	134,7	137,0	136,0	156,7	177,3	179,5	181,8
-/+ Investitionen/Desinvestitionen in das Anlagevermögen	-136,8	-182,9	-190,9	-199,0	-201,6	-204,9	-207,5
-/+ Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-37,3	-22,5	-62,5	-39,3	-30,2	-8,1	-8,2
-/+ Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten	-91,5	-8,6	-11,7	-	-	15,7	15,9
= Thesaurierung	130,8	77,1	129,1	81,7	54,5	17,8	18,0
= Cashflow-to-Equity	88,3	185,8	159,3	238,2	283,3	324,3	328,3
Implizite Ausschüttungsquote vor pers. St.	40,3%	70,7%	55,2%	74,5%	83,9%	94,8%	94,8%
Dividende laut STADA	88,3	105,8	115,3				
Von STADA geplante Ausschüttungsquote	40,3%	40,3%	40,0%				
Dividende vor persönlichen Steuern	88,3	105,8	115,3	128,0	135,1	136,8	138,5
Implizite Ausschüttungsquote nach pers. Steuern (IDW S 1)	40,3%	40,3%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
persönliche Steuern (26,4%)	-23,3	-27,9	-30,4	-33,8	-35,6	-36,1	-36,5
Dividende nach persönlichen Steuern	65,0	77,9	84,9	94,2	99,5	100,7	102,0
Dividende / Ausschüttung	88,3	105,8	115,3	128,0	135,1	136,8	138,5
Operative Thesaurierung	39,3	68,4	117,4	81,7	54,5	33,4	33,9
Aufnahme / (Rückzahlung) verzinslicher Verbindlichkeiten	91,5	8,6	11,7	-	-	-15,7	-15,9
Fiktive Hinzurechnung vor persönlichen Steuern	-	80,0	44,0	110,3	148,2	187,4	189,8
Persönliche Steuern (13,2%)	-	-10,5	-5,8	-14,5	-19,5	-24,7	-25,0
Fiktive Hinzurechnung nach persönlichen Steuern	-	69,4	38,2	95,7	128,7	162,7	164,8
Zu diskontierende Ausschüttungen	65,0	147,3	123,1	189,9	228,1	263,5	266,7

787. Für die Sensitivitätsberechnung ergibt sich aufgrund der unterschiedlichen Annahme zur nachhaltigen Wachstumsrate folgende Ableitung der zu diskontierenden Ausschüttungen:

Ableitung der zu diskontierenden Ausschüttungen

in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT	348,4	405,4	432,4	460,3	480,3	485,1	490,0
-/+ Finanzergebnis	-46,1	-44,1	-39,0	-26,5	-25,4	-25,7	-25,9
- Ertragsteuern	83,1	98,5	105,1	115,8	121,5	122,7	123,9
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	219,2	262,9	288,4	318,0	333,4	336,8	340,2
+ Abschreibungen	134,7	137,0	136,0	158,8	181,7	183,5	185,3
-/+ Investitionen/Desinvestitionen in das Anlagevermögen	-136,8	-182,9	-190,9	-198,9	-201,1	-203,7	-205,8
-/+ Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-37,3	-22,5	-62,5	-39,1	-29,4	-6,5	-6,5
-/+ Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten	-91,5	-8,6	-11,7	-	-	12,5	12,7
= Thesaurierung	130,8	77,1	129,1	79,1	48,8	14,1	14,3
= Cashflow-to-Equity	88,3	185,8	159,3	238,8	284,7	322,6	325,9
Implizite Ausschüttungsquote vor pers. St.	40,3%	70,7%	55,2%	75,1%	85,4%	95,8%	95,8%
Dividende laut STADA	88,3	105,8	115,3				
Von STADA geplante Ausschüttungsquote	40,3%	40,3%	40,0%				
Dividende vor persönlichen Steuern	88,3	105,8	115,3	127,2	133,4	134,7	136,1
Implizite Ausschüttungsquote nach pers. Steuern (IDW S 1)	40,3%	40,3%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
persönliche Steuern (26,4%)	-23,3	-27,9	-30,4	-33,5	-35,2	-35,5	-35,9
Dividende nach persönlichen Steuern	65,0	77,9	84,9	93,6	98,2	99,2	100,2
Dividende / Ausschüttung	88,3	105,8	115,3	127,2	133,4	134,7	136,1
Operative Thesaurierung	39,3	68,4	117,4	79,1	48,8	26,7	26,9
Aufnahme / (Rückzahlung) verzinslicher Verbindlichkeiten	91,5	8,6	11,7	-	-	-12,5	-12,7
Fiktive Hinzurechnung vor persönlichen Steuern	-	80,0	44,0	111,6	151,3	187,9	189,8
Persönliche Steuern (13,2%)	-	-10,5	-5,8	-14,7	-19,9	-24,8	-25,0
Fiktive Hinzurechnung nach persönlichen Steuern	-	69,4	38,2	96,9	131,3	163,1	164,8
Zu diskontierende Ausschüttungen	65,0	147,3	123,1	190,6	229,5	262,3	264,9

788. In Bezug auf die Kapitalkosten nach Tax-CAPM sind der risikolose Basiszinssatz und die Marktrisiko- prämie jeweils nach persönlichen Steuern zu ermitteln.

789. Konkret ist der nach der Svensson-Methode ermittelte risikolose Basiszinssatz i.H.v. 1,25% vor persönlichen Steuern um die Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag i.H.v. 26,38% zu reduzieren. Hieraus ergibt sich ein risikoloser Basiszinssatz von 0,92% nach persönlichen Steuern.

790. Für Bewertungszwecke wird von einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 6,00% und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,25% ausgegangen. Für die Sensitivitätsberechnung wird eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,5% und eine nachhaltige Wachstumsrate von 1,00% angewendet.

791. Hieraus ergibt sich folgender Kapitalisierungszinssatz:

Ableitung der Kapitalkosten nach pers. Steuern

	Planung			Konvergenz			TV
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Risikoloser Basiszinssatz (vor pers. Steuern)	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
<i>persönliche Steuern (26,4%)</i>	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%
Risikoloser Basiszinssatz (nach pers. Steuern)	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%
Marktrisikoprämie (nach pers. Steuern)	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Verschuldetes Beta	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	6,64%	6,50%	6,51%	6,48%	6,45%	6,43%	6,43%
Wachstumsabschlag							1,25%
Kapitalisierungszinssatz (nach pers. Steuern)	6,64%	6,50%	6,51%	6,48%	6,45%	6,43%	5,18%

792. Für die Sensitivitätsberechnung ergibt sich folgender Kapitalisierungszinssatz:

Ableitung der Kapitalkosten nach pers. Steuern

	Planung			Konvergenz			TV
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Risikoloser Basiszinssatz (vor pers. Steuern)	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
<i>persönliche Steuern (26,4%)</i>	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%	0,33%
Risikoloser Basiszinssatz (nach pers. Steuern)	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%
Marktrisikoprämie (nach pers. Steuern)	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Verschuldetes Beta	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach pers. Steuern)	6,07%	5,96%	5,97%	5,95%	5,93%	5,92%	5,92%
Wachstumsabschlag							1,00%
Kapitalisierungszinssatz (nach pers. Steuern)	6,07%	5,96%	5,97%	5,95%	5,93%	5,92%	4,92%

793. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern liegen bei einer Marktrisikoprämie von 6,0% nach persönlichen Steuern in einer Bandbreite von 6,4% bis 6,6% sowie bei einer Marktrisikoprämie von 5,5% nach persönlichen Steuern in einer Bandbreite von 5,9% bis 6,1%.

794. Unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie von 6,0% nach persönlichen Steuern und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,25% ergibt sich zum 2. Februar 2018 ein Ertragswert i.H.v. EUR 4.343,6 Mio.:

Ertragswert nach pers. Steuern

	Planung			Konvergenz			TV
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
in EUR Mio.							
Zu diskontierende Ausschüttungen	65,0	147,3	123,1	189,9	228,1	263,5	266,7
Kapitalisierungszinssatz	6,64%	6,50%	6,51%	6,48%	6,45%	6,43%	5,18%
Rollback	4.318,4	4.539,9	4.687,6	4.869,5	4.995,0	5.089,0	5.152,6
Barwertfaktor	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	13,2
Barwert der Ausschüttungen	61,0	129,7	101,8	147,5	166,4	180,6	3.531,4
Ertragswert zum 31. Dezember 2017	4.318,4						
Aufzinsungsfaktor	1,006						
Ertragswert zum 2. Februar 2018	4.343,6						

795. In der Sensitivitätsberechnung ergibt sich unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie von 5,5% nach persönlichen Steuern und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,00% zum 2. Februar 2018 ein Ertragswert i.H.v EUR 4.635,5 Mio.:

Ertragswert nach pers. Steuern		Planung			Konvergenz			TV
in EUR Mio.		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Zu diskontierende Ausschüttungen		65,0	147,3	123,1	190,6	229,5	262,3	264,9
<i>Kapitalisierungszinssatz</i>		<i>6,07%</i>	<i>5,96%</i>	<i>5,97%</i>	<i>5,95%</i>	<i>5,93%</i>	<i>5,92%</i>	<i>4,92%</i>
<i>Rollback</i>		<i>4.610,9</i>	<i>4.825,6</i>	<i>4.965,6</i>	<i>5.139,1</i>	<i>5.254,5</i>	<i>5.336,7</i>	<i>5.390,0</i>
Barwertfaktor		0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	14,4
Barwert der Ausschüttungen		61,3	131,1	103,4	151,0	171,7	185,3	3.807,1
Ertragswert zum 31. Dezember 2017		4.610,9						
Aufzinsungsfaktor		1,005						
Ertragswert zum 2. Februar 2018		4.635,5						

796. Demnach ergibt sich zum 2. Februar 2018 eine Bandbreite für die Ertragswerte von EUR 4.343,6 Mio. bis EUR 4.635,5 Mio.

6.2.2 Minderheiten

797. Minderheiten wurden bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse nicht berücksichtigt und werden als Sonderwert vom Ertragswert abgezogen. Die Minderheiten entsprechen den in Kapitel 6.1.2 dargestellten Inhalten.
798. Im Folgenden ist die Ableitung des Werts des Eigenkapitals nicht-beherrschender Gesellschafter dargestellt:

Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil (nach Steuern)		Planung			Konvergenz			TV
in EUR Mio.		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Auf Minderheiten entfallender Jahresüberschuss		3,5	3,6	3,9	4,3	4,5	4,6	4,6
Auf Minderheiten entfallender Jahresüberschuss n. pers. Steuern		2,5	2,6	2,8	3,2	3,3	3,4	3,4
<i>Kapitalisierungszinssatz</i>		<i>6,64%</i>	<i>6,50%</i>	<i>6,51%</i>	<i>6,48%</i>	<i>6,45%</i>	<i>6,43%</i>	<i>5,18%</i>
Barwertfaktor		0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	13,2
Σ Barwert der Cashflows-to-Equity		2,4	2,3	2,3	2,4	2,4	2,3	45,2
Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil zum 31. Dezember 2017		59,4						
Aufzinsungsfaktor		1,006						
Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil zum 2. Februar 2018		59,8						

799. Im Folgenden ist die Ableitung des Werts des Eigenkapitals nicht-beherrschender Gesellschafter für die Sensitivitätsberechnung dargestellt:

Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil (nach Steuern) in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Auf Minderheiten entfallender Jahresüberschuss	3,5	3,6	3,9	4,3	4,5	4,5	4,6
Auf Minderheiten entfallender Jahresüberschuss n. pers. Steuern	2,5	2,6	2,8	3,1	3,3	3,3	3,4
Kapitalisierungszinssatz	6,07%	5,96%	5,97%	5,95%	5,93%	5,92%	4,92%
Barwertfaktor	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	14,4
Σ Barwert der Cashflows-to-Equity	2,4	2,4	2,4	2,5	2,5	2,3	48,2
Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil zum 31. Dezember 2017	62,6						
Aufzinsungsfaktor	1,005						
Auf nicht-beherrschende Gesellschafter entfallender Anteil zum 2. Februar 2018	62,9						

6.2.3 Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

800. Im Rahmen der Analysen und der Gespräche mit den Planungsverantwortlichen wurde nicht betriebsnotwendiges Vermögen identifiziert, das bei der Bewertung der STADA als Sonderwert berücksichtigt wird. Die Sonderwerte und deren Höhe entsprechen den in Kapitel 6.1.3 dargestellten Inhalten.

801. Insgesamt betragen die Sonderwerte (ohne Minderheiten) EUR 87,7 Mio. zum Bewertungsstichtag.

6.2.4 Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern

802. Unter Berücksichtigung des Ertragswerts i.H.v. rund EUR 4.343,6 Mio., der Minderheiten i.H.v. EUR 59,8 Mio. und der Sonderwerte i.H.v. EUR 87,7 Mio. beträgt der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern zum 2. Februar 2018 insgesamt rund EUR 4.371,5 Mio. Dies entspricht bei einer Aktienanzahl von rund 62,3 Mio. ausstehenden STADA-Aktien einem Wert von EUR 70,22 je Aktie.

803. Im Folgenden ist die Überleitung vom Ertragswert zum Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern dargestellt:

Wert des Eigenkapitals nach pers. Steuern	
Ertragswert zum 31. Dezember 2017	4.318,4
Aufzinsungsfaktor	1,006
Ertragswert zum 2. Februar 2018	4.343,6
- Minderheiten (nach pers. Steuern)	-59,8
+ Sonderwerte	87,7
Wert des Eigenkapitals nach pers. Steuern zum 2. Februar 2018	4.371,5
Aktienanzahl in Mio. Stück	62,3
Wert je Aktie	70,22

804. In der Sensitivitätsberechnung beträgt der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern unter Berücksichtigung des Ertragswerts i.H.v. rund EUR 4.635,5 Mio., der Minderheiten i.H.v.

EUR 62,9 Mio. und der Sonderwerte i.H.v. EUR 87,7 Mio. zum 2. Februar 2018 insgesamt rund EUR 4.660,2 Mio. Dies entspricht einem Wert je Aktie von EUR 74,85.

805. Im Folgenden ist die Überleitung vom Ertragswert zum Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern für die Sensitivitätsberechnung dargestellt:

Wert des Eigenkapitals nach pers. Steuern

Ertragswert zum 31. Dezember 2017	4.610,9
Aufzinsungsfaktor	1,005
Ertragswert zum 2. Februar 2018	4.635,5
- Minderheiten (nach pers. Steuern)	-62,9
+ Sonderwerte	87,7
Wert des Eigenkapitals nach pers. Steuern zum 2. Februar 2018	4.660,2
Aktienanzahl in Mio. Stück	62,3
Wert je Aktie	74,85

6.3 Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

806. Neben der Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf Basis der DCF- und Ertragswertmethode werden Wertbandbreiten auf Basis der Multiplikator-Methode ermittelt. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig Umsatz- oder Ergebnisgröße) des Unternehmens und dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von börsennotierten Vergleichsunternehmen (Börsenmultiplikatoren) sowie aus vergleichbaren Transaktionen (Transaktions-Multiplikatoren) abgeleitet wird.

6.3.1 Bewertung anhand von Börsen-Multiplikatoren

807. Zur Bewertung der STADA kommen zunächst die bei vergleichbaren Unternehmen am Kapitalmarkt beobachtbaren Börsenkurse und daraus abgeleitete Multiplikatoren in Betracht. Im Gegensatz zur Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group ist bei einer vergleichenden Marktbewertung anhand von Börsenmultiplikatoren nicht die Länge der historischen Börsennotierung, sondern vielmehr die Güte der zukunftsgerichteten Analystenschätzungen der Bezugsgrößen entscheidend. Daher können zunächst alle in der Peer Group-Auswahl²³³ identifizierten Vergleichsunternehmen in die Bewertung einbezogen werden. Die nachfolgenden Analysen basieren auf Multiplikatoren der Geschäftsjahre 2018 und 2019.
808. Im Konzept des IDW S 1 dient die vergleichende Bewertung anhand von Multiplikatoren der Plausibilisierung des Ertragswerts. Insofern sind die abgeleiteten Multiplikatoren nicht als eigenständige Bewertung zu betrachten. Die DVFA-Empfehlungen hingegen wenden die Multiplikator-Bewertung grundsätzlich als gleichrangige Methode neben anderen Methoden der Unternehmensbewertung an.

²³³ Vgl. Kapitel 2.4.

809. Für die Ableitung von Multiplikatoren für STADA wird zunächst die Planungsrechnung des Bewertungsobjekts mit den Schätzungen für die Peer Group-Unternehmen verglichen. Um angemessene Multiplikatoren aus der Peer Group abzuleiten, wird zusätzlich auf den maßgeblich wertbeeinflussenden Faktor Wachstum abgestellt. Ungeachtet etwaiger Marktunvollkommenheiten und Preisverzerrungen besteht stets der Zusammenhang von Multiplikator mit dem Wachstum, da die Erwartungen hinsichtlich Wachstum implizit in den Multiplikatoren enthalten sind.²³⁴ Um weiterhin die teilweise unterschiedliche Anlagenintensität der Peer Group-Unternehmen ausreichend zu berücksichtigen, wird zudem auf sog. Cash Contribution-Multiplikatoren abgestellt. Die jeweilige Bezugsgröße für die Cash Contribution-Multiplikatoren wird ermittelt durch Subtraktion der Investitionen in Sachanlagen (CAPEX) vom EBITDA.
810. Auf eine Berücksichtigung von Umsatz-Multiplikatoren haben wir im Folgenden verzichtet, da die unterschiedlichen Niveaus der operativen Profitabilität nur einen sehr eingeschränkten Vergleich auf Umsatzebene zulassen. Insgesamt sind die unternehmensspezifischen Geschäftsmodelle, trotz ihrer generellen Vergleichbarkeit, zu verschieden, um eine aus Umsatz-Multiplikatoren abgeleitete Wertbandbreite anwenden zu können.

EBITDA-Multiplikatoren

811. Für EBITDA-Multiplikatoren ist das Wachstumsprofil der wesentliche Treiber. Entsprechend wird bei der Auswahl der geeigneten Multiplikatoren insbesondere auf das zukünftige Wachstumsprofil abgestellt:

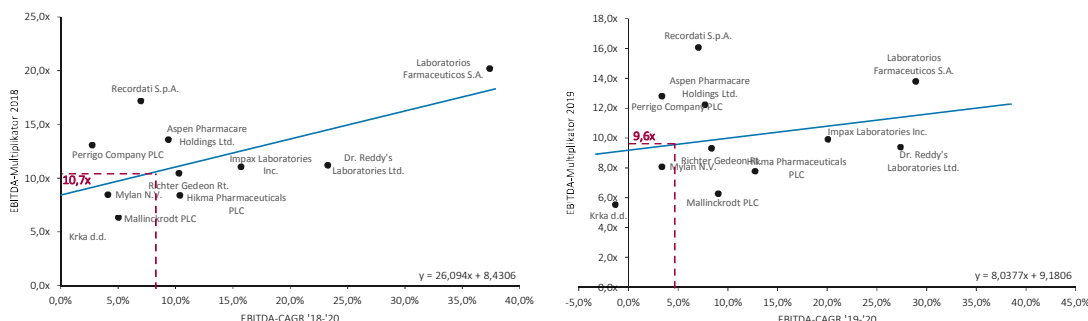
EBITDA-Multiplikatoren

	EBITDA-Wachstum p.a.			EBITDA-CAGR		EBITDA-Marge			EBITDA-Multiplikator		
	2018	2019	2020	'18-'20	'19-'20	2018	2019	2020	2018	2019	10-J Median
Richter Gedeon Rt.	8,8%	12,3%	8,3%	10,3%	8,3%	25,4%	26,7%	27,9%	10,4x	9,3x	9,4x
Krka d.d.	4,6%	3,4%	-1,3%	1,0%	-1,3%	24,8%	24,8%	24,0%	5,7x	5,5x	6,6x
Mylan N.V.	11,3%	4,8%	3,4%	4,1%	3,4%	33,6%	34,3%	34,5%	8,5x	8,1x	10,2x
Dr. Reddy's Laboratories Ltd.	40,5%	19,3%	27,4%	23,3%	27,4%	22,0%	23,5%	24,6%	11,2x	9,4x	14,5x
Perrigo Company PLC	3,8%	2,1%	3,4%	2,7%	3,4%	24,3%	24,3%	24,4%	13,1x	12,8x	15,4x
Hikma Pharmaceuticals PLC	0,6%	8,1%	12,7%	10,4%	12,7%	25,3%	25,9%	27,8%	8,4x	7,8x	13,6x
Vifor Pharma AG	26,5%	31,2%	38,0%	34,5%	38,0%	27,3%	31,2%	37,8%	n.m.	n.m.	12,7x
Laboratorios Farmaceuticos S.A.	31,5%	46,4%	28,9%	37,4%	28,9%	14,9%	17,5%	18,9%	20,2x	13,8x	15,3x
Aspen Pharmacare Holdings Ltd.	28,5%	11,1%	7,7%	9,4%	7,7%	28,8%	29,9%	30,4%	13,6x	12,2x	16,0x
Recordati S.p.A.	9,1%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	35,1%	35,2%	34,8%	17,2x	16,1x	8,0x
Impax Laboratories Inc.	23,4%	11,5%	20,1%	15,7%	20,1%	22,5%	24,0%	27,4%	11,1x	9,9x	10,4x
Mallinckrodt PLC	-4,1%	1,2%	9,0%	5,0%	9,0%	40,9%	41,2%	43,8%	6,3x	6,3x	10,9x
STADA	11,0%	12,3%	4,8%	8,5%	4,8%	20,0%	21,5%	21,2%	-	-	-
Durchschnitt	15,4%	13,2%	13,7%	13,4%	13,7%	27,1%	28,2%	29,7%	11,4x	10,1x	11,9x
Median	10,2%	9,6%	8,7%	9,8%	8,7%	25,3%	26,3%	27,9%	11,1x	9,4x	11,8x

812. Zur Analyse des Zusammenhangs zwischen EBITDA-Wachstumsraten und EBITDA-Multiplikatoren wurden lineare Regressionen durchgeführt.

²³⁴ Vgl. zum Zusammenhang von Multiplikator, Profitabilität und Wachstum u.a. Koller/Goedhart/Wessels, 2010, S. 315-317; Viebig/Poddig/Varmaz, 2008, S. 363 f.

813. Die beiden Regressionsgeraden für die EBITDA-Multiplikatoren der Geschäftsjahre 2018 und 2019 basieren auf den von Analysten erwarteten durchschnittlichen EBITDA-Wachstumsraten der Peer Group-Unternehmen der Geschäftsjahre 2018 bis 2020 bzw. 2019 bis 2020:



814. Die Regressionsanalysen zeigen, dass für die Peer Group ein positiver Zusammenhang zwischen erwartetem EBITDA-Wachstum und EBITDA-Multiplikatoren besteht. STADA plant im Planungszeitraum 2018 bis 2020 mit einem durchschnittlichen EBITDA-Wachstum von ca. 8,5%, sodass sich aus der Regressionsanalyse ein EBITDA-Multiplikator für das Geschäftsjahr 2018 von 10,7x ergibt.
815. Analog ergibt sich für den EBITDA-Multiplikator für das Geschäftsjahr 2019 unter Berücksichtigung des EBITDA-Wachstums von durchschnittlich 4,8% im Planungszeitraum 2019 bis 2020 ein Wert i.H.v. 9,6x.

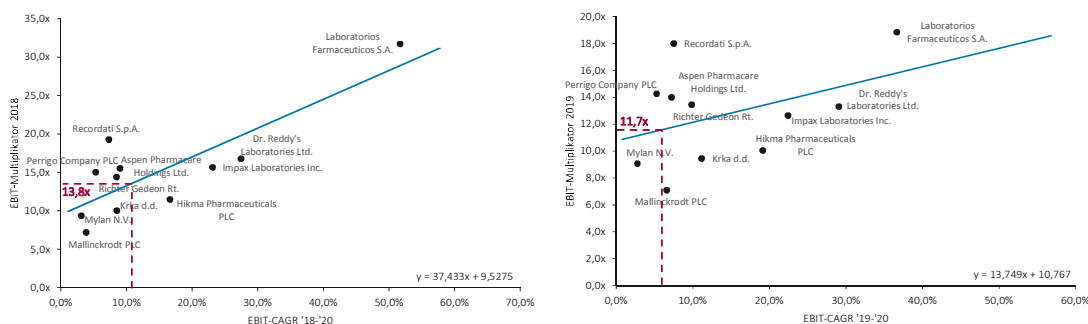
EBIT-Multiplikatoren

816. Für die EBIT-Multiplikatoren ist ebenfalls das Wachstumsprofil der wesentliche Treiber. Bei der Auswahl der geeigneten Multiplikatoren wird somit ebenfalls auf das zukünftige Wachstumsprofil abgestellt:

EBIT-Multiplikatoren

	EBIT-Wachstum p.a.			EBIT-CAGR		EBIT-Marge			EBIT-Multiplikator		
	2018	2019	2020	'18-'20	'19-'20	2018	2019	2020	2018	2019	10-J Median
Richter Gedeon Rt.	25,9%	7,1%	9,8%	8,5%	9,8%	18,4%	18,5%	19,6%	14,4x	13,4x	14,2x
Krka d.d.	6,0%	5,9%	11,1%	8,5%	11,1%	14,2%	14,5%	15,8%	10,0x	9,4x	9,6x
Mylan N.V.	12,9%	3,4%	2,7%	3,1%	2,7%	30,3%	30,5%	30,5%	9,4x	9,1x	16,4x
Dr. Reddy's Laboratories Ltd.	70,7%	25,8%	29,0%	27,4%	29,0%	14,7%	16,6%	17,5%	16,8x	13,3x	19,6x
Perrigo Company PLC	5,4%	5,3%	5,2%	5,3%	5,2%	21,2%	21,8%	22,3%	15,0x	14,2x	19,9x
Hikma Pharmaceuticals PLC	3,4%	14,1%	19,1%	16,6%	19,1%	18,5%	20,0%	22,7%	11,5x	10,0x	18,0x
Vifor Pharma AG	67,7%	58,2%	56,3%	57,3%	56,3%	14,8%	20,4%	28,0%	n.m.	n.m.	15,6x
Laboratorios Farmaceuticos S.A.	53,5%	68,4%	36,6%	51,7%	36,6%	9,5%	12,8%	14,7%	31,7x	18,8x	17,6x
Aspen Pharmacare Holdings Ltd.	28,7%	10,8%	7,2%	9,0%	7,2%	25,3%	26,1%	26,5%	15,5x	14,0x	17,6x
Recordati S.p.A.	8,8%	7,1%	7,5%	7,3%	7,5%	31,3%	31,4%	31,2%	19,3x	18,0x	9,2x
Impax Laboratories Inc.	35,9%	23,8%	22,4%	23,1%	22,4%	15,9%	18,8%	21,9%	15,6x	12,6x	16,1x
Mallinckrodt PLC	-5,3%	1,2%	6,6%	3,8%	6,6%	36,2%	36,4%	37,9%	7,2x	7,1x	19,0x
STADA	5,6%	16,4%	6,7%	11,4%	6,7%	14,4%	16,1%	16,2%	-	-	-
Durchschnitt	26,1%	19,3%	17,8%	18,5%	17,8%	20,9%	22,3%	24,1%	15,1x	12,7x	16,1x
Median	19,4%	9,0%	10,5%	8,8%	10,5%	18,5%	20,2%	22,5%	15,0x	13,3x	17,0x

817. Analog zum Vorgehen bei den EBITDA-Multiplikatoren wurde bei den EBIT-Multiplikatoren auf Regressionen gegen das zukünftige erwartete EBIT-Wachstum abgestellt:



818. Die Regressionen zeigen, dass in der Peer Group ein positiver Zusammenhang zwischen erwarteten Wachstum und den EBIT-Multiplikatoren besteht. Aus der Regressionsanalyse ergeben sich für das geplante EBIT-Wachstum der STADA von 11,4% (2018 bis 2020) bzw. 6,7% (2019 bis 2020) EBIT-Multiplikatoren von 13,8x für das Geschäftsjahr 2018 bzw. 11,7x für das Geschäftsjahr 2019.

Cash Contribution-Multiplikatoren

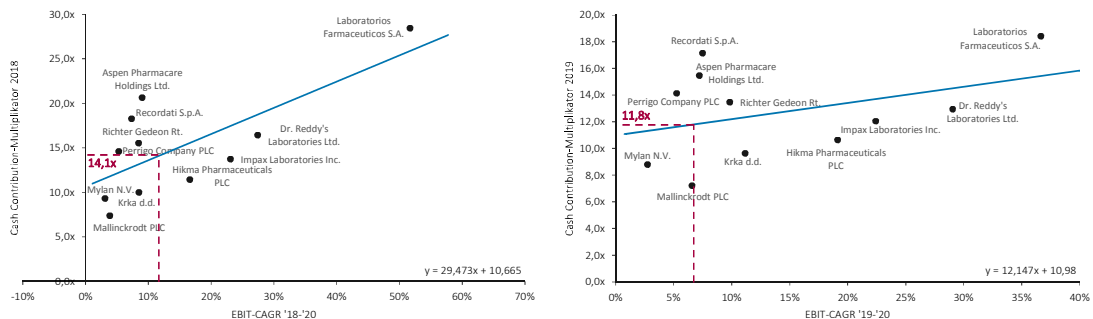
819. Um die jeweils unterschiedlichen Anlagenintensitäten und Bilanzierungspolitiken der Peer Group-Unternehmen zu berücksichtigen, wird der Cash Contribution-Multiplikator verwendet. Die Cash Contribution ist als EBITDA abzüglich der Investitionen definiert.
820. Auch für Cash Contribution-Multiplikatoren ist das Wachstumsprofil der wesentliche Treiber. Entsprechend wird bei der Auswahl der geeigneten Multiplikatoren, wie beim EBIT(DA)-Multiplikator, insbesondere auf das Wachstumsprofil abgestellt:

Cash Contribution-Multiplikatoren

	EBIT-Wachstum p.a.			EBIT-CAGR		EBIT-Marge			Cash C.-Multiplikator		
	2018	2019	2020	'18-'20	'19-'20	2018	2019	2020	2018	2019	10-J Median
Richter Gedeon Rt.	25,9%	7,1%	9,8%	8,5%	9,8%	18,4%	18,5%	19,6%	15,5x	13,5x	6,8x
Krka d.d.	6,0%	5,9%	11,1%	8,5%	11,1%	14,2%	14,5%	15,8%	10,0x	9,6x	4,7x
Mylan N.V.	12,9%	3,4%	2,7%	3,1%	2,7%	30,3%	30,5%	30,5%	9,3x	8,8x	8,8x
Dr. Reddy's Laboratories Ltd.	70,7%	25,8%	29,0%	27,4%	29,0%	14,7%	16,6%	17,5%	16,4x	12,9x	10,8x
Perrigo Company PLC	5,4%	5,3%	5,2%	5,3%	5,2%	21,2%	21,8%	22,3%	14,6x	14,1x	13,0x
Hikma Pharmaceuticals PLC	3,4%	14,1%	19,1%	16,6%	19,1%	18,5%	20,0%	22,7%	11,4x	10,6x	6,6x
Vifor Pharma AG	67,7%	58,2%	56,3%	57,3%	56,3%	14,8%	20,4%	28,0%	n.m.	n.m.	10,4x
Laboratorios Farmaceuticos S.A.	53,5%	68,4%	36,6%	51,7%	36,6%	9,5%	12,8%	14,7%	28,4x	18,4x	11,2x
Aspen Pharmacare Holdings Ltd.	28,7%	10,8%	7,2%	9,0%	7,2%	25,3%	26,1%	26,5%	20,6x	15,5x	13,6x
Recordati S.p.A.	8,8%	7,1%	7,5%	7,3%	7,5%	31,3%	31,4%	31,2%	18,2x	17,1x	7,4x
Impax Laboratories Inc.	35,9%	23,8%	22,4%	23,1%	22,4%	15,9%	18,8%	21,9%	13,7x	12,0x	7,0x
Mallinckrodt PLC	-5,3%	1,2%	6,6%	3,8%	6,6%	36,2%	36,4%	37,9%	7,4x	7,2x	8,1x
STADA	5,6%	16,4%	6,7%	11,4%	6,7%	14,4%	16,1%	16,2%	-	-	-
Durchschnitt	26,1%	19,3%	17,8%	18,5%	17,8%	20,9%	22,3%	24,1%	15,1x	12,7x	9,0x
Median	19,4%	9,0%	10,5%	8,8%	10,5%	18,5%	20,2%	22,5%	14,6x	12,9x	8,4x

821. Bei der Analyse des Zusammenhangs zwischen Wachstumsraten und Cash Contribution-Multiplikatoren wurde analog zur Ableitung von EBIT(DA)-Multiplikatoren vorgegangen.

822. Die beiden Regressionsgeraden basieren demnach auf den erwarteten durchschnittlichen EBIT-Wachstumsraten der Geschäftsjahre 2018 bis 2020 im Vergleich zu den Cash Contribution-Multiplikatoren des Geschäftsjahres 2018 bzw. auf den erwarteten durchschnittlichen Wachstumsraten der Jahre 2019 bis 2020 relativ zu den Cash Contribution-Multiplikatoren des Jahres 2019:



823. Die Regressionsanalysen zeigen, dass für die Peer Group ein positiver Zusammenhang zwischen erwartetem EBIT-Wachstum und den Cash Contribution-Multiplikatoren besteht. STADA plant im Planungszeitraum 2018 bis 2020 mit einem durchschnittlichen EBIT-Wachstum von ca. 11,4%, sodass sich aus der Regressionsanalyse ein Cash Contribution-Multiplikator für das Geschäftsjahr 2018 von 14,1x ergibt.
824. Analog ergibt sich für den Cash Contribution-Multiplikator für das Geschäftsjahr 2019 unter Berücksichtigung des EBIT-Wachstums von durchschnittlich 6,7% im Planungszeitraum 2019 bis 2020 ein Wert i.H.v. 11,8x.

Wert des Eigenkapitals auf Basis von Börsen-Multiplikatoren

825. Für die abschließende Bestimmung der aus den Börsen-Multiplikatoren resultierenden Wertbandbreite haben wir im Folgenden jeweils auf eine Bandbreite zwischen dem aus der Regression abgeleiteten Multiplikator und dem Median der Peer Group abgestellt. Dieses Vorgehen berücksichtigt sowohl das spezifische Wachstumsprofil der STADA als auch das mittlere Niveau der Peer Group-Unternehmen. Langfristig nähert sich die EBITDA-Marge der STADA an das durchschnittliche Niveau der Peer Group an.

826. Auf Basis der gewählten Multiplikatoren resultieren die in folgender Darstellung ausgewiesenen Wertunter- und Wertobergrenzen des Unternehmensgesamtwerts. Die dargestellte Bandbreite des Unternehmensgesamtwerts wird in einem nächsten Schritt aus dem Durchschnitt dieser Multiplikator-spezifischen Bandbreitenwerte gebildet:

Wertbandbreite anhand der Multiplikator-Methode (Börsen-Multiplikatoren)

in EUR Mio.

Multiplikatoren	Ausgewählte Multiplikatoren		STADA Bezugsgröße	Unternehmenswert	
	Min	Max		Min	Max
EBITDA-Multiplikator 2018	10,7x	11,1x	483,1	5.169,5	5.341,3
EBITDA-Multiplikator 2019	9,4x	9,6x	542,4	5.087,6	5.206,9
EBIT-Multiplikator 2018	13,8x	15,0x	348,4	4.807,7	5.229,0
EBIT-Multiplikator 2019	11,7x	13,3x	405,4	4.743,4	5.398,7
Cash Contribution-Multiplikator 2018	14,1x	14,6x	420,6	5.930,0	6.141,4
Cash Contribution-Multiplikator 2019	11,8x	12,9x	490,0	5.782,1	6.339,4
Unternehmensgesamtwert (Ø)				5.253,4	5.609,4

827. Analog zur Cash-Flow-to-Equity- bzw. Ertragswertmethode werden bei der Überleitung zum Wert des Eigenkapitals die verzinslichen Verbindlichkeiten berücksichtigt. In Summe sind demnach verzinsliche Verbindlichkeiten i.H.v. EUR 1.364,3 Mio. vom auf Basis der Multiplikator-Methode ermittelten Unternehmensgesamtwert in Abzug zu bringen.
828. In Analogie zur Cash-Flow-to-Equity- bzw. Ertragswertmethode wird neben den verzinslichen Verbindlichkeiten auch der Wert der Minderheiten i.H.v. EUR 59,8 Mio. in Abzug gebracht. Außerdem werden die Beteiligung in Vietnam und nicht-operative Gesellschaften sowie die noch ausstehende Dividende für das Geschäftsjahr 2017 i.H.v. insgesamt EUR 87,7 Mio. als Sonderwert berücksichtigt. Nicht operativ notwendige Kassenbestände bestehen nicht.
829. Auf Basis der Bezugsgrößen EBITDA, EBIT und Cash Contribution liegt die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals nach Kürzung des Unternehmensgesamtwerts um verzinsliche Verbindlichkeiten und Minderheiten sowie der Hinzurechnung von Sonderwerten zwischen EUR 3.917,0 Mio. bis EUR 4.273,0 Mio.:

Wertbandbreite anhand der Multiplikator-Methode (Börsen-Multiplikatoren)

in EUR Mio.

Multiplikatoren	Ausgewählte Multiplikatoren		STADA Bezugsgröße	Unternehmenswert	
	Min	Max		Min	Max
EBITDA-Multiplikator 2018	10,7x	11,1x	483,1	5.169,5	5.341,3
EBITDA-Multiplikator 2019	9,4x	9,6x	542,4	5.087,6	5.206,9
EBIT-Multiplikator 2018	13,8x	15,0x	348,4	4.807,7	5.229,0
EBIT-Multiplikator 2019	11,7x	13,3x	405,4	4.743,4	5.398,7
Cash Contribution-Multiplikator 2018	14,1x	14,6x	420,6	5.930,0	6.141,4
Cash Contribution-Multiplikator 2019	11,8x	12,9x	490,0	5.782,1	6.339,4
Unternehmensgesamtwert (Ø)				5.253,4	5.609,4
- Verzinsliche Verbindlichkeiten				-1.364,3	-1.364,3
- Minderheiten				-59,8	-59,8
+ / (-) Sonderwerte				87,7	87,7
Wert des Eigenkapitals (vor Prämie)				3.917,0	4.273,0

830. Bei der Bewertung anhand der Multiplikator-Methode werden nach gängiger Bewertungspraxis Prämien (zum Beispiel Übernahmeprämien) und Abschläge (zum Beispiel Liquiditätsabschlag)

auf die mit Börsenmultiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals berücksichtigt. Aus empirischen Beobachtungen lässt sich ableiten, dass dabei die Prämien in der Regel höher ausfallen als etwaige Abschläge. Aufgrund der Börsennotierung der STADA ist kein Liquiditätsabschlag in Abzug zu bringen.

831. Konzeptionell liegt der Übernahmeprämie die Annahme zugrunde, dass Börsenmultiplikatoren lediglich die Preise von Minderheitenanteilen widerspiegeln und Kontrolle an einem Unternehmen einen Wert hat, da dadurch eine suboptimale Geschäftspolitik verändert und Synergien mit dem Erwerber gehoben werden können. Konzeptionell muss die Übernahmeprämie in den sog. finanziellen Kontrollwert und den sog. strategischen Kontrollwert untergliedert werden,²³⁵ wobei letzter Rationalisierungs- und Synergieeffekte abbildet. Dementsprechend müssen bei der Betrachtung von Börsenmultiplikatoren die abgeleiteten Unternehmenswerte um einen finanziellen Kontrollaufschlag adjustiert werden.
832. Wie aus folgender Tabelle zu entnehmen ist, befinden sich die am Markt beobachtbaren Übernahmeprämien im Mittel zwischen 26,3% und 31,8% und im Median zwischen 11,5% und 26,9%. Bei diesen Transaktionen wurden Transaktionen aus dem Pharma- und Healthcare-Sektor miteinbezogen,²³⁶ zu denen Daten bzgl. der gezahlten Prämie verfügbar waren:

Prämienanalyse						
Transaktionsinformationen				Prämie		
Käuferunternehmen	Zielunternehmen	Erworbener		1 Tag	1 Woche	1 Monat
		Anteil	Closing			
Karo Pharma AB	Weifa ASA	100,0%	2017	10,1%	12,5%	13,6%
Mylan N.V.	Meda AB	100,0%	2016	98,8%	87,6%	74,3%
Vectura Group plc	Skyepharm PLC	100,0%	2016	4,2%	8,6%	10,8%
Allergan plc	Warner Chilcott plc	100,0%	2013	4,5%	6,2%	44,7%
LLC Garden Hills	Open Stock Company Veropharm	52,0%	2013	32,9%	32,9%	38,4%
BASF AS	Pronova BioPharma ASA	100,0%	2013	12,5%	22,7%	15,4%
TPG Capital, L.P	Par Pharmaceutical Companies Inc.	100,0%	2012	36,7%	39,5%	49,0%
Sanofi	Zentiva N.V.	69,4%	2009	10,6%	12,3%	8,4%
Durchschnitt				26,3%	27,8%	31,8%
Median				11,5%	17,6%	26,9%

833. Problematisch ist bei den ermittelten Übernahmeprämien, dass diese zum einen finanzielle und strategische Kontrolle abbilden und zum anderen internationale Daten nicht ohne Korrekturen auf den deutschen Markt übertragen werden können, da finanzielle Kontrollprämien länder-, branchen- und größenabhängig sind.²³⁷ Dies arbeitet die Studie von Grbenic/Zunk (2015) heraus und begründet, dass finanzielle Kontrollprämien auch abhängig vom verwendeten Multiplikator sind. Bei Anwendung von EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren liegt die in der Studie ermittelte finanzielle Kontrollprämie in einer Bandbreite von rund 5,0% bis 10,0%.

²³⁵ Vgl. Grbenic/Zunk, The Value of Control: Transaktionsorientierte Kontrollprämien für Europa, 2015, S. 16 ff; Eichner, Übernahmeprämien bei M&A, 2017, S. 191.

²³⁶ Bei Verwendung einer angemessenen Definition des relevanten Marktfokus für die Transaktions-Multiplikatoren ist eine Prämienanalyse mangels belastbarer Informationen nicht möglich.

²³⁷ Vgl. Grbenic/Zunk, The Value of Control: Transaktionsorientierte Kontrollprämien für Europa, 2015, S. 16 ff; Grbenic, Transaction Control Premium/Minority Discount Study Deutschland, 2014, S. 26 ff.

834. Eichner (2017) hingegen untersucht in seiner Studie, inwiefern sich die in Europa beobachtbaren Übernahmeprämien in verschiedene Komponenten zerlegen lassen. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass in etwa ein Viertel bis ein Drittel der gesamten Übernahmeprämie auf die finanzielle Kontrollprämie zurückzuführen ist. Überträgt man diesen Anteil auf die am Markt beobachtbaren Übernahmeprämien im Pharma- und Healthcare-Sektor (siehe Tabelle oben), so erscheint eine finanzielle Kontrollprämie von 7,0% bis 10,0% angemessen.

835. Auf dieser Basis gehen wir von einer finanziellen Kontrollprämie von 10,0% aus.

836. Unter Berücksichtigung einer finanziellen Kontrollprämie i.H.v. 10,0% beträgt die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals der STADA EUR 4.308,7 Mio. bis EUR 4.700,3 Mio.:

Wertbandbreite anhand der Multiplikator-Methode (Börsen-Multiplikatoren)

in EUR Mio.	Ausgewählte Multiplikatoren			Unternehmenswert	
Multiplikatoren			STADA		
	Min	Max	Bezugsgröße	Min	Max
EBITDA-Multiplikator 2018	10,7x	11,1x	483,1	5.169,5	5.341,3
EBITDA-Multiplikator 2019	9,4x	9,6x	542,4	5.087,6	5.206,9
EBIT-Multiplikator 2018	13,8x	15,0x	348,4	4.807,7	5.229,0
EBIT-Multiplikator 2019	11,7x	13,3x	405,4	4.743,4	5.398,7
Cash Contribution-Multiplikator 2018	14,1x	14,6x	420,6	5.930,0	6.141,4
Cash Contribution-Multiplikator 2019	11,8x	12,9x	490,0	5.782,1	6.339,4
Unternehmensgesamtwert (Ø)				5.253,4	5.609,4
- Verzinsliche Verbindlichkeiten				-1.364,3	-1.364,3
- Minderheiten				-59,8	-59,8
+ / (-) Sonderwerte				87,7	87,7
Wert des Eigenkapitals (vor Prämie)				3.917,0	4.273,0
+ Kontrollprämie (10%)				391,7	427,3
Wert des Eigenkapitals (inkl. Prämie)				4.308,7	4.700,3
Aktienanzahl in Mio.				62,3	62,3
Wert je Aktie in EUR				69,21	75,50

837. Bei einer ausstehenden Aktienanzahl von rd. 62,3 Mio. ergibt sich ein aus den Börsen-Multiplikatoren abgeleiteter Wert je Aktie in einer Bandbreite von EUR 69,21 und EUR 75,50.

6.3.2 Bewertung anhand vergleichbarer Transaktionen

838. Neben der Bewertung anhand von Börsen-Multiplikatoren können alternativ Transaktions-Multiplikatoren verwendet werden. Der Unternehmenswert wird hierbei mithilfe beobachtbarer Transaktionen von Vergleichsunternehmen bestimmt, welche nicht zwingend börsennotiert sein müssen. Zur Ableitung dieser Multiplikatoren wird der gezahlte Kaufpreis der Vergleichsunternehmen ins Verhältnis zu einer Bezugsgröße gesetzt. Transaktions-Multiplikatoren weisen gegenüber Börsen-Multiplikatoren den Unterschied auf, dass sie regelmäßig für Anteilspakete und Mehrheitserwerbe beobachtbar sind.

839. Bei auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise durch die subjektiven Interessenslagen der Transaktionspartner beeinflusst werden. Die Transaktionspreise berücksichtigen beispielsweise Synergieeffekte und andere subjektive Erwartungshaltungen, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion rea-

lisierbar werden. Ferner sind Interdependenzen zwischen gezahlten Preisen und der Kaufvertragsgestaltung (zum Beispiel Garantien etc.) vorhanden. So können gezahlte Kaufpreise für Mehrheitsanteile Zuschläge enthalten. Insgesamt wird in diesem Zusammenhang regelmäßig von sog. Übernahmeprämien gesprochen, die diese Effekte berücksichtigen, im Gegensatz zu Börsen-Multiplikatoren, welche vor Übernahmegerüchten keine derartige Prämien enthalten. Die angesprochenen Effekte sind in der Praxis häufig beobachtbar, lassen sich jedoch i.d.R. nicht einzeln quantifizieren oder separieren. Teilweise können auch negative Prämien bzw. Abschläge beobachtet werden. Die Messung gezahlter Prämien (ohne deren überschneidungsfreie Aufspaltung in Einzeleffekte) ist bei Transaktionen börsennotierter Mehrheitsanteile aus der Differenz von (anteiliger) Marktkapitalisierung vor Übernahmegerüchten und gebotenem bzw. gezahltem Übernahmepreis möglich.

840. Es ist darauf hinzuweisen, dass im Wertkonzept gemäß IDW S 1 keine individuellen Synergien, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion entstehen (sog. echte Synergien) berücksichtigt werden dürfen. Somit kommt den Transaktions-Multiplikatoren nur eine geringe Bedeutung zu.
841. Darüber hinaus ist bei Transaktions-Multiplikatoren auf den Zeitbezug der Transaktion zum Bewertungsstichtag zu achten. Transaktionspreise mit zeitlich großem Abstand zum Bewertungsstichtag sind nur eingeschränkt übertragbar, da sie zum Teil großen (Markt-)Schwankungen unterliegen können.²³⁸ Insofern wird die Aussagekraft dieses Ansatzes – v.a. gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren – für die Unternehmensbewertung eingeschränkt. Zudem besteht, wie auch bei den Börsen-Multiplikatoren, die Möglichkeit von Marktverzerrungen, die zu nicht aussagekräftigen Transaktionspreisen führen können, sodass ggf. das Kriterium des Zeitbezugs zum Bewertungsstichtag zugunsten der Vermeidung der Fortschreibung temporärer Verzerrungen abgeschwächt werden muss.
842. Neben diesen Beschränkungen ist zudem regelmäßig die Datenbasis vergleichbarer Transaktionen eingeschränkt, da sie auf öffentlich verfügbaren Informationen beruht, für welche im Unterschied zu Börseninformationen keine vergleichbaren Veröffentlichungspflichten bestehen.
843. Aus einer Vielzahl von M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen wurden diejenigen ausgewählt, für die entsprechende Informationen und Kennzahlen öffentlich zugänglich sind.²³⁹ Der Analysezeitraum umfasst die Jahre ab 2008 bis zum Bewertungsstichtag. Bei der Auswahl an vergleichbaren Unternehmen wurde analog zur Peer Group-Auswahl²⁴⁰ vorgegangen und Transaktionen aus der Pharma- und Healthcare-Branche identifiziert. In einem weiteren Schritt haben wir ausschließlich Mehrheitstransaktionen ausgewählt, die eine implizite Gesamtkapitalbewertung von über EUR 50 Mio. aufwiesen, bei denen das Zielunternehmen den Sitz in Europa hat und welche in den letzten 4 Jahren durchgeführt wurden.

²³⁸ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 218, neben ihrer Kritik auch an Börsen-Multiplikatoren.

²³⁹ Über die Datenbank S&P Capital IQ. Wir beziehen insbesondere die impliziten Gesamtkapitalwerte und jeweiligen Bezugsgrößen von dieser Datenbank und berechnen anschließend auf dieser Basis die entsprechenden Multiplikatoren. Darüber hinaus sind noch weitere Vergleichs-Transaktionen relevant, die jedoch nicht in der Datenbank von S&P Capital IQ hinterlegt waren, sondern uns auf Basis von Analystenreports vorlagen und ebenso Eingang in die Analyse fanden.

²⁴⁰ Vgl. Kapitel 2.4.1.

844. Wie bereits beschrieben, ist auf Basis ausschließlich öffentlich verfügbarer Informationen eine abschließende, fundierte Beurteilung der jeweiligen Transaktionen regelmäßig nicht umfassend möglich. Somit könnten die ausgewählten Transaktionen nicht bzw. nur sehr eingeschränkt vergleichbar sein. Insbesondere können gezahlte Prämien oder Abschläge in direktem Zusammenhang mit gewährten Garantien oder sonstigen Verpflichtungen im Rahmen des Kaufvertrags stehen. Trotz dieser Einschränkungen identifizieren wir folgende 7 Transaktionen und leiten daraus in Abhängigkeit der Datenverfügbarkeit Multiplikatoren ab:

Transaktionsinformationen							Unternehmens- gesamtwert	EV / EBITDA	Anteils- erwerb
Käuferunternehmen	Zielunternehmen	Land	Closing	Umsatz	EBITDA				
CVC Capital Partners Limited	Doc Generici s.r.l.	Italien	2016	180	61	675	11,1x	100,0%	
Mylan N.V.	Meda AB	Schweden	2016	19.648	6.425	83.602	13,0x	100,0%	
BC Partners	Pharmathen S.A.	Griechenland	2015	180	47	588	12,5x	80,0%	
Concordia Healthcare Corp.	Amdipharm Mercury Company Ltd.	Großbritannien	2015	446	256	3.531	13,8x	100,0%	
Actavis UK Ltd	Auden Mckenzie Holdings Ltd.	Großbritannien	2015	130	n/a	324	n/a	100,0%	
Perrigo Company plc	Omega Pharma Invest NV	Belgien	2015	1.276	265	3.639	13,7x	100,0%	
Meda AB	Rottapharm S.p.A.	Italien	2014	5.092	1.351	20.777	15,4x	100,0%	
Durchschnitt gesamt							13,2x		
Median gesamt							13,4x		

845. Ausgehend von den zuvor durchgeführten Analysen der Börsen-Multiplikatoren wird für die Bewertung mit Transaktions-Multiplikatoren auf das EBITDA zurückgegriffen. Aufgrund fehlender Finanzinformationen bzgl. des EBIT und der Investitionen werden die EBIT- und Cash Contribution-Multiplikatoren nicht berücksichtigt. Ebenso wie bei den Börsen-Multiplikatoren, werden die Umsatz-Multiplikatoren nicht berücksichtigt, da eine Einschätzung der Profitabilität aufgrund der eingeschränkten Datenverfügbarkeit nicht möglich ist.
846. Wie aus obiger Abbildung zu entnehmen ist, befinden sich die am Markt beobachtbaren EBITDA-Multiplikatoren in einer Bandbreite von 11,1x bis 15,4x. Demgegenüber befindet sich der Median bzw. das arithmetische Mittel bei 13,4x bzw. 13,2x.
847. Als am besten vergleichbare Transaktion aus Sicht der Geschäftsmodelle und des geografischen Fokus der Zielunternehmen konnte die in der Tabelle markierte Transaktion Mylan N.V. / Meda AB identifiziert werden. Diese weist einen EBITDA-Multiplikator i.H.v. 13,0x auf.
848. Aufgrund fehlender Detailinformationen (u.a. nicht börsennotierte Unternehmen, keine weiterführenden öffentlichen Informationen zu Transaktionsdetails, etc.) ist eine Regressionsanalyse der Transaktions-Multiplikatoren auf Basis von Wachstumserwartungen der Zielunternehmen nicht möglich bzw. nicht aussagekräftig.
849. Im Folgenden wird für die Bewertung anhand der Transaktions-Multiplikatoren auf eine Bandbreite zwischen der am besten vergleichbaren Transaktion und dem Median aller Transaktionen abgestellt.

Wert des Eigenkapitals auf Basis von Transaktions-Multiplikatoren

850. Basierend auf den ausgewählten EBITDA-Multiplikatoren ergibt sich für STADA die im Folgenden dargestellte Wertbandbreite für den Wert des Eigenkapitals analog zur Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf Basis von Börsen-Multiplikatoren:

Wertbandbreite anhand der Multiplikator-Methode (Transaktions-Multiplikatoren)

Multiplikatoren	Ausgewählte Multiplikatoren		STADA Bezugsgröße	Unternehmenswert	
	Min	Max		Min	Max
EBITDA-Multiplikator LTM	13,0x	13,4x	435,2	5.657,1	5.831,2
Unternehmensgesamtwert				5.657,1	5.831,2
- Verzinsliche Verbindlichkeiten				-1.364,3	-1.364,3
- Minderheiten				-59,8	-59,8
+ / (-) Sonderwerte				87,7	87,7
Wert des Eigenkapitals				4.320,7	4.494,7
Aktienanzahl in Mio.				62,3	62,3
Wert je Aktie in EUR				69,40	72,20

851. Zum Bewertungsstichtag liegt die Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals der STADA auf Basis der von vergleichbaren Transaktionen abgeleiteten EBITDA-Multiplikatoren mit der ausgewählten Multiplikator-Bandbreite zwischen EUR 4.320,7 Mio. und EUR 4.494,7 Mio. Dies entspricht bei rd. 62,3 Mio. ausstehenden Aktien einem Wert je Aktie zwischen EUR 69,40 und EUR 72,20.
852. Eine Anwendung von Kontrollprämien entfällt bei der Berechnungsmethodik mit Hilfe von Transaktions-Multiplikatoren, da in den gezahlten Kaufpreisen für Mehrheitstransaktionen bereits eine Kontrollprämie enthalten ist. Da auf LTM-Finanzkennzahlen abgestellt wird, ist eine erneute Anwendung einer Kontrollprämie nicht vorzunehmen, um eine doppelte Berücksichtigung zu vermeiden.
853. Wir weisen hier auf die bereits erläuterten Einschränkungen der Transaktions-Multiplikatoren hin. Auf Basis der von uns durchgeführten Analysen von vergleichbaren Transaktionen liegen dennoch keine Anzeichen vor, die auf eine Unangemessenheit der Multiplikatoren vergleichbarer börsennotierter Unternehmen hindeuten würden.

6.4 Vergleichsorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses

854. Gemäß IDW S 1 und DVFA-Empfehlungen kann der Börsenkurs zu Plausibilisierungszwecken oder grundsätzlich als eigenständiges Bewertungsverfahren Berücksichtigung finden. Dennoch kann eine Verwendung des Börsenkurses als Grundlage des Unternehmenswerts eine Funda-

mentalebewertung nicht ersetzen, sofern diese Bewertung auf einer besseren und breiteren Informationsgrundlage als der Kapitalmarkt, wie zum Beispiel der verabschiedeten Unternehmensplanung, basiert.

855. Gemäß der Rechtsprechung des BVerfG in der DAT/ALTANA-Entscheidung²⁴¹ stellt der Börsenpreis grundsätzlich die Untergrenze der Bestimmung des den außenstehenden Aktionären anzubietenden Abfindungsbetrags dar. Der BGH hat diese Rechtsprechung in zwei Entscheidungen bestätigt und präzisiert.²⁴² Nach der Stollwerck-Entscheidung wird dieser Referenzkurs berechnet aus dem volumengewichteten Durchschnittskurs über einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme (hier: des BGAV) ermittelt (sog. „VWAP“ oder „Dreimonatsdurchschnittskurs“). Im Gegensatz zu einem Stichtagskurs unterliegt dieser in geringerem Maße Zufallseinflüssen und kurzfristigen Verzerrungen. Hierfür spricht auch die WpÜGAngebV,²⁴³ nach der die nach Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz bei Übernahme- und Pflichtangeboten anzubietende angemessene Gegenleistung sich ebenfalls als volumengewichteter Dreimonatsdurchschnittskurs der inländischen Börsenkurse ermittelt.
856. Am 24. August 2017 gab die Nidda Holding bekannt, dass sie beabsichtige, einen BGAV zwischen der Nidda Holding oder einem mit ihr verbundenen Unternehmen als herrschendem sowie STADA als beherrschtem Unternehmen abzuschließen. Der Vorstand von STADA beschloss am selben Tag, mit Nidda Holding Gespräche über den Abschluss eines solchen Vertrags aufzunehmen, und gab dies per Ad hoc-Mitteilung am 24. August 2017 bekannt. Der maßgebliche Referenzzeitraum für die Berechnung des Dreimonatsdurchschnittskurses der STADA-Aktie umfasst somit den Zeitraum vom 24. Mai 2017 bis zum 23. August 2017.
857. Der von der BaFin berechnete und für gültig erklärte Dreimonatsdurchschnittskurs für diesen Referenzzeitraum beträgt EUR 65,41 je STADA-Aktie. Dies entspricht einer Marktkapitalisierung der STADA von EUR 4.072,3 Mio.
858. Damit liegen die ermittelten Bandbreiten des Werts des Eigenkapitals vor und nach persönlichen Steuern über dem von der BaFin ermittelte Dreimonatsdurchschnittskurs. Entsprechend ist dieser Dreimonatsdurchschnittskurs gemäß der Stollwerck- und DAT/ALTANA Rechtsprechung nicht für die Bemessung der angemessenen Abfindung relevant. Da zwischen dem Stichtag des Dreimonatsdurchschnittskurses und der beschlussfassenden Hauptversammlung der STADA AG am 2. Februar 2018 kein großer Zeitraum liegt, ist eine Hochrechnung gemäß der Stollwerck- und DAT/ALTANA Rechtsprechung nicht notwendig.

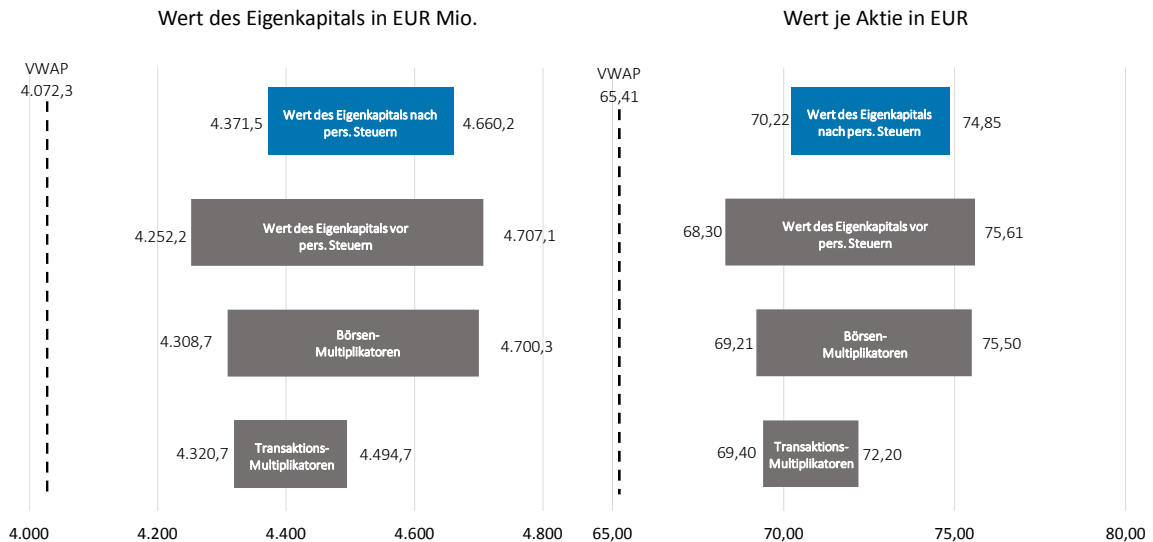
²⁴¹ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94.

²⁴² vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 – „DAT/Altana“ sowie Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – „STOLLWERCK“

²⁴³ § 5 Abs. 1, 3 WpÜGAngebV.

6.5 Fazit zum Wert des Eigenkapitals

859. Die aus den verschiedenen Bewertungsmethoden und -prämissen ermittelten Werte des Eigenkapitals der STADA stellen sich zum 2. Februar 2018 wie folgt dar:



860. Der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern (objektiver Unternehmenswert nach IDW S 1) wird in der Rechtsprechung zur Ermittlung der angemessenen Abfindung als maßgeblich erachtet. Dieser ermittelte Wert des Eigenkapitals beträgt zum 2. Februar 2018 unter Verwendung einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 6,0% und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,25% EUR 4.371,5 Mio. bzw. EUR 70,22 je Aktie.

861. Der in der Sensitivitätsanalyse unter Verwendung einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,5% und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,00% ermittelte Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern beträgt EUR 4.660,2 Mio. bzw. EUR 74,85 je Aktie.

862. Die Kombination dieser Werte ergibt die Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern nach IDW S 1 von EUR 4.371,5 Mio. bis EUR 4.660,2 Mio. bzw. EUR 70,22 bis EUR 74,85 je STADA-Aktie.

863. Der anhand der DCF-Methode ermittelte Wert des Eigenkapitals der STADA vor persönlichen Steuern beträgt zum 2. Februar 2018 unter Verwendung einer Marktrisikoprämie von 7,0% und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,25% EUR 4.252,2 Mio. bzw. EUR 68,30 je Aktie.

864. Der in der Sensitivitätsanalyse ermittelte Wert des Eigenkapitals der STADA vor persönlichen Steuern beträgt unter Verwendung einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 6,25% und einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,00% beträgt EUR 4.707,1 Mio. bzw. EUR 75,61 je Aktie.

865. Die Werte des Eigenkapitals der STADA wurden zudem anhand der Börsen- und Transaktionsmultiplikator-Methode plausibilisiert. Die anhand der Transaktions-Multiplikatoren ermittelte

Bandbreite des Werts des Eigenkapitals liegt am unteren Ende der anhand der weiteren Bewertungsmethoden ermittelten Bandbreiten. Zudem liegt die Wertbandbreite auf Basis der Börsenmultiplikatoren in einer ähnlichen Bandbreite, wie der Wert des Eigenkapitals vor und nach persönlichen Steuern. Vor dem Hintergrund diesem Hintergrund erscheinen die ermittelten Bandbreiten des Werts des Eigenkapitals vor und nach persönlichen Steuern plausibel.

- ⁸⁶⁶. Zudem liegen die Eigenkapitalwerte über dem durchschnittlichen Börsenkurs (VWAP) i.H.v. EUR 65,41 je Aktie. Eine Berücksichtigung des durchschnittlichen Börsenkurses als Untergrenze ist für die Bemessung der Abfindung daher nicht erforderlich.

7. ABLEITUNG DES ANGEMESSENEN AUSGLEICHS

867. Gemäß § 304 Abs. 2 AktG ist als angemessener Ausgleich mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren zukünftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte (§ 304 Abs. 2 S. 1 AktG).
868. Die zukünftige Ertragsentwicklung eines Unternehmens ist im Zeitablauf regelmäßig wechselhaft. Sie findet ihre adäquate Darstellung im prognoseorientierten Zukunftserfolgswert. Dieser repräsentiert unter Berücksichtigung von Zins- und Steuerwirkungen die Zahlungen zwischen Unternehmen und Unternehmenseigentümern. Bei Unternehmen mit positiven Jahresergebnissen sind dies die erwarteten Dividendenzahlungen an die Aktionäre sowie die fiktiven Zurechnungen. Im Interesse der Verstetigung der jährlichen Ausgleichszahlung bezieht der Gesetzgeber die Zahlungspflicht nicht auf den jährlich unterschiedlich erwarteten Gewinn, sondern fordert jenen Betrag, der voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte. Der Durchschnittsbetrag soll demnach Erfolgsschwankungen in die Berechnungen einbeziehen, aber diese Schwankungen über einen einheitlichen Durchschnittsbetrag glätten.
869. Der angemessene Ausgleich ergibt sich grundsätzlich durch Verrentung des Zukunftserfolgswerts der STADA. Zur Bestimmung des Verrentungszinssatzes für den angemessenen Ausgleich ist die konkrete Ausgestaltung des (einzelnen) Vertrags, die Handlungsmöglichkeiten beider Vertragsparteien während seiner Laufzeit und die möglichen Verhältnisse nach einer Beendigung des BGAV angemessen zu berücksichtigen.
870. Während der Laufzeit des BGAV bestehen für die Minderheitsaktionäre zwei wesentliche Risiken, die bei der Ermittlung des Verrentungszinssatzes zu berücksichtigen sind. Einerseits stellt die Ausgleichszahlung eine feste Zahlungsreihe dar, die den Zinszahlungen für Festzinsanleihen ähnelt. Zudem ist die beherrschende Gesellschaft während der Laufzeit des BGAV nach § 302 AktG zur Übernahme der handelsrechtlich entstehenden Verluste verpflichtet, sofern diese nicht durch andere Gewinnrücklagen, die während der Dauer des BGAV eingestellt wurden, ausgeglichen werden können. Sowohl für die Leistung der Ausgleichszahlung als auch für die Verlustübernahme tragen die Minderheitsaktionäre ein Ausfallrisiko im Falle der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners (d.h. der herrschenden Gesellschaft). Damit stellen grundsätzlich die Fremdkapitalkosten der Nidda Healthcare die Untergrenze des Verrentungszinssatzes für die Ermittlung des angemessenen Ausgleichs dar.
871. In der Bewertungspraxis werden zur Ableitung des risikoäquivalenten Verrentungszinssatzes grundsätzlich zwei vereinfachende Verfahren angewandt. Hierbei wird der Verrentungszinssatz entweder als Mittelwert aus dem risikolosen Basiszinssatz und den verschuldeten Eigenkapitalkosten der beherrschten Gesellschaft ermittelt oder aus dem Mittelwert der Fremdkapitalkos-

ten der herrschenden Gesellschaft und den verschuldeten Eigenkapitalkosten als barwertäquivalenter Zinssatz der beherrschten Gesellschaft.²⁴⁴ Dabei birgt insbesondere die vereinfachende Mittelwertbildung aus risikolosem Basiszinssatz und den verschuldeten Eigenkapitalkosten der beherrschten Gesellschaft das Risiko, dass der ermittelte Verrentungszinssatz noch unter den Fremdkapitalkosten der herrschenden Gesellschaft liegt. Im Gegensatz hierzu wird dieses Risiko bei Verwendung des Mittelwerts aus den Fremdkapitalkosten der herrschenden Gesellschaft und den Eigenkapitalkosten der beherrschten Gesellschaft ausgeschlossen. Ungeachtet dessen stellt die bloße Mittelwertbildung eine Vereinfachung dar.

872. Der finale Entwurf des BGAV zwischen der Nidda Healthcare und STADA AG sieht eine sog. „Sicherungsklausel“ vor, nach der die verbleibenden Minderheitsaktionäre der STADA bei Beendigung des BGAV aufgrund von Kündigung ihre Aktien zur festgelegten Abfindung je Aktie andienen können. Im Rahmen der gesetzlichen Vorschriften zur Verlustübernahme tragen die Minderheitsaktionäre aufgrund der Sicherungsklausel während der Laufzeit des BGAV nicht das Risiko eines Vermögensentzugs. Bei Beendigung des BGAV durch Kündigung können sie die Abfindung erhalten, die bei Beginn des BGAV als angemessene Abfindung festgelegt wurde. Aus diesem Grund ist die Berücksichtigung einer zusätzlichen Risikoprämie zu den Fremdkapitalkosten nicht notwendig. Damit scheidet eine Mittelwertbildung aus den Fremdkapitalkosten des herrschenden Unternehmens und verschuldeten Eigenkapitalkosten des beherrschten Unternehmens als Vereinfachung zur Ermittlung des Verrentungszinssatzes aufgrund der durch diesen Ansatz implizierten Risikoprämie zu den Fremdkapitalkosten aus. Aufgrund der Sicherungsklausel tragen die Minderheitsaktionäre lediglich das Kreditausfallrisiko der Ausgleichszahlung sowie der Rückzahlung bei Beendigung des BGAV. Entsprechend ist bei der Ableitung des Verrentungszinssatzes auf die Laufzeit und risikoäquivalenten Fremdkapitalkosten der Nidda Healthcare abzustellen.

Fremdkapitalkosten Nidda Healthcare

Senior notes

Anleihevolumen (in Mio. EUR)	340,0
Zinscoupon jährlich	5,00%
Yield to maturity	4,85%
Rating S&P	B+
Gesamtlaufzeit	8 Jahre
Fälligkeit	30. September 2020

Vergleichbare Unternehmensanleihen

	Min	Max
Yield to maturity	4,40%	4,60%

873. Zur Ableitung der Fremdkapitalkosten der Nidda Healthcare kann auf die Rendite der von der Nidda Holding und Nidda BondCo GmbH, Frankfurt am Main, welche die unmittelbare bzw. mittelbare Gesellschafterinnen der Nidda Healthcare sind, ausgegebenen unbesicherten Unternehmensanleihen und auf vergleichbare Unternehmensanleihen zurückgegriffen werden.
874. Die Nidda Holding hat am 29. September 2017 sog. Senior Secured Notes mit einem Volumen von EUR 735 Mio. und einen Zinscoupon von 3,5% p.a. ausgegeben. Die Nidda BondCo GmbH hat am 29. September 2017 Senior Notes mit einem Volumen von EUR 340 Mio. und einem Zinscoupon i.H.v. 5,0% p.a. ausgegeben. Dabei stehen die Ausgleichszahlungen gleichrangig zu den Senior Notes, allerdings nachrangig zu den Senior Secured Notes. Aus diesem Grund ist zur

²⁴⁴ Vgl. Popp, WPg 2008, S. 33 ff.

Ableitung des Verrentungszinssatzes auf die Fremdkapitalkosten der Senior Notes abzustellen, da diese in Bezug auf das Kreditausfallrisiko dem angemessenen Ausgleich entsprechen. Die Senior Notes verfügen bei einer Gesamtlaufzeit von 8 Jahren und einem Fremdkapitalrating von B+ über eine Rendite von 4,85% p.a. Darüber hinaus lassen sich für vergleichbare unbesicherte Unternehmensanleihen mit einer Laufzeit von 7 bis 8 Jahren und einem Rating von B+ am Kapitalmarkt Renditen in einer Bandbreite von 4,4% bis 4,6% ableiten.²⁴⁵ Diese Renditen liegen leicht unter der Rendite der Senior Notes.

875. Grundsätzlich ist bei einem BGAV von einer langen Laufzeit des Vertrags auszugehen. Dies gilt insbesondere, wenn die Vertragsparteien primär strategische Ziele verfolgen und durch die Integration der beherrschten Gesellschaft in die herrschende Gesellschaft langfristige Synergiepotentiale gehoben werden sollen. Im vorliegenden Fall erfolgt der Abschluss des BGAV allerdings vor dem Hintergrund der Investition der Nidda Healthcare als Finanzinvestor, der im Gegensatz zu strategischen Investoren keine strategischen Synergiepotentiale realisieren kann. Da Finanzinvestoren üblicherweise eine Haltedauer von 5 bis 8 Jahren für ihre Beteiligungen aufweisen, ist davon auszugehen, dass der BGAV zwischen der Nidda Healthcare und STADA AG nicht deutlich länger besteht als über die zur Anerkennung der steuerlichen Organschaft notwendige Mindestlaufzeit von 5 Jahren. Aus diesem Grund erachten wir eine Ableitung des Verrentungszinssatzes anhand der risikoäquivalenten Fremdkapitalkosten der Senior Notes und der Renditen vergleichbarer Unternehmensanleihen als angemessen. Auf Basis der Rendite der Senior Notes i.H.v. 4,85% und der Renditen vergleichbarer Unternehmensanleihen in einer Bandbreite von 4,4% bis 4,6% erachten wir einen Verrentungszinssatz i.H.v. 4,75% vor persönlichen Steuern als angemessen.
876. Der angemessene Ausgleich basiert auf dem derzeit gültigen Körperschaftsteuersatz zuzüglich Solidaritätszuschlag. Der Bundesgerichtshof hat in seinem Beschluss vom 21. Juli 2003 (Az. II ZB 17/01, „Ytong“) entschieden, dass den außenstehenden Aktionären als angemessener Ausgleich der verteilungsfähige durchschnittliche (feste) Bruttogewinnanteil (vor Körperschaftsteuer) je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden (Ausschüttungs-) Körperschaftsteuer in Höhe des jeweils gültigen Steuertarifs zuzusichern ist.
877. Infolge des Bezugs steuerfreier Erträge unterliegt nicht der gesamte zukünftige Gewinn von STADA der deutschen Körperschaftsteuer. Vor diesem Hintergrund ist der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinn entsprechend der Vorgabe des BGH in eine mit Körperschaftsteuer belastete und unbelastete Komponente aufzuteilen. Diese Aufteilung erfolgt durch die alternative Ableitung des Unternehmenswerts der STADA unter Berücksichtigung bzw. Nichtberücksichtigung der Körperschaftsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag und der

²⁴⁵ Die Renditen wurden auf Basis von Zinsstrukturkurven von S&P Capital IQ ermittelt.

hieraus abgeleiteten Aufteilung des Unternehmenswerts der STADA in eine mit Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag belastete Komponente und eine unbelastete Komponente.

878. Die Ermittlung des angemessenen jährlichen Ausgleichs auf Basis der ermittelten Bandbreite des Werts des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern nach IDW S 1 von EUR 70,22 bis EUR 74,85 je STADA-Aktie ergibt sich aus nachfolgender Übersicht:

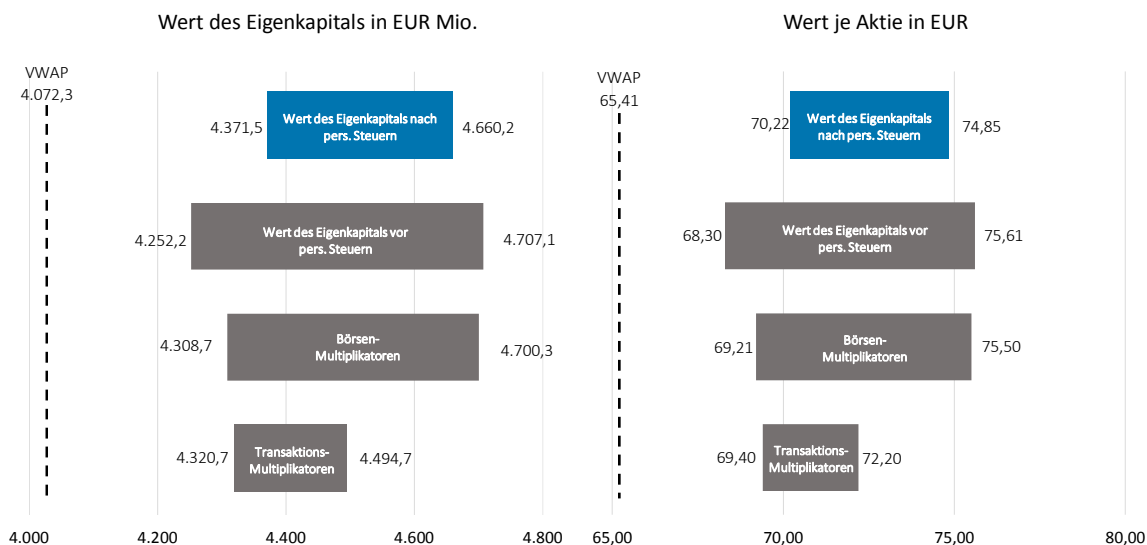
Ermittlung des Brutto- und Nettoausgleichs	Minimum			Maximum		
	Mit KöSt + SolZ	Ohne KöSt + SolZ	Gesamt	Mit KöSt + SolZ	Ohne KöSt + SolZ	Gesamt
In EUR						
Wert des Eigenkapitals n. pers. St. zum 2. Februar 2018 (in EUR Mio.)	1.894,2	2.477,3	4.371,5	2.019,3	2.640,9	4.660,2
Aktienanzahl (in Mio. Stk.)	62,3	62,3	62,3	62,3	62,3	62,3
Wert je Aktie	30,42	39,79	70,22	32,43	42,42	74,85
Verrentungszinssatz	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%
Nettoausgleichszahlung je Aktie	1,45	1,89	3,34	1,54	2,01	3,55
zuzüglich Körperschaftsteuer und SolZ	0,27	-	0,27	0,29	-	0,29
Bruttoausgleichszahlung je Aktie	1,72	1,89	3,61	1,83	2,01	3,84

879. Der angemessene Ausgleich nach § 304 AktG liegt in einer Bandbreite von netto EUR 3,34 bis EUR 3,55 je STADA-Aktie (Nettoausgleichszahlung je Aktie). Der zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses geltende Körperschaftsteuersatz inklusive Solidaritätszuschlag beträgt 15,825%; hieraus resultiert ein körperschaftsteuerlicher Abzugsbetrag in einer Bandbreite von EUR 0,27 bis EUR 0,29 je Aktie. Bei unverändertem Körperschaftsteuersatz von 15,0% und Solidaritätszuschlag von 5,5% liegt der angemessene Ausgleich in einer Bandbreite von brutto EUR 3,61 bis EUR 3,84 je Aktie (Bruttoausgleichszahlung je Aktie).

8. ZUSAMMENFASSUNG ZUR ANGEMESSENEN ABFINDUNG UND ZUM ANGEMESSENEN AUSGLEICH

880. Die Geschäftsführung der Nidda Healthcare und der Vorstand der STADA AG beabsichtigen, am 19. Dezember 2017 einen BGAV abzuschließen. Die Zustimmung der Hauptversammlung der STADA AG soll in der außerordentlichen Hauptversammlung am 2. Februar 2018 erfolgen. Die Gesellschafterversammlung der Nidda Healthcare soll noch am 19. Dezember 2017 dem Abschluss des BGAV zustimmen. Durch den Abschluss des BGAV verpflichtet sich die Nidda Healthcare, die außenstehenden STADA-Aktien gegen Gewährung einer angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG zu erwerben. Zudem garantiert die Nidda Healthcare den außenstehenden STADA-Aktionären für die Dauer des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags die Leistung eines angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG. Sowohl die angemessene Abfindung als auch der angemessene Ausgleich werden von der Geschäftsführung der Nidda Healthcare und dem Vorstand der STADA AG festgelegt.
881. Zur Beurteilung des Unternehmenswerts der STADA hat ValueTrust auftragsgemäß Bandbreiten des Unternehmenswerts auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden ermittelt. Hiernach hat ValueTrust eine Bandbreite der objektivierten Unternehmenswerte nach dem IDW Standard 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1, Stand: 2. April 2008) in der Funktion eines neutralen Gutachters abgeleitet. Darüber hinaus hat ValueTrust die „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (Stand: Dezember 2012), berücksichtigt. Im Sinne der DVFA-Empfehlungen hat ValueTrust die Gutachtliche Stellungnahme in der Funktion eines unabhängigen Sachverständigen abgegeben.
882. In Einklang mit der Rechtsprechung zur Ermittlung von angemessenen Abfindungen für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen hat ValueTrust eine Plausibilisierung der Unternehmensplanung vorgenommen. Auf dieser Basis hat ValueTrust Werte des Eigenkapitals gemäß IDW S 1 vor und nach persönlichen Steuern sowie nach den DVFA-Empfehlungen vor persönlichen Steuern ermittelt und Bandbreiten abgeleitet. Zudem wurden vergleichende Bewertungsverfahren wie Börsen- und Transaktions-Multiplikatoren sowie der Börsenkurs der STADA angewandt.

883. Zum Bewertungsstichtag 2. Februar 2018 stellen sich die Bandbreiten des Werts des Eigenkapitals in EUR Mio. bzw. des Werts je STADA-Aktie in EUR wie folgt dar:



884. Die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern nach IDW S 1, welche zur Bestimmung der Abfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen herangezogen wird, beträgt EUR 4.371,5 Mio. bis EUR 4.660,2 Mio. Unter Berücksichtigung von 62.258.129 ausstehenden STADA-Aktien ergibt sich demnach eine Bandbreite für die angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG von EUR 70,22 bis EUR 74,85 je STADA-Aktie.

885. Diese Bandbreite liegt oberhalb des Dreimonatsdurchschnittskurses (VWAP) vor Veröffentlichung der Absicht des Abschlusses eines BGAVs am 24. August 2017 i.H.v. EUR 65,41. Dieser Wert bildet in der Rechtsprechung die Untergrenze der Abfindung.

886. Unter Berücksichtigung von 62.258.129 ausstehenden Aktien ergibt sich auf Basis des Werts des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern nach IDW S 1 eine Bandbreite des angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG von netto EUR 3,34 je STADA-Aktie bis EUR 3,55 bzw. brutto EUR 3,61 bis EUR 3,84.

887. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung im Sinne von § 293a Abs. 1 S. 2 AktG sind nicht aufgetreten.
888. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Arbeiten am 18. Dezember 2017 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der außerordentlichen Hauptversammlung der STADA AG am 2. Februar 2018 wesentliche Veränderungen ergeben, die sich auf die Bemessung der Bandbreiten für die angemessene Abfindung und den angemessenen Ausgleich auswirken, wären diese nachträglich zu berücksichtigen.
889. Wir erstatten diese Gutachtliche Stellungnahme nach bestem Wissen und Gewissen aufgrund unserer sorgfältigen Analysen sowie unter Bezugnahme auf die uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte.

München, 18. Dezember 2017



Prof. Dr. Christian Aders

Vorstandsvorsitzender
ValueTrust Financial Advisors SE



Florian Starck

Steuerberater

Vorstand
ValueTrust Financial Advisors SE

Anlagen

1. Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen

Für die Erstellung dieses Gutachtens wurden uns von der Gesellschaft im Wesentlichen die nachfolgenden Unterlagen zur Verfügung gestellt:

- Planungsrechnung der Geschäftsjahre 2018 bis 2020 der STADA AG, bestehend aus Planung der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanzen, verabschiedet in der Aufsichtsratssitzung am 1. Dezember 2017
- Planungsunterlagen der Geschäftsjahre 2018 bis 2020 der wesentlichen Tochtergesellschaften der STADA („Budgetpräsentationen“) sowie zusätzliche Planungsunterlagen des Vorstands
- Hochrechnung (Best Estimate) der STADA AG für die Konzernbilanz und die Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr 2017 mit Datum vom Oktober 2017
- Budgetpräsentation für die Aufsichtsratssitzung am 30. November 2017
- STADA-interne Unterlage zur zukünftigen Biosimilars-Strategie vom November/Dezember 2017
- Protokolle über Sitzungen des Aufsichtsrates der STADA AG der Geschäftsjahre 2016 und 2017 bis einschließlich 29. August 2017
- Binding Term Sheet zur Veräußerung der STADA-Vietnam Joint Venture Co. Ltd.
- Prüfungsberichte und Geschäftsberichte über die Konzernabschlüsse der Geschäftsjahre 2014 bis 2016 der STADA sowie Quartalsberichte
- Aktuelles Organigramm von STADA per 30. September 2017
- Entwurf des gemeinsamen Berichts: „Gemeinsamer Bericht des Vorstands der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft, Bad Vilbel, und der Geschäftsführung der Nidda Healthcare GmbH, Frankfurt am Main, gemäß § 293 a Aktiengesetz über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft und der Nidda Healthcare GmbH“ vom 15. Dezember 2017 („Vertragsbericht“).

2. Ansprechpartner

Im Rahmen unserer Tätigkeiten standen uns im Wesentlichen folgende Personen (in alphabetischer Reihenfolge) als Ansprechpartner seitens STADA zur Verfügung:

- Tim Adolphs, Vice President Corporate Controlling
- Dr. Claudio Albrecht, Vorstandsvorsitzender
- Daniel Buschmann, Director Tax Management Services
- Torsten Eisenbach, Vice President Corporate Accounting
- Marcus Engelbrecht, Director Management Reporting & Corporate Planning
- Christian Göllert, Senior Vice President Corporate Accounting & Tax
- Mark Keatley, Vorstand Finanzen
- Frank Seiler, Vice President Corporate Treasury
- Dr. Anna Wilcken, Director Corporate Governance

Im Rahmen unserer Tätigkeiten standen uns im Wesentlichen folgende Personen (in alphabetischer Reihenfolge) als Ansprechpartner seitens der Nidda Healthcare zur Verfügung:

- Thomas Allen
- Andreas Grundhöfer
- Matthew Norton
- Jan Schönfeld

3. Gewinn- und Verlustrechnung

Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung

in EUR Mio.

	Bereinigte Historie					Planung			Konvergenz			TV
	2014	2015	2016	BE	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Umsatzerlöse	2.053,6	2.115,1	2.139,2	2.304,2	2.414,5	2.520,8	2.676,9	2.798,6	2.879,7	2.915,7	2.952,2	
Wachstum in %	-	3,0%	1,1%	7,7%	4,8%	4,4%	6,2%	4,5%	2,9%	1,3%	1,3%	
Herstellungskosten	-1.055,7	-1.092,2	-1.092,8	-1.149,9	-1.177,4	-1.190,9	-1.272,3	-1.333,7	-1.376,9	-1.394,1	-1.411,5	
Bruttoergebnis vom Umsatz	997,9	1.022,9	1.046,4	1.154,2	1.237,1	1.329,9	1.404,6	1.464,9	1.502,8	1.521,6	1.540,6	
in % der Umsatzerlöse	48,6%	48,4%	48,9%	50,1%	51,2%	52,8%	52,5%	52,3%	52,2%	52,2%	52,2%	
Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten	-611,2	-658,7	-670,3	-726,3	-780,3	-811,0	-848,1	-851,2	-839,5	-850,0	-860,6	
davon Vertriebskosten	-458,4	-482,6	-488,3	-526,2	-570,0	-611,9	-644,4	-651,2	-637,9	-645,9	-654,0	
davon allgemeine Verwaltungskosten	-152,8	-176,0	-182,0	-200,0	-210,3	-199,1	-203,7	-200,0	-201,6	-204,1	-206,7	
Forschungs- und Entwicklungskosten	-56,9	-65,0	-65,1	-72,9	-85,6	-89,4	-99,5	-123,5	-147,1	-149,0	-150,8	
Sonstige Erträge	15,8	17,0	11,8	46,0	2,7	1,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	
Andere Aufwendungen	-23,2	-31,0	-27,8	-71,2	-25,5	-25,8	-25,2	-28,0	-30,6	-30,9	-31,3	
EBIT	322,4	285,3	295,1	329,9	348,4	405,4	432,4	462,9	486,3	492,4	498,5	
in % der Umsatzerlöse	15,7%	13,5%	13,8%	14,3%	14,4%	16,1%	16,2%	16,5%	16,9%	16,9%	16,9%	
Summe Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	109,5	104,1	102,9	105,2	134,7	137,0	136,0	156,7	177,3	179,5	181,8	
EBITDA	431,9	389,4	398,0	435,2	483,1	542,4	568,4	619,6	663,6	671,9	680,3	
in % der Umsatzerlöse	21,0%	18,4%	18,6%	18,9%	20,0%	21,5%	21,2%	22,1%	23,0%	23,0%	23,0%	
Finanzergebnis	-69,1	-64,4	-50,9	-42,8	-46,1	-44,1	-39,0	-26,5	-25,4	-25,7	-26,1	
Ergebnis vor Ertragsteuern	253,3	220,9	244,2	287,1	302,3	361,3	393,5	436,5	460,9	466,6	472,5	
in % der Umsatzerlöse	12,3%	10,4%	11,4%	12,5%	12,5%	14,3%	14,7%	15,6%	16,0%	16,0%	16,0%	
Ertragsteuern	-61,4	-48,6	-58,4	-76,5	-83,1	-98,5	-105,1	-116,5	-123,1	-124,6	-126,2	
Effektive Steuerrate (in %)	24,2%	22,0%	23,9%	26,6%	27,5%	27,2%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	191,9	172,3	185,8	210,6	219,2	262,9	288,4	319,9	337,8	342,0	346,3	
in % der Umsatzerlöse	9,3%	8,1%	8,7%	9,1%	9,1%	10,4%	10,8%	11,4%	11,7%	11,7%	11,7%	
Minderheitenanteil	5,6	6,5	8,5	4,7	-	-	-	-	-	-	-	

4. Bilanz

Bilanz

in EUR Mio. per 31. Dezember

	Bereinigte Historie				Planung			Konvergenz			TV
	2014	2015	2016	BE	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Immaterielle Vermögenswerte	1.631,5	1.649,0	1.582,4	1.501,4	1.470,8	1.496,7	1.534,1	1.566,5	1.585,7	1.605,5	1.625,6
Sachanlagen	305,4	321,6	322,7	337,8	369,9	389,3	406,4	416,3	421,4	426,7	432,0
Finanzanlagen	12,6	14,5	16,1	19,3	19,8	20,4	20,9	20,9	20,9	21,2	21,4
Anlagevermögen	1.949,6	1.985,1	1.921,2	1.858,5	1.860,5	1.906,4	1.961,4	2.003,7	2.028,0	2.053,3	2.079,0
Vorräte	498,8	501,5	484,9	496,8	546,4	564,4	605,9	632,5	650,2	658,3	666,6
Forderungen	502,8	485,9	489,1	503,2	595,5	623,0	632,7	661,1	679,9	688,4	697,0
Liquide Mittel	164,2	143,2	352,6	149,1	83,2	107,0	127,5	147,8	167,0	169,1	171,2
Sonstiges Umlaufvermögen	170,7	137,6	171,9	102,6	112,5	121,5	150,8	157,6	162,2	164,2	166,3
Aktive latente Steuern	49,4	34,1	20,8	25,5	25,2	25,6	25,9	27,0	27,8	28,2	28,5
Umlaufvermögen	1.385,9	1.302,3	1.519,3	1.277,3	1.362,8	1.441,5	1.542,7	1.626,0	1.687,1	1.708,2	1.729,6
Summe Aktiva	3.335,5	3.287,4	3.440,4	3.135,7	3.223,3	3.347,9	3.504,1	3.629,8	3.715,1	3.761,6	3.808,6
Eigenkapital	903,3	1.018,5	1.047,1	949,9	1.080,8	1.157,8	1.286,9	1.368,6	1.423,1	1.440,9	1.458,9
Rückstellungen	17,4	22,5	20,3	17,6	15,9	16,4	17,2	18,0	18,5	18,7	19,0
Passive latente Steuern	166,7	160,2	116,4	99,0	96,5	93,6	91,4	95,5	98,3	99,5	100,8
Vorzinsliche Verbindlichkeiten	1.524,9	1.390,0	1.510,1	1.364,3	1.272,8	1.264,2	1.252,5	1.252,5	1.252,5	1.268,2	1.284,1
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	723,1	696,1	746,6	704,8	757,3	815,9	856,1	895,1	922,7	934,3	945,9
Summe Passiva	3.335,5	3.287,4	3.440,4	3.135,7	3.223,3	3.347,9	3.504,1	3.629,8	3.715,1	3.761,6	3.808,6

5. Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung in EUR Mio.	Planung			Konvergenz			TV
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Ergebnis vor Ertragsteuern	302,3	361,3	393,5	436,5	460,9	466,6	472,5
- Ertragssteuern	-83,1	-98,5	-105,1	-116,5	-123,1	-124,6	-126,2
+ Abschreibungen	134,7	137,0	136,0	156,7	177,3	179,5	181,8
-(+/-) Veränderung der Vorräte	-49,6	-18,0	-41,5	-26,6	-17,7	-8,1	-8,2
-(+/-) Veränderung der Ford. und sonst. Vermögenswerte	-92,3	-27,5	-9,7	-28,4	-18,8	-8,5	-8,6
-(+/-) Veränderung der aktiven latenten Steuern	-0,3	0,4	0,3	1,2	0,8	0,3	0,4
-(+/-) Veränderung des Sonstigen Umlaufvermögens	-9,3	-9,8	-29,8	-9,2	-6,1	-2,7	-2,8
+/- Veränderung der Rückstellungen	-1,7	0,5	0,8	0,8	0,5	0,2	0,2
+/- Veränderung der unverzinslichen Verbindlichkeiten	52,5	58,6	40,2	39,1	27,6	11,5	11,7
+/- Veränderung der passiven latenten Steuern	-2,6	-2,9	-2,2	4,2	2,8	1,2	1,2
Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit	250,7	401,1	382,4	457,6	504,1	515,6	522,0
(+/-) (Investitionen) / Desinvestitionen in das AV	-136,2	-182,3	-190,4	-199,0	-201,6	-204,6	-207,2
(+/-) (Investitionen) / Desinvestitionen in Finanzanlagen	-0,5	-0,5	-0,5	-	-	-0,3	-0,3
Cashflow aus Investitionstätigkeit	-136,8	-182,9	-190,9	-199,0	-201,6	-204,9	-207,5
+/- Einzahlungen aus Kapitalerhöhung	-	-	-	-	-	-	-
+/- Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten	-91,5	-8,6	-11,7	-	-	15,7	15,9
- Ausschüttung des Flow-to-Equity (FTE)	-88,3	-185,8	-159,3	-238,2	-283,3	-324,3	-328,3
Cashflow aus Finanzierungstätigkeit	-179,8	-194,4	-171,0	-238,2	-283,3	-308,6	-312,5
Veränderung Liquide Mittel	-66,0	23,8	20,5	20,3	19,2	2,1	2,1
Summe Mittelherkunft	87,5	124,7	156,1	125,7	85,4	46,4	47,0
Summe Mittelverwendung	153,5	100,8	135,6	105,4	66,2	44,4	44,9
Delta Mittelherkunft	-66,0	23,8	20,5	20,3	19,2	2,1	2,1
Veränderung Kasse	-66,0	23,8	20,5	20,3	19,2	2,1	2,1
Veränderung Kontokorrent	-	-	-	-	-	-	-

6. Anpassungen der Gewinn- und Verlustrechnung

Im Folgenden stellen wir die verabschiedete Planungsrechnung der Gewinn- und Verlustrechnung der STADA der Geschäftsjahre 2018 bis 2020 und unsere Anpassungen der Planungsrechnung, die wir nachfolgend im Einzelnen beschreiben, dar:

Bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung in EUR Mio.	Verabschiedete Planung			Anpassungen			Planung		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Umsatzerlöse	2.414,5	2.520,8	2.676,9	-	-	-	2.414,5	2.520,8	2.676,9
Wachstum in %	4,8%	4,4%	6,2%				4,8%	4,4%	6,2%
Herstellungskosten	-1.177,4	-1.190,9	-1.272,3	-	-	-	-1.177,4	-1.190,9	-1.272,3
Bruttoergebnis vom Umsatz	1.237,1	1.329,9	1.404,6	-	-	-	1.237,1	1.329,9	1.404,6
in % der Umsatzerlöse	51,2%	52,8%	52,5%				51,2%	52,8%	52,5%
Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten	-780,3	-811,0	-848,1	-	-	-	-780,3	-811,0	-848,1
davon Vertriebskosten	-570,0	-611,9	-644,4	-	-	-	-570,0	-611,9	-644,4
davon allgemeine Verwaltungskosten	-210,3	-199,1	-203,7	-	-	-	-210,3	-199,1	-203,7
Forschungs- und Entwicklungskosten	-85,6	-89,4	-99,5	-	-	-	-85,6	-89,4	-99,5
Sonstige Erträge	2,1	1,2	0,0	0,6	0,6	0,6	2,7	1,7	0,6
Andere Aufwendungen	-25,7	-25,9	-25,3	0,2	0,2	0,2	-25,5	-25,8	-25,2
EBIT	347,6	404,6	431,7	0,8	0,8	0,7	348,4	405,4	432,4
in % der Umsatzerlöse	14,4%	16,1%	16,1%				14,4%	16,1%	16,2%
Summe Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	135,0	137,2	136,1	-0,2	-0,2	-0,2	134,7	137,0	136,0
EBITDA	482,5	541,8	567,8	0,6	0,6	0,6	483,1	542,4	568,4
in % der Umsatzerlöse	20,0%	21,5%	21,2%				20,0%	21,5%	21,2%
Finanzergebnis	-45,5	-43,5	-38,4	-0,6	-0,6	-0,6	-46,1	-44,1	-39,0
Ergebnis vor Ertragsteuern	302,1	361,1	393,3	0,2	0,2	0,2	302,3	361,3	393,5
in % der Umsatzerlöse	12,5%	14,3%	14,7%				12,5%	14,3%	14,7%
Ertragsteuern	-83,1	-98,5	-105,1	-	-	-	-83,1	-98,5	-105,1
Effektive Steuerrate (in %)	-27,5%	-27,3%	-26,7%				27,5%	27,2%	26,7%
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag	219,0	262,7	288,2	0,2	0,2	0,2	219,2	262,9	288,4
in % der Umsatzerlöse	9,1%	10,4%	10,8%				9,1%	10,4%	10,8%
Minderheitenanteil	3,5	3,6	3,9	-3,5	-3,6	-3,9	-	-	-

Zusammenfassend haben wir die folgenden inhaltlichen und bewertungstechnischen Anpassungen an der von STADA bereitgestellten, verabschiedeten Planung der Gewinn- und Verlustrechnung vorgenommen, um zur Planung zu gelangen, welche wir im Rahmen der Bewertung genutzt haben.

Bewertungstechnische Anpassungen:

- Das Ergebnis aus Beteiligungen an assoziierten Unternehmen wurde aus dem Finanzergebnis in den Posten sonstige Erträge in Anlehnung an die externe Berichtserstattung umgegliedert.²⁴⁶
- Zur vollständigen Integration zwischen Gewinn- und Verlustrechnung und der Bilanzplanungen wurden die Abschreibungen um unwesentliche Differenzen angepasst.
- Zudem wurde der geplante Minderheitenanteil nicht in der Gewinn- und Verlustrechnung berücksichtigt, da die Minderheiten separat als Sonderwert berücksichtigt wurden.

²⁴⁶ Vgl. STADA, Geschäftsbericht 2016, S. 39.

7. Anpassungen der Bilanz

Im Folgenden stellen wir die verabschiedete Planungsrechnung der Bilanzen der STADA zum 31. Dezember 2018 bis 31. Dezember 2020 und unsere Anpassungen der Planungsrechnung, die wir nachfolgend im Einzelnen beschreiben, dar:

Bilanz	Bereinigt		Verabschiedete Planung				Anpassungen			Planung		
in EUR Mio. per 31. Dezember	BE	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020	
Immaterielle Vermögenswerte		1,501.4	1,429.7	1,440.9	1,464.3	41.1	55.8	69.7	1,470.8	1,496.7	1,534.1	
Sachanlagen		337.8	359.1	372.1	383.2	10.8	17.2	23.2	369.9	389.3	406.4	
Finanzanlagen		19.3	50.8	51.4	51.9	-31.0	-31.0	-31.0	19.8	20.4	20.9	
Anlagevermögen		1,858.5	1,839.6	1,864.3	1,899.5	20.9	42.1	61.9	1,860.5	1,906.4	1,961.4	
Vorräte		496.8	546.4	564.4	605.9	-	-	-	546.4	564.4	605.9	
Forderungen		503.2	595.5	623.0	632.7	-	-	-	595.5	623.0	632.7	
Liquide Mittel		149.1	90.0	154.7	215.2	-6.8	-47.7	-87.7	83.2	107.0	127.5	
Sonstiges Umlaufvermögen		102.6	112.5	121.5	150.8	-	-	-	112.5	121.5	150.8	
Aktive latente Steuern		25.5	25.2	25.6	25.9	-	-	-	25.2	25.6	25.9	
Umlaufvermögen		1,277.3	1,369.6	1,489.3	1,630.4	-6.8	-47.7	-87.7	1,362.8	1,441.5	1,542.7	
Summe Aktiva		3,135.7	3,209.2	3,353.6	3,529.9	14.1	-5.7	-25.8	3,223.3	3,347.9	3,504.1	
Eigenkapital		949.9	1,098.4	1,241.2	1,380.1	-17.6	-83.4	-93.2	1,080.8	1,157.8	1,286.9	
Rückstellungen		17.6	56.0	56.5	57.8	-40.1	-40.1	-40.6	15.9	16.4	17.2	
Passive latente Steuern		99.0	96.5	93.6	91.4	-	-	-	96.5	93.6	91.4	
Verzinsliche Verbindlichkeiten		1,364.3	1,232.8	1,224.1	1,211.9	40.1	40.1	40.6	1,272.8	1,264.2	1,252.5	
Unverzinsliche Verbindlichkeiten		704.8	725.5	738.2	788.7	31.7	77.7	67.4	757.3	815.9	856.1	
Summe Passiva		3,135.7	3,209.2	3,353.6	3,529.9	14.1	-5.7	-25.8	3,223.3	3,347.9	3,504.1	

Zusammenfassend haben wir die folgenden inhaltlichen und bewertungstechnischen Anpassungen an der von STADA bereitgestellten, verabschiedeten Bilanzplanung vorgenommen, um zur Planung zu gelangen, welche wir im Rahmen der Bewertung genutzt haben:

Bewertungstechnische Anpassungen:

- Für Bewertungszwecke wurde die in Kapitel 2.3.5.2. erläuterte Aufsatzbilanz verwendet.
- Die Pensionsrückstellungen wurden statt dem Posten Rückstellungen dem Posten verzinsliche Verbindlichkeiten zugeordnet.
- Für die Unternehmensbewertung wurde ein integriertes Planungsmodell, bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnungsplanung, Bilanzplanung und Cashflow-Ableitung verwendet. Um eine indirekte Cashflow-Ableitung ohne Berücksichtigung von Translationseffekten aus Fremdwährungen vornehmen zu können, wurde die Bilanzplanung der Gesellschaft angepasst und unter Bezugnahme auf die von STADA geplante Neubewertungsrücklage ein Ausgleichsposten für Fremdwährungseffekte in den sonstigen Verbindlichkeiten in Abstimmung mit der Gesellschaft erfasst. Der Ausgleichsposten beträgt jeweils zum 31. Dezember 2018 bis 2020 EUR 31,7 Mio., EUR 77,7 Mio. und EUR 67,4 Mio.
- Der geplante Bilanzposten Finanzanlagen enthält den über den Detailplanungszeitraum konstant geplanten Kaufpreis i.H.v. EUR 31,0 Mio. für das im Verkaufsprozess befindliche Joint Venture STADA Vietnam J.V. Co. Ltd. Dieser wird separat als Sonderwert berücksichtigt und folglich aus der Bilanzplanung bereinigt.

- Im Bewertungsmodell wurde in Abweichung zur Planung der Gesellschaft eine phasengleiche Dividendenausschüttung vorgenommen, sodass bereits aufgrund dieses Effekts der Bestand an liquiden Mitteln abweicht.
- Laut Aussagen der Gesellschaft ist für den Geschäftsbetrieb der STADA ein operativer Mindestbestand an liquiden Mitteln i.H.v. EUR 140,0 Mio. bis EUR 180,0 Mio. notwendig, was einer Quote in Bezug auf die Umsatzerlöse i.H.v. 5,8% bis 7,5% im Geschäftsjahr 2018 entspricht. Für die langfristige Planung der operativen Mindestliquidität orientierten wir uns am unteren Ende der Bandbreite und nahmen eine lineare Konvergenz des Mindestbestands an liquiden Mitteln auf 5,8% der Umsatzerlöse bis zum Geschäftsjahr 2022 an.
- Analog zur Gewinn- und Verlustrechnung wurde der im Eigenkapital enthaltene Anteil anderer Gesellschafter (Minderheitenanteil) nicht fortentwickelt. Stattdessen erfolgte eine separate Bewertung dieser Minderheiten als Sonderwert.

9. Peer Group-Auswahl

Im Rahmen der Peer Group- Auswahl ergab sich nach einem ersten Screening eine Grundgesamtheit von 90 Unternehmen, die wir anhand von geografischen Umsatzverteilungen und den spezifischen Geschäftsmodellen auf eine Liste von 23 Unternehmen eingegrenzt haben (Shortlist):

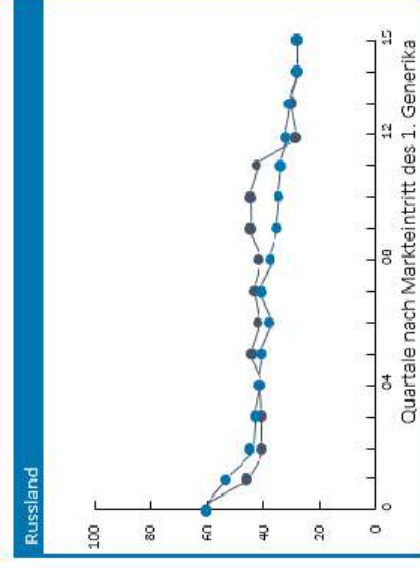
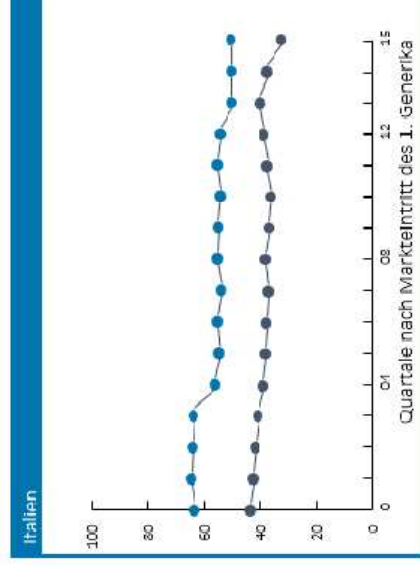
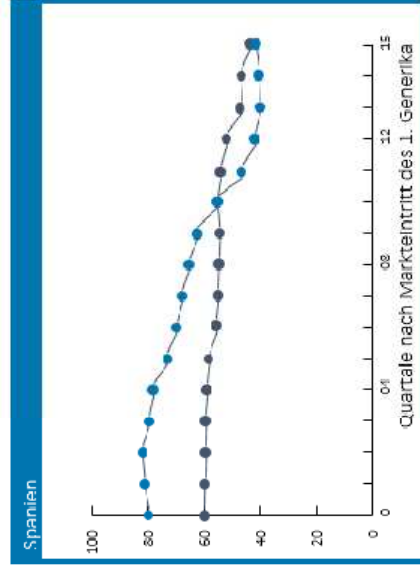
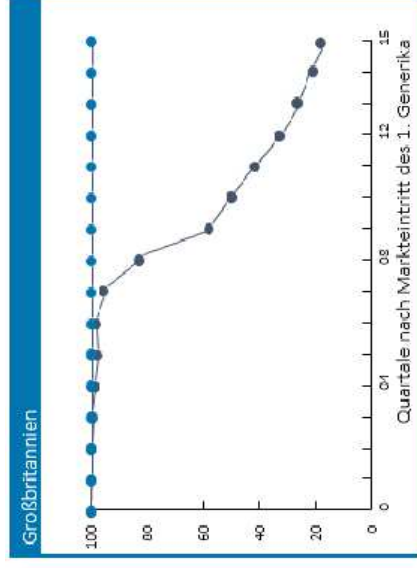
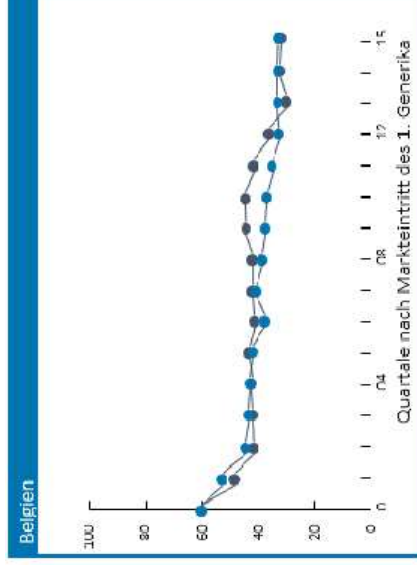
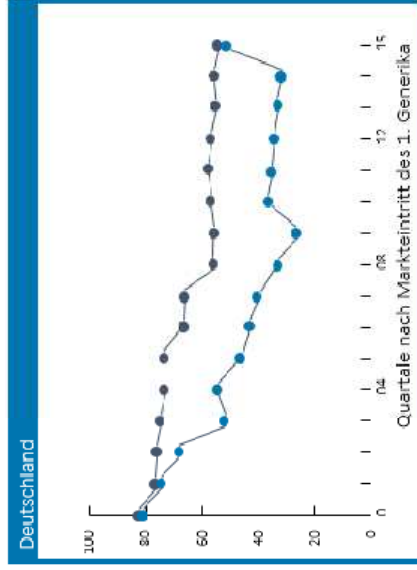
Peer Group-Auswahl ("Shortlist")

Vergleichsunternehmen	Land	Peer Group
Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyilvánosan Muködo Rt.	Ungarn	ja
Krka d.d.	Slowenien	ja
Mylan N.V.	Großbritannien	ja
Dr. Reddy's Laboratories Limited	Indien	ja
Perrigo Company plc	Irland	ja
Hikma Pharmaceuticals PLC	Großbritannien	ja
Vifor Pharma AG	Schweiz	ja
Laboratorios Farmaceuticos ROVI, S.A.	Spanien	ja
Aspen Pharmacare Holdings Limited	Südafrika	ja
Recordati S.p.A.	Italien	ja
Impax Laboratories, Inc.	USA	ja
Mallinckrodt Public Limited Company	Großbritannien	ja
Almirall, S.A.	Spanien	nein
Prestige Brands Holdings, Inc.	USA	nein
HAEMATO AG	Deutschland	nein
Beiersdorf Aktiengesellschaft	Deutschland	nein
Sinclair Pharma plc	Großbritannien	nein
Allergan plc	Irland	nein
Lannett Company, Inc.	USA	nein
Sanofi	Frankreich	nein
Teva Pharmaceutical Industries Limited	Israel	nein
Mayne Pharma Group Limited	Australien	nein
ANI Pharmaceuticals, Inc.	USA	nein

Nach detaillierter Analyse dieser Unternehmen und unter Berücksichtigung von geografischen, geschäftsmodellspezifischen und finanziellen Selektionskriterien wurde die Shortlist auf eine Peer Group von 12 Vergleichsunternehmen eingegrenzt.²⁴⁷

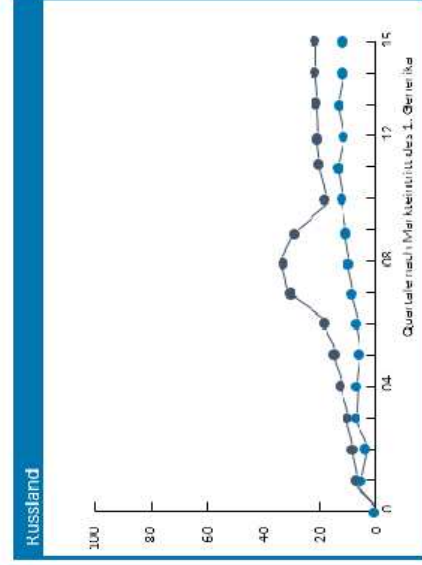
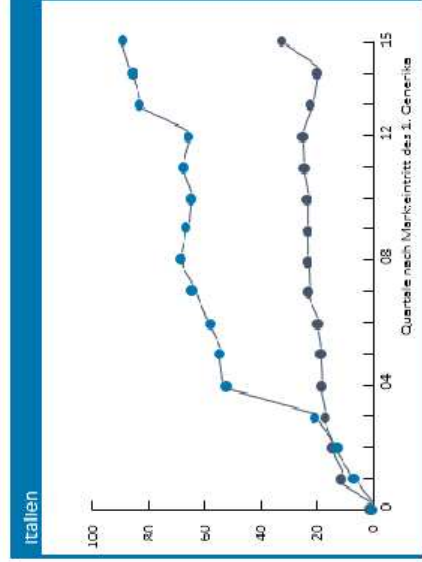
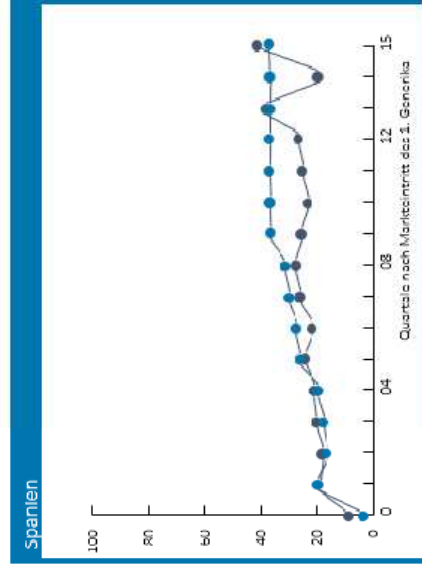
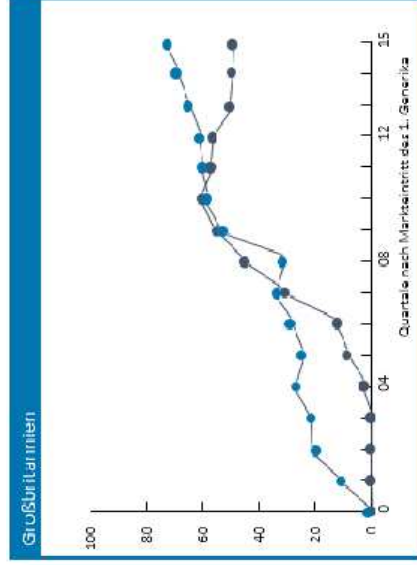
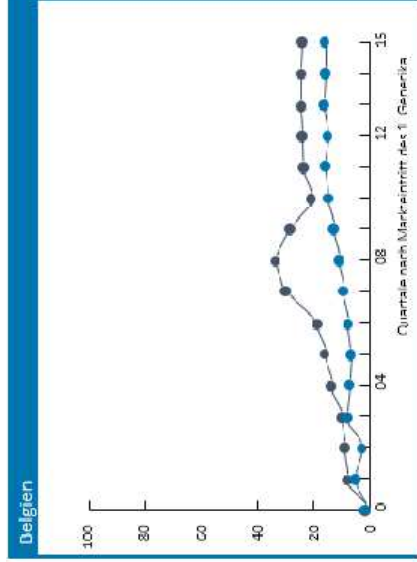
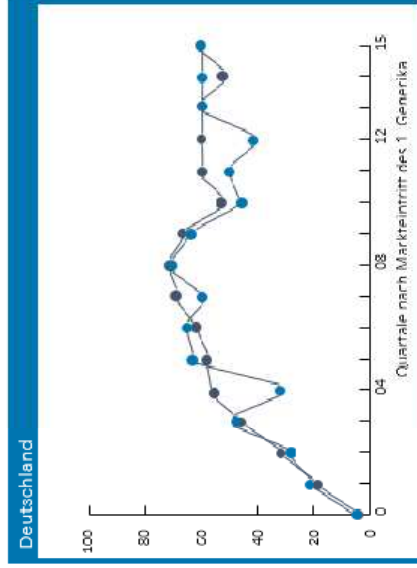
²⁴⁷ Vgl. Kapitel 2.4.2

9. Preisniveau von Generika im Vergleich zu Originalpräparaten



Günstig — leuer

10. Absatzvolumen-Verdrängungsquote von Generika



10. Definition wesentlicher Kennzahlen

Investitionsquote _t =	$\frac{\text{CAPEX}_t}{\text{Umsatzerlöse}_t}$
Kreditorenlaufzeit (DPO) _t =	$\frac{\text{Verbindlichkeiten aus LuL}_t^1 \cdot 360}{\text{Bereinigte Herstellungskosten}_t}$
Debitorenlaufzeit (DSO) _t =	$\frac{\text{Forderungen aus LuL}_t^2 \cdot 360}{\text{Umsatzerlöse}_t}$
Vorratsdauer (DIH) _t =	$\frac{\text{Vorräte}_t^3 \cdot 360}{\text{Bereinigte Herstellungskosten}_t}$
Rendite a.d. einges. Kapital (ROCE) _t =	$\frac{\text{EBIT}_t}{\text{Invested Capital (IC)}_{t-1}}$
Kapitalumschlag _t =	$\frac{\text{Umsatzerlöse}_t}{\text{Invested Capital (IC)}_{t-1}}$
Verschuldungsgrad (Bw.) _t =	$\frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{Buchwert des Eigenkapitals}_t}$
Verschuldungsgrad (Mw.) _t =	$\frac{\text{Verzinsliche Verbindlichkeiten}_t}{\text{(Markt-)Wert des Eigenkapitals}_t}$
Eigenkapitalrendite _t (ROE) =	$\frac{\text{Jahresüberschuss}_t}{\text{Buchwert des Eigenkapitals}_{t-1}}$
Kapitalumschlagshäufigkeit _t =	$\frac{\text{Umsatzerlöse}_t}{\text{Invested Capital (IC)}_{t-1}}$

¹ Verbindlichkeiten aus LuL. beinhalten Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen inklusive gegenüber nicht konsolidierten Konzerngesellschaften, erhaltene Anzahlungen und Verbindlichkeiten aus ausstehenden Kostenrechnungen.

² Forderungen aus LuL. beinhalten Forderungen aus Lieferungen und Leistungen inklusive gegen verbundene Unternehmen.

³ Vorräte beinhalten Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe, unfertige Erzeugnisse und Leistungen, fertige Erzeugnisse, geleistete Anzahlungen.