

Prüfungsbericht

Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags
gemäß § 293b AktG

zwischen der

**STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft
Bad Vilbel**

und der

**Nidda Healthcare GmbH
Frankfurt am Main**

ADKL AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Düsseldorf



Management Summary	Abschnitt	Seite
Im Prüfungsbericht gemäß Bestellungsbeschluss ausdrücklich darzustellende Punkte		
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Prüfungsdurchführung (Ort, Weise und Zeit) 	A D.III Anlage 2	1 ff. 23 ff. n.a.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Art der Zusammenarbeit mit dem Bewertungsgutachter, Diskussionen über kritische Punkte, insbesondere bei divergierenden Auffassungen, für die auszuführen ist, weshalb die eine oder andere Auffassung vorzugswürdig ist 	A D.IV.4.cb) D.IV.5.bcg)	5 55 81
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Quellen der für die Bemessung des Ertragswerts benutzten Parameter (Basiszinssatz, Wachstumsabschlag, Überrenditen, Risikozuschlag, Betafaktor, Peer Group) 	D.IV.5	64 ff.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ausführungen und Begründungen zur Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse 	D.IV.1.bd)	35 ff.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ausführungen und Begründungen zur Bereinigung der Unternehmensplanung sowie Darstellung der Quellen der Unternehmensplanung 	D.IV.4.a)	41 f.
Prüfung des Vertrags		
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Vertrag entspricht gesetzlichen Vorschriften, enthält vorgeschriebene Bestandteile vollständig und richtig (§§ 291 ff. AktG) 	C	9 ff.
Bewertungsstichtag und Bewertungsmethode		
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bewertungsstichtag 2. Februar 2018 (Tag der Hauptversammlung) 	D.IV.2	39
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ermittlung Unternehmenswert nach der Ertragswertmethode 	D.IV.3	40 f.
Planung der Gesellschaft		
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Planungsrechnung der STADA für Zwecke der Unternehmensbewertung geeignet 	D.IV.4.b)	43 ff.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Planung der Gesellschaft plausibel und sachgerecht vom Bewertungsgutachter übernommen 	D.IV.4.c)	44 ff.
Zu kapitalisierende Netto-Einnahmen		
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Überleitung auf das Ergebnis in der Konvergenz- und der Fortführungsphase sachgerecht 	D.IV.4.d)	59 ff.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ausschüttungsplanung von STADA plausibel, Ausschüttungen ab 2021 und Berechnung der persönlichen Ertragsteuern auf Ausschüttungen und Thesaurierungen fachgerecht vom Bewertungsgutachter abgeleitet. 	D.IV.4.e)	62 ff.

Management Summary (Fortsetzung)	Abschnitt	Seite												
Parameter des Kapitalisierungszinssatzes in der ewigen Rente														
Variante 1:	D.IV.5	64 ff.												
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Parameter</th> <th>Wert</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)</td> <td>0,92%</td> </tr> <tr> <td>Unverschuldeter Betafaktor</td> <td>0,75</td> </tr> <tr> <td>Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)</td> <td>6,00%</td> </tr> <tr> <td>Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)</td> <td>6,43%</td> </tr> <tr> <td>Nachhaltige Wachstumsrate</td> <td>1,25%</td> </tr> </tbody> </table>	Parameter	Wert	Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)	0,92%	Unverschuldeter Betafaktor	0,75	Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)	6,00%	Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)	6,43%	Nachhaltige Wachstumsrate	1,25%		
Parameter	Wert													
Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)	0,92%													
Unverschuldeter Betafaktor	0,75													
Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)	6,00%													
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)	6,43%													
Nachhaltige Wachstumsrate	1,25%													
Variante 2:														
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Parameter</th> <th>Wert</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)</td> <td>0,92%</td> </tr> <tr> <td>Unverschuldeter Betafaktor</td> <td>0,75</td> </tr> <tr> <td>Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)</td> <td>5,50%</td> </tr> <tr> <td>Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)</td> <td>5,92%</td> </tr> <tr> <td>Nachhaltige Wachstumsrate</td> <td>1,00%</td> </tr> </tbody> </table>	Parameter	Wert	Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)	0,92%	Unverschuldeter Betafaktor	0,75	Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)	5,50%	Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)	5,92%	Nachhaltige Wachstumsrate	1,00%		
Parameter	Wert													
Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)	0,92%													
Unverschuldeter Betafaktor	0,75													
Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)	5,50%													
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)	5,92%													
Nachhaltige Wachstumsrate	1,00%													
Angemessenheit														
<ul style="list-style-type: none"> ■ Einschließlich Sonderwerten (€ 27,9 Mio. bzw. € 24,8 Mio.) Bandbreite des Unternehmenswerts von <ul style="list-style-type: none"> □ € 4.371,5 Mio. (Variante 1) bis □ € 4.660,2 Mio. (Variante 2) 	D.IV.6.c)	88												
<ul style="list-style-type: none"> ■ Daraus abgeleitete Bandbreite der angemessenen Barabfindung je Stückaktie von <ul style="list-style-type: none"> □ € 70,22 (Variante 1) □ € 74,85 (Variante 2) 	D.IV.8.a)	93 ff.												
<ul style="list-style-type: none"> ■ Daraus abgeleitete Bandbreite der angemessenen Ausgleichszahlung (netto) je Stückaktie von <ul style="list-style-type: none"> □ € 3,34 (Variante 1) □ € 3,55 (Variante 2) 	D.IV.8.b)	94 ff.												
<ul style="list-style-type: none"> ■ Angemessene angebotene Beträge je Stückaktie von <ul style="list-style-type: none"> □ € 74,40 Barabfindung □ € 3,53 Ausgleichszahlung 	E	97												

Inhalts- und Anlagenverzeichnis

	<u>Seite</u>
A. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
B. Gegenstand, Art und Umfang der Vertragsprüfung	7
C. Formelle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags.....	9
D. Materielle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags	15
I. Bewertungsgrundsätze und -methoden.....	15
1. Grundlagen der Bewertung	15
2. Zukunftserfolgswert	15
a) Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse	16
b) Ausschüttungsverhalten	17
c) Ertragsteuerliche Einflüsse	17
d) Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse	18
e) Ergänzung um nicht betriebsnotwendiges Vermögen und andere Sonderwerte	19
3. Liquidationswert und Substanzwert	19
4. Vereinfachte Preisfindungen	19
5. Gezahlte Kaufpreise und Börsenkurse	20
II. Ermittlung einer angemessene Abfindung und eines angemessenen Ausgleichs.....	21
1. Angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG.....	21
2. Angemessener Ausgleich gemäß § 304 AktG	21
III. Prüfungsvorgehen bei der materiellen Prüfung	23
IV. Prüfungsfeststellungen der materiellen Prüfung	27
1. Bewertungsobjekt.....	27
a) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse.....	27
b) Wirtschaftliche Grundlagen.....	28
ba) Geschäftsmodell und Unternehmensstrategie	28
bb) Makroökonomische Situation und Ausblick.....	31
bc) Markt und Wettbewerbsumfeld.....	32
bd) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage einschließlich Bereinigungen	35
bda) Vermögens- und Finanzlage	35
bdb) Ertragslage	36
c) Wesentliche Erfolgsfaktoren des Geschäftsmodells	38
d) Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts	39
2. Bewertungsstichtag	39
3. Bewertungsmethode	40
4. Ableitung der zu kapitalisierenden Netto-Einnahmen	41
a) Aufbau der Planungsrechnung und Planungsprozess	41
b) Analyse der Planungstreue.....	43
c) Analyse der Planungsrechnung.....	44
ca) Operatives Ergebnis	44
caa) Umsatzerlöse	44
cab) Operatives Ergebnis	52
cb) Jahresüberschuss	55
cc) Bilanz	58
d) Konvergenz- und Fortführungsphase	59
e) Netto-Einnahmen nach persönlichen Ertragsteuern.....	62
5. Kapitalisierungszinssatz	64
a) Basiszinssatz	65
b) Risikozuschlag	67
ba) Erfassung des Risikos	67
bb) Marktrisikoprämie	69
bc) Betafaktor	74
bca) Vergleich mit dem Marktportfolio.....	75
bcb) Betrachtungszeitraum und Periodizität des Vergleichs.....	75
bcc) Belastbarkeit historischer Betas.....	76
bcd) Prognoseeignung historischer Betafaktoren	78
bce) Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos.....	79
bcf) Betafaktor der Gesellschaft versus Betafaktoren von Vergleichsunternehmen	79
bcg) Ermittlung und Höhe des Betafaktors	81



c) Wachstumsabschlag.....	82
d) Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz	86
6. Ableitung des Unternehmenswerts	86
a) Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens.....	86
b) Sonderwerte.....	87
c) Unternehmenswert	88
d) Vergleich mit dem Liquidationswert.....	89
7. Plausibilisierung des Unternehmenswerts	89
a) Unternehmenswert bei mittelbarer Typisierung	89
b) Vergleichende Marktbewertung	89
c) Weitere Vergleichsmaßstäbe.....	92
8. Ableitung der angemessenen Abfindung und des angemessenen Ausgleichs	93
a) Angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG	93
b) Angemessener Ausgleich gemäß § 304 AktG.....	94
E. Abschließende Erklärung	97

- Anlage 1** Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main – 5. Kammer für Handelssachen – zur Bestellung der sachverständigen gemeinsamen Prüferin nach § 293c Abs. 1 AktG
- Anlage 2** Telefonkonferenzen und Meetings sowie Meilensteine der Vertragsprüfung
- Anlage 3** BGAV zwischen STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft und Nidda Healthcare GmbH
- Anlage 4** Organigramm zur Struktur des STADA-Konzerns (Stand 30. September 2017)
- Anlage 5** Allgemeine Auftragsbedingungen

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen i.H.v. +/- einer Einheit (€, % usw.) auftreten.

Abkürzungs- und Symbolverzeichnis

€	Euro
a.a.O.	Am angegebenen Ort
AAB	Allgemeine Auftragsbedingungen
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
AKU	Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW (Vorläufer des FAUB)
Alt.	Alternative
AOC	Active Ownership Capital S.à r.l., Luxemburg
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn und Frankfurt am Main
BB	BetriebsBerater (Zeitschrift)
BeckRS	Elektronische Entscheidungsdatenbank des Verlags C.H. BECK oHG, München
Bewertungsgutachten	Gutachtliche Stellungnahme von ValueTrust vom 18. Dezember 2017 zum Unternehmenswert der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft im Zusammenhang mit dem geplanten Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Nidda Healthcare GmbH und der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft zum 2. Februar 2018
Bewertungsgutachter	ValueTrust
Bewertungsobjekt	STADA
BGAV	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof, Karlsruhe
BGHZ	Sammlung der Entscheidungen des BGH in Zivilsachen (Zeitschrift)
BREXIT	Austritt von Großbritannien aus der Europäischen Union
Budget-Präsentation	Präsentation, in der die zentralen Planungsannahmen und die Ergebnisse der jeweiligen planenden Einheit von deren Planungsverantwortlichen dargestellt und kommentiert werden
BVerfG	Bundesverfassungsgericht, Karlsruhe
BVerfGE	Sammlung der Entscheidungen des BVerfG (Zeitschrift)
BvR	Aktenzeichen einer Verfassungsbeschwerde zum BVerfG
bzw.	Beziehungsweise
CAGR	Compound Annual Growth Rate (geometrischer Durchschnitt der jährlichen Wachstumsrate)
CAPEX	Capital Expenditure [(Brutto-)Investitionen]
CAPM	Capital Asset Pricing Model (Kapitalmarktmodell, welches auf der Portfoliotheorie aufbaut)
CDAX	Composite DAX (marktbreitesten deutscher Aktienindex)



Co.	Compagnie (Hinweis auf mehrere Gesellschafter)
DCF-Verfahren	Discounted-Cashflow-Verfahren
DVFA-Empfehlungen	„Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V., Frankfurt am Main
e.V.	Eingetragener Verein
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern)
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization of Goodwill (Ergebnis vor Zinsen, Ertragsteuern, Abschreibungen und Amortisation von Geschäfts- oder Firmenwerten)
EBT	Earnings Before Taxes (Ergebnis vor Ertragsteuern)
EU	Europäische Union
EUR	Euro (Währungscode nach ISO 4217)
EuroSTOXX 600	Aktienindex
EV	Enterprise Value (Gesamt-Unternehmenswert)
F&E	Forschung und Entwicklung
f.	Folgende (Seite)
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
ff.	Folgende (Seiten)
Gesellschaft	STADA
GewSt	Gewerbesteuer
ggf.	Gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HFA	Hauptfachausschuss des IDW
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister, Abteilung B
Hrsg.	Herausgeber
HV	Hauptversammlung
i.d.F.	In der Fassung
i.d.R.	In der Regel
i.H.v.	In Höhe von
i.R.d.	Im Rahmen des/der
i.S.d.	Im Sinne des/der
i.V.m.	In Verbindung mit
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IDW S 1	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008) vom 2. April 2008
IDW-FN	IDW Fachnachrichten (Zeitschrift; heute IDW Life)



IFRS	International Financial Reporting Standards
INN	International Non-Proprietary Name (internationaler Freiname)
IT	Informationstechnologie
KESt	Kapitalertragsteuer
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KSt	Körperschaftsteuer
LG	Landgericht
LLC	Limited Liability Company (US-amerikanische Rechtsform, in der Eigenschaften einer Kapitalgesellschaft mit denen einer Personengesellschaft vereinigt sind)
LLP	Limited Liability Partnership (Personengesellschaft nach britischem/US-amerikanischen Recht)
Ltd.	Limited (angelsächsische Gesellschaftsform, der AG vergleichbar)
MDAX	Mid-Cap-DAX (deutscher Aktienindex)
Mehrheitsaktionärin	Nidda Healthcare
MENA	Middle East & North Africa (Nahe Osten und Nordafrika)
Mio.	Million (en)
Mrd.	Milliarde (n)
MSCI Small Cap Europe	Aktienindex
MSCI World	Weltweiter Aktienindex
MSCI World Pharma, Biotech & Life Sciences	Weltweiter Aktienindex
n.a.	Not available (nicht verfügbar) bzw. Angabe nicht sinnvoll
Nidda BondCo	Nidda BondCo GmbH, Frankfurt am Main
Nidda Healthcare	Nidda Healthcare GmbH, Frankfurt am Main
Nidda Holding	Nidda Healthcare Holding GmbH, Frankfurt am Main (vormals Nidda Healthcare Holding AG)
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes (Geschäftsergebnis nach Steuern)
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
N.V.	Naaamloze Venootschap Private Limited Company (Gesellschaftsform in den Niederlanden und Belgien, der AG vergleichbar)
o.g.	Oben genannte (r, n)
oHG	Offene Handelsgesellschaft
OLG	Oberlandesgericht
OTC	Over The Counter (hier: verschreibungsfreie Pharmaprodukte)
OTX	Hier: verschreibungsfähige Pharmaprodukte
p.a.	Per annum (pro Jahr)
Peer Group	Gruppe von (börsennotierten) Vergleichsunternehmen
Pte. Ltd.	Private Limited Company (Gesellschaftsform in Singapur, der GmbH vergleichbar)



QuintilesIMS	IQVIA Holdings Inc., Durham und Danbury/USA (heutige Firmierung des Marktforschungsinstituts)
rd.	Rund
ROCE	Return on Capital Employed (Rentabilität des eingesetzten Kapitals)
RX	Hier: verschreibungspflichtige Pharmaprodukte
Rz.	Randziffer
S&P Global	S&P Global Market Intelligence LLC, New York City/USA
S.	Seite
S.A.	Société Anonyme (französische Gesellschaftsform, der AG vergleichbar)
S.à r.l.	Société à responsabilité limitée (Gesellschaftsform in französischsprachigen Ländern, der GmbH vergleichbar)
SAS	Société par Actions Simplifiée (Gesellschaftsform in französischsprachigen Ländern, vereinfachte AG)
SE	Societas Europaea (europäische Gesellschaft)
SKU	Stock Keeping Unit (Lagereinheiten)
sog.	Sogenannt (e, en, er)
SoIZ	Solidaritätszuschlag
STADA	STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft, Bad Vilbel
STADA-Aktie	Auf den Namen lautende Stückaktie der STADA
STADA-Konzern	STADA gemeinsam mit den von ihr abhängigen Unternehmen i.S.d. § 17 AktG
STADA Vietnam	STADA Vietnam Joint Venture Co. Ltd., Ho Chi Minh City/Vietnam
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats (Stärken, Schwächen, Chancen und Gefahren; Instrument zur strategischen Planung, entwickelt von der Harvard Business School)
Teilkonzern Hemofarm	Hemofarm A.D., Vrsac/Serbien, gemeinsam mit den von ihr abhängigen Unternehmen i.S.d. § 17 AktG
u.a.	Unter anderem
UK	United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland (Großbritannien)
US	United States (of America)
USA	United States of America (Vereinigte Staaten von Amerika)
v.a.	Vor allem
ValueTrust	ValueTrust Financial Advisors SE, München
Vaping	Raucherentwöhnung
Vertrag	BGAV zwischen STADA und Nidda Healthcare vom 19.12.2017
Vertragsbericht	Gemeinsamer Bericht des Vorstands der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft, Bad Vilbel, und der Geschäftsführung der Nidda Healthcare GmbH, Frankfurt am Main, gemäß § 293a AktG über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vom 19.12.2017
Vertragsparteien	Nidda Healthcare und STADA
Vgl.	Vergleiche
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)



WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngVO	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz-Angebotsverordnung
z.B.	Zum Beispiel
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht



A. Auftrag und Auftragsdurchführung

Die Nidda Healthcare GmbH, Frankfurt am Main,¹ als herrschendes Unternehmen und die

STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft, Bad Vilbel,²

als beherrschtes Unternehmen haben am 19. Dezember 2017 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag i.S.d. § 291 Abs. 1 Satz 1 AktG³ abgeschlossen.⁴ Die Wirksamkeit des Vertrags steht gemäß § 293 Abs. 1 AktG unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Hauptversammlung⁵ von STADA sowie entsprechend § 293 Abs. 2 AktG unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Gesellschafterversammlung von Nidda Healthcare. Die Gesellschafterversammlung von Nidda Healthcare hat dem Abschluss des Vertrags am 19. Dezember 2017 zugestimmt. Der Zustimmungsbeschluss der HV von STADA soll am 2. Februar 2018 gefasst werden.

Den außenstehenden Aktionären einer beherrschten AG ist nach ihrer Wahl eine angemessene Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG oder eine angemessene Barabfindung gemäß § 305 AktG zu gewähren. Der Vertrag ist insbesondere im Hinblick auf die Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.⁶

Mit Beschluss vom 21. September 2017⁷ hat uns das Landgericht⁸ Frankfurt am Main – 5. Kammer für Handelssachen – zur sachverständigen gemeinsamen Prüferin für die Prüfung des vorgesehenen BGAV zwischen der Nidda Healthcare und der STADA ausgewählt und bestellt.⁹

Der Bestellungsbeschluss enthält die Vorgabe, im Interesse der Steigerung von Transparenz und Akzeptanz der Prüfung im Prüfungsbericht zu bestimmten Punkten ausdrücklich Stellung zu nehmen und Ausführungen zu machen. Wir haben die einzelnen Punkte in der diesem Prüfungsbericht vorangestellte Management Summary aufgeführt. Dort verweisen wir zentral auf die entsprechenden Passagen des Prüfungsberichts, in denen die Fragestellungen explizit aufgegriffen sind.

Ausgleich und Abfindung sind grundsätzlich aus dem Unternehmenswert der STADA abzuleiten. STADA und die Nidda Healthcare Holding AG, München,¹⁰ die alleinige Gesellschafterin von Nidda Healthcare, haben die ValueTrust Financial Advisors SE, München,¹¹ beauftragt, Bandbreiten des Unternehmenswerts der STADA auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden zu ermitteln. In diesem Zusammenhang unterstützt ValueTrust die Geschäftsführung von Nidda Healthcare und den Vorstand von STADA bei der Ermittlung des

¹ „Nidda Healthcare“ oder „Mehrheitsaktionärin“.

² „STADA“, „Gesellschaft“ oder „Bewertungsobjekt“; gemeinsam mit den von ihr abhängigen Unternehmen i.S.d. § 17 AktG „STADA-Konzern“; gemeinsam mit der Nidda Healthcare „Vertragsparteien“.

³ „BGAV“.

⁴ „Vertrag“; vgl. Anlage 3.

⁵ „HV“.

⁶ §§ 293b Abs. 1, 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.

⁷ Aktenzeichen 3-05 O 77/17; vgl. Anlage 1.

⁸ „LG“.

⁹ §§ 293c Abs. 1, 293d Abs. 1 Satz 1 AktG.

¹⁰ „Nidda Holding“; inzwischen formwechselnd in eine GmbH umgewandelt und in Frankfurt am Main ansässig. Nidda Holding ist Alleingesellschafterin der Nidda Healthcare.

¹¹ „ValueTrust“ oder „Bewertungsgutachter“.



angemessenen Ausgleichs gemäß § 304 AktG und der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG je Stückaktie der STADA.¹²

ValueTrust hat am 18. Dezember 2017 eine „Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft im Zusammenhang mit dem geplanten Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Nidda Healthcare GmbH und der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft zum 2. Februar 2018“¹³ vorgelegt. Die Vertragsparteien machen sich die Ausführungen von ValueTrust in dem genannten Bewertungsgutachten zum Unternehmenswert der STADA sowie zum angemessenen Ausgleich und zur angemessenen Abfindung inhaltlich vollständig zu eigen.

Der „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 Gewinnabführungsvertrags zwischen der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft und der Nidda Healthcare GmbH – 19. Dezember 2017“¹⁴ enthält das Bewertungsgutachten in vollständiger Fassung in Kopie als dessen Anlage 5.

Wir haben die Prüfung in Anwendung der §§ 293d, 293e AktG – nach der vorgelagerten Prüfung unserer Unabhängigkeit und Unbefangenheit sowie der anschließenden Kenntnisnahme unserer gerichtlichen Bestellung – am 21. September 2017 aufgenommen und bis heute (21. Dezember 2017), vorwiegend in unserem Büro in Düsseldorf, durchgeführt.

Daneben haben wir mehrfach die Gelegenheit bekommen, in den Geschäftsräumen der STADA in Bad Vilbel sowie an anderen Orten Gespräche mit dem Finanzvorstand der Gesellschaft, den zentralen Planungsverantwortlichen aus den Bereichen Corporate Accounting & Tax und Corporate Controlling sowie Vorstand und Mitarbeitern des Bewertungsgutachters zu führen. Die benannten Auskunftspersonen¹⁵ haben uns und den Vertretern des Bewertungsgutachters das Markt- und Wettbewerbsumfeld, das Geschäftsmodell und die Strategie, die historische und aktuelle Geschäftslage sowie die Planungsrechnung des STADA-Konzerns dargelegt und unsere Fragen beantwortet. Am 19. Dezember 2017 haben wir zudem den Mitgliedern des für den Abschluss des BGAV eingerichteten Aufsichtsratsausschusses von STADA für Fragen zur Durchführung und zum Ergebnis unserer Prüfung zur Verfügung gestanden. Prüfungsbegleitend haben wir zudem zahlreiche Telefonkonferenzen und bilaterale Telefongespräche geführt.

Die einzelnen Termine der Besprechungen vor Ort und der geführten Telefonkonferenzen sind unter Angabe von Zeit, Ort, unseren Ansprechpartnern und der Besprechungsgegenstände in Anlage 2 zu diesem Prüfungsbericht tabellarisch aufgeführt. Zudem enthält Anlage 2 auch die Meilensteine unserer Prüfungstätigkeit.

¹² „STADA-Aktie“.

¹³ „Bewertungsgutachten“.

¹⁴ „Vertragsbericht“.

¹⁵ Vgl. Anlage 2 zum Bewertungsgutachten.



Prüfungsgegenstand unserer Prüfung sind der Vertrag¹⁶ und die Angemessenheit des vorgeschlagenen Ausgleichs sowie der vorgeschlagenen Abfindung.¹⁷

STADA hat – angesichts der Vielzahl der zur Verfügung gestellten Dokumente und zur Sicherstellung der gebotenen Vertraulichkeit und einer effizienten Durchführung von Bewertung und Prüfung – einen virtuellen Datenraum eingerichtet und uns ab dem 24. Oktober 2017 einen Zugang dazu verschafft. Daneben wurden einzelne Dokumente, insbesondere zwischen dem Bewertungsgutachter und uns, über Email-Verkehr ausgetauscht.

Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:

- Vertragsbericht einschließlich des als dessen Anlage 3 in Kopie beigefügten Vertrags
- Gesellschaftsvertrag (Fassung vom 25. August 2017) und Handelsregisterauszug (Abruf vom 26. September 2017) von Nidda Healthcare
- Satzung (Fassung vom 9. Dezember 2016) und Handelsregisterauszug (Abruf vom 26. September 2017) von STADA
- Organigramm zur Struktur des STADA-Konzerns (Stand 30. September 2017)¹⁸
- Protokolle über die Sitzungen des Aufsichtsrats von STADA für die Jahre 2016 und 2017 bis einschließlich 29. August 2017
- „Binding Term Sheet“ vom 29. November 2017 zwischen der STADA Pharmaceuticals (Asia) Ltd., Hong Kong, als Verkäuferin und der M.S.T. Pharm Company Ltd., Ho Chi Minh City/Vietnam, sowie der Stadpharm Investment Pte. Ltd., Singapur, als Käuferinnen über einen Verkauf von Anteilen an der STADA-Vietnam Joint Venture Co. Ltd., Ho Chi Minh City/Vietnam
- Berichte über die Prüfung der nach den International Financial Reporting Standards¹⁹ und den gemäß § 315a Abs. 1 HGB ergänzend anzuwendenden handelsrechtlichen Vorschriften aufgestellten Konzernabschlüsse und der Konzernlageberichte von STADA für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 einschließlich des jeweils als Anlage beigefügten und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlusses und Konzernlageberichts
- Berichte über die Prüfung der nach HGB aufgestellten Jahresabschlüsse und der zusammengefassten Lageberichte/Konzernlageberichte von STADA für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 einschließlich des jeweils als Anlage beigefügten und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Jahresabschlusses und zusammengefassten Lageberichts
- Ungeprüfter Zwischenbericht zum 30. September 2017 für die ersten neun Monate und das dritte Quartal des Geschäftsjahres 2017 von STADA
- Hochrechnung von STADA zu Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung²¹, -Bilanz und -Cashflow für das Geschäftsjahr 2017 (Stand Oktober 2017)
- Konsolidierte, nach den IFRS aufgestellte,²² integrierte Planungsrechnung von STADA und ihren wesentlichen Tochtergesellschaften für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 einschließlich der enthaltenen Nebenrechnungen und zugehörigen Erläuterungen, insbesondere der Planungsunterlagen der planenden Einheiten,²³ sowie Unterlagen zur künftigen Strategie hinsichtlich der Entwicklung und Vermarktung von Biosimilars²⁴
- Von McKinsey & Company erstellter „Commercial Due Diligence Report“ vom 22. März 2017

¹⁶ § 293b Abs. 1 AktG.

¹⁷ § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.

¹⁸ In der vom Bewertungsgutachter aufbereiteten Form als Anlage 4 diesem Bericht beigefügt.

¹⁹ „IFRS“.

²¹ „GuV“.

²² Vom Vorstand am 29. November 2017 verabschiedet und vom Aufsichtsrat am 1. Dezember 2017 genehmigt.

²³ „Budget-Präsentation“.

²⁴ Arzneimittel mit einem biotechnologisch hergestellten Wirkstoff, das einem bereits am Markt angebotenen, zuvor patentgeschützten Biopharmazeutikum so ähnlich ist, dass es eine nachgewiesene therapeutische Äquivalenz aufweist und in Bezug auf Sicherheit und Qualität vergleichbar ist. Im Gegensatz zu Generika handelt es sich nicht um eine synthetische Nachbildung einfacher Molekülketten, sondern um eine biologisch hergestellte Rekonstruktion hochkomplexer Molekülketten.



- „Offering Memorandum“ vom 29. September 2017 der Nidda Holding und der Nidda BondCo GmbH, Frankfurt am Main, über die Begebung von Anleihen zur teilweisen Finanzierung des Erwerbs von Anteilen in Folge eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots an die Aktionäre von STADA²⁵
- Bewertungsgutachten
- Auszüge aus den Arbeitspapieren von ValueTrust zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, zur Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der betrachteten Vergangenheit einschließlich deren Bereinigung und einer Analyse der Planungstreue, zur Analyse der Planungsrechnung, zur Ableitung der zukünftigen Netto-Einnahmen und zur Überleitung auf das nachhaltige Ergebnis sowie weitere, für die Bewertung relevante Daten, insbesondere die Herleitung der Kapitalkosten, das zur Wertableitung verwendete Bewertungsmodell²⁶ und Plausibilisierungen der Bandbreite des Unternehmenswerts, wie er sich nach dem vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf,²⁷ veröffentlichten IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008) vom 2. April 2008²⁸ ergibt, anhand von alternativen Bewertungsansätzen
- Informationen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld

Darüber hinaus haben wir auf weitere öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Marktstudien und Kapitalmarktdaten, zurückgegriffen. Bei der Ermittlung von Kapitalmarktdaten haben wir uns v.a. auf die vom Finanzinformationsdienstleister S&P Global Market Intelligence LLC, New York City/USA,²⁹ gelieferten Daten gestützt. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn und Frankfurt am Main,³⁰ hat den nach der Rechtsprechung zur Feststellung einer Untergrenze der Barabfindung benötigten durchschnittlichen Börsenkurs ermittelt und mitgeteilt.

Vertrag, Vertragsbericht und Bewertungsgutachten haben uns vor ihrer Fertigstellung jeweils bereits in Entwurfsform vorgelegen.

Bei der Auftragsdurchführung haben wir die Stellungnahme HFA³¹ 6/1988 „Zur Verschmelzungsprüfung nach § 340b Abs. 4 AktG“ des IDW in sinngemäßer Anwendung³² berücksichtigt und – in unmittelbarer Anwendung – den IDW S 1 beachtet.

Der IDW S 1 ist keine Rechtsnorm und demgemäß insbesondere für Gerichte nicht bindend. Die in ihm enthaltenen Empfehlungen sind Gerichten bei deren Überprüfung der Angemessenheit von Barabfindungen aber eine wesentliche Erkenntnisquelle, um beurteilen zu können, ob die jeweilige Vorgehensweise, wie ein Unternehmenswert fundamentalanalytisch ermittelt worden ist, im konkreten Einzelfall methodisch einwandfrei ist.³³

Alle von uns erbetenen Informationen und Nachweise wurden uns bereitwillig erteilt.

Der Vorstand von STADA und die Geschäftsführung von Nidda Healthcare haben uns mit heutigem Datum jeweils eine berufsübliche Vollständigkeitserklärung abgegeben und darin schriftlich versichert,

²⁵ € 735 Mio. Senior Secured Notes mit einer Laufzeit bis 2024 und einem Kupon von 3,5 % sowie € 340 Mio. Senior Notes mit einer Laufzeit bis 2025 und einem Kupon von 5,0 %.

²⁶ In Auszügen als sog. Wertekopie.

²⁷ „IDW“.

²⁸ „IDW S 1“.

²⁹ „S&P Global“.

³⁰ „BaFin“.

³¹ Hauptfachausschuss.

³² Die Stellungnahme HFA 6/1988 wurde 2013 aufgehoben, ist hinsichtlich der dort enthaltenen Aussagen zu Anforderungen an Prüfungsdurchführung und Berichterstattung sinngemäß aber weiterhin gültig.

³³ Vgl. Bundesgerichtshof („BGH“), Beschluss vom 29. September 2015, II ZB 23/14, AG 2016, S. 135 ff.



dass die Erläuterungen und Auskünfte, die für die Prüfung des Vertrags von Bedeutung sind, nach ihrer Kenntnis im Wesentlichen vollständig und richtig erteilt worden sind.

Unsere Prüfungsergebnisse beruhen im Wesentlichen auf der Prüfung von Unterlagen von STADA, auf Auskünften der uns benannten Auskunftspersonen sowie auf dem Bewertungsgutachten und ergänzend durch den Bewertungsgutachter erteilten Informationen. Über die so erhaltenen Informationen hinaus haben wir ergänzende eigene Untersuchungen und Berechnungen durchgeführt.

Art und Umfang unserer Prüfungshandlungen haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten.

Unsere Prüfungsarbeiten haben wir vor Abschluss der Bewertungsarbeiten durch ValueTrust aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Vertrags- bzw. Angemessenheitsprüfungen üblich und durch höchstrichterliche Rechtsprechung anerkannt.³⁴ Sie ist begründet in der Notwendigkeit, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben. Zwischen dem Bewertungsgutachter und uns bestanden im Ergebnis keine divergierenden Auffassungen. Prüfungsfeststellungen wurden in das Bewertungsmodell eingearbeitet.

Die Verantwortung für den ordnungsgemäßen Inhalt des Vertragsberichts liegt bei der Geschäftsführung von Nidda Healthcare und dem Vorstand von STADA.

Wir weisen ferner ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Konzernabschlüsse, Konzernlageberichte sowie der Jahresabschlüsse und Lageberichte oder der Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Solche Prüfungen sind nicht Gegenstand unserer Prüfung. Die Übereinstimmung der vorgelegten geprüften Abschlüsse mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften ist vom Abschlussprüfer uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Abschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir insoweit daher von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung (21. Dezember 2017) und dem geplanten Zeitpunkt der Beschlussfassung der HV von STADA über den Abschluss des Vertrags (2. Februar 2018) wesentliche Veränderungen gegenüber den Annahmen bei Erstattung des Bewertungsgutachtens bzw. dieses Prüfungsberichts ergeben, wären solche bei der Bemessung der angemessenen Ausgleichszahlung bzw. der angemessenen Barabfindung zu berücksichtigen. Hierzu werden wir Stichtagserklärungen am Tag der HV von STADA einholen.

Über das Ergebnis unserer Prüfung erstatten wir gemäß § 293e AktG den folgenden Bericht.

Der vorliegende Prüfungsbericht ist ausschließlich für die eingangs dargestellten Zwecke erstellt. Dies umfasst die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der über den Abschluss des Vertrags beschlussfassenden HV von STADA³⁵ und die Vorlage beim jeweils zuständigen Gericht.³⁶

³⁴ Vgl. BGH, Beschluss vom 18. September 2006, II ZR 225/04, BB 2006, S. 2543 ff.

³⁵ Einschließlich dessen Veröffentlichung auf den Internetseiten der Gesellschaft oder für sonstige Veröffentlichungen, Auslagen und Maßnahmen im Zusammenhang mit der Vorbereitung und Durchführung der HV.

³⁶ Auch in sich etwa der HV anschließenden Gerichtsverfahren.



Eine darüber hinausgehende Weitergabe unseres Prüfungsberichts darf – vorbehaltlich unserer ausdrücklichen schriftlichen Zustimmung – nur im vollen Wortlaut einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck des zugrunde liegenden Auftrags sowie den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen und nur dann an Dritte erfolgen, wenn der jeweilige Dritte sich zuvor mit den Allgemeinen Auftragsbedingungen, ergänzt um eine individuelle Haftungsvereinbarung, sowie seinerseits einer verbindlichen Vertraulichkeitsverpflichtung uns gegenüber schriftlich einverstanden erklärt hat.

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind – auch im Verhältnis zu Dritten – die als Anlage 5 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgeblich. Für unsere Verantwortlichkeit gegenüber den Vertragsparteien und ihren Anteilshabern gilt § 293d Abs. 2 AktG i.V.m. § 323 HGB.



B. Gegenstand, Art und Umfang der Vertragsprüfung

Gegenstand, Art und Umfang der Vertragsprüfung ergeben sich aus §§ 293b Abs. 1, 293e Abs. 1 Satz 2 AktG. Gemäß § 293b Abs. 1 AktG ist Gegenstand unserer Prüfung der Unternehmensvertrag. Schwerpunkt der Prüfung ist gemäß § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG die Beurteilung der Angemessenheit von Ausgleich (§ 304 AktG) und Abfindung (§ 305 AktG). Einzelheiten zum Inhalt des Vertragsprüfungsberichts ergeben sich aus § 293e Abs. 1 AktG.

Dementsprechend haben wir zum einen bei dem formellen Teil unserer Prüfung geprüft, ob der Vertrag die gesetzlich vorgeschriebenen Bestandteile vollständig und richtig enthält und damit den gesetzlichen Vorschriften entspricht. Zum anderen haben wir bei dem materiellen Teil unserer Prüfung geprüft, ob der vorgeschlagene Ausgleich und die vorgeschlagene Abfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse von STADA als angemessen anzusehen sind. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der steuerrechtlichen Auswirkungen, haben wir ebenso wenig vorgenommen wie eine Prüfung der Zweckmäßigkeit des Vertrags oder des Vorgehens. Vollständigkeit und Richtigkeit des Vertragsberichts sind ebenso nicht Gegenstand der Vertragsprüfung.

Der HFA hat in seiner Stellungnahme HFA 6/1988 zur Verschmelzungsprüfung wesentliche Grundsätze zur Abgrenzung der Aufgabenstellung zwischen Vorstand und Verschmelzungsprüfer aufgestellt und insbesondere festgelegt, nach welchen Methoden die Angemessenheit zu ermitteln ist. Die in HFA 6/1988 getroffenen Empfehlungen sind nach herrschender Meinung auch für die Vertragsprüfung nach § 293e AktG anwendbar und grundsätzlich auch nach Aufhebung des Standards weiterhin zutreffend. Wir haben sie daher unserer Prüfung sinngemäß zugrunde gelegt.

Die materielle Prüfung erstreckt sich danach darauf, ob die für die Berechnung von Ausgleich und Abfindung zugrunde gelegten Methoden den allgemein anerkannten Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen entsprechen, die hierbei zugrunde gelegten Daten fachgerecht abgeleitet sind und die Zukunftseinschätzungen plausibel erscheinen. Es ist nicht die Aufgabe des Prüfers, die für die Ableitung von Ausgleich und Abfindung erforderliche Unternehmensbewertung selbst durchzuführen.

Der sachverständige Prüfer hat über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten.³⁷ Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob der vorgeschlagene Ausgleich oder die vorgeschlagene Abfindung angemessen sind.³⁸

³⁷ § 293e Abs. 1 Satz 1 AktG.

³⁸ § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.



Weiterhin ist im Bericht anzugeben,³⁹

- nach welchen Methoden Ausgleich und Abfindung ermittelt worden sind
- aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist
- welcher Ausgleich oder welche Abfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung des vorgeschlagenen Ausgleichs oder der vorgeschlagenen Abfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind

Unser Prüfungsbericht gibt das Ergebnis unserer Prüfung der Angemessenheit des vorgeschlagenen Ausgleichs und der vorgeschlagenen Abfindung wieder und stellt in diesem Zusammenhang umfassend das Prüfungsvorgehen und die Prüfungsergebnisse im Einzelnen dar. Wegen detaillierter Zahlenangaben und der ausführlichen Begründungen für die Ermittlung von Ergebnis- und Wertbestandteilen verweisen wir zur Vermeidung von Wiederholungen auf die sehr ausführlichen Angaben im Bewertungsgutachten, das dem Vertragsbericht als Anlage beigefügt ist.

Insoweit werden die Berichtsadressaten in die Lage versetzt, zwar bereits auf der Grundlage alleine unseres Prüfungsberichts die Angemessenheit von Ausgleichszahlung und Barabfindung nachvollziehen zu können, sich aber für weitergehende Detailinformationen bei Bedarf auch des Vertragsberichts, insbesondere des ihm beigefügten Bewertungsgutachtens, zu bedienen.

³⁹ § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG.



C. Formelle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

Der gesellschaftsrechtlich erforderliche Mindestinhalt eines BGAV ergibt sich aus §§ 291 ff. AktG. Die Prüfung von Vollständigkeit und Richtigkeit des Unternehmensvertrags bezieht sich daher auf die allgemeinen Angaben zu den Vertragsparteien, die Feststellung des Vertragsgegenstands, den Beginn und die Dauer des Vertrags sowie die Vereinbarungen zu Ausgleichszahlung und Abfindung.

Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften

Firma und Sitz der beteiligten Gesellschaften sind im BGAV genannt und entsprechen den Eintragungen in den Handelsregistern von Nidda Healthcare und STADA.

Leitung (§ 1 des Vertrags)

STADA unterstellt die Leitung ihrer Gesellschaft Nidda Healthcare.⁴⁰ Dementsprechend ist Nidda Healthcare berechtigt, dem Vorstand von STADA in Bezug auf die Leitung der Gesellschaft sowohl allgemeine als auch auf den Einzelfall bezogene Weisungen – namentlich auch in Bezug auf die Aufstellung des Jahresabschlusses von STADA – zu erteilen.⁴¹ Dieses Weisungsrecht erstreckt sich nicht auf die Änderung, Aufrechterhaltung oder Beendigung des Vertrags.⁴²

Der Vorstand von STADA ist verpflichtet, die Weisungen von Nidda Healthcare zu befolgen.⁴³

Da Nidda Healthcare eine reine Holdinggesellschaft ist und die Leitung der Gruppe durch den Gesellschafter oberhalb von Nidda Healthcare erfolgt, ist vertraglich geregelt, dass Nidda Healthcare berechtigt ist, ihre direkten oder indirekten Gesellschafter zu bevollmächtigen, das ihr zustehende Weisungsrecht in rechtsgeschäftlicher Vertretung für Nidda Healthcare auszuüben.⁴⁴

STADA ist nur nach Vorlage einer entsprechenden Vollmacht verpflichtet, die Weisungen direkter oder indirekter Gesellschafter der Nidda Healthcare zu befolgen.⁴⁵ Die Haftung von Nidda Healthcare nach § 309 AktG i.V.m. § 278 BGB besteht auch im Falle rechtsgeschäftlicher Vertretung durch ihre direkten oder indirekten Gesellschafter unverändert fort.⁴⁶

Aus Gründen der Rechtssicherheit regelt der Vertrag, dass Weisungen der Textform bedürfen oder – sofern sie mündlich erteilt werden – unverzüglich in Textform zu bestätigen sind, sofern der Vorstand von STADA dies verlangt.⁴⁷

Die Unterstellung der Leitung der Gesellschaft ist für einen Beherrschungsvertrag konstitutiv. Die diesbezüglichen Regelungen des Vertrags entsprechen den gesetzlichen Vorgaben.⁴⁸

⁴⁰ Vgl. § 1 Abs. 1 Satz 1 des Vertrags.

⁴¹ Vgl. § 1 Abs. 1 Satz 2 und 3 des Vertrags.

⁴² Vgl. § 1 Abs. 4 des Vertrags.

⁴³ Vgl. § 1 Abs. 2 des Vertrags.

⁴⁴ Vgl. § 1 Abs. 3 Satz 1 des Vertrags.

⁴⁵ Vgl. § 1 Abs. 3 Satz 2 des Vertrags.

⁴⁶ Vgl. § 1 Abs. 3 Satz 3 des Vertrags.

⁴⁷ Vgl. § 1 Abs. 5 des Vertrags.

⁴⁸ §§ 291 Abs. 1 Satz 1, 299 und 308 AktG.



Gewinnabführung (§ 2 des Vertrags)

STADA verpflichtet sich, ihren ganzen Gewinn an Nidda Healthcare abzuführen.⁴⁹ Diese Bestimmung ist für einen Gewinnabführungsvertrag konstitutiv.⁵⁰

Abzuführen ist – vorbehaltlich einer Bildung oder Auflösung von Rücklagen –⁵¹ der gemäß § 301 AktG in dessen jeweils geltender Fassung zulässige Höchstbetrag.⁵² Das ist nach derzeitigem Recht höchstens der ohne die Gewinnabführung entstehende Jahresüberschuss, vermindert um einen etwaigen Verlustvortrag aus dem Vorjahr, um den Betrag, der nach § 300 Nr. 1 AktG in die gesetzlichen Rücklagen einzustellen ist, und den nach § 268 Abs. 8 HGB ausschüttungsgesperrten Betrag.⁵³

STADA kann mit schriftlicher oder in Textform nach § 126b BGB erfolgter Zustimmung von Nidda Healthcare Beträge aus dem Jahresüberschuss in andere Gewinnrücklagen einstellen, soweit dies handelsrechtlich zulässig und bei vernünftiger kaufmännischer Beurteilung wirtschaftlich begründet ist.⁵⁴ Derart gebildete Rücklagen können auf Verlangen von Nidda Healthcare wieder aufgelöst und entweder zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags verwendet oder als Gewinn abgeführt werden.⁵⁵ Sonstige Rücklagen oder ein Gewinnvortrag, der aus der Zeit vor Beginn des Vertrags stammt, dürfen zur Gewinnabführung oder zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags nicht verwendet werden.⁵⁶

Die Verpflichtung zur Gewinnabführung besteht erstmals mit der Eintragung des Vertrags in das Handelsregister von STADA und erstreckt sich auf den gesamten Gewinn des dann laufenden Geschäftsjahrs von STADA.⁵⁷ Sie wird jeweils mit Feststellung des Jahresabschlusses des betreffenden Geschäftsjahrs von STADA fällig.⁵⁸

Die Regelungen zur Gewinnabführung entsprechen den gesetzlichen Vorgaben.⁵⁹ Durch Anknüpfung an die jeweils geltende Fassung des § 301 AktG ist sichergestellt, dass die Regelungen zur Gewinnabführung jederzeit zulässig sind.

Verlustübernahme (§ 3 des Vertrags)

Nidda Healthcare ist gegenüber STADA gemäß den Vorschriften des § 302 Abs. 1 AktG in dessen jeweils geltender Fassung zur Verlustübernahme verpflichtet.⁶⁰

Nach derzeitigem Recht hat Nidda Healthcare somit jeden während der Vertragsdauer sonst entstehenden Jahresfehlbetrag auszugleichen, soweit dieser nicht dadurch ausgeglichen wird, dass den anderen Gewinnrücklagen Beiträge entnommen werden, die während der Vertragsdauer in sie eingestellt worden sind.⁶¹

⁴⁹ Vgl. § 2 Abs. 1 des Vertrags.

⁵⁰ § 291 Abs. 1, 2. Alt. AktG.

⁵¹ Vgl. § 2 Abs. 2 des Vertrags.

⁵² Vgl. § 2 Abs. 1 des Vertrags.

⁵³ § 301 Satz 1 AktG.

⁵⁴ Vgl. § 2 Abs. 2 Satz 1 des Vertrags.

⁵⁵ Vgl. § 2 Abs. 2 Satz 2 des Vertrags.

⁵⁶ Vgl. § 2 Abs. 2 Satz 3 des Vertrags.

⁵⁷ Vgl. § 2 Abs. 3 Satz 1 i.V.m. § 7 Abs. 2 des Vertrags.

⁵⁸ Vgl. § 2 Abs. 3 Satz 2 des Vertrags.

⁵⁹ § 300 Nr. 1 i.V.m. § 150 Abs. 2 AktG, § 301 AktG.

⁶⁰ Vgl. § 3 Abs. 1 des Vertrags.

⁶¹ § 302 Abs. 1 AktG.



Die Verpflichtung zur Verlustübernahme besteht erstmals mit der Eintragung des Vertrags in das Handelsregister von STADA und erstreckt sich auf den gesamten Fehlbetrag des dann laufenden Geschäftsjahrs von STADA.⁶² Die Verpflichtung zum Verlustausgleich durch Nidda Healthcare wird jeweils zum Ende eines Geschäftsjahrs von STADA fällig.⁶³ Für den Fall einer unterjährigen Beendigung des Vertrags ist der Verlustausgleich auf Grundlage einer Stichtagsbilanz zu ermitteln.⁶⁴

Durch Anknüpfung an die gesetzlichen Bestimmungen in ihrer jeweils geltenden Fassung ist sichergestellt, dass die Regelungen zur Verlustübernahme jederzeit zulässig sind.

Ausgleichszahlung (§ 4 des Vertrags)

Nidda Healthcare verpflichtet sich, den außenstehenden Aktionären von STADA für die Dauer des Vertrags einen angemessenen Ausgleich in Form einer jährlich wiederkehrenden Geldleistung zu zahlen.⁶⁵ Der Ausgleich beträgt für jedes volle Geschäftsjahr von STADA für jede nennwertlose auf den Namen lautende Stückaktie von STADA mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von € 2,60 brutto € 3,82 abzüglich eines etwaigen Betrags für KSt und SolZ in Höhe des jeweils für diese Steuern für das jeweilige Geschäftsjahr geltenden Steuersatzes. Dabei ist dieser Abzug nur auf den Teil des Brutto-Ausgleichsbetrags vorzunehmen, der sich auf die der deutschen KSt unterliegenden Gewinne bezieht.⁶⁶

Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses beträgt der Abzug für KSt (15,0 %) und SolZ (5,5 % der KSt).⁶⁷ Auf dieser Grundlage ergibt sich ein Netto-Ausgleich von € 3,53 je STADA-Aktie.⁶⁸ Klarstellend wird vereinbart, dass von dem Netto-Ausgleich ggf. anfallende Quellensteuern (etwa KESt zuzüglich SolZ) entsprechend der gesetzlichen Vorschriften einbehalten werden.⁶⁹

Die Gewährung einer festen Ausgleichszahlung entspricht der gesetzlichen Regelung.⁷⁰

Hinsichtlich der Ermittlung der Höhe der Ausgleichszahlung und der Prüfung auf ihre Angemessenheit verweisen wir auf unsere Ausführungen zur materiellen Prüfung des Vertrags.⁷¹

Der Ausgleich ist am dritten Bankarbeitstag (Frankfurt am Main) nach der ordentlichen HV von STADA für das jeweils abgelaufene Geschäftsjahr, jedoch spätestens acht Monate nach Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahrs fällig.⁷² Diese Regelung ist üblich und sachgerecht, da der Ausgleich als Ersatz für den bisherigen Dividendenanspruch dadurch grundsätzlich zum gleichen Zeitpunkt fällig wird, an dem der entfallende Dividendenanspruch ansonsten regelmäßig auch fällig geworden wäre.

Der Ausgleich wird erstmals für dasjenige Geschäftsjahr von STADA gewährt, in dem der Vertrag in das Handelsregister von STADA eingetragen und damit wirksam wird.⁷³

⁶² Vgl. § 3 Abs. 2 Satz 1 i.V.m. § 7 Abs. 2 des Vertrags.

⁶³ Vgl. § 3 Abs. 2 Satz 2 i.V.m. § 7 Abs. 2 des Vertrags.

⁶⁴ Vgl. § 3 Abs. 3 des Vertrags.

⁶⁵ Vgl. § 4 Abs. 1 des Vertrags.

⁶⁶ Vgl. § 4 Abs. 2 Satz 1 des Vertrags.

⁶⁷ Vgl. § 4 Abs. 2 Satz 2 des Vertrags.

⁶⁸ Vgl. § 4 Abs. 2 Satz 3 des Vertrags.

⁶⁹ Vgl. § 4 Abs. 2 Satz 4 des Vertrags.

⁷⁰ § 304 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 Satz 1 AktG.

⁷¹ Vgl. Abschnitt D, S. 15 ff., insbesondere Abschnitt D.II.2, S. 21 ff., und Abschnitt D.IV.8.b), S. 103 ff.

⁷² Vgl. § 4 Abs. 3 des Vertrags.

⁷³ Vgl. § 4 Abs. 4 i.V.m. § 7 Abs. 2 des Vertrags.



Er vermindert sich anteilig im Falle der Bildung eines Rumpfgeschäftsjahrs von STADA oder im Falle der Beendigung des Vertrags im Laufe eines Geschäftsjahrs von STADA.⁷⁴

Die Regelungen, wie im Fall von Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln oder durch Bar- bzw. Sacheinlagen zu verfahren ist,⁷⁵ bestätigt die herrschende Ansicht in der juristischen Literatur.

Sollte der Ausgleich durch eine rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren erhöht werden, können auch die bereits abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung des von ihnen bereits erhaltenen Ausgleichs verlangen, soweit dies gesetzlich vorgesehen ist.⁷⁶ Dies entspricht der gesetzlichen Regelung in § 13 Satz 2 Spruchverfahrensgesetz. Ein solcher Ergänzungsanspruch ergibt sich ebenfalls im Fall eines gerichtlich protokollierten Vergleichs zur Beendigung eines Spruchverfahrens, soweit gesetzlich vorgeschrieben.

Abfindung (§ 5 des Vertrags)

Nidda Healthcare verpflichtet sich, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs von STADA dessen STADA-Aktien gegen eine Barabfindung von € 74,40 je STADA-Aktie zu erwerben.⁷⁷

Da Nidda Healthcare keine AG oder KGaA ist, ist die Abfindung als Barzahlung zu gewähren.⁷⁸

Hinsichtlich der Ermittlung der Höhe der Barabfindung und der Prüfung auf ihre Angemessenheit verweisen wir auf unsere Ausführungen zur materiellen Prüfung des Vertrags.⁷⁹

Die Verpflichtung von Nidda Healthcare zum Erwerb der STADA-Aktien ist befristet.⁸⁰ Eine Befristung ist in der Praxis auch üblich. Die diesbezüglichen Regelungen⁸¹ stehen in Einklang mit den gesetzlichen Regelungen.⁸²

Die Regelungen, wie im Fall von Kapitalerhöhungen aus Gesellschaftsmitteln oder durch Bar- bzw. Sacheinlagen zu verfahren ist,⁸³ bestätigt die herrschende Ansicht in der juristischen Literatur.

Die Übertragung der STADA-Aktien gegen Abfindung ist für die außenstehenden Aktionäre von STADA kostenfrei.⁸⁴ Gesetzliche Vorgaben bestehen hier nicht.

Sollte die Abfindung durch eine rechtskräftige Entscheidung in einem Spruchverfahren erhöht werden, können auch die bereits abgefundenen Aktionäre eine entsprechende Ergänzung der von ihnen bereits erhaltenen Abfindung verlangen, soweit dies gesetzlich vorgesehen ist.⁸⁵ Dies entspricht der gesetzlichen Regelung in § 13 Satz 2 Spruchverfahrensgesetz. Ein solcher Ergänzungsanspruch ergibt sich

⁷⁴ Vgl. § 4 Abs. 5 des Vertrags.

⁷⁵ Vgl. § 4 Abs. 6 des Vertrags.

⁷⁶ Vgl. § 4 Abs. 7 des Vertrags.

⁷⁷ Vgl. § 5 Abs. 1 des Vertrags.

⁷⁸ § 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG.

⁷⁹ Vgl. Abschnitt D, S. 15 ff., insbesondere Abschnitt D.II.1, S. 20, und Abschnitt D.IV.8.a), S. 101 f.

⁸⁰ Vgl. § 5 Abs. 2 Satz 1 des Vertrags.

⁸¹ Vgl. § 5 Abs. 2 Satz 2 und 3 des Vertrags.

⁸² § 305 Abs. 4 AktG.

⁸³ Vgl. § 5 Abs. 3 des Vertrags.

⁸⁴ Vgl. § 5 Abs. 4 des Vertrags.

⁸⁵ Vgl. § 5 Abs. 5 des Vertrags.



ebenfalls im Fall eines gerichtlich protokollierten Vergleichs zur Beendigung eines Spruchverfahrens, soweit gesetzlich vorgeschrieben.

Ein befristetes Veräußerungsrecht im Fall der Kündigung des Vertrags⁸⁶ stellt sicher, dass den außenstehenden Aktionären, die das Barabfindungsangebot nicht angenommen haben und in der Gesellschaft verblieben sind, aus der Kündigung keine Nachteile entstehen. In diesem Fall lebt das Barabfindungsangebot über € 74,40⁸⁷ je Aktie wieder auf. Insoweit wird den Aktionären ein zusätzlicher, über das gesetzlich gebotene Maß hinausgehender Schutz gewährt.

Eine Verzinsung ist im Vertrag nicht geregelt, aber auch nicht erforderlich. Demnach gilt die gesetzliche Regelung des § 305 Abs. 3 Satz 3 AktG, wonach die Abfindung nach Ablauf des Tages, an dem der Vertrag wirksam geworden ist, mit jährlich 5 %-Punkten über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen und die Geltendmachung eines weiteren Schadens nicht ausgeschlossen ist.⁸⁸

Auskunftsrecht (§ 6 des Vertrags)

Nidda Healthcare werden Auskunftsrechte gewährt und STADA Auskunftspflichten auferlegt.⁸⁹

Nach allgemeiner Ansicht ist das Auskunftsrecht des herrschenden Unternehmens Bestandteil der aus § 308 Abs. 1 AktG folgenden Konzernleitungsmacht. Die klarstellenden Regelungen sind nicht zu beanstanden.

Wirksamwerden und Dauer (§ 7 des Vertrags)

In Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorschriften⁹⁰ bedarf der Vertrag zu seiner Wirksamkeit der Zustimmung der HV von STADA sowie der Zustimmung der Gesellschafterversammlung von Nidda Healthcare.⁹¹

Er ist entsprechend der gesetzlichen Vorgabe in schriftlicher Form gefasst.⁹²

Der Vertrag wird entsprechend der gesetzlichen Regelung⁹³ erst wirksam, wenn sein Bestehen in das Handelsregister von STADA eingetragen worden ist.⁹⁴

Der Vertrag ist auf unbestimmte Zeit geschlossen und kann schriftlich⁹⁵ mit einer Frist von drei Monaten zum Ablauf eines Geschäftsjahrs ordentlich ausschließlich von Nidda Healthcare gekündigt werden.⁹⁶ Aus steuerlichen Gründen ist eine Mindestlaufzeit von fünf Zeitjahren (60 Monaten) vereinbart.⁹⁷ Aus

⁸⁶ Vgl. § 5 Abs. 6 des Vertrags.

⁸⁷ Im Fall der Erhöhung in einem Spruchverfahren oder durch Vergleich zur Abwendung oder Beendigung eines Spruchverfahrens gilt bei Ausübung des Veräußerungsrechts der erhöhte Betrag (vgl. § 5 Abs. 6 des Vertrags).

⁸⁸ § 305 Abs. 3 Satz 3 AktG.

⁸⁹ Vgl. § 6 des Vertrags.

⁹⁰ § 293 Abs. 1 Satz 1 AktG in unmittelbarer Anwendung hinsichtlich der Zustimmung der HV von STADA und § 293 Abs. 2 Satz 2 AktG in entsprechender Anwendung hinsichtlich der Zustimmung der Gesellschafterversammlung von Nidda Healthcare.

⁹¹ Vgl. § 7 Abs. 1 des Vertrags.

⁹² § 293 Abs. 3 AktG.

⁹³ § 294 Abs. 2 AktG.

⁹⁴ Vgl. § 7 Abs. 2 des Vertrags.

⁹⁵ Vgl. § 7 Abs. 8 des Vertrags.

⁹⁶ Vgl. § 7 Abs. 3 Satz 1 und 3 des Vertrags.

⁹⁷ Vgl. § 7 Abs. 3 Satz 2 des Vertrags.



wichtigem Grund kann der Vertrag von beiden Parteien ohne Einhaltung einer Kündigungsfrist gekündigt werden.

Die rechtlichen Vorgaben hinsichtlich einer Kündigung aus wichtigem Grund⁹⁸ sind beachtet worden.⁹⁹

Bei einer Beendigung des Vertrags ist den Gläubigern von STADA nach Maßgabe des § 303 AktG Sicherheit zu leisten.¹⁰⁰

Schlussbestimmungen (§ 8 des Vertrags)

Die Schlussbestimmungen entsprechen üblicher Vertragstechnik und sind nicht zu beanstanden.

Prüfungsergebnis

Der BGAV enthält die in den §§ 291 ff. AktG vorgeschriebenen Bestandteile vollständig und richtig und entspricht damit den gesetzlichen Vorschriften.

⁹⁸ § 297 Abs. 1 AktG.

⁹⁹ Vgl. § 7 Abs. 4 bis 6 des Vertrags.

¹⁰⁰ Vgl. § 7 Abs. 7 des Vertrags.



D. Materielle Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags

I. Bewertungsgrundsätze und -methoden

1. Grundlagen der Bewertung

Eine rechtlich vorgeschriebene Methode für die Bewertung von Unternehmen gibt es nicht. Der Wert eines Unternehmens ergibt sich aus dem Nutzen, den das Unternehmen insbesondere aufgrund seiner im Bewertungszeitpunkt vorhandenen materiellen Substanz, seiner Innovationskraft, seiner Produkte und Stellung am Markt, seiner inneren Organisation sowie seines Managements in Zukunft unter Aufrechterhaltung der Unternehmenssubstanz erbringen kann.

In Betriebswirtschaftslehre, Rechtsprechung und Bewertungspraxis haben sich allgemein anerkannte Bewertungsgrundsätze, die auf die Bewertung von Unternehmen angewandt werden, herausgebildet. Diese haben ihren Niederschlag insbesondere im IDW S 1 gefunden.

Im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung sind nach IDW S 1 bei gesellschaftsrechtlichen Bewertungsanlässen wie dem Abschluss eines BGAV der Unternehmenswert und die aus ihm abgeleiteten Größen Barabfindung und Ausgleichszahlung aus einem objektivierten Unternehmenswert unter unmittelbarer Berücksichtigung der Besteuerung der Anteilseigner abzuleiten. Dieser objektivierter Unternehmenswert stellt einen typisierten und intersubjektiv nachprüfbareren Zukunftserfolgswert aus der Sichtweise eines inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Anteilseigners bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept dar.¹⁰¹

2. Zukunftserfolgswert

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich – unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele – als Zukunftserfolgswert durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Netto-Einnahmen der Unternehmenseigner.¹⁰² Der Zukunftserfolgswert kann nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden.¹⁰³

Beide Bewertungsverfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Bewertungsannahmen und -vereinfachungen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage¹⁰⁴ basieren.¹⁰⁵

Der Ertragswert ermittelt sich als der mit dem Kapitalisierungszinssatz abgezinste Barwert der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse. Diese Überschüsse werden aus den

¹⁰¹ Nach den im Dezember 2012 von der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V., Frankfurt am Main, veröffentlichten „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ des DVFA-Arbeitskreises „Corporate Transactions and Valuation“ („DVFA-Empfehlungen“) entspricht die Fokussierung des IDW auf den objektivierten Unternehmenswert nicht der „Lebenswirklichkeit aus der Sicht sämtlicher Kapitalmarktakteure“. Demzufolge empfiehlt der Arbeitskreis, Bandbreiten von Wertansätzen auf der Grundlage unterschiedlicher Bewertungsmethoden zu ermitteln (ebenda, S. 6). Gegen die DVFA-Empfehlungen haben Vertreter der Bewertungspraxis und auch der Wissenschaft Bedenken erhoben. Das IDW hat in seiner Stellungnahme zum Entwurf der DVFA-Empfehlungen vom 6. Februar 2012 insbesondere die Punkte „Methodenvielfalt und Verengung von Wertbandbreiten auf ein einwertiges Ergebnis“, „Eignung von Aktienkursen und Multiplikatoren für Abfindungszwecke“ sowie „Berücksichtigung von persönlichen Ertragsteuern“ angesprochen und empfohlen, die DVFA-Empfehlungen wegen der in diesem Schreiben dargelegten Bedenken aus grundsätzlicher Sicht zu überdenken (ebenda, S. 5). Da wir diese Bedenken teilen, stellen wir im Folgenden nicht die Bewertungsgrundsätze und -methoden, wie sie vom DVFA empfohlen werden, dar.

¹⁰² Vgl. IDW S 1, Rz. 4.

¹⁰³ Vgl. IDW S 1, Rz. 7.

¹⁰⁴ Kapitalwertkalkül.

¹⁰⁵ Vgl. IDW S 1, Rz. 101.



künftigen Ertragsüberschüssen des betriebsnotwendigen Vermögens sowie den finanziellen Ergebnissen aus Veräußerungen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens bzw. anderer gesondert bewerteter Vermögenswerte abgeleitet.¹⁰⁶

a) Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse

Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar.¹⁰⁷ Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsbeurteilungen.¹⁰⁸ Dabei sind im Rahmen einer objektivierten Bewertung nur die Überschüsse zu berücksichtigen, die aus bereits eingeleiteten Maßnahmen resultieren oder aus einem hinreichend dokumentierten und konkretisierten Unternehmenskonzept hervorgehen.¹⁰⁹ Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen und/oder aufgrund veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig andere sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zu berücksichtigen.

Unter Synergieeffekten versteht man die Veränderungen der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen. Die Grundsätze des IDW S 1 unterscheiden zwischen echten und unechten Synergien. Die echten Synergien sind ausschließlich durch Kooperation bestimmter Unternehmen aufgrund spezifischer Eigenschaften realisierbare oder unter Berücksichtigung der Auswirkungen aus dem Bewertungsanlass erzielbare Überschüsse, während die unechten mit einer nahezu beliebigen Vielzahl von Partnern umgesetzt werden können oder ohne Berücksichtigung des Bewertungsanlasses realisierbar sind.

Nur die unechten Synergien sind, sofern die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind und nur soweit sie auf das Bewertungsobjekt entfallen, bei einer objektivierten Bewertung zu berücksichtigen.¹¹⁰

Bei der Bewertung von Konzernen können die finanziellen Überschüsse nach verschiedenen Methoden ermittelt werden.¹¹¹ Die im jeweiligen Einzelfall sachgerechte Methode ergibt sich aus dem Planungs- und Steuerungsansatz des Konzerns und unter Berücksichtigung der Frage, ob eine Darstellung auch der Werte einzelner Konzernunternehmen sinnvoll, gewünscht oder erforderlich ist.

¹⁰⁶ Vgl. IDW S 1, Abschnitt 7.2.

¹⁰⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 68.

¹⁰⁸ Vgl. IDW S 1, Rz. 72.

¹⁰⁹ Vgl. IDW S 1, Rz. 32.

¹¹⁰ Vgl. IDW S 1, Rz. 33 f.

¹¹¹ Stufenweise durch Vereinnahmung der Ergebnisse im Beteiligungsergebnis des jeweils beteiligten Unternehmens oder simultan durch Summierung und Konsolidierung. Daneben kann die Bewertung von Konzernen auch durch eine Addition der Werte jedes einzelnen Konzernunternehmens unter Berücksichtigung der Beteiligungsverhältnisse durchgeführt werden („sum-of-the-parts“).



b) Ausschüttungsverhalten

Bei der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts¹¹² und rechtlicher Restriktionen, z.B. regulatorischer Vorgaben, tatsächlich für Ausschüttungen zur Verfügung stehen.¹¹³

Soweit die Planung zwei Phasen unterscheidet, ergibt sich für die erste Phase¹¹⁴ eine Aufteilung der Überschüsse in Ausschüttungen und in thesaurierte Mittel einschließlich deren Verwendung aus der Planungsrechnung selbst. Sofern für die Verwendung thesaurierter Beträge keine Planungen vorliegen und auch die Investitionsplanung keine konkrete Verwendung vorsieht, ist eine sachgerechte Prämisse zur Mittelverwendung zu treffen. Unterliegen die thesaurierungsbedingten Wertzuwächse einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung, ist dies bei der Bewertung zu berücksichtigen.¹¹⁵

Für die zweite Phase¹¹⁶ ist grundsätzlich typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens zu dem der Alternativanlage äquivalent ist. Für die Wiederanlage thesaurierter Mittel der zweiten Phase wird grundsätzlich ebenfalls typisierend unterstellt, dass diese entweder durch eine kapitalwertneutrale Anlage zum Kapitalisierungszinssatz vor Ertragsteuern der Gesellschaft oder wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der Thesaurierungen bei den Anteilseignern abgebildet werden kann.¹¹⁷

c) Ertragsteuerliche Einflüsse

Der Wert eines Unternehmens wird durch die Höhe der frei verfügbaren Netto-Zuflüsse an den Investor bestimmt. Diese Netto-Zuflüsse sind nach den Empfehlungen des IDW unter Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens und grundsätzlich der aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden Ertragsteuern der Unternehmenseigner zu ermitteln.¹¹⁸

Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner erforderlich.¹¹⁹

Bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen wie dem Abschluss eines Unternehmensvertrags erfolgt die Typisierung – im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung – entsprechend der steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person. Hierzu sind sachgerechte Annahmen über die persönliche Besteuerung der Netto-Zuflüsse aus dem Bewertungsobjekt bzw. aus der Alternativanlage zu treffen.

¹¹² Einschließlich der Planung von Ausschüttungen.

¹¹³ Vgl. IDW S 1, Rz. 35.

¹¹⁴ Die sog. Detailplanungsphase.

¹¹⁵ Vgl. IDW S 1, Rz. 36.

¹¹⁶ Die sog. Phase der ewigen Rente.

¹¹⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 37.

¹¹⁸ Vgl. IDW S 1, Rz. 28 ff.

¹¹⁹ Vgl. IDW S 1, Rz. 43 ff.



Die Unternehmenssteuerreform 2008 hatte unmittelbare Auswirkungen sowohl auf die Unternehmenssteuern als auch auf die zu typisierenden persönlichen Ertragsteuern. In der Besteuerung der Inhaber von Anteilen an Kapitalgesellschaften ist das Halbeinkünfteverfahren für Dividenden und die grundsätzliche Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen infolge von Wertsteigerungen (Kursgewinnen) durch das System der Abgeltungssteuer, nach dem auch Kursgewinne der Abgeltungssteuer unterliegen, ersetzt worden.

Die Abgeltungssteuer beträgt einschließlich Solidaritätszuschlag und unter Vernachlässigung der Kirchensteuer 26,375 % und wird für ausgeschüttete Gewinne in voller Höhe effektiv. Die effektive Besteuerung von thesaurierungsbedingten Veräußerungsgewinnen ist aufgrund des Zinseffekts von der persönlichen Haltedauer des Anteilseigners abhängig.

Bei der Abschätzung des effektiven Steuersatzes aus der Abgeltungssteuer für Veräußerungsgewinne ist es nach Ansicht des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW¹²⁰ sachgerecht, für typisierte Anteilseigner grundsätzlich von langen Haltedauern und einer dementsprechend geringen effektiven Steuerbelastung der thesaurierten Gewinne auszugehen.

Für Bewertungsstichtage ab dem 1. Januar 2009 empfiehlt der FAUB, einen typisierten effektiven Veräußerungsgewinnsteuersatz von 12,5 %¹²¹ anzusetzen. Dies entspricht im Fall einer Kursrendite nach Steuern von 5,0 % einer Haltedauer von etwa 40 Jahren.

Mittelbar sind Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform 2008 bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes durch Veränderungen der Renditeforderung vor und nach persönlichen Ertragsteuern und der daraus abzuleitenden Marktrisikoprämien zu berücksichtigen.

d) Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse

Der Unternehmenswert bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Netto-Einnahmen der Unternehmenseigner. Zur Ableitung des Barwerts dieser Überschüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert.

Diese Rendite lässt sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen. Bei der Ermittlung von Basiszinssatz und Risikoprämie sind steuerliche Einflüsse zu berücksichtigen. Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach Ende der Detailplanungsphase wird der Kapitalisierungszinssatz um einen Wachstumsabschlag gemindert.

¹²⁰ „FAUB“.

¹²¹ Das entspricht der Hälfte des Nominalsteuersatzes; zuzüglich SolZ.



e) **Ergänzung um nicht betriebsnotwendiges Vermögen und andere Sonderwerte**

Ein gegebenenfalls vorhandenes nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist i.R.d. Unternehmensbewertung grundsätzlich gesondert zu berücksichtigen und umfasst solche Vermögensgegenstände, die frei veräußert werden könnten, ohne dass davon der eigentliche Unternehmenszweck berührt wird. Eine Berücksichtigung als Sonderwert kommt auch für andere Sachverhalte, die i.R.d. Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, in Betracht.

3. **Liquidationswert und Substanzwert**

Gemäß IDW S 1 kommt als Wertuntergrenze für den Unternehmenswert der Liquidationswert in Betracht, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei der Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben würden, den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt.

Der Substanzwert ergibt sich als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen Werte und Schulden. Da dem Substanzwert grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen fehlt, kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswerts i.d.R. keine eigenständige Bedeutung zu.

4. **Vereinfachte Preisfindungen**

Zur Plausibilisierung der auf internen Unternehmensdaten beruhenden Unternehmensbewertung können vergleichende Analysen auf Basis von öffentlichen Kapitalmarktdaten oder von Transaktionen vorgenommen werden. Derartige vereinfachte Preisfindungen können nach IDW S 1 nicht an die Stelle einer „fundamentalanalytischen“ Unternehmensbewertung treten.¹²²

In der Bewertungspraxis wird dazu der Unternehmenswert oftmals anhand eines mittels Multiplikator bestimmten Vielfachen einer Erfolgs- oder Bestandsgröße bzw. einer branchenspezifischen Kennzahl des Bewertungsobjekts abgeschätzt. Geeignete Multiplikatoren werden entweder aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet.

Die auf Basis von Multiplikatoren ermittelten Werte können allerdings nur einen ersten groben Anhaltspunkt geben. Zum einen berücksichtigen einige Multiplikatoren unternehmensspezifische Ertrags- und Kostenstrukturen nicht hinreichend. Zum anderen lassen sich konkret erwartete weitere Veränderungen bei den Zuflüssen aus dem Bewertungsobjekt mangels eines ausreichend langen Prognosezeitraums von Analystenschätzungen nicht berücksichtigen. Zudem können Sondertatbestände wie z.B. Verlustvorräte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen bei einer Multiplikator-Bewertung oftmals nicht angemessen berücksichtigt werden.

Bei auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist darüber hinaus zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise in hohem Maße durch die subjektive Interessenlage der Transaktionspartner bestimmt sind. Sie berücksichtigen beispielsweise Synergieeffekte und subjektive Erwartungshaltungen. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes gegenüber aus Börsenpreisen abgeleite-

¹²² Vgl. IDW S 1, Rz. 143 f.



ten Multiplikatoren für die Plausibilisierung eines objektivierte Unternehmenswerts regelmäßig geringer.

Die Übertragbarkeit der durch vergleichende Analysen gewonnenen Verhältniszahlen auf das Bewertungsobjekt im Rahmen einer Multiplikator-Bewertung ist somit nur eingeschränkt möglich. Eine Multiplikator-Bewertung ermöglicht es aber zumeist, das Bewertungsergebnis im Rahmen unvermeidbarer Bandbreiten einzuordnen und einer abschließenden Gesamtwürdigung zu unterziehen.

5. Gezahlte Kaufpreise und Börsenkurse

Inwieweit Preise, die der Mehrheitsaktionär für Anteile des zu bewertenden Unternehmens gezahlt hat („Vorerwerbe“), unmittelbar bei der Bestimmung des Unternehmenswerts und der Ableitung einer Barabfindung bzw. Ausgleichszahlung herangezogen werden können, ist in Rechtsprechung und Literatur umstritten. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können nach IDW S 1 als Anhaltspunkt zur ökonomischen Plausibilisierung von Unternehmens- und Anteilswerten herangezogen werden, ersetzen aber keine Unternehmensbewertung.¹²³

Liegen für Unternehmensanteile Börsenkurse vor, so sind diese zur Plausibilitätsbeurteilung eines fundamentalanalytisch ermittelten Unternehmens- oder Anteilswerts heranzuziehen. Hierbei sind besondere Einflüsse, die sich möglicherweise auf die Börsenpreisbildung ausgewirkt haben, sorgfältig zu analysieren und darzustellen (z.B. geringer Anteil börsengehandelter Anteile, besondere Marktsituationen).¹²⁴

Nach höchstrichterlicher Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts¹²⁵ und des BGH¹²⁶ zu börsennotierten Aktiengesellschaften darf die Bemessung der Barabfindung nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze der Barabfindung erfolgen, wenn der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Bei fehlender Marktgängigkeit oder Manipulation des Börsenkurses ist dies nicht der Fall. Stets ist beim Heranziehen des Börsenkurses auf einen geeigneten volumengewichteten Durchschnittskurs abzustellen.

¹²³ Vgl. IDW S 1, Rz. 13.

¹²⁴ Vgl. IDW S 1, Rz. 15.

¹²⁵ „BVerfG“; vgl. Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, S. 289 ff.

¹²⁶ Vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 ff.



II. Ermittlung einer angemessene Abfindung und eines angemessenen Ausgleichs

1. Angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG

Ein BGAV muss u.a. die Verpflichtung des anderen Vertragsteils, das heißt der herrschenden Gesellschaft, enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben (§ 305 Abs. 1 AktG).

Nach den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre, der Rechtsprechung¹²⁷ und der Bewertungspraxis ist der Wert des Unternehmens die richtige Basis zur Ermittlung der Barabfindung nach § 305 AktG. Maßgebend ist danach der Wert des Unternehmens als Ganzes. Damit wird dem von der Rechtsprechung entwickelten Postulat der Abfindung zum vollen Wert der Beteiligung entsprochen.

Bei der Umrechnung des Unternehmenswerts auf eine Aktie sind gegebenenfalls Besonderheiten des jeweiligen Bewertungsobjekts¹²⁸ durch eine von der quotalen Aufteilung abweichende Aufteilung des Unternehmenswerts zu berücksichtigen.

Bei der Bemessung der Abfindung für Anteile an einer börsennotierten Gesellschaft darf der Börsenkurs als Verkehrswert der Aktie nicht außer Betracht bleiben.¹²⁹ Ob der Börsenkurs tatsächlich den Verkehrswert widerspiegelt, ist im Einzelfall zu prüfen. Insbesondere wenn nur wenige Aktien im Streubesitz sind und nur geringe Aktienumsätze getätigt werden oder der Börsenkurs von sonstigen nicht wertbezogenen Ereignissen beeinflusst ist, kann aus dem Ergebnis von Einzelumsätzen nicht auf einen allgemein gültigen Verkehrswert geschlossen werden.

2. Angemessener Ausgleich gemäß § 304 AktG

Gemäß § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG muss ein BGAV einen angemessenen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Als Ausgleichszahlung ist mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihrer zukünftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte.¹³⁰

Der prognoseorientierte Ertragswert bildet unter Berücksichtigung der Zinswirkungen die Zahlungen zwischen Unternehmen und Unternehmenseigentümer ab. Bei Unternehmen mit positiven Jahresergebnissen sind dies die erwarteten Dividendenzahlungen an die Gesellschafter. Im Interesse der Verstetigung der jährlichen Ausgleichszahlung bezieht der Gesetzgeber die Zahlungspflicht nicht auf den erwarteten, jährlich in unterschiedlicher Höhe anfallenden 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, diese Schwankungen jedoch über einen einheitlichen Durchschnittsbetrag glätten.

¹²⁷ Vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00, a.a.O.

¹²⁸ Z.B. bei unterschiedlichen Aktiengattungen.

¹²⁹ Vgl. Abschnitt D.I.5, S. 20.

¹³⁰ § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG.



Entsprechend der Rechtsprechung des BGH¹³¹ wird der Ausgleich daher durch Verrentung aus dem objektivierten Unternehmenswert abgeleitet.

Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts werden regelmäßig Thesaurierungen in der Detailplanungsphase sowie fiktive Hinzurechnungen von Thesaurierungen in der Phase der ewigen Rente angesetzt. Diese aus bewertungssystematischen Gründen gewählte Vorgehensweise beinhaltet nicht notwendigerweise eine Bildung anderer Gewinnrücklagen. Insbesondere steht sie nicht der Ableitung der Ausgleichszahlung aus dem Unternehmenswert entgegen, da die Eigenkapitalerhöhungen die Ertragsbasis späterer Jahre stärken und eine Einbehaltung von Gewinnen deshalb keine Minderung des durchschnittlich verteilbaren Gewinnanteils darstellt.

Mit Beschluss vom 21. Juli 2003 hat der BGH entschieden, dass den außenstehenden Aktionären - entgegen der bis dato üblichen Praxis – als (fester) Ausgleich der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Brutto-Gewinnanteil je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden (Ausschüttungs-)KSt in Höhe des jeweiligen Steuertarifs zuzusichern ist.¹³²

Danach gilt als „erwirtschafteter Gewinn“ der Gewinn vor KSt. Anpassungen der KSt führen dementsprechend zu Anpassungen der Ausgleichszahlung, da nach Auffassung des BGH die KSt von der Gesellschaft selbst nicht beeinflusst werden kann. In der Literatur wurde diese Rechtsprechung dahingehend kritisiert, dass mit der Entscheidung lediglich hinsichtlich des KSt-Tarifs das Stichtagsprinzip bei Unternehmensbewertungen durchbrochen wurde und es keinen systematischen Grund gebe, die deutsche KSt methodisch anders zu berücksichtigen als ausländische Ertragsteuern oder die (deutsche) GewSt.

Nach Auffassung des BGH verletzt die beschriebene Vorgehensweise nicht das Stichtagsprinzip, weil bei der Festsetzung des Ausgleichs der durchschnittlich verteilbare Brutto-Gewinn als feste Größe aus dem objektivierten Wert des Unternehmens, für den nur die Organisationsverhältnisse sowie die wirtschaftlichen und rechtlichen Strukturen des Unternehmens maßgeblich seien, die am Bewertungsstichtag vorhanden sind, abzuleiten sei.

In diesem Beschluss hat der BGH ferner festgestellt, dass die Verrentung des Unternehmenswerts mit dem vollen risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz zu erfolgen hat. Des Weiteren soll das gesondert bewertete Vermögen¹³³ bei der Ermittlung des Ausgleichs nicht berücksichtigt werden.

Teile dieses Beschlusses sind über den entschiedenen Einzelfall hinaus, für den das bis zum 31. Dezember 2000 geltende Anrechnungsverfahren maßgeblich war, nicht anwendbar. Die (üblicherweise wechselhaften) künftigen Erträge eines Unternehmens finden ihre konzentrierte Darstellung im Unternehmenswert, der unter Berücksichtigung des zeitlichen Anfalls sowie unter Einbeziehung von nicht betriebsnotwendigem Vermögen und anderen Sonderwerten die Zahlungen zwischen Unternehmen und Anteilseignern repräsentiert. Insbesondere scheint es nicht angemessen, dass durch die Nicht-Einbeziehung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens dem Aktionär dauerhaft Vermögensbe-

¹³¹ Vgl. Az. II ZB 17/01, ZIP 2003, S. 1745 ff., „Ytong-Beschluss“.

¹³² A.a.O.

¹³³ Insbesondere das nicht betriebsnotwenige Vermögen.



standteile vorenthalten werden. In der Bewertungspraxis wird deshalb regelmäßig der gesamte Unternehmenswert durch Verrentung in eine feste Ausgleichszahlung überführt.

Im o.g. Beschluss des BGH wird weiter nicht berücksichtigt, dass die festen Ausgleichszahlungen während der Vertragslaufzeit einem geringeren Risiko unterliegen als Dividendenzahlungen. Die Risikolage des außenstehenden Aktionärs wird zum einen durch die Bonität des zur Zahlung des Ausgleichs verpflichteten Vertragspartners bestimmt. Zum anderen besteht regelmäßig das Risiko, dass der Vertrag beendet wird. In diesem Fall hat der Aktionär nach Beendigung des Vertrags wieder das volle Risiko unsicherer Dividendenzahlungen zu tragen, zumal die Ertragskraft des Unternehmens während der Vertragslaufzeit gemindert sein könnte.

Der Verrentungszinssatz wird deshalb in der Bewertungspraxis regelmäßig als Mittelwert aus dem der Unternehmensbewertung zugrundeliegenden barwertäquivalenten risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz und dem quasi-sicheren Basiszinssatz berechnet. In Fällen, in denen das Risiko einer Beendigung des Vertrags durch ein Veräußerungsrecht wegfällt, ist es jedoch sachgerecht, bei der Bestimmung des Verrentungszinssatzes ausschließlich auf die Bonität des zur Zahlung des Ausgleichs verpflichteten Vertragspartners bzw. eines dafür einstehenden Dritten abzustellen.

III. Prüfungsvorgehen bei der materiellen Prüfung

Vorstand und Mitarbeiter von STADA und vom Bewertungsgutachter haben uns im Einzelnen mündlich wie schriftlich die folgenden Themenkomplexe dargelegt:

- Geschäftstätigkeit des STADA-Konzerns einschließlich des Markt- und Wettbewerbsumfelds
- In der Vergangenheit erzielte und für die Zukunft geplante operative Ergebnisse¹³⁴
- Ermittlung von Finanzergebnis und Unternehmenssteuern
- Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses
- Planung der Bilanz und der Cashflows
- Bewertungsansatz und Stand der laufenden Bewertungsarbeiten

Mit Hilfe der zur Verfügung gestellten Unterlagen und der ergänzenden, mündlich erteilten Informationen haben wir die Planungsansätze auf Plausibilität, Konsistenz und rechnerische Richtigkeit geprüft sowie die Bewertung methodisch und inhaltlich nachvollzogen.

Daneben haben wir ergänzende eigene Untersuchungen und Berechnungen, insbesondere zu den Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes vorgenommen.

Schwerpunkte unserer Prüfung waren die folgenden Fragestellungen:

- Plausibilität der Abbildung der zu erwartenden Geschäftsentwicklung des STADA-Konzerns durch die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung
- Sachgerechte Übernahme der Planungsrechnung in das Bewertungsmodell
- Sachgerechte Ableitung der Netto-Einnahmen aus der vorgelegten Planungsrechnung

¹³⁴ „EBIT“ (Earnings Before Interest and Taxes).

- Stichhaltige Begründung der Ableitung des nachhaltigen operativen Ergebnisses und der nachhaltigen Netto-Einnahmen
- Sachgerechte Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes
- Angemessene und insgesamt sachgerechte Anwendung der Bewertungsmethodik
- Identifizierung und ggf. sachgerechte Einbeziehung von gesondert zu bewertenden Sachverhalten, wie z.B. nicht betriebsnotwendigem Vermögen
- Beurteilung anderer Bewertungsmethoden und Vergleichsmaßstäbe als dem Ertragswert in Gestalt des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1

Neben diesen inhaltlichen Schwerpunktsetzungen haben wir bei unserer Prüfung Schwerpunkte entsprechend der wertmäßigen Bedeutung einzelner Bestandteile des Ergebnisses bzw. der Netto-Einnahmen gesetzt.

Die Analyse der Vergangenheitsdaten ist eine Grundlage zur Plausibilisierung der Planungsrechnung. Wir haben uns davon überzeugt, dass wesentliche voraussichtlich nicht wiederkehrende Ergebniseinflüsse der Vergangenheit bei der Ermittlung der Planergebnisse als solche nicht fortgeschrieben worden und im Bewertungsgutachten auch zutreffend dargestellt sind. Zu diesem Zweck haben wir die Abschlüsse und Prüfungsberichte für den betrachteten Vergleichszeitraum der Vergangenheit¹³⁵ analysiert und uns weitere Aufgliederungen und Erläuterungen zu den Ergebnissen der Vergangenheit geben lassen.

Um die Qualität des Planungswesens von STADA einschätzen zu können, haben wir uns zunächst den Planungsprozess erläutern lassen und verifiziert, ob dieser den Grundsätzen ordnungsgemäßer Planung entspricht. In diesem Zusammenhang haben wir angesichts des Umstands, dass die Planung für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 i.R.d. üblichen Erstellungsprozesses erst im November 2017 fertiggestellt werden konnte, vorab auch die Dokumentation der im Dezember 2016 durch den alten Vorstand verabschiedeten Planungsrechnung für die Geschäftsjahre 2017 bis 2019 analysiert.

Die Qualität des Planungswesens lässt sich insbesondere anhand einer retrospektiven Analyse der Planungsrechnungen der Vergangenheit beurteilen. Dabei wird in der Bewertungspraxis zumeist nur auf die Budgets des jeweiligen Folgejahres abgestellt, da die Planungsgenauigkeit mit zunehmendem zeitlichen Abstand i.d.R. abnimmt. Der Bewertungsgutachter hat die Planungstreue demgemäß anhand eines Vergleichs der bereinigten Werte¹³⁶ der zentralen Steuerungsgrößen des STADA-Konzerns¹³⁷ mit den jeweils im Dezember des Vorjahres budgetierten Werten¹³⁸ vorgenommen. Wir haben diese Analysen verifiziert.

Die prospektive Einschätzung einer konkreten Planungsrechnung greift auf die Ist-Zahlen der Vergangenheit und damit auf Trends in der Unternehmensentwicklung (Zeitvergleich) sowie auf Ist- und Prognosewerte für die relevanten Märkte und Wettbewerber (Betriebsvergleich) zurück. Wir haben durch entsprechende Vergleiche mit Hilfe von Kennzahlen bzw. Verhältniszahlen analysiert, ob die Planzah-

¹³⁵ Geschäftsjahre 2014 bis 2017; wobei das Geschäftsjahr 2017 mit dem Kenntnisstand von Oktober 2017 hochgerechnet ist.

¹³⁶ Konzernlageberichte für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 und der Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2017.

¹³⁷ „Finanzielle Leistungsindikatoren“: um Währungs- und Portfolioeffekte bereinigter Konzernumsatz, bereinigtes EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization of Goodwill), bereinigter Konzerngewinn sowie Nettoverschuldung/bereinigtes EBITDA.

¹³⁸ Also Planungsrechnungen von Ende 2013, 2014, 2015 und 2016.

len für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 (Detailplanungsphase) mit heutigem Kenntnisstand die weitere Entwicklung des STADA-Konzerns plausibel abbilden.

Die von STADA vorgelegte Planungsrechnung ist Grundlage für die Ermittlung des Ertragswerts durch den Bewertungsgutachter. Demzufolge haben wir geprüft, dass die Planungsrechnung in das Bewertungsmodell übernommen worden ist. Zudem haben wir untersucht, ob das Bewertungsmodell insgesamt methodisch konsistent ist.

Gegenüber der gesellschaftseigenen Planungsrechnung wurden bewertungssystematische Modifikationen in das Bewertungsmodell eingearbeitet. Wir haben die Ausgangsgrößen, die zugrundeliegenden Annahmen sowie die methodische Konsistenz der entsprechenden Berechnungen insgesamt verifiziert.

Da das geplante Ergebnis nach Auffassung des Bewertungsgutachters auch im letzten Jahr der Detailplanungsphase (2020) nicht dem nachhaltig im Durchschnitt zu erwartenden Ergebnis entspricht, hat er die Planung der Gesellschaft um eine Fortschreibung bis zum Jahr 2023¹³⁹ ergänzt. Unter Verwendung einer Wachstumsrate für zukünftige unternehmens- und segmentspezifische Inflations- und Effizienzerwartungen hat der Bewertungsgutachter die derart normalisierten Werte in die Phase der ewigen Rente (2024 ff.)¹⁴⁰ überführt. Wir haben die dabei getroffenen Annahmen und die zugehörigen Berechnungen einer gesonderten Würdigung unterzogen.

Der Bewertungsgutachter hat die Ausschüttungsplanung der Gesellschaft grundsätzlich¹⁴¹ übernommen. Da die Plausibilisierung der sich errechnenden Ausschüttungsquote ergeben hat, dass diese auch nachhaltig angesetzt werden kann, hat er diese unverändert auch in der Konvergenzphase und der Fortführungsphase beibehalten. Wir haben die zugrundeliegenden Überlegungen nachvollzogen und die Berechnungen der sich auf dieser Grundlage ergebenden persönlichen Ertragsteuern und der resultierenden Netto-Einnahmen der Aktionäre verifiziert.

Bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes hat der Bewertungsgutachter der Tatsache Rechnung getragen, dass das Ergebnis der Ermittlung eines Unternehmenswerts nur eine Schätzung sein kann. Demzufolge hält er es für sachgerecht,¹⁴² keinen Punktwert, sondern Bandbreiten zu ermitteln. Da insbesondere einige Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes kontrovers diskutiert werden und insoweit einer Bandbreitenbetrachtung zugänglich sind, hat er den oberen und unteren Wert der Bandbreite modelliert, in denen die Marktrisikoprämie und das Wachstum nach Ende der Detailplanungsphase bzw. der zugehörige Wachstumsabschlag variiert sind.¹⁴³ Wir haben die Ableitung der einzelnen Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes methodisch wie inhaltlich verifiziert und mit den zugehörigen Messungen von Kapitalmarktdaten abgestimmt.

¹³⁹ „Konvergenzphase“; Geschäftsjahre 2021 bis 2023, wobei das Geschäftsjahr 2023 ein technisches Übergangsjahr zur Herstellung nachhaltiger Vergleichsgrößen für bilanzbezogene Renditekennziffern darstellt.

¹⁴⁰ Auch „Fortführungsphase“.

¹⁴¹ Abweichungen ergeben sich aus dem unterstellten phasengleichen Zufluss bei den Aktionären.

¹⁴² In Übereinstimmung mit den DFVA-Empfehlungen und seinem Auftrag entsprechend.

¹⁴³ Unterer Wert der Bandbreite: Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern 6,0 %, Wachstumsabschlag 1,25 %; oberer Wert der Bandbreite: Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern 5,5 %, Wachstumsabschlag 1,0 %. Der Bewertungsgutachter legt seinen detaillierten Darstellungen den unteren Wert der Bandbreite zugrunde, weil er der Auffassung ist, eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 6,0 % und ein Wachstumsabschlag von 1,25 % führe zu einer zutreffenden Bewertung. Er ergänzt die Ausführungen um eine Berechnung des oberen Werts, von ihm als „Sensitivitätsberechnung“ bezeichnet. Wir sind dieser Darstellung insoweit gefolgt, dass wir den unteren Wert als „Variante 1“ und den oberen Wert als „Variante 2“ bezeichnen.



Der Bewertungsgutachter hat den sich jeweils auf dieser Grundlage ergebenden Ertragswert in den beiden Varianten zum technischen Bewertungsstichtag (31. Dezember 2017) auf den rechtlichen Bewertungsstichtag (2. Februar 2018) aufgezinst. Wir haben diese Berechnung nachvollzogen.

Sachverhalte, die im Rahmen einer Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, hat der Bewertungsgutachter gesondert bewertet und den positiven Saldo dem Ertragswert hinzugefügt. Wir haben geprüft, ob der Ansatz von Sonderwerten vollständig und sachgerecht beziffert ist.

Über die so ermittelte Bandbreite für den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 hinaus hat der Bewertungsgutachter – den DVFA-Empfehlungen folgend – auch eine Bandbreite für den Unternehmenswert vor persönlichen Steuern sowie weitere Bandbreiten auf der Grundlage von Multiplikatoren ermittelt. Wir haben diese alternativen Wertansätze im Rahmen unserer Analyse der Plausibilität der ermittelten Bandbreite für den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 nachvollzogen. Darüber hinaus haben wir das Bewertungsergebnis auch mit Überlegungen zu weiteren Vergleichsmaßstäben plausibilisiert.

Der Bewertungsgutachter hat den Liquidationswert von STADA nicht ermittelt. Wir haben die im Bewertungsgutachten dargestellten Überlegungen und die sich daraus ergebende Schlussfolgerung, dass ein Fortführungswert über dem Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegt, verifiziert.

Der Bewertungsgutachter hat die ermittelten Bandbreiten für den Unternehmenswert jeweils auf eine Aktie umgerechnet. Wir haben diese Umrechnung inhaltlich verifiziert und die Berechnungen überprüft.

Die STADA-Aktien sind zum Handel an Börsen zugelassen. Der Bewertungsgutachter hat sich demzufolge auch mit der Frage auseinandergesetzt, ob der Börsenkurs der STADA-Aktie eine mögliche Untergrenze der Barabfindung darstellt. Wir haben auch die diesbezüglichen Überlegungen verifiziert.

Der Bewertungsgutachter hat den angemessenen Ausgleich gemäß § 304 AktG durch Verrentung des Unternehmenswerts ermittelt. Wir haben die erforderlichen Ausgangsgrößen abgestimmt und die rechnerische Herleitung der Bandbreite des Ausgleichs verifiziert.

IV. Prüfungsfeststellungen der materiellen Prüfung

1. Bewertungsobjekt

a) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

STADA als Bewertungsobjekt hat ihren Sitz in Bad Vilbel und ist im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 71290 eingetragen. Ihre inländische Geschäftsanschrift lautet: Stadastraße 2-18, 61118 Bad Vilbel.

Die Satzung von STADA wurde zuletzt durch Beschluss der HV vom 26. August 2016 geändert. Diese Satzungsänderung wurde mit Eintragung in das Handelsregister am 9. Dezember 2016 wirksam.

Der Gegenstand der Gesellschaft bezieht sich auf unmittelbar oder mittelbar über Beteiligungen zu erbringende Lieferungen und Leistungen für den weltweiten Gesundheitsmarkt.

Das Geschäftsjahr von STADA entspricht dem Kalenderjahr.

Das voll eingezahlte Grundkapital der Gesellschaft beträgt € 162.090.344,00 und ist in 62.342.440 nennwertlose Namensaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von € 2,60 je Aktie eingeteilt. STADA hält 84.311 eigene Aktien. Somit sind 62.258.129 Aktien ausstehend.¹⁴⁴

Die STADA-Aktien sind an der Frankfurter Wertpapierbörse zum Handel im Teilbereich des regulierten Markts mit zusätzlichen Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard) sowie an der Düsseldorfer Börse im Regulierten Markt zugelassen. 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.

Nach den Angaben im Vertragsbericht hält Nidda Healthcare unmittelbar 40.695.213 STADA-Aktien. Dies entspricht einem Anteil am Grundkapital der Gesellschaft von 65,28 %. Die übrigen 34,58 % der STADA-Aktien befinden sich im Streubesitz, wobei der weit überwiegende Teil des Streubesitzes auf institutionelle Investoren entfällt.

Über ihre unmittelbare Muttergesellschaft Nidda Holding und eine Kette von Beteiligungsverhältnissen wird Nidda Healthcare letztlich gemeinschaftlich durch Fonds kontrolliert, die von Bain Capital Private Equity (Europe) LLP und Cinven Partners LLP, beide London/Großbritannien, beraten werden.

Die Mehrheitsbeteiligung von Nidda Healthcare hat sich infolge eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots ergeben. Nachdem das ursprüngliche Übernahmeangebot von Nidda Holding trotz zwischenzeitlicher Absenkung der Mindestannahmeschwelle gescheitert war, konnte Nidda Holding mit einem erneuten freiwilligen Übernahmeangebot infolge einer weiteren Verminderung der Mindestannahmeschwelle und einer Erhöhung der finanziellen Gegenleistung auf insgesamt € 66,25 je STADA-Aktie die für den Vollzug des Übernahmeangebots erforderlichen Bedingungen erreichen. Am 24. August 2017 gab Nidda Holding bekannt, dass sie beabsichtige, einen BGAV zwischen ihr oder

¹⁴⁴ ValueTrust bezeichnet die Differenz zwischen ausgegebenen Aktien und eigenen Aktien als ausstehende Aktien.



einem mit ihr verbundenen Unternehmen als herrschendem und STADA als beherrschtem Unternehmen abzuschließen. Nachfolgend brachte sie ihre durch Vollzug des Übernahmeangebots und durch börsliche Käufe erworbenen STADA-Aktien in die Nidda Healthcare ein.

STADA ist Obergesellschaft des STADA-Konzerns. Sie erbringt alle typischen Verwaltungs- und Holdingfunktionen innerhalb des STADA-Konzerns und ist insbesondere verantwortlich für die strategische Konzernentwicklung. Der STADA-Konzern umfasst 81 vollkonsolidierte Tochterunternehmen, von denen bei fünf Unternehmen auch andere Gesellschafter beteiligt sind, vier assoziierte Unternehmen und 27 nicht konsolidierte Beteiligungen im In- und Ausland.¹⁴⁵

STADA ist Organträgerin einer gewerbe-, körper- und umsatzsteuerlichen Organschaft mit wesentlichen (inländischen) Organgesellschaften. Die steuerlichen Außenprüfungen im Organkreis für die Veranlagungszeiträume ab 2010 sind derzeit noch nicht abgeschlossen.

b) Wirtschaftliche Grundlagen

ba) Geschäftsmodell und Unternehmensstrategie

Das Geschäftsmodell des STADA-Konzerns ist auf die Entwicklung, Vermarktung, Herstellung und den Vertrieb von Produkten mit patentfreien pharmazeutischen Wirkstoffen im Gesundheitsmarkt mit Fokus auf dem Pharmabereich ausgerichtet. Unter Kosten- und Risikogesichtspunkten verzichtet STADA bewusst auf die Forschung nach bzw. die Vermarktung von neuen pharmazeutischen Wirkstoffen, sondern konzentriert sich auf die Entwicklung und Vermarktung von Produkten mit Wirkstoffen, die keinen gewerblichen Schutzrechten, insbesondere Patenten, mehr unterliegen.

Mit der Umsetzung einer 2016 weiterentwickelten Unternehmensstrategie wurden eine Reihe von Unternehmensfunktionen zentralisiert und die Führungs- und Berichtsstrukturen stärker an den Segmenten Generika und Markenprodukte ausgerichtet.

Im Segment Generika vertreibt STADA meist rezeptpflichtige 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 Segment macht derzeit einen Anteil von rund 60 % des Konzernumsatzes aus.

STADA bietet ein umfassendes Portfolio von Generika einschließlich ausgewählter Biosimilars an. Generika werden innerhalb des Pharmamarkts weitere Wachstumschancen zugeschrieben, da diese eine preisgünstige Alternative zu den oftmals teuren Originalprodukten darstellen. Da Biosimilars besondere Wachstumspotenziale aufweisen erweitert STADA zunehmend sein Biosimilar-Portfolio. Angesichts der damit verbundenen höheren Ertragspotenziale beabsichtigt STADA, Biosimilars zunehmend auch in Kooperation mit Partnerunternehmen zu entwickeln.

¹⁴⁵ Angaben zum 30. September 2017; Einzelheiten sind grafisch in dem als Anlage 4 beigefügten Organigramm zur Struktur des STADA-Konzerns dargestellt.



Der Markt für verschreibungspflichtige Generika ist durch regulierte Abnehmerpreise, einen intensiven Wettbewerb, hohen Kosten- und Margendruck und hohe Anforderungen an Produktionssicherheit und Produktqualität gekennzeichnet. Zudem verändern sich die regulatorischen Rahmenbedingungen stetig. Der vertriebliche Fokus im Segment Generika liegt auf einer günstigen Preisgestaltung, insbesondere durch die vereinbarten Rabattverträge, und/oder einer produkt- und indikationsübergreifenden Vermarktung durch die Bereitstellung möglichst vieler Präparate aus der üblichen Therapiepraxis („Vollsortimenter-Ansatz“).

Die Top-5-Generikawirkstoffe waren im Geschäftsjahr 2016 Tilidin Naloxon (Schmerz), Atorvastatin (erhöhter Cholesterinspiegel), Pantoprazol (Magengeschwür/Reflux), Epoetin zeta (Anämie) und Diclofenac (Schmerz/Entzündung). Die Top-5-Märkte innerhalb dieses Segments waren im Geschäftsjahr 2016 Deutschland, Italien, Spanien, Russland und Belgien.

Im Segment Markenprodukte werden im Wesentlichen verschreibungsfreie Produkte¹⁴⁶ vertrieben. Das Segment Markenprodukte trägt derzeit mit einem Anteil von rund 40 % zum Konzernumsatz bei.

Der Markt für Markenprodukte ist durch geringe regulatorische Vorgaben in Bezug auf die Preis- und Produktgestaltung gekennzeichnet. Dementsprechend liegt der vertriebliche Fokus auf einer Erhöhung bzw. Erhaltung des Bekanntheitsgrads der Marken über eine zentral abgestimmte Produktpolitik, Kommunikationsstrategie und gezielte Distributionsmaßnahmen. Wachstumspotenziale sieht STADA insbesondere in der Internationalisierung erfolgreich eingeführter Marken. Die Top-5-Produkte im Segment Markenprodukte waren im Geschäftsjahr 2016 APO-Go (Parkinson), Grippostad (Erkältung), Snup (Schnupfen), Fultium (Vitamin D-Mangel) und Vitaprost (Prostataerkrankung). Die Top-5-Märkte innerhalb dieses Segments waren im Geschäftsjahr 2016 Deutschland, Großbritannien, Russland, Italien und Vietnam.

Die kontinuierliche Erweiterung des Produktportfolios ist – angesichts der unablässigen Preiserosion – Voraussetzung für organisches Wachstum. Demzufolge ist die Gesellschaft um eine stetig ausreichend gefüllte Produktpipeline bemüht. Dabei erfordert der sich an die zentral getroffenen Portfolioentscheidungen anschließende Entwicklungs- und Zulassungsprozess von Produkten einen erheblichen zeitlichen Vorlauf, so dass einschließlich von Patentrecherchen oftmals bis zu zehn Jahre benötigt werden, um ein Generikum neu einführen zu können.

Insgesamt hat STADA derzeit ein breit diversifiziertes Produktportfolio von mehr als 800 pharmazeutischen Wirkstoffen mit rd. 17.000 unterschiedlichen Darreichungsformen und Dosierungen.¹⁴⁷ Die Aufrechterhaltung der arzneimittelrechtlichen Zulassungen im STADA-Konzern wird durch die Bereiche Pharmakovigilanz und Quality Assurance/Quality Control sichergestellt.

Grundsätzlich verfügt STADA in der Lieferkette und der pharmazeutischen Produktion durch ein internationales Netzwerk von internen und externen Ressourcen über ein hohes Maß an Flexibilität. STADA stellt die zur Produktion benötigten Wirk- und Hilfsstoffe i.d.R. nicht selbst her, sondern bezieht diese im Wesentlichen von preisgünstigen Lieferanten in Niedrigkostenländern, insbesondere aus dem asiati-

¹⁴⁶ „Over The Counter“ bzw. „OTC“.

¹⁴⁷ „Stock Keeping Units“ bzw. „SKU“.



schen Raum. Dabei schützt sich STADA gegen das Risiko von Margenverlusten aufgrund von rückläufigen Absatzpreisen soweit wie möglich durch Preisgleitklauseln, bei denen die Bezugspreise an die Absatzpreise gekoppelt sind. Die Produktion der Arzneimittel erfolgt an 19 konzern eigenen Standorten. Aufgrund der sukzessiven Überführung von Produktionsmengen innerhalb der eigenen Produktionsstätten wird mittlerweile ein Großteil des konzernweiten Produktionsvolumens in Niedrigkostenländern, v.a. in Osteuropa, gefertigt.

Die Vertriebsstrategie der STADA richtet sich nach den individuellen Marktverhältnissen in den einzelnen Ländern. Sie ist im Wesentlichen danach ausgerichtet, ob der betreffende Markt durch Preisvorgaben reguliert oder als sog. Selbstzahlermarkt ausgestaltet ist. Diese Ausrichtung beeinflusst auch das Gewicht der Segmente in den einzelnen Ländern.

STADA vertreibt Generika und Markenprodukte in rd. 125 Ländern und deckt damit alle europäischen Märkte sowie die wesentlichen Wachstumsmärkte in der MENA-Region,¹⁴⁸ Asien, Südamerika und Australien ab. Der für STADA besonders wichtige europäische Markt ist stark fragmentiert und durch unterschiedliche Regulierungen und Vertriebsansätze geprägt.

Zu den wesentlichen Kundengruppen des Konzerns zählen v.a. Patienten bzw. Verbraucher, Ärzte, Apotheken bzw. Apothekenketten, Kliniken, Versandhändler, Einkaufsringe, Großhandlungen und andere Leistungserbringer im Gesundheitsmarkt sowie Kostenträger der gesetzlichen und privaten Krankenversicherung. Der Vertrieb erfolgt über ein breites Netzwerk an Vertriebsgesellschaften, Großhändlern und Apotheken.

Die STADA-Gruppe beschäftigte im Geschäftsjahr 2016 durchschnittlich 10.839 Mitarbeiter, überwiegend im Ausland. Zum 30. September 2017 ist die Anzahl der Mitarbeiter auf 11.117 gestiegen.

Beginnend im Jahr 2016 hat STADA zahlreiche Initiativen zur Verbesserung der Performance und damit letztlich der Profitabilität eingeleitet.

Auf der Absatzseite soll das Profil von STADA wie folgt gestärkt werden:

- Ausbau des Biosimilar-Portfolios mit einem Fokus auf vier wachstumsträchtige Therapiegebiete und einer partiellen Übernahme von Entwicklungsrisiken, die höhere Investitionen und damit die Inkaufnahme zusätzlicher Risiken erfordert, aber auch größere Gewinnchancen eröffnet
- Erwirtschaftung relativ konstanter Zahlungsströme aus dem Kernsegment Generika durch eine Expansion in bislang wenig penetrierte Märkte
- Fortsetzung der Internationalisierung erfolgreich in anderen Ländern eingeführter Markenprodukte
- Verbesserung der Allokation von Ressourcen durch eine Ausrichtung der Marketingaktivitäten auf wachstums- und margenstarke Produkte
- Verschlankung und Harmonisierung des Produktportfolios im Segment Generika durch eine Bereinigung um umsatz- bzw. margenschwache Produkte, die durch die langfristig geplante Erweiterung des Produktportfolios aus der bestehenden Pipeline überkompensiert werden soll

¹⁴⁸ Middle East & North Africa (Nahe Osten und Nordafrika).



Kosteneinsparungspotenziale verspricht sich der Vorstand von STADA durch die folgenden Maßnahmen:

- Reduzierung der Herstellungskosten durch eine weitere Standardisierung der Produktions- und Verpackungsprozesse, die Straffung von Produktionsabläufen und die fortgesetzte Optimierung von Zulieferwegen
- Reallokation von Out- und Insourcing, verbunden mit einer Verschlinkung des Zulieferernetzwerks und der Neuverhandlung von Zuliefererverträgen sowie den Ausbau von Partnerprogrammen
- Einsparung von Verwaltungskosten durch die Einführung eines einheitlichen IT-Systems und die Optimierung der Vertriebsstrukturen

bb) Makroökonomische Situation und Ausblick

Die in den letzten Jahren beobachtete Beschleunigung des globalen Wachstums soll sich auch mittelfristig fortsetzen. Diese Verbesserung ist allerdings in weiten Teilen auf die Entwicklung in Märkten zurückzuführen, in denen STADA aufgrund der Fokussierung auf ausgewählte Regionen nicht präsent ist.

Für den Euroraum erwartet der Internationale Währungsfonds¹⁴⁹ in den kommenden Jahren eine geringfügige Verminderung der Wachstumsraten. Diese Normalisierung ist v.a. auf die für Deutschland prognostizierte Entwicklung zurückzuführen. Während die französische Wirtschaft die zuletzt beobachteten Erholungstendenzen fortsetzen soll, wird für Italien ein deutlich geringeres Wachstum erwartet. Nach dem Boom der letzten Jahre soll auch das Wachstum der spanischen Wirtschaft abflachen.

Mittelfristig erwartet der IWF für den Euroraum einen weiteren Anstieg der Verbraucherpreise auf das von der Europäischen Zentralbank angestrebte Niveau von 2 % p.a. Diese Einschätzung geht davon aus, dass die deflationären Tendenzen der vergangenen drei Jahre nicht erneut zu erwarten sind. Insbesondere in Deutschland soll sich der zuletzt beobachtete Anstieg der Verbraucherpreise weiter beschleunigen.

Für Großbritannien erwartet der IWF trotz des BREXIT ein in etwa gleichbleibendes Wachstum. Nach Beendigung der Krisensituation in Russland, die zu einer Trendumkehr seit 2016 geführt hat, soll sich das künftige Wachstum der russischen Wirtschaft geringfügig abflachen.

Das aktuell überdurchschnittliche Niveau der britischen Preissteigerungsrate wird sich nach Einschätzung des IWF mittelfristig an die Entwicklung der Verbraucherpreise im Euroraum angleichen. Auch wenn für Russland weiterhin deutlich überdurchschnittliche Preissteigerungsraten zu erwarten sind, scheint die krisenbedingte Explosion der russischen Verbraucherpreise der Vergangenheit anzugehören.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass die zuletzt günstigen makroökonomischen Bedingungen im Wesentlichen anhalten dürften. Die Rahmenbedingungen für ein anhaltendes auch künftiges Wachstum der STADA sind somit in einer makroökonomischen Betrachtung als verhältnismäßig stabil und günstig einzuschätzen.

¹⁴⁹ „IWF“.



bc) Markt und Wettbewerbsumfeld

Im globalen Pharmamarkt sind die Marktteilnehmer einer sehr hohen Komplexität ausgesetzt, die auf die Vielzahl der angebotenen Produktkategorien, die Nachfrage von privaten wie öffentlich-rechtlichen Marktteilnehmern und die unterschiedlichen regulatorischen Vorgaben zurückzuführen ist.

Von dem beobachteten und erwartungsgemäß fortgesetzten Globalisierungstrend können deutsche Hersteller wie STADA durch eine Ausweitung der Absatzmärkte einerseits profitieren. Sie sind andererseits dadurch auch einem verstärkten Wettbewerb durch international tätige Wettbewerber auf ihrem Heimatmarkt ausgesetzt. Die Globalisierung hat zudem einen Anstieg von Wechselkursrisiken zur Folge.

In Bezug auf die Produktkategorien kann der globale Pharmamarkt wie folgt eingeteilt und STADA zugeordnet werden:

- Patentgeschützte verschreibungspflichtige Arzneimittel
- Generika, darunter Biosimilars/Bioidenticals (STADA)
- Markenprodukte/OTC (STADA)
- Nahrungsergänzungsmittel (STADA)

In Abhängigkeit davon, in welchem Tätigkeitsfeld innerhalb der pharmazeutischen Wertschöpfungskette Pharmaunternehmen agieren, lassen sich die Wettbewerber und STADA wie folgt klassifizieren:

- Global integrierte pharmazeutische Unternehmen
- Spezialisierte pharmazeutische Unternehmen
- Biotechnologische Unternehmen
- Generikahersteller (STADA)
- Unternehmen mit einem Fokus auf nicht verschreibungspflichtige Gesundheits- und Markenprodukte (STADA)

In Abhängigkeit von dem jeweiligen nationalen Gesundheitssystem und der damit verbundenen Art des Distributionsweges ist die Nachfragemacht der Kunden im globalen Pharmamarkt v.a. vom Grad der Alleinstellungsmerkmale von Arzneimitteln abhängig und lässt sich wie folgt beschreiben und STADA zuordnen:

- Geringe Nachfragemacht bei patentgeschützten Arzneimitteln
- Zumeist hohe Nachfragemacht bei Generika, insbesondere bei einem hohen Anteil an Finanzierung durch von Einsparzwängen getriebenen öffentlichen Kassen, wie in Europa (STADA)
- Relativ hohe Nachfragemacht bei Markenprodukten aufgrund konkurrierender Produkte (STADA)

Hinsichtlich der Lieferanten ist STADA wie folgt den allgemeinen Wettbewerbsbedingungen ausgesetzt:

- Fragmentiertes Lieferantennetz (STADA)
- Hohe Abhängigkeit gegenüber biotechnologischen Unternehmen aufgrund deren Entwicklungsexpertise (STADA)



Die Wachstumsursachen im globalen Gesundheitsmarkt sind vielfältig, lassen sich aber wie folgt allgemein auf einige wesentliche Wachstumstreiber verdichten:

- Geringe Abhängigkeit von konjunkturellen Zyklen, allerdings partielle Abhängigkeit von saisonalen Einflüssen
- Stetiges Wachstum aufgrund global verbesserter Gesundheitsstandards, einer stärkeren Wahrnehmung von Krankheitsrisiken und der sich aus dem medizinischen Fortschritt ergebenden Entwicklung neuer Produkte und Behandlungsmöglichkeiten
- Stetiges Wachstum aufgrund einer Zunahme der Weltbevölkerung
- Zunehmender Bedarf aufgrund Überalterung der Gesellschaften, insbesondere bei der Behandlung von chronischen Erkrankungen
- Zunehmender Bedarf aufgrund einer Änderung der Lebensgewohnheiten, die von einer Reduzierung körperlicher Belastung bei gleichzeitig zunehmend ungesunder Ernährung geprägt sind
- Anstieg an verfügbaren Medikamenten und Behandlungsmethoden einhergehend mit steigenden Forschungs- und Entwicklungskosten, dadurch ständige Erneuerung des Produktportfolios von Generikaherstellern
- Zunehmende Nachfrage aufgrund steigender verfügbarer Einkommen und stärkerer Abdeckung durch Versicherungen
- Begrenzung des Ausgabenanstiegs im Gesundheitswesen durch zunehmende Inanspruchnahme von Generika und Markenprodukten mit präventivem Charakter

Vor diesem Hintergrund soll der globale Pharmamarkt im Zeitraum 2016 bis 2021 mit durchschnittlich ¹⁵⁰ 4,9 % auf rd. € 1.300 Mrd. weiter wachsen. Dieses Wachstum ist v.a. von der Entwicklung in Schwellenländern getrieben. Der globale Markt für Generika soll den Wachstumstrend mit weiterhin überdurchschnittlichen Zuwächsen von durchschnittlich 8,0 % im Zeitraum 2017 bis 2021 auf dann € 272 Mrd. fortsetzen. Der Anteil von Biosimilars am globalen Markt für Biologika wird erwartungsgemäß von aktuell 1,0 % wesentlich stärker steigen als der der herkömmlichen Generika am gesamten globalen Pharmamarkt. Der erwartete Anstieg des globalen Marktes für Markenprodukte liegt mit 4,8 % auf € 107 Mrd. i.R.d. Prognosen für den Gesamtmarkt.

Aufgrund der unterschiedlichen regulatorischen Rahmenbedingungen in den einzelnen Märkten führt eine Analyse der Planungsrechnung von STADA nur durch gesonderte Betrachtung der jeweiligen Marktverhältnisse in den Kernabsatzmärkten der STADA zu belastbaren Ergebnissen.

¹⁵⁰ Annualisiert („CAGR“ = Compound Annual Growth Rate). Auch die folgenden Angaben zu Wachstumsraten beziehen sich – sofern nicht die Entwicklung eines einzelnen Jahres beschrieben wird – auf die CAGR.



Der Bewertungsgutachter hat seiner verbalisierten Analyse der Marktentwicklung in den Top-7-Ländern von STADA die folgende grafische Aufbereitung der wesentlichen Kennzahlen vorangestellt:

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.

STADA Arzneimittel AG, Offer Memorandum, September 2017, S. 148-150; OECD, Health at a Glance, 2016, S. 183.

* 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.

In dem mit Abstand bedeutendsten Markt Deutschland ist STADA im Wettbewerbsvergleich gut aufgestellt und sollte demzufolge an der fortgesetzten positiven Entwicklung der Märkte für Generika und für Markenprodukte im Heimatmarkt weiterhin teilhaben können.

Die Situation in den übrigen Top-7-Ländern ist differenzierter zu betrachten. Für Großbritannien, wo STADA bislang nur bei Markenprodukten einen wesentlichen Anteil des Marktes auf sich vereinen kann, ist von einem etwas verlangsamten, jedoch weiterhin guten Wachstum auszugehen. In Italien ist STADA derzeit im Verhältnis zum Gesamtmarkt nur mit dem Segment Generika von Bedeutung. Eine bislang noch relativ geringe Marktpenetration von Generika auf dem gesamten italienischen Pharmamarkt lässt weiteres Wachstum der STADA erwarten, auch wenn sich die Zuwachsrate künftig reduzieren dürfte. Angesichts der bereits hohen Marktpenetration durch Generika und vor dem Hintergrund des geringen Marktanteils von STADA sind die Wachstumsaussichten in Frankreich begrenzt. In Spanien sind die Erwartungen in Bezug auf Generika hingegen positiv zu werten. Das gilt auch – allerdings in geringerem Umfang – für Belgien. Der russische Pharmamarkt weist eine hohe Dynamik auf, wovon STADA erwartungsgemäß in beiden Segmenten profitieren dürfte.

Aus der Vielzahl von Marktteilnehmern hat der Bewertungsgutachter zwölf börsennotierte Unternehmen identifiziert, deren Geschäftsmodell hinreichend mit STADA vergleichbar ist und deren Börsenhandel zusätzlich weiteren Anforderungen entspricht.¹⁵¹ Die Unternehmen der Peer Group sind im Bewertungsgutachten jeweils im Einzelnen beschrieben. Kennzahlen dieser Unternehmen werden bei der

¹⁵¹ „Peer Group“; vgl. Abschnitt D.IV.5.bcf), S. 79 f.



Analyse der Planungsrechnung von STADA und deren Fortschreibung in die Nachhaltigkeit berücksichtigt.¹⁵²

bd) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage einschließlich Bereinigungen

bda) Vermögens- und Finanzlage

Der Bewertungsgutachter stellt seiner Analyse der Vermögens- und Finanzlage die Konzernbilanz – in der Darstellung auf Postenebene zusammengefasst, aber getrennt nach Aktivseite (Vermögenslage) und Passivseite (Finanzlage) – tabellarisch voran. Die Darstellung beinhaltet die unbereinigten Zahlen der betrachteten Vergangenheit (jeweils 31. Dezember der Jahre 2014 bis 2017), Bereinigungen¹⁵³ und bereinigte Zahlen der Aufsatzbilanz zum 31. Dezember 2017, sowie die Planbilanzen für die Detailplanungsphase (jeweils 31. Dezember der Jahre 2018 bis 2020).

Seine Ausführungen zur betrachteten Vergangenheit und zu Bereinigungen lassen sich wie folgt zusammenfassen bzw. ergänzen:

- Hohe Anlagenintensität (31. Dezember 2017: 59 % der unbereinigten Bilanzsumme)
- Herausragende Bedeutung der immateriellen Vermögenswerte¹⁵⁴ aufgrund des Geschäftsmodells von STADA
- Veränderungen der Buchwerte der immateriellen Vermögenswerte im Wesentlichen durch den Kauf von Unternehmen und Produkten einschließlich Marken und Lizenzen sowie von Dossiers und Zulassungen (Zugänge), Veräußerungsabsichten in Bezug auf das Tochterunternehmen in Vietnam (Entkonsolidierung und Ausweis at equity unter Finanzanlagen) sowie planmäßige Abschreibungen und außerplanmäßige Wertminderungen, im Wesentlichen auf Zulassungen und Markenrechte (Abschreibungen)
- Anstieg Sachanlagen¹⁵⁵ v.a. aufgrund von Investitionen in Produktionsstätten, Fertigungsanlagen und Prüflabore in Serbien, Großbritannien, Russland und Deutschland
- Anstieg Finanzanlagen wegen Entkonsolidierung und Ausweis des Tochterunternehmens in Vietnam at equity unter Finanzanlagen (s.o.), wegen Verkaufs als nicht betriebsnotwendiges Vermögen klassifiziert (€ 31,0 Mio.) und aus bewertungssystematischen Gründen deshalb aus den Finanzanlagen eliminiert (Bereinigung)
- Vorräte und Forderungen absolut weitgehend unverändert
- Liquide Mittel zum 31. Dezember 2016 infolge der Aufnahme eines neuen Schuldscheindarlehens i.H.v. € 350 Mio. zur Refinanzierung eines auslaufenden Schuldscheindarlehens über € 188 Mio. vorübergehend erhöht
- Dividende für das Geschäftsjahr 2017 (€ 52,8 Mio.) als nicht betriebsnotwendiges Vermögen klassifiziert und aus bewertungssystematischen Gründen deshalb aus den liquiden Mitteln eliminiert (Bereinigung)
- Sonstiges Umlaufvermögen zum 31. Dezember 2017 infolge eines Rückgangs derivativer finanzieller Vermögenswerte und übriger finanzieller Vermögenswerte gesunken
- Finanzierung im Wesentlichen durch Eigenkapital (31. Dezember 2017: 32 % der unbereinigten Bilanzsumme) und verzinsliche Verbindlichkeiten (31. Dezember 2017: 42 % der unbereinigten Bilanzsumme)

¹⁵² Vgl. Abschnitt D.IV.4.c), S. 44 ff., und Abschnitt D.IV.4.d), S. 62 ff.

¹⁵³ „Bereinigungen“ wird in diesem Abschnitt als Oberbegriff für Bereinigungen im klassischen Sinn und für aus bewertungssystematischen Gründen vorgenommene Anpassungen verwendet.

¹⁵⁴ Im Wesentlichen Zulassungen, Markenzeichen und ähnliche Rechte sowie Geschäfts- und Firmenwerte.

¹⁵⁵ Im Wesentlichen Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und Bauten einschließlich Bauten auf fremden Grundstücken sowie technische Anlagen und Maschinen.



- Eigenkapital aufgrund von Gewinnthesaurierungen steigend, gegenläufiger Effekt zum 31. Dezember 2017 aus Währungseffekten in Russland und Großbritannien
- Gegenposten für die Bereinigungen auf der Aktivseite von zusammen € 83,8 Mio. (Bereinigung)
- Verbrauch der bei Erstkonsolidierungen auf Zuschreibungen auf den Zeitwert beim Anlagevermögen gebildeten passiven latenten Steuern analog zu den planmäßigen Abschreibungen der betreffenden Vermögensgegenstände
- Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten infolge der Rückzahlung von bzw. Refinanzierung durch Schuldscheindarlehen (s.o.)

bdb) Ertragslage

Der Bewertungsgutachter stellt seiner Analyse der Ertragslage die Konzern-GuV – in der Darstellung auf Postenebene zusammengefasst – tabellarisch voran. Die Darstellung beinhaltet die bereinigten Zahlen der betrachteten Vergangenheit (Geschäftsjahre 2014 bis 2017) und die Plan-GuV für die Detailplanungsphase (Geschäftsjahre 2018 bis 2020).

Die vorgenommenen Bereinigungen stellt der Bewertungsgutachter zudem in einer Überleitungsrechnung tabellarisch dar und erläutert sie nachfolgend verbal. Auf dieser Grundlage kommentiert er schließlich die bereinigte Ertragslage.

Um eine bessere Vergleichbarkeit der Planperioden mit den Geschäftsjahren der betrachteten Vergangenheit herzustellen und um Planüber- oder -unterschreitungen durch nicht planbare Sondersachverhalte erklärbar zu machen, ist es in der Bewertungspraxis üblich, die Ergebnisse der Vergangenheit in Bezug auf Sachverhalte mit einmaligem bzw. nicht wiederkehrendem Charakter sowie auf außerordentliche oder periodenfremde Posten zu analysieren. Daneben kann es zielführend sein, sog. Pro-Forma-Anpassungen vorzunehmen, die dem Umstand Rechnung tragen sollen, dass sich das Bewertungsobjekt in Folge von Umstrukturierungen, Akquisitionen oder Veräußerungen von Unternehmen oder Geschäftsbereichen geändert hat.

Der Bewertungsgutachter hat Bereinigungen der erstgenannten Kategorie vorgenommen. Dabei hat er sich auf die von der Gesellschaft in den Konzernlageberichten für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 und im Zwischenbericht zum 30. September 2017 berichteten bereinigten Kennzahlen gestützt. Für das noch nicht abgelaufene Geschäftsjahr 2017 hat er die zum 30. September 2017 berichteten Bereinigungen um weitere absehbare Sondereffekte, wie sie in der Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2017 enthalten sind, ergänzt. Diese Ergänzungen hat der Bewertungsgutachter anhand von Angaben und aufgrund von Nachweisen der Gesellschaft vorgenommen.

Er stellt die in den Geschäftsberichten nicht vollständig im Einzelnen aufgegliederten Bereinigungen detailliert dar. Maßgebliche Bereinigungen betreffen Abschreibungen und Wertminderungen, die überwiegend unter den anderen Aufwendungen ausgewiesen waren und bereinigt worden sind. Darüber hinaus haben auch Kurseffekte aus Währungsschwankungen sowie Aufwendungen für Beratungsdienstleistungen einen nicht unerheblichen Einfluss auf die unbereinigte Ertragslage gehabt.

Wir konnten die vorgenommenen Bereinigungen für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 mit den geprüften Lageberichten und ergänzend erhaltenen Informationen und Aufgliederungen ohne Beanstandun-



gen abstimmen. Während für diese aufgrund der Prüfung durch den Konzernabschlussprüfer ein hohes Maß an Sicherheit bezüglich Vollständigkeit und Richtigkeit der Bereinigungen gegeben ist, haben die Bereinigungen für das Geschäftsjahr 2017 noch keiner Prüfung durch Externe unterlegen. Als Ergebnis unserer Prüfung ist festzuhalten, dass diese nach unseren Feststellungen ebenfalls vollständig und richtig sind.

Der Bewertungsgutachter hat keine Bereinigungen der zweiten Kategorie (Pro-Forma-Anpassungen) vorgenommen. Die von der Gesellschaft in der Lageberichterstattung verwendeten – um Währungs- und Portfolioeffekte – bereinigten Umsatzerlöse erachtet er für Bewertungszwecke und zur Plausibilisierung der Planungsrechnung für ungeeignet.

Wir teilen die Auffassung, dass die von der Gesellschaft für Zwecke eines Vergleichs zwischen den Zahlen eines Geschäftsjahres mit dem Vorjahr sinnvollerweise durchgeführten Bereinigungen v.a. infolge der Verwendung von Wechselkursen des jeweiligen Geschäftsjahres für die Analyse einer längeren Zeitreihe ungeeignet sind. Hinsichtlich der Portfolioeffekte stellen wir weiter fest, dass eine Bereinigung ausschließlich der Umsatzerlöse ohne größeren Aufwand durchführbar ist. Eine vollständige Bereinigung der GuV aufgrund von Portfolioeffekten erforderte hingegen eine Simulation aller Effekte einer fiktiven zeitlich vorgezogenen Erst- bzw. Entkonsolidierung über alle Jahre des Betrachtungszeitraums, was angesichts der vorliegend als geringfügig einzuschätzenden Einflüsse nicht erforderlich zu sein scheint.

Prüfungsergebnis

Die durchgeführten Bereinigungen stellen sicher, dass die Planungsanalyse auf vergleichbaren Entwicklungen der gesellschaftseigenen Vergangenheit aufbauen kann.

Die Ausführungen des Bewertungsgutachters zur bereinigten Ertragslage der betrachteten Vergangenheit lassen sich wie folgt zusammenfassen bzw. ergänzen:

- Anstieg der Umsatzerlöse um jahresdurchschnittlich 3,9 % (CAGR 2014/17) auf € 2.304,2 Mio. maßgeblich durch die Entwicklung im Geschäftsjahr 2017 (+7,7 %) und eine überdurchschnittliche Performance im Segment Markenprodukte (CAGR 2014/17: +5,9 %) bedingt
- Wachstum der Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2017 v.a. auf die Entwicklungen in Belgien und Italien (Segment Generika) sowie in Russland, dem serbischen Teilkonzern Hemofarm¹⁵⁶ und Großbritannien (Segment Markenprodukte) zurückzuführen
- Substanzielle Verbesserung der Brutto-Marge¹⁵⁷ im Geschäftsjahr 2017 auf 50,1 %
- Überproportionaler Anstieg der Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten sowie der Forschungs- und Entwicklungskosten, insbesondere in den Geschäftsjahren 2015 und 2017
- Erheblicher Anstieg der anderen Aufwendungen im Geschäftsjahr 2017 auf Wertberichtigungen für ausgefallene Forderungen zurückzuführen
- EBIT bzw. EBIT-Marge nach einem Einbruch im Geschäftsjahr 2015 kontinuierlich auf € +329,9 Mio. bzw. 14,3 % (Geschäftsjahr 2017) gestiegen
- EBITDA bzw. EBITDA-Marge im Wesentlichen gleichläufig mit der Entwicklung nach Abschreibungen mit Werten von € +435,2 Mio. bzw. 18,9 % (Geschäftsjahr 2017)

¹⁵⁶ Hemofarm A.D., Vrsac/Serbien; gemeinsam mit den von ihr abhängigen Unternehmen i.S.d. § 17 AktG.

¹⁵⁷ Auch „Rohmarge“; (Umsatzerlöse – Herstellungskosten)/Umsatzerlöse.



- Finanzergebnis kontinuierlich auf € –42,8 Mio. verbessert
- Ergebnis vor Ertragsteuern¹⁵⁸ nach einem Einbruch im Geschäftsjahr 2015 kontinuierlich auf € +287,1 Mio. gestiegen
- Entwicklung der Ertragsteuern einerseits durch die Nutzung von Verlustvorträgen begünstigt und andererseits durch die Anhebung des GewSt-Hebesatzes am Sitz der Gesellschaft (2016) bzw. Abgrenzungen für künftige Steuerverbindlichkeiten (2017) bedingt
- Konzernergebnis (inklusive Minderheitenanteile) und Umsatzrendite nach Steuern nach einem Einbruch im Geschäftsjahr 2015 kontinuierlich auf € +210,6 Mio. bzw. 9,1 % (Geschäftsjahr 2017) gestiegen

c) Wesentliche Erfolgsfaktoren des Geschäftsmodells

Der Bewertungsgutachter fasst seine ausführliche Analyse des Geschäftsmodells von STADA unter Einbeziehung des Markt- und Wettbewerbsumfelds in einer SWOT-Analyse¹⁵⁹ zusammen. Diese lässt sich verdichtet wie folgt darstellen:

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Geringe Konjunkturabhängigkeit ▪ Etabliertes Geschäftsmodell und starke Marktposition ▪ Produktpipeline ▪ Netzwerke im Ein- und Verkauf ▪ Produktion in Niedrigkostenländern ▪ Skaleneffekte in Einkauf und Produktion ▪ Geringe Entwicklungsrisiken 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Einfluss der Regulatorik ▪ Fokus auf Europa ▪ Exposure in Ländern mit hohen Fremdwährungsrisiken ▪ Preis- und Kostendruck ▪ Profitabilität durch Vollsortiment-Ansatz begrenzt ▪ Begrenzte Flexibilität wegen Vollauslastung der Produktionskapazitäten ▪ Begrenztes Knowhow bei Biosimilars
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Demographische Entwicklung ▪ Zunehmende Bedeutung des Gesundheitssektors ▪ Zunehmende Nachfrage nach preisgünstigen Arzneimitteln wegen Budgetrestriktionen im Gesundheitsmarkt ▪ Internationalisierung national erfolgreicher Produkte ▪ Wachstum Nischenmärkte (Raucherentwöhnung,¹⁶⁰ Nahrungsergänzungsmittel) ▪ Wachstum Biosimilars 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Markteintritt Wettbewerber aus Niedrigkostenländern und Zusammenschlüsse etablierter Wettbewerber ▪ Transaktions-/Translationsrisiken bei Fremdwährungen ▪ Preiserosion bei Generika ▪ Anstieg Komplexität und Entwicklungsaufwand ▪ Anpassung der Kostenstruktur bei langfristigen Lieferverpflichtungen ▪ Entwicklungs-/Zulassungs-/Produktionsrisiken Biosimilars

Wie in vorstehender Auflistung erkennbar wird, stehen sich Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken von STADA in den für sie relevanten Märkten in einem ausgewogenen Verhältnis gegenüber.

¹⁵⁸ „EBT“ (Earnings Before Taxes).

¹⁵⁹ Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats (Stärken, Schwächen, Chancen und Gefahren; Instrument zur strategischen Planung, entwickelt von der Harvard Business School).

¹⁶⁰ „Vaping“.



d) **Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts**

Als Bewertungsobjekt wird zutreffend STADA einschließlich ihrer Tochtergesellschaften betrachtet.

Die Bewertung von Konzernen kann nach verschiedenen Methoden durchgeführt werden, die – sofern sachgerecht angewendet – zu identischen Ergebnissen führen müssen.¹⁶¹ Die Auswahl einer dieser Methoden ist abhängig vom Aufbau der zugrunde gelegten Planungsrechnung bzw. der damit verfolgten Steuerungszwecke und der Frage, ob eine Darstellung einzelner Werte sinnvoll oder erforderlich ist.

Vorliegend wird das Geschäft primär auf Konzernebene geplant und gesteuert. Entsprechend der Struktur der vorgelegten Planungsrechnung hat der Bewertungsgutachter demzufolge eine simultane Bewertung auf Konzernebene vorgenommen und den Ertragswert aus der Konzernplanung abgeleitet. Seine Analysen berücksichtigen zusätzlich die Segmente und weitere Aufgliederungen.

Die vorstehend beschriebene Vorgehensweise halten wir aus den oben genannten Gründen für zweckmäßig. Wir haben uns versichert, dass die Tochterunternehmen vollständig bei der Ermittlung des Unternehmenswerts von STADA berücksichtigt worden sind.

Zusammenfassend halten wir die Vorgehensweise, wie der Bewertungsgutachter das Bewertungsobjekt STADA strukturiert und abgegrenzt hat, für sachgerecht.

2. **Bewertungsstichtag**

Als rechtlicher Bewertungsstichtag gilt im Sinne der „Informationsabgrenzungsfunktion des Bewertungsstichtags“ der Tag der beschlussfassenden HV von STADA, also der 2. Februar 2018. Dies ergibt sich für die angemessene Barabfindung unmittelbar aus dem Gesetz, wonach die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer HV zu berücksichtigen sind.¹⁶² Weithin anerkannt ist ferner, dass dieser rechtliche Bewertungsstichtag auch die Ermittlung der angemessenen Ausgleichszahlung, für die im Gesetz keine entsprechende Regelung zu finden ist, markiert.¹⁶³

Als technischen Bewertungsstichtag im Sinne der „Wertabgrenzungsfunktion des Bewertungsstichtags“ hat der Bewertungsgutachter den 31. Dezember 2017 gewählt. Damit trägt er dem Umstand Rechnung, dass das vor dem 2. Februar 2018 erzielte Ergebnis des Geschäftsjahres 2018 – aufgrund der Rechnungslegung und Planung in jährlichen Perioden – zum einen unterjährig nicht hinreichend sicher abgegrenzt sowie festgestellt werden kann und zum anderen den außenstehenden Aktionären von STADA zum Zeitpunkt der Beschlussfassung der HV noch nicht gutgeschrieben worden ist.

I.R.d. Bewertung unterstellt der Bewertungsgutachter vereinfachend, dass alle Jahresergebnisse unterjährig gleichmäßig anfallen und dass sowohl Thesaurierungen als auch Ausschüttungen des Jahresüberschusses sodann unmittelbar nach dem Bilanzstichtag erfolgen. Demzufolge werden die Netto-Einnahmen den Aktionären mit Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahres zugerechnet.

¹⁶¹ Vgl. Abschnitt D.I.2.a), S. 16.

¹⁶² § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG.

¹⁶³ Vgl. Hüttemann/Meyer in Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2015, § 12 Rz. 33.



Die Netto-Einnahmen werden mit den periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätzen zunächst auf den technischen Bewertungsstichtag (31. Dezember 2017) abgezinst und anschließend geometrisch auf den Bewertungsstichtag (2. Februar 2018) aufgezinst.

Wir halten die vorstehend beschriebene Vorgehensweise zusammenfassend für sachgerecht. Sie wurde auch rechnerisch richtig durchgeführt.

Prüfungsergebnis

Der Bewertungsstichtag (2. Februar 2018) steht in Einklang mit § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG.

3. Bewertungsmethode

Der Bewertungsgutachter hat den Unternehmenswert von STADA nach der im IDW S 1 niedergelegten Ertragswertmethode in einer Bandbreite ermittelt. Der Zukunftserfolgswert und somit auch das Ertragswertverfahren als eine mögliche Vorgehensweise zu dessen Ermittlung ist nach herrschender Meinung in der Betriebswirtschaftslehre und im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer die maßgebliche und anerkannte Methode zur Wertermittlung von Unternehmen, bei denen der Fortführungswert den Liquidationswert übersteigt. Auch in der Rechtsprechung ist das Ertragswertverfahren als übliche Praxis anerkannt.

Über die so ermittelte Bandbreite für den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 hinaus hat der Bewertungsgutachter – den DVFA-Empfehlungen folgend – auch eine Bandbreite für den Unternehmenswert vor persönlichen Steuern sowie weitere Bandbreiten auf der Grundlage von Multiplikatoren ermittelt. Diese Betrachtungen sind nach unserer Auffassung nicht dazu geeignet, den Unternehmenswert von STADA und die daraus abzuleitenden Beträge von Ausgleich und Abfindung im Sinne der §§ 304 und 395 AktG und der zu diesen Vorschriften vorliegenden Rechtsprechung unmittelbar zu bestimmen. Mittelbar haben wir sie i.R.d. Angemessenheitsprüfung zur Plausibilisierung der ermittelten Bandbreite für den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 herangezogen. Darüber hinaus haben wir das Bewertungsergebnis auch mit Überlegungen zu weiteren Vergleichsmaßstäben plausibilisiert.¹⁶⁴

Der Bewertungsgutachter hat den Liquidationswert von STADA nicht ermittelt. Er begründet diese Vorgehensweise mit seiner Feststellung, dass die Rendite des eingesetzten Kapitals stets über den verschuldeten Eigenkapitalkosten liegt und somit davon auszugehen sei, dass die Unternehmensfortführung gegenüber der Liquidation vorteilhaft ist. Wir haben diese Überlegungen verifiziert und halten es ebenfalls nicht für erforderlich, den Liquidationswert herzuleiten.¹⁶⁵

Der Bewertungsgutachter hat den von uns für allein maßgeblich gehaltenen Ertragswert der herrschenden Auffassung entsprechend als objektivierten Unternehmenswert, also nach Maßgabe der Sichtweise eines typisierten Anteilseigners, ermittelt. Bei diesem typisierten Anteilseigner wird von einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen, natürlichen Person ausgegangen, die aufgrund ihres geringen Aktienbesitzes weder finanzielle noch unternehmenspolitische Einflussnahme ausüben kann. Darüber

¹⁶⁴ Vgl. Abschnitt D.IV.7, S. 71 f.

¹⁶⁵ Vgl. Abschnitt 0, S. 89.

hinaus ist die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts so vorzunehmen, dass Verbundeffekte, die sich erst durch den Abschluss des BGAV ergeben könnten („echte Synergieeffekte“), außer Betracht gelassen werden, während Verbundeffekte, die sich auch ohne diese Maßnahme realisieren lassen („unechte Synergieeffekte“) und die Bestandteil des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts sind, zu berücksichtigen sind.

Er hat zusätzlich das von der DVFA empfohlene Konzept des „markttypischen Erwerbers“ berücksichtigt. Dieses unterscheidet sich von dem Konzept des IDW S 1 u.a. in einer abweichenden Behandlung von Synergien. Positive Synergiepotenziale aus der Verbindung von STADA zur Mehrheitsaktionärin und deren direkten und indirekten Gesellschaftern sind nicht erkennbar. Demzufolge unterscheidet sich die von uns zur Plausibilisierung genutzte zusätzliche Wertermittlung ausschließlich in Bezug auf die Berücksichtigung von Steuern der Anteilseigner.

Prüfungsergebnis

Wir halten die Vorgehensweise, zur Ermittlung des Unternehmenswerts von STADA das Ertragswertverfahren in der beschriebenen Ausprägung heranzuziehen, für sachgerecht.

4. Ableitung der zu kapitalisierenden Netto-Einnahmen

a) Aufbau der Planungsrechnung und Planungsprozess

Die Bewertung von STADA geht in Einklang mit den Grundsätzen des IDW S 1 von einer unbegrenzten Lebensdauer der Unternehmen des STADA-Konzerns aus. Da für einen unendlichen Zeitraum eine dezidierte Planung nicht möglich ist, ist zwischen der Detailplanungsphase und der Phase der ewigen Rente zu unterscheiden.

Die Detailplanungsphase ist durch die vorgelegte Planung der Gesellschaft, welche die Jahre 2018 bis 2020 umfasst, bestimmt.

Die Planungsrechnung der Gesellschaft ist entsprechend der Bilanzierung von STADA nach den IFRS aufgestellt. Sie umfasst eine integrierte GuV-, Bilanz- und Cashflow-Planung.

Der Budgetierungsprozess umfasst die Planung und Festlegung aller funktionalen Entscheidungen v.a. im Hinblick auf folgende Größen:

- Grundsätzliche Portfolio- und Segmententscheidungen
- Mitarbeiterressourcen
- Investitionen

Der Budgetierungsprozess beinhaltet auch die Bestimmung aller mit dem Umsatzprozess unmittelbar und mittelbar zusammenhängenden Aufwendungen und erfolgt grundsätzlich im Gegenstromverfahren. Er folgt hinsichtlich der finanziellen Kennzahlen der Berichterstattung von STADA in den Geschäftsberichten und der übrigen Kommunikation gegenüber dem Kapitalmarkt. Das Budget für das erste Planungsjahr stellt die Basis für die unterjährige Steuerung und die Überwachung der Zielvorgaben der einzelnen Planungseinheiten dar.



Der Budgetierungsprozess folgt einem strukturierten, auf Konzernvorgaben beruhenden Zeitplan, der die folgenden Schritte beinhaltet:

- Bis Ende August: Übermittlung der Zielvorgaben (Netto-Umsatz Dritte, EBITDA, Nachsteuerergebnis und Net Working Capital-Größen) sowie Lizenzsätze für konzerninterne Leistungen an die Budgetverantwortlichen (Geschäftsführer) der einzelnen Planeinheiten (Einzelgesellschaften oder regionale Teilkonzerne) durch das zentrale Controlling
- Bis Mitte Oktober: Meldung der in den Einzelplanungen zu berücksichtigenden Verrechnungspreise für konzerninterne Leistungen und Produkte und erfolgsabhängige Gebühren durch die jeweils zuständigen Funktionsbereiche an das zentrale Controlling
- Bis Ende Oktober: Übermittlung der Einzelplanungen¹⁶⁶ an das zentrale Controlling
- Mitte November: Vorstellung der Präsentationen beim Vorstand von STADA durch die Geschäftsführer der wesentlichen Einheiten und Diskussion notwendiger Anpassungen
- Bis Ende November: Aggregation der angepassten Einzelplanungen zu einem konsolidierten Budget für den gesamten Konzern und Vorstellung einer Präsentation beim Vorstand durch das zentrale Controlling, in der die wesentlichen quantitativen und qualitativen Aspekte zusammengefasst sind
- Ende November/Anfang Dezember: Verabschiedung des Budgets durch den Vorstand sowie Genehmigung durch den Aufsichtsrat

Die der Bewertung von STADA zum 2. Februar 2018 zugrunde liegende Konzernplanung für die Jahre 2018 bis 2020 wurde im Rahmen des regelmäßigen Budgetierungsprozesses erstellt und am 29. November 2017 vom Vorstand verabschiedet. Der Aufsichtsrat hat die ihm vorgelegte Planungsrechnung in seiner Sitzung vom 1. Dezember 2017 genehmigt.

Der Bewertungsgutachter hat die vorgelegte Planungsrechnung grundsätzlich unverändert seiner Bewertung zugrunde gelegt. Die wenigen – aus bewertungssystematischen Gründen vorgenommenen – Anpassungen¹⁶⁷ betreffen die Bereinigung der Konzernbilanz infolge der Klassifizierung der Beteiligung an der STADA Vietnam Joint Venture Co. Ltd., Ho Chi Minh City/Vietnam¹⁶⁸ und der Dividende für das Geschäftsjahr 2017 als nicht betriebsnotwendiges Vermögen, die Erfassung der Minderheitenanteile innerhalb der Sonderwerte sowie die Eliminierung nicht zahlungswirksamer Translationseffekte. Zudem hat der Bewertungsgutachter anstelle der phasenverschobenen eine phasengleiche Gewinnausschüttung unterstellt. Weitere Anpassungen betreffen unwesentliche Differenzen und Umgliederungen. Wir haben die Ausgangsgrößen dieser Änderungen, die zugrundeliegenden Annahmen sowie die methodische Konsistenz der Berechnungen insgesamt ohne Beanstandungen verifizieren können.

¹⁶⁶ Die Einzelplanungen bestehen aus einem qualitativen und einem quantitativen Teil. Der qualitative Teil umfasst eine Beschreibung des jeweiligen regulatorischen Umfelds, eine Analyse der lokalen Markt- und Wettbewerbssituation sowie strategische Initiativen, die konkrete Wachstumsmöglichkeiten aufzeigen. Hierzu zählen auch geplante Produkteinführungen. Der quantitative Teil umfasst die steuerungsrelevanten Finanzinformationen.

¹⁶⁷ Vgl. Anlagen 6 und 7 zum Bewertungsgutachten.

¹⁶⁸ „STADA Vietnam“. Infolge der konkreten Veräußerungsabsicht: Eine Anpassung der Plan-GuV ist nicht erforderlich, da insoweit Beteiligungserträge nicht geplant sind.



b) Analyse der Planungstreue

Neben der Analyse und Beurteilung des Planungsprozesses als solchem haben der Bewertungsgutachter und auch wir eine Analyse und Beurteilung der konkreten Ergebnisse von Planungsprozessen in der Vergangenheit anhand der Planungstreue auf Konzernebene für die wesentlichen Kennzahlen und zentralen Steuerungsgrößen von STADA vorgenommen.

Nach den Feststellungen des Bewertungsgutachters wurden die aus dem Budget des jeweiligen Vorjahres abgeleiteten Prognosen in den im darauffolgenden Jahr veröffentlichten Konzernlageberichten in der Realität zumeist erfüllt bzw. leicht übertroffen, beim bereinigten Konzerngewinn und dem Verhältnis Netto-Verschuldung/EBITDA teilweise auch deutlich übertroffen.

Unter Berücksichtigung des etablierten Standardplanungsprozesses stellt der Bewertungsgutachter fest, dass keine Anzeichen dafür erkennbar sind, dass die vorliegende Planungsrechnung keine geeignete Ausgangsbasis für eine Unternehmensbewertung darstellt.

Es ist darauf hinzuweisen, dass die vorgenommene Analyse auf Grundlage bereinigter Zahlen erfolgt. Aus dem Gesamtbild der Verhältnisse – unter Einbeziehung des uns dargelegten Planungsprozesses und unter Berücksichtigung der Ergebnisse unserer Analyse der Planzahlen für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020 – halten wir die vorliegende Planungsrechnung allerdings ebenfalls für geeignet, um auf ihrer Grundlage den Unternehmenswert von STADA abzuleiten.

Prüfungsergebnis

Die vorgelegte Planungsrechnung kann für die Ermittlung des Unternehmenswerts von STADA verwendet werden.



c) Analyse der Planungsrechnung

ca) Operatives Ergebnis

Im Vergleich zur bereinigten Vergangenheit stellt sich die EBIT-Planung – ergänzt um ausgewählte Kennzahlen sowie Segmentangaben – wie folgt dar:

Stada AG EBIT-Planung € Mio.	Ist (bereinigt)			BE (bereinigt) 2017	Planung			CAGR	
	2014	2015	2016		2018	2019	2020	2014-2017	2017-2020
Umsatzerlöse	2.053,6	2.115,1	2.139,2	2.304,2	2.414,5	2.520,8	2.676,9	3,9%	5,1%
Herstellungskosten	-1.055,7	-1.092,2	-1.092,8	-1.149,9	-1.177,4	-1.190,9	-1.272,3	2,9%	3,4%
Bruttoergebnis vom Umsatz	997,9	1.022,9	1.046,4	1.154,2	1.237,1	1.329,9	1.404,6	5,0%	6,8%
Vertriebskosten	-458,4	-482,6	-488,3	-526,2	-570,0	-611,9	-644,4	4,7%	7,0%
Allgemeine Verwaltungskosten	-152,8	-176,0	-182,0	-200,0	-210,3	-199,1	-203,7	9,4%	0,6%
Forschungs- und Entwicklungskosten (F&E)	-56,9	-65,0	-65,1	-72,9	-85,6	-89,4	-99,5	8,6%	10,9%
Sonstige Erträge ¹	15,8	17,0	11,8	46,0	2,7	1,7	0,6	42,7%	-76,5%
Anderer Aufwendungen	-23,2	-31,0	-27,8	-71,2	-25,5	-25,8	-25,2	45,2%	-29,3%
EBIT	322,4	285,3	295,1	329,9	348,4	405,4	432,4	0,8%	9,4%
Abschreibungen	109,5	104,1	102,9	105,2	134,7	137,0	136,0	-1,3%	8,9%
EBITDA	431,9	389,4	398,0	435,2	483,1	542,4	568,4	0,3%	9,3%
in % der Umsatzerlöse									
Herstellungskostenquote	51,4%	51,6%	51,1%	49,9%	48,8%	47,2%	47,5%		
Bruttomarge	48,6%	48,4%	48,9%	50,1%	51,2%	52,8%	52,5%		
Vertriebskostenquote	22,3%	22,8%	22,8%	22,8%	23,6%	24,3%	24,1%		
Verwaltungskostenquote	7,4%	8,3%	8,5%	8,7%	8,7%	7,9%	7,6%		
F&E-Quote	2,8%	3,1%	3,0%	3,2%	3,5%	3,5%	3,7%		
Personalkostenquote	14,6%	15,9%	15,9%	15,2%	15,2%	15,1%	14,6%		
EBIT-Marge	15,7%	13,5%	13,8%	14,3%	14,4%	16,1%	16,2%		
EBITDA-Marge	21,0%	18,4%	18,6%	18,9%	20,0%	21,5%	21,2%		
Umsatzanteil je Segment									
Generika	1.261,7	1.261,4	1.280,7	1.353,4	1.408,7	1.428,0	1.504,4	2,4%	3,6%
in % der Umsatzerlöse	61,4%	59,6%	59,9%	58,7%	58,3%	56,6%	56,2%		
Markenprodukte	800,5	853,6	858,5	950,8	1.005,8	1.092,8	1.172,5	5,9%	7,2%
in % der Umsatzerlöse	39,0%	40,4%	40,1%	41,3%	41,7%	43,4%	43,8%		
EBITDA-Anteil je Segment									
Generika	229,7	232,0	264,9	312,0	316,3	327,9	337,2	10,8%	2,6%
in % des EBITDA	53,2%	59,6%	66,5%	71,7%	65,5%	60,5%	59,3%		
Markenprodukte	240,0	220,1	200,7	207,9	249,2	290,3	307,2	-4,7%	13,9%
in % des EBITDA	55,6%	56,5%	50,4%	47,8%	51,6%	53,5%	54,1%		
Sonstiges ²	-37,8	-62,8	-67,5	-84,7	-82,3	-75,8	-76,0	n.a.	n.a.

¹ Die sonstigen Erträge beinhalten auch das Ergebnis aus at equity Beteiligungen.

² Holding und Konsolidierungen.

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Analysen.

caa) Umsatzerlöse

Die Umsatzerlöse¹⁶⁹ beinhalten im Wesentlichen Erlöse aus der Veräußerung der angebotenen Produkte, daneben in geringem Umfang¹⁷⁰ auch Lizenzlöhne. Letztere werden v.a. von der Britannia Pharmaceuticals Ltd., Reading/Großbritannien, erzielt.

Nachdem sich das Wachstum der Umsatzerlöse im ablaufenden Geschäftsjahr – teilweise wechselkursbedingt – deutlich beschleunigt hat, soll es sich im Detailplanungszeitraum (CAGR 2017/20: +5,1 %) auf einem – gegenüber dem gesamten betrachteten Vergleichszeitraum (CAGR 2014/17: +3,9 %) – höherem Niveau stabilisieren. Das vom STADA-Konzern insgesamt erwartete Wachstum liegt im Bereich der Erwartungen für den gesamten globalen Pharmamarkt. Die Segmente bzw. die operativ tätigen Einheiten und die wesentlichen Absatzmärkte tragen in unterschiedlichem Umfang zu dem erwarteten Wachstum bei.¹⁷¹

¹⁶⁹ In der vorstehenden Tabelle und den nachfolgenden Analysen werden Netto-Umsatzerlöse betrachtet. Gegenüber den Brutto-Umsatzerlösen sind diese um Erlösschmälerungen in Form gewährter Rabatte und Skonti sowie Aufwendungen aus Gewährleistung und Produktrücknahmen gemindert. Bei unterschiedlichen Entwicklungen aufgrund der Marktbedingungen und dem Produktmix in den einzelnen planenden Einheiten bleibt die Rabattquote konzernweit im Durchschnitt über den gesamten Planungszeitraum auf dem Niveau von 2017.

¹⁷⁰ Weniger als 2 %.

¹⁷¹ Der Bewertungsgutachter fokussiert in seiner Darstellung vorrangig auf die Märkte (Dimension 1). In Anlehnung an die Segmentberichterstattung in den Geschäftsberichten der Gesellschaft fokussiert unsere Darstellung auf die Segmente (Dimension 2).



Nachdem der nicht mehr amtierende Vorstand noch eine Umkehr des Verhältnisses Generika (2016: 60 %) zu Markenprodukten (2016: 40 %) bekundet hatte, beabsichtigt der amtierende Vorstand vielmehr, das Produktportfolio im Segment Generika durch eine signifikante Erhöhung der Entwicklungsaufwendungen stetig zu erneuern, um wichtige Indikationen zu ergänzen und verstärkt in Biosimilars zu investieren, um auch mittelfristig ein gleichbleibendes Umsatzwachstum im Kerngeschäft erzielen zu können. Die gleichwohl unterschiedlich hohen Wachstumserwartungen der beiden Segmente sind in der Planungsrechnung abgebildet. Infolge des weiterhin überdurchschnittlichen Wachstums des Segments Markenprodukte verschiebt sich das Verhältnis zwischen den beiden Segmenten bis zum Ende des Planungshorizonts (2020) auf 56 % (Generika) zu 44 % (Markenprodukte).

Segment Generika

Insgesamt erwartet STADA für das Segment Generika über den gesamten Prognosezeitraum hinweg ein durchschnittlich höheres Wachstum (CAGR 2017/20: +3,6 %) als in der betrachteten Vergangenheit (CAGR 2014/17: +2,4 %). Im Vergleich zum globalen Markt für Generika bleibt das Wachstum allerdings deutlich unterdurchschnittlich. Aufgrund der unterschiedlichen Wachstumserwartungen für einzelne Indikationen und Märkte muss sich die Analyse verstärkt auf diese Dimensionen beziehen.

Das Produktportfolio von STADA im Segment Generika ist v.a. auf die regulatorischen Verhältnisse in den einzelnen Absatzmärkten ausgerichtet und umfasst insgesamt rd. 800 Wirkstoffe in rd. 17.000 Produktaufmachungen.

Die jeweilige Bedeutung der für STADA wichtigsten Wirkstoffe zeigt sich in folgender Aufstellung:

Stada AG Umsatzerlöse Segment Generika € Mio.	Ist 2016	BE ¹ 2017	2018	Planung 2019	2020	CAGR 2016-2020
Wirkstoffanalyse						
Tilidin	43,6	26,5	35,9	36,2	34,0	-6,0%
Atorvastatin	24,4	18,9	27,2	28,3	29,1	4,4%
Epoetin Zeta	22,4	18,1	23,9	26,3	26,3	4,1%
Pantoprazole	22,4	16,3	21,6	22,3	23,3	1,0%
Diclofenac	20,6	15,9	20,9	20,8	20,8	0,3%
Summe Top-5	133,4	95,7	129,5	133,9	133,6	0,0%
Top-5 in % der Segmentumsätze	10,4%	n.a.	9,2%	9,4%	8,9%	
Summe Top-10	213,7	158,7	214,2	218,4	222,0	1,0%
Top-10 in % der Segmentumsätze	16,7%	n.a.	15,2%	15,3%	14,8%	
Summe Top-20	334,3	248,6	339,2	348,0	355,0	1,5%
Top-20 in % der Segmentumsätze	26,1%	n.a.	24,1%	24,4%	23,6%	
Delta	946,4	n.a.	1.069,5	1.080,0	1.149,3	5,0%
Gesamt	1.280,7	n.a.	1.408,7	1.428,0	1.504,4	4,1%

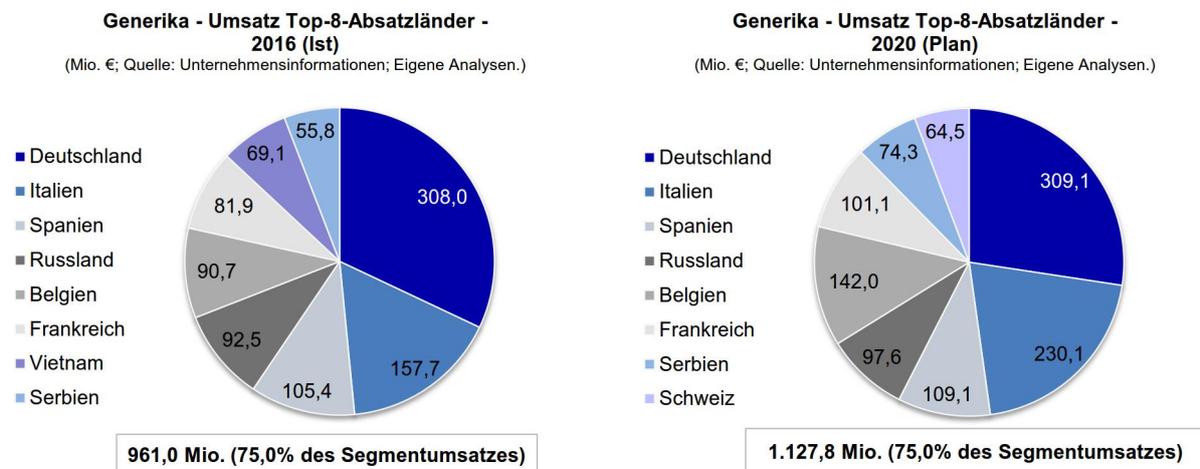
¹ Analyse der Umsatzerlöse nach Wirkstoffen umfasst in 2017 nur 9 Monate.
 Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Analysen.

Im Gegensatz zu den forschenden Pharmaunternehmen verfügt der Generikaanbieter STADA nicht über sog. Blockbuster. So ist der Anteil der Top-5-Wirkstoffe mit rd. 9 % bis 10 % vergleichsweise gering. Das gilt ebenso für die Top-10- und die Top-20-Wirkstoffe. Insofern ist das Risiko der Gesellschaft durch eine breite Diversifikation begrenzt.

Deutliche Verschiebungen in der Zusammensetzung der Umsatzerlöse sind kurz- bis mittelfristig nicht zu erwarten, da STADA die fortgesetzte Preiserosion der etablierten Wirkstoffe v.a. durch Volumensteigerungen kompensieren möchte. Das Wachstum im Segment Generika soll erwartungsgemäß aus der Einführung neuer Wirkstoffe generiert werden.



Die Bedeutung der jeweiligen Absatzmärkte von STADA im Segment Generika stellt sich wie folgt dar:



Betrachtet man den Anteil der Top-5-Länder (2016: 59 %; 2020: 59 %) bzw. der Top-8-Länder (s.o.) an den gesamten Umsatzerlösen des Segments Generika, zeigt sich eine – im Vergleich zu dem Blick auf die Wirkstoffe – deutlich höhere Abhängigkeit der STADA von der Entwicklung einzelner Absatzmärkte, insbesondere von der in Deutschland und Italien. Durch politische oder anderweitig bedingte mögliche Veränderungen v.a. der regulatorischen Verhältnisse in den wichtigsten Märkten ist STADA insoweit einem erhöhten Risiko ausgesetzt.

Wenngleich der Anteil des deutschen Absatzmarktes an den Umsätzen im Segment Generika infolge der vergleichsweise niedrigen Wachstumserwartungen der STADA (CAGR 2017/20: +1,6 %) sinkt, bleibt der deutsche Markt der mit Abstand wichtigste Absatzmarkt im Segment Generika von STADA. Das von der Gesellschaft erwartete Wachstum liegt deutlich unter den Markterwartungen, gemessen an den Zahlen des Marktforschungsinstituts QuintilesIMS.¹⁷² Die Umsatzerlöse von STADA in Deutschland werden v.a. von den Gesellschaften ALIUD PHARMA GmbH, Laichingen, und STADAPHARM GmbH, Bad Vilbel, erwirtschaftet. Im deutschen Generikamarkt haben Ausschreibungsverfahren mit den Krankenkassen einen wesentlichen Einfluss auf die abgesetzte Menge und die durchschnittlich erzielbaren Preise der Marktteilnehmer. In diesem stark regulierten und wettbewerbsintensiven Marktumfeld zählt die ALIUD PHARMA GmbH als aktuelle Nummer zwei zu den dominierenden Anbietern. Auf dieser Grundlage soll sie plangemäß weiterhin Volumensteigerungen aus erfolgreich abzuschließenden Ausschreibungsverfahren, die den Großteil ihrer Umsatzerlöse bestimmen, generieren. Dem erwartungsgemäß anhaltenden Preisdruck beabsichtigt die Gesellschaft u.a. durch die Teilnahme an Bietergemeinschaften zu begegnen. Die Entwicklung der ALIUD PHARMA GmbH profitiert im Planungszeitraum, insbesondere ab 2019, darüber hinaus auch von Portfolioerweiterungen. Die STADAPHARM GmbH muss erwartungsgemäß im Geschäftsjahr 2018 preis- und rabattbedingt einen Umsatzrückgang hinnehmen. Im Geschäftsjahr 2019 erwartet die Geschäftsführung, infolge eines erheblichen Anstiegs

¹⁷² Die auch in der externen Berichterstattung herangezogenen Marktstudien von QuintilesIMS sind eine wichtige Quelle zur Einschätzung der Marktentwicklung. Zu beachten ist allerdings, dass sie die Brutto-Umsatzerlöse zu Herstellerabgabepreisen vor Erlösschmälerungen (relevant v.a. für das Segment Generika) und darüber hinaus auch nicht das gesamte Produktportfolio der STADA abbilden (relevant für das Segment Markenprodukte). Demzufolge werden interne Zielvorgaben bei STADA auch nicht an diese Prognosen geknüpft. Sie sind gleichwohl eine geeignete Ausgangsbasis zur Plausibilisierung der Planungsrechnung von STADA.



der Umsatzerlöse aus dem Verkauf derzeit bereits angebotener und neu einzuführender Biosimilars eine Trendwende einleiten zu können.

Wesentlicher Treiber für das gesamte Wachstum im Segment Generika ist das von STADA geplante (CAGR 2017/20: +10,6 %) und deutlich über den Erwartungen für den relevanten Markt liegende Wachstum im italienischen Absatzmarkt. Die Gesellschaft EG S.p.A., Mailand/Italien, ist als viergrößter Marktteilnehmer im italienischen Markt für Generika gut etabliert. Ausgehend von einer aktuell vergleichsweise geringen Generikapenetration in Italien plant STADA, im Geschäftsjahr 2018 die Umsatzerlöse aufgrund von einer Steigerung der Mengen und der durchschnittlichen Preise aus dem bereits angebotenen Produktportfolio weiter erhöhen zu können. Zudem sind Portfolioerweiterungen geplant, die insbesondere 2018 ein erhebliches zusätzliches Wachstum erzeugen sollen. Durch Markteinführungen von Biosimilars sollen die Voraussetzungen für auch weiterhin anhaltendes Wachstum geschaffen werden.

Im Vergleich zu den Erwartungen für den spanischen Generikamarkt soll STADA mit der Laboratorio STADA S.L., Barcelona/Spanien, in diesem Segment deutlich verhaltener wachsen (CAGR 2017/20: +1,2 %). Die Marktbedingungen begünstigen aktuell Markenprodukte gegenüber Generika, da es insbesondere an Anreizen für Ärzte mangelt, Generika zu verschreiben. Eine mögliche Substitutionsentscheidung liegt bei den Apothekern. Diese kann durch eine Rabattierung, die über derjenigen für das Originalpräparat liegt, gefördert werden. In diesem Marktumfeld ist es der Laboratorio STADA S.L. gelungen, die Umsatzerlöse seit 2015 auf einem stabilen Niveau zu halten und ihre Positionierung unter den Top-3-Anbietern am Markt zu verteidigen. Weiterhin fortgesetzte Preissenkungen im bereits bestehenden Portfolio sowie Rabattierungen für Apotheker sollen durch Produktneueinführungen kompensiert werden. Erst ab dem Planjahr 2019 erwartet die Gesellschaft einen zusätzlichen Umsatzeffekt durch Biosimilars. Hierfür erforderlich und in der Planung berücksichtigt ist der Aufbau eines neuen Vertriebskanals für Krankenhäuser. Mögliche negative Auswirkungen der Unabhängigkeitsbestrebungen in Katalonien sind in der Planungsrechnung nicht reflektiert, wenngleich die Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2017 bereits Umsatzeinbußen zeigt.

Über den Planungshorizont hinweg ergibt sich für den russischen Absatzmarkt, rechnerisch ein negatives Wachstum der Umsatzerlöse im Segment Generika (CAGR 2017/20: -3,1 %). Diese Entwicklung ist vorwiegend auf die erwartete Währungskursentwicklung zurückzuführen. Zudem hat STADA 2017 auf diesem Markt erhebliche Umsatzsteigerungen in Landeswährung erzielen können, die sich in dieser Größenordnung nicht fortsetzen sollen. Gleichwohl wird auch für die Jahre ab 2018 in Landeswährung ein weiteres Umsatzwachstum erwartet. Die Vergleichszahlen von QuintilesIMS zeigen hingegen das Wachstum in Landeswährung an. In Landeswährung liegen die Wachstumserwartungen von STADA für ihr Generikageschäft im Russland über dem für den gesamten Markt erwartetem Wachstum. In dem aufgrund eines hohen Selbstzahleranteils weniger preissensiblen russischen Markt gelingt es dem STADA-Konzern hiermit bereits im Vergleich zum Wettbewerb höhere Preise durchzusetzen. Die Umsatzplanung berücksichtigt daher neben einer Volumenausweitung und Produktneueinführungen weiterhin auch Preissteigerungseffekte. Da der STADA-Konzern in Russland die gesamte Wertschöpfungskette abdeckt, rechnen die Planungsverantwortlichen weder mit positiven noch mit negativen



Auswirkungen aus Initiativen der russischen Regierung zur Stärkung der einheimischen Produktion von Pharmazieprodukten.

Auf dem belgischen Markt für Generika erwartet STADA ein weiterhin überproportionales Wachstum (CAGR 2017/20: +5,2 %). Die in Belgien und Luxemburg aktive Gesellschaft S.A. Eurogenerics N.V., Brüssel/Belgien, ist unangefochtener Marktführer in Belgien. Aus dieser Position soll weiteres Mengenwachstum insbesondere mit dem bestehenden Generikaportfolio generiert werden. Ab dem Planjahr 2018 hat die Gesellschaft ein stabiles Rabattniveau auf dem im Geschäftsjahr 2017 voraussichtlich zu erzielenden Niveau angenommen. Dies stellt eine wesentliche Verbesserung gegenüber der Vergangenheit dar. Hierin drückt sich der Erfolg aus der Umstellung des Distributionsmodells in Folge der Beendigung der zuvor bestehenden Vertriebsvereinbarung mit der Omega Pharma N.V., Nazareth/Belgien, und des Ausbaus des eigenen Vertriebs aus.

Die Wachstumserwartungen der französischen Tochtergesellschaft EG Labo – Laboratoires Eurogenerics SAS, Boulogne-Billancourt/Frankreich im Generikamarkt (CAGR 2017/20: +6,9 %) übertreffen die Erwartungen für den gesamten französischen Markt, der von zwei Wettbewerbern mit jeweils einem Marktanteil von gut 26 % dominiert wird. Die Planung berücksichtigt den hohen Preisdruck und das preisaggressive Wettbewerbsumfeld und geht deshalb sowohl von einem weiteren Preisverfall als auch von steigenden Rabatten aus. Erwartungsgemäß sollen ein wachsendes Absatzvolumen und Produkteinführungen den Preisverfall überkompensieren. Da Frankreich für das angestrebte Geschäft mit Biosimilars eine bedeutende Rolle in der EU einnimmt, hält der STADA-Konzern die Gesellschaft mit der vorhandenen Vertriebsstruktur trotz geringer Profitabilität aufrecht, um die Wettbewerbsposition gegenüber bereits bestehender Konkurrenz zu verteidigen bzw. auszubauen. In der Umsatzplanung sind ab 2019 erste Erlöse aus der Einführung von Biosimilars berücksichtigt.

Entsprechend der mit Datum vom 29. November 2017 durch Zeichnung des sog. „Binding Term Sheets“ beschlossenen Trennung von dem Tochterunternehmen STADA-Vietnam Joint Venture Co. Ltd. beinhaltet die Planung für den Markt Vietnam ausschließlich Umsatzerlöse des verbleibenden vietnamesischen Tochterunternehmens. Die für diese Gesellschaft geplanten Umsatzerlöse im Segment Generika sind – in Bezug auf den gesamten Segmentumsatz – von untergeordneter Bedeutung.

Der serbische Teilkonzern, der auch weitere südosteuropäische Länder bedient, ist mit einem Marktanteil von rd. 30 % mit Abstand Marktführer im serbischen Generikamarkt. Trotz eines zunehmenden Preisdrucks durch die Hauptabnehmergruppen Großhandel und Krankenhäuser plant STADA in diesem Markt die Umsatzerlöse kontinuierlich und in etwas größerem Umfang als dies für den gesamten Markt erwartet wird, zu steigern. Das Wachstum ist mengen- und preisbedingt. In Bezug auf die Preisentwicklung ist eine weitere Verminderung der gewährten Rabatte beabsichtigt. Das Mengenwachstum wird vor allem von Produktneueinführungen beeinflusst. Wesentlicher Treiber ist die Annahme einer weiteren Reduzierung der Rabattquote, die bereits im Hochrechnungsjahr 2017 ein erhebliches Umsatzwachstum zur Folge hatte.

Die Umsatzerlöse in der Schweiz erzielt der STADA-Konzern ganz überwiegend durch die Spirig HealthCare AG, Egerkingen/Schweiz. Die Umsatzerlöse in der Schweiz sollen von € 50,3 Mio. (2016)



auf € 64,5 Mio. (2020) steigen, so dass der Markt Schweiz erwartungsgemäß zu den Top-8-Ländern aufschließt. Für den Planungszeitraum liegt das von STADA erwartete Wachstum (CAGR 2017/20: 4,6 %) deutlich über den Markterwartungen. Diese reflektieren eine Änderung der regulatorischen Rahmenbedingungen ab 2017 und einen sich dadurch erhöhenden Preisdruck. Volumenausweitungen und Produktneueinführungen sollen die negativen Preiseffekte kompensieren.

Segment Markenprodukte

Insgesamt erwartet STADA für das Segment Markenprodukte über den gesamten Prognosezeitraum hinweg ein durchschnittlich höheres Wachstum (CAGR 2017/20: +7,2 %) als in der betrachteten Vergangenheit (CAGR 2014/17: +5,9 %). Im Vergleich zum globalen Markt für Markenprodukte zeigt die geplante Entwicklung eine Trendwende an. Während STADA in der Vergangenheit geringfügig unterhalb des Gesamtmarktes gewachsen ist, soll zukünftig ein marktüberdurchschnittliches Wachstum generiert werden. Aufgrund der unterschiedlichen Wachstumserwartungen für einzelne Marken und Märkte muss sich die Analyse verstärkt auf diese Dimensionen beziehen.

Die jeweilige Bedeutung der für STADA wichtigsten Marken zeigt sich in folgender Aufstellung:¹⁷³

Stada AG Umsatzerlöse Segment Markenprodukte € Mio.	Ist 2016	BE ¹ 2017	2018	Planung 2019	2020	CAGR 2016-2020
Produktanalyse²						
APO-go	66,6	53,2	68,5	68,9	64,7	-0,7%
Grippostad	43,7	33,9	44,9	45,9	46,5	1,5%
Snup	24,2	30,5	38,9	37,8	38,2	12,0%
Vaping Produkte				43,7	51,7	n.a.
Aqualor		25,1	35,7	37,7	38,8	n.a.
Vitaprost	20,0	22,0	31,3			n.a.
Fulium	22,6					n.a.
Summe Top-5	177,2	164,7	219,2	233,9	239,8	7,9%
Top-5 in % der Segmentumsätze	20,6%	n.a.	21,8%	21,4%	20,5%	
Summe Top-10	269,9	242,3	340,4	365,5	384,7	9,3%
Top-10 in % der Segmentumsätze	31,4%	n.a.	33,8%	33,4%	32,8%	
Summe Top-20	406,2	349,8	499,2	531,0	560,8	8,4%
Top-20 in % der Segmentumsätze	47,3%	n.a.	49,6%	48,6%	47,8%	
Delta	452,2	n.a.	506,5	561,8	611,8	7,8%
Gesamt	858,5	n.a.	1.005,8	1.092,8	1.172,5	8,1%

¹ Analyse der Umsatzerlöse nach Produkten umfasst in 2017 nur 9 Monate.

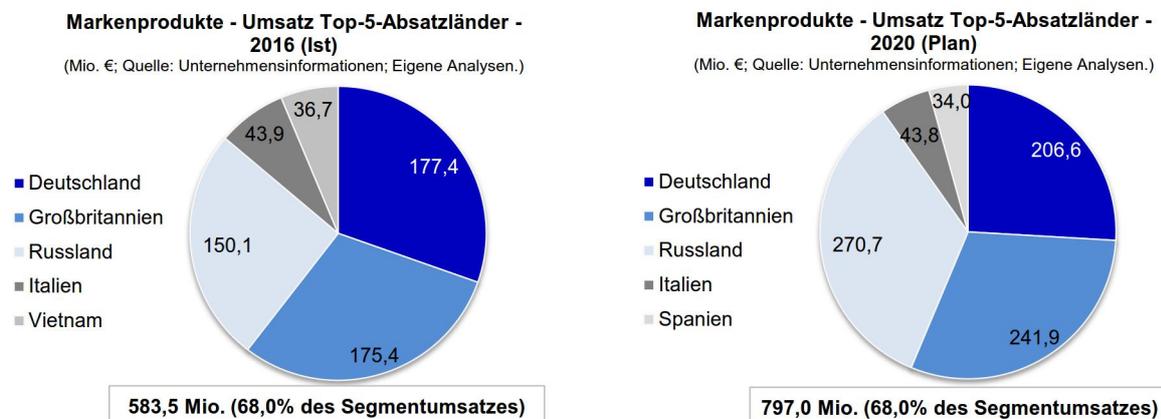
² Die einzelnen Jahre umfassen Umsatzangaben nur für die jeweiligen Top-5 Produkte. Mit den aufgeführten Produkten wurden bzw. werden durchgehend Umsatzerlöse erzielt.

Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Analysen.

Im Segment Markenprodukte verfolgt der STADA-Konzern auch mittelfristig das Konzept „starker Marken“ mit einem hohen Bekanntheitsgrad. Durch Internationalisierungseffekte sollen die Umsatzerlöse im vorhandenen Portfolio zumindest gehalten, bei einigen Markenprodukten aber auch erheblich ausgebaut werden.

¹⁷³ Wir haben die Umsatzerlöse der Markenprodukte, die in dem jeweiligen Geschäftsjahr erzielt worden sind, aus Darstellungsgründen dann weggelassen, wenn die jeweilige Marke in dem betreffenden Geschäftsjahr nicht zu den Top-5-Produkten zählte bzw. zählen soll (nicht mit Zahlen belegten Tabellenzellen). Tatsächlich wurden auch in den betreffenden Jahren mit dem jeweiligen Produkt Umsatzerlöse in beträchtlichem Umfang erzielt.

Die Bedeutung der jeweiligen Absatzmärkte von STADA im Segment Markenprodukte stellt sich wie folgt dar:



Betrachtet man den Anteil der Top-5-Länder (s.o.) an den gesamten Umsatzerlösen des Segments Markenprodukte, zeigt sich eine hohe Abhängigkeit der STADA von der Entwicklung einzelner Absatzmärkte, insbesondere von der in Deutschland, Großbritannien und Russland.

Das von STADA geplante Wachstum der Umsatzerlöse im Segment Markenprodukte in Deutschland (CAGR 2017/20: +5,5 %) liegt deutlich über den Markterwartungen. Wesentlicher Wachstumstreiber sind Produktneueinführungen. Der STADA-Konzern sieht sich mit einem starken Markenportfolio in Deutschland bereits heute gut positioniert. Die Umsatzerlöse werden in Deutschland im Wesentlichen von der STADA GmbH, der ALIUD PHARMA GmbH und der STADAPHARM GmbH erzielt.

Einen wesentlichen Beitrag zum geplanten Wachstum des gesamten Segments Markenprodukte soll der britische Markt erbringen. Das über den Planungszeitraum erwartete Wachstum des STADA-Konzerns mit Markenprodukten in Großbritannien (CAGR 2017/20: 12,7 %) liegt weit oberhalb allgemeinen Markterwartungen. Bei Einordnung dieses Wachstums ist zudem zu bedenken, dass die Planung in Landeswährung noch optimistischer ist und in der ausgewiesenen Wachstumsrate negative Währungseffekte also berücksichtigt sind. Die Umsatzerlöse werden in Großbritannien zu einem weit überwiegenden Teil durch den von der Thornton & Ross Ltd., Huddersfield/Großbritannien, geführten Teilkonzern sowie die Britannia Pharmaceuticals Ltd., Reading/Großbritannien, erzielt. Ein wesentlicher Umsatztreiber im Teilkonzern Thornton & Ross sollen Vaping-Produkte sein. Die Umsatzerlöse mit dem konzernweit zu den wesentlichen Produktlinien zählenden APO-go werden in Großbritannien im Wesentlichen durch die stark spezialisierte Britannia Pharmaceuticals Ltd. generiert, welche zudem über ein starkes Export Geschäft, insbesondere in den USA, verfügt. Diesbezüglich ist auch durch eine Produktneueinführung im Jahr 2020 weiteres Wachstum unterstellt.

Das von STADA geplante Wachstum im Segment Markenprodukte auf dem russischen Absatzmarkt (CAGR 2017/20: +5,0 %) hat zur Folge, dass Russland auf Sicht zum wichtigsten Absatzmarkt für Markenprodukte im STADA-Konzern werden soll. Die geplante Entwicklung in der Landeswährung sieht ein noch höheres Wachstum vor, so dass die Planung als ambitioniert bezeichnet werden kann. Hintergrund dieser Entwicklung ist, dass der STADA-Konzern plant, seine Marktpositionierung in einem ver-



gleichsweise stark wachsenden Markt durch eine Ausweitung der Investitionen in Vertrieb und Marketing weiter zu verbessern. Das Umsatzwachstum ist durch ein Mengenwachstum mit dem bestehenden starken Produktportfolio sowie Produkteinführungen begründet. Aus den vorstehend genannten Gründen (Segment Generika) erwartet STADA, dass aus Initiativen der russischen Regierung zur Stärkung der einheimischen Produktion von Pharmazie-Produkten keine negativen Einflüsse zu berücksichtigen sind.

Bei marktweit verhaltenen Wachstumserwartungen sollen die Umsatzerlöse des Segments Markenprodukte in Italien geringfügig rückläufig sein (CAGR 2017/20: -0,3 %). In Italien ist der STADA-Konzern wesentlich über die Gesellschaften EG S.p.A. und Crinos S.p.A., Mailand/Italien, im Markt für Markenprodukte tätig. Der Umsatzrückgang im ersten Planjahr ist auf die beabsichtigte Beendigung eines wesentlichen Distributionsvertrags aufgrund einer geringen Rentabilität des betreffenden Portfolios durch die EG S.p.A. zurückzuführen. Das anschließende Wachstum auf ein mit dem Geschäftsjahr 2017 vergleichbares Niveau soll durch eine positive Entwicklung der Crinos S.p.A. erreicht werden. Im Geschäftsjahr 2016 stellte die Gesellschaft das Distributionsmodell um und vertreibt zuvor auslizensierte Produkte wieder selbst. Das Portfolio hat seine Stärke bereits dadurch gezeigt, dass auf die Top-10-Produkte im Geschäftsjahr 2017 voraussichtlich rd. 83 % der Umsatzerlöse entfallen. Darauf basierend wird in der Detailplanungsphase weiterhin ein Mengen- und Preiswachstum geplant. Zusätzlich wird das Wachstum von Produkteinführungen flankiert.

Die Planung für den Markt Vietnam beinhaltet nach der Trennung von dem Tochterunternehmen STADA-Vietnam Joint Venture Co. Ltd. nahezu ausschließlich Umsatzerlöse des verbleibenden vietnamesischen Tochterunternehmens, so dass der Markt Vietnam auch im Segment Markenprodukte künftig nicht mehr zu den wichtigsten Absatzmärkten zu zählen ist.

Umgekehrt gewinnt der spanische Absatzmarkt durch ein außergewöhnliches, weit über den Markterwartungen liegendes Wachstum (CAGR 2017/20: +21,9 %) für das Segment Markenprodukte an Bedeutung. Die Planungsverantwortlichen begründen ihre Erwartungen mit der bereits starken Positionierung einzelner Marken und Produktneueinführungen.

Zusammenfassende Würdigung

Der Bewertungsgutachter hat die von STADA geplanten Umsatzerlöse auch mit Hilfe eines Vergleichs zu den Erwartungen für die Vergleichsunternehmen plausibilisiert. Wir haben diese Analysen ohne Beanstandungen verifizieren können und bei unserer Einschätzung zur Plausibilität der Umsatzplanung ebenfalls berücksichtigt. Insgesamt und unter Würdigung der wesentlichen Stärken und Schwächen sowie der wesentlichen Chancen und Risiken des Geschäftsmodells von STADA¹⁷⁴ halten wir die Umsatzplanung in einzelnen Absatzmärkten eher für ambitioniert, gleichwohl aber für erreichbar.

¹⁷⁴ Siehe Abschnitt D.IV.1.c), S. 38.



cab) Operatives Ergebnis

Brutto-Ergebnis vom Umsatz

Die Herstellungskosten des STADA-Konzerns sind aufgrund des Geschäftsmodells sehr kleinteilig. Sie beinhalten neben den Kosten für die umgesetzten Produkte auch die Einstandskosten der verkauften oder kostenlos abgegebenen Handelswaren. Des Weiteren beinhalten die Herstellungskosten die den Handelswaren direkt zurechenbaren Kosten¹⁷⁵, Gemeinkosten¹⁷⁶ sowie Wertberichtigungen auf Vorräte. Auf die enthaltenen Abschreibungen entfällt ein relativ konstanter Anteil von rd. 8 %, der bis zum Ende der Detailplanungsphase auf rd. 7 % (2020) fällt.

Im Planungszeitraum sinkt die Herstellungskostenquote um rd. 3,5 %-Punkte gegenüber dem Durchschnitt der betrachteten Vergangenheit (51 %) auf 47,5 % (2020). Ursächlich für diese Entwicklung ist, dass die Planung entsprechend der erklärten Ziele des Vorstands Einsparungen in den Herstellungskosten von rd. 2 % p.a. beinhaltet. Bereits die einzelnen operativen Einheiten sind angehalten, i.R.d. Planung Einsparungspotentiale zu berücksichtigen. Zusätzlich wurden durch verschiedene Beratungsprojekte zunächst top-down und aktuell bottom-up Einsparungsmaßnahmen über die gesamte Wertschöpfungskette in den einzelnen operativen Einheiten identifiziert. Das Konzerncontrolling hat diese im Rahmen der konzernweiten Anpassungen im Planungsprozess berücksichtigt.

Die Brutto-Marge steigt von durchschnittlich 49 % in der betrachteten Vergangenheit auf bis zu 52,5 % (2020). Diese Verbesserung resultiert neben den beschriebenen Maßnahmen zur Verbesserung der Herstellungskostenquote auch aus der Zunahme des Umsatzanteils des Segments Markenprodukte. Mit Markenprodukten lassen sich aufgrund der geringeren regulatorischen Einflüsse grundsätzlich höhere Brutto-Margen erzielen. Segmentübergreifend ist der STADA-Konzern bestrebt, dass Produktportfolio laufend durch die Fokussierung auf Nischenprodukte in einzelnen Ländern, die Neupositionierung und Internationalisierung bestehender erfolgreicher Marken sowie Produktneueinführungen zu optimieren. Der vom Bewertungsgutachter angestellte Vergleich mit den Margen der Peers zeigt, dass sich STADA den Erwartungen gemäß dem höheren Niveau der Vergleichsunternehmen nähert.

Vertriebskosten

Die Vertriebskosten beinhalten neben Kosten für die Vertriebsabteilungen, den Außendienst und die Logistik auch die Kosten für Werbung und Marketingmaßnahmen einschließlich Ärztemustern. Sie stellen die mit Abstand zweitwichtigste Kostenkategorie nach den Herstellungskosten dar.

Die Vertriebskostenquote steigt gegenüber dem Durchschnitt der betrachteten Vergangenheit um rd. 1,4 %-Punkte auf 24,1 % (2020). Dieser Anstieg ist durch die beabsichtigten Maßnahmen zur Verteidigung und Ausbau der Marktstellung in allen wesentlichen Absatzländern des STADA-Konzerns bedingt. Eine Analyse des enthaltenen Anteils an klassischen Vertriebs- und Marketingkosten zeigt, dass der im Vergleich zu den Umsatzerlösen überproportionale Anstieg aus der Ausweitung der Marketingkosten, die jahresdurchschnittlich um 9,6 % wachsen, resultiert. Die Erhöhung steht in Einklang mit der kommunizierten Strategie im Segment Markenprodukte. Sowohl Produktneueinführungen als auch die In-

¹⁷⁵ Z.B. Material- und Personalaufwand.

¹⁷⁶ Z.B. Abschreibungen auf Produktionsanlagen und arzneimittelrechtliche Zulassungen und Lizenzen.



ternationalisierungsmaßnahmen für bestehende Marken sind mit hohen Marketing- und Produkteinführungskosten verbunden.

Zur Erreichung der mit dem angestrebten Strategiewechsel für das Geschäft mit Biosimilars mittelfristigen prognostizierten Umsatzerlöse ist bereits im Planungshorizont der Aufbau eines spezialisierten Vertriebsteams vorgesehen, um im Vorfeld der jeweiligen Einführung eines Biosimilar-Produkts bereits die erforderlichen Kundenbeziehungen, insbesondere zu Krankenhäusern, aufzubauen.

Zum Ende der Detailplanungsphase liegen sowohl die Marketingkostenquote mit 10,7 % (2020) als auch die sonstige Vertriebskostenquote mit 13,4 % nur leicht oberhalb des in der betrachteten Vergangenheit beobachteten Durchschnitts.

Allgemeine Verwaltungskosten

In Einklang damit, dass das Hochrechnungsjahr 2017 durch einen relativ hohen Beratungsaufwand für Kostensenkungsprogramme, Rechtsberatung und IT-Implementierung beeinflusst ist und diese Kosten über die Detailplanungsphase abschmelzend geplant sind, steigt der Personalkostenanteil im Detailplanungszeitraum an.

Insgesamt beinhaltet die Planung in Einklang mit den durch den Vorstand verfolgten Kosteneinsparungen eine Verbesserung der Verwaltungskostenquote um rd. 1,1 %-Punkte im Detailplanungszeitraum auf 7,6 % (2020). Diese liegt auch unterhalb des Durchschnitts der bereinigten Vergangenheit (8,2 %).

Forschungs- und Entwicklungskosten

Der STADA-Konzern betreibt weder im aktuellen Geschäftsmodell noch perspektivisch eine eigene Forschung nach pharmazeutischen Wirkstoffen. Die Position beinhaltet daher nur Entwicklungskosten. Im Geschäftsjahr 2017 hat der Vorstand von STADA die Strategie bezüglich des Geschäftsmodells mit Biosimilars überdacht. Bislang hat STADA eine reine Einlizensierungsstrategie verfolgt. Aktuell sind erste Maßnahmen ergriffen worden, um künftig in Zusammenarbeit mit spezialisierten Kooperationspartnern Biosimilars zu entwickeln. Wenngleich der STADA-Konzern hierbei Marketing- und Vertriebsfunktionen übernimmt, trägt er i.R.d. Vereinbarungen das Entwicklungsrisiko mit.

Demzufolge sowie infolge eines Anstiegs der laufenden regulatorischen Kosten erhöht sich die F&E-Kostenquote von 3,2 % (2017) auf 3,7 % (2020). Die Ausführungen des Bewertungsgutachters zeigen, dass eine Gegenüberstellung dieser Quote des STADA-Konzerns mit der der Vergleichsunternehmen aufgrund der Unterschiede im Geschäftsmodell sowie in der Bilanzierungspraxis nicht zielführend ist.

Sonstige Erträge/Aufwendungen

Die sonstigen Erträge des Hochrechnungsjahres enthalten im Wesentlichen Wechselkursgewinne, Erträge aus der Auflösung von Wertberichtigungen auf Forderungen sowie Versicherungsentschädigungen. Darüber hinaus beinhalten die sonstigen Erträge i.H.v. € 4,2 Mio. die durch den Bewertungsgutachter aus dem Finanzergebnis für Berichtszwecke umgegliederten Ergebnisse aus der at equity bilanzierten Gesellschaft BIOCEUTICALS Arzneimittel AG, Bad Vilbel. Die geplanten sonstigen Erträge enthalten im Wesentlichen Sachbezüge, daneben bis zum Planjahr 2019 auch Kostenweiterbelastungen aus Serviceverträgen mit nicht vollkonsolidierten Tochtergesellschaften.



Die sonstigen Erträge vor Umgliederungen des Bewertungsgutachters sind in der Detailplanungsphase substantiell niedriger als in der Vergangenheit, da in dieser Position zumeist Erträge ausgewiesen werden, die in anderen Perioden zu Aufwand geführt haben. Insoweit als eine periodengerechte Gewinnermittlung und das Vorsichtsprinzip für die Rechnungslegung zu beachten sind, sind sie für Planungs- und Bewertungszwecke unbeachtlich.

Für die Ergebnisse aus at equity bilanzierten Gesellschaften ist in der Detailplanungsphase konstant ein Ergebnis i.H.v. € 0,6 Mio. unterstellt.¹⁷⁷

Die anderen Aufwendungen sind ebenfalls unter Vernachlässigung der Effekte einer periodengerechten Gewinnermittlung und dem Vorsichtsprinzip geplant und deshalb substantiell niedriger als in dem bereinigten Hochrechnungsjahr 2017. Sie beinhalten im Wesentlichen einen aus Erfahrungswerten der Vergangenheit abgeleiteten Abwertungsbedarf auf arzneimittelrechtliche Zulassungen sowie Abfindungskosten und Wechselkurseffekte.

Der Bewertungsgutachter hat die Planung der anderen Aufwendungen aus bewertungssystematischen Gründen um jährlich € 0,2 Mio. ergänzt.

Personalkosten

Im Umsatzkostenverfahren werden Personalaufwendungen in der GuV nicht gesondert ausgewiesen. Wir haben uns zur weiteren Analyse die folgende Aufgliederung der den einzelnen Funktionsbereichen zugeordneten Personalaufwendungen vorlegen lassen:

Stada AG Personalkosten nach Funktionen € Mio.	Ist (bereinigt) ¹			BE (bereinigt) ¹ 2017	Planung ¹			CAGR 2017-2020
	2014	2015	2016		2018	2019	2020	
Herstellungskosten	76,2	84,0	86,7	88,0	85,2	86,1	86,4	-0,6%
Vertrieb	105,8	107,4	103,9	108,0	119,3	128,8	134,1	7,5%
Marketing	17,7	20,2	20,5	18,9	21,9	22,3	22,9	6,6%
Verwaltung	69,8	92,2	96,9	99,4	100,8	104,8	108,5	3,0%
Forschung & Entwicklung	29,8	33,4	33,0	36,8	39,5	39,8	39,3	2,2%
Summe	299,3	337,3	341,0	351,0	366,6	381,8	391,3	3,7%

¹ Vor Berücksichtigung von nicht den einzelnen Funktionen zuordenbarem außerordentlichem Personalaufwand aus Abfindungssachverhalten.
 Quelle: Unternehmensinformationen; Eigene Analysen.

Die bottom-up erstellte Planungsrechnung des STADA-Konzerns beinhaltet keine Planung der Mitarbeiter bzw. Vollzeitäquivalente. Auf dieser Basis ist eine Analyse der Entwicklung der Personalkosten nach Mengen- und Preiseffekten nicht möglich. Steuerungsgröße im STADA-Konzern ist die Personalkostenquote. Sie sinkt im Detailplanungszeitraum von 15,2 % (2017) auf 14,6 % (2020). Das steht in Einklang mit den uns erteilten Informationen zu den erwarteten Gehaltssteigerungen. Auch die vorstehende Entwicklung der Personalkosten nach Funktionsbereichen steht im Einklang mit den übrigen uns erteilten Informationen, namentlich v.a. der zur Realisierung des Umsatzwachstums erforderlichen Maßnahmen in Vertrieb und Marketing. Die Verminderung der in den Herstellungskosten erfassten Personalaufwendungen ist durch die Entkonsolidierung des Tochterunternehmens in Vietnam bedingt.

EBIT

Infolge der geplanten Effizienzgewinne, die sich in einer substantiellen Verbesserung der Herstellungskostenquote und einer Verbesserung auch der Verwaltungskostenquote niederschlagen, und der stra-

¹⁷⁷ Das Geschäftsjahr 2017 ist aufgrund von Sondereinflüssen nicht vergleichbar mit den Erwartungen.



tegiebedingt steigenden Vertriebskosten- und Entwicklungskostenquote verbessert sich die EBIT-Marge in der Detailplanungsphase von 14,3 % (2017) auf 16,2 % (2020). Das geplante EBIT von € 348,4 Mio. (2018) bis € 432,4 Mio. (2020) übertrifft sowohl die historisch erzielten Werte als auch diejenigen verfügbarer Analystenerwartungen.

Maßgeblich zu dieser substanziellen Verbesserung tragen insbesondere der Teilkonzern Thornton & Ross, daneben der russische Teilkonzern sowie die in Südosteuropa, in Italien und Belgien tätigen Gesellschaften bei.

EBITDA

Im Wesentlichen gleichlaufend zur Verbesserung der EBIT-Marge erhöht sich auch die EBITDA-Marge im Detailplanungszeitraum substanziell (von 18,9 % in 2017 auf 21,2 % in 2020) und liegt damit ebenfalls deutlich über dem Durchschnitt der betrachteten Vergangenheit. Das Segment Markenprodukte trägt wesentlich zu dieser Verbesserung bei. Hier soll die EBITDA-Marge bis zum Ende des Planungshorizonts erwartungsgemäß auf 26,1 % steigen, während für das Segment Generika eine EBITDA-Marge von 22,4 % für das Ende des Planungshorizonts erwartet wird.

Insbesondere aufgrund der in einer Vielzahl von Märkten zu konstatierenden Positionierung von STADA als Vollsortimentanbieter erzielt STADA insgesamt eine geringere EBITDA-Marge als der Median der Vergleichsunternehmen. Diese haben zum großen Teil einen stärkeren Fokus auf einzelne margenstarke Produkte oder einzelne Absatzmärkte.

Abschließende Würdigung der Planung des operativen Ergebnisses

Der Bewertungsgutachter stellt als Ergebnis seiner Analysen zusammenfassend fest, dass er die Planungsrechnung bis zum EBIT als plausibel erachtet. Insgesamt und unter Würdigung der wesentlichen Stärken und Schwächen sowie der wesentlichen Chancen und Risiken des Geschäftsmodells von STADA¹⁷⁸ halten wir diese Einschätzung für nachvollziehbar.

cb) Jahresüberschuss

Ausgehend vom EBIT ergibt sich der Jahresüberschuss unter Berücksichtigung des Finanzergebnisses und der Unternehmenssteuern wie folgt:

Stada AG Jahresüberschuss € Mio.	Ist (bereinigt)			BE (bereinigt) 2017	Planung			CAGR	
	2014	2015	2016		2018	2019	2020	2014-2017	2017-2020
EBIT	322,4	285,3	295,1	329,9	348,4	405,4	432,4	0,8%	9,4%
Finanzergebnis	-69,1	-64,4	-50,9	-42,8	-46,1	-44,1	-39,0		
EBT	253,3	220,9	244,2	287,1	302,3	361,3	393,5	4,3%	11,1%
Ertragsteuern	-61,4	-48,6	-58,4	-76,5	-83,1	-98,5	-105,1		
Jahresüberschuss	191,9	172,3	185,8	210,6	219,2	262,9	288,4	3,2%	11,0%
Kennzahlen (in %)									
Ertragsteuerquote (in % des EBT)	24,2%	22,0%	23,9%	26,6%	27,5%	27,2%	26,7%		
Jahresüberschuss (in % der Umsatzerlöse)	9,3%	8,1%	8,7%	9,1%	9,1%	10,4%	10,8%		

Quelle: Unternehmensinformationen; Analysen des Bewertungsgutachters; Eigene Analysen.

¹⁷⁸ Siehe Abschnitt D.IV.1.c), S. 38.



Finanzergebnis

Der Bewertungsgutachter hat das von der Gesellschaft geplante Finanzergebnis – unter Berücksichtigung der Umgliederungen des Ergebnisses von at equity bewerteten Anteilen in die sonstigen Erträge –¹⁷⁹ ohne Anpassungen übernommen.

Das ausgewiesene Finanzergebnis enthält zum einen Zinsaufwendungen für am Kapitalmarkt aufgenommene Finanzverbindlichkeiten, die über den Planungszeitraum von rd. € 27 Mio. (2018) bis auf rd. € 20 Mio. (2020) sinken. Dieser Rückgang des Zinsaufwands ergibt sich aus Tilgungen und einer unterstellten Refinanzierung des verbleibenden Finanzmittelbedarfs zu günstigeren Konditionen. Wir konnten die aktuell gültigen Konditionen der 14 von der STADA begebenen Schuldverschreibungen und Schuldscheindarlehen zum 30. Juni 2017 mit einem Nominalvolumen von insgesamt € 1,38 Mrd. verifizieren. Diese mittel- bis langfristigen Finanzverbindlichkeiten sind mit einem gewichteten durchschnittlichen Zinssatz von 1,63 % zu bedienen und haben eine Laufzeit von vier bis sieben Jahren.

Zum anderen enthält das Finanzergebnis die von STADA in gleichbleibender Höhe geplanten Aufwendungen aus Devisentermingeschäften (€ 18 Mio.) zur Absicherung der an eine russische Tochtergesellschaft in Rubel vergebenen konzerninternen Darlehen (umgerechnet € 180 Mio.). Aus Konzernsicht sichern diese Geschäfte das Exposure des STADA-Konzerns in Rubel ab. STADA hat den Aufwand aus den Währungsabsicherungsgeschäften – unter Berücksichtigung von Volumeneffekten – auf der Grundlage der Erfahrungen aus der Vergangenheit abgeleitet. Wir konnten diese anhand der uns vorgelegten Unterlagen und ergänzender Erläuterungen der Gesellschaft verifizieren.

Außerdem beinhaltet das Finanzergebnis Zinsaufwendungen für Pensionsverpflichtungen (€ 0,8 Mio.) sowie für die Inanspruchnahme von kurzfristigen Darlehen bzw. Kontokorrentverbindlichkeiten gegenüber Banken zur Finanzierung des Working Capital. Ab dem Geschäftsjahr 2018 ist insoweit ein höheres Working Capital zu finanzieren, da der bis 2017 praktizierte Verkauf von Forderungen künftig entfallen soll. Zinserträge sind angesichts der derzeitigen und der kurz- bis mittelfristig erwarteten Konditionen nicht angesetzt.

Aus unserer Prüfung sind keine Einwendungen gegen die Planung des Finanzergebnisses zu erheben.

Unternehmenssteuern

Die Unternehmenssteuern werden für den deutschen Organkreis zentral und ansonsten dezentral von den jeweiligen planenden Einheiten ermittelt. Ausgehend von den – durch die planenden Einheiten auf Grundlage der jeweiligen steuerlichen Vorschriften berechneten – laufenden Steueraufwendungen wird der Steueraufwand durch die Berücksichtigung latenter Steuern auf Buchwertdifferenzen zwischen den in der Steuerbilanz und der Bilanz nach IFRS bilanzierten Vermögensgegenständen und Schulden adjustiert.

Die Gesellschaft hat auf die sich nach Nutzung von Verlustvorträgen und unter Berücksichtigung steuerlicher Korrektornormen für den deutschen Organkreis ergebene Bemessungsgrundlage den gelten-

¹⁷⁹ In der Vergangenheit wurden auch Ergebnisse aus Beteiligungen umgegliedert.



den KSt-Satz (einschließlich SolZ) von 15,825 %¹⁸⁰ angewandt. Die GewSt für den Organkreis berechnet sich aus der weiteren Berücksichtigung von Hinzurechnungen und Kürzungen sowie eines Zinsvortrags in der Bemessungsgrundlage und dem aktuellen GewSt-Satz für Bad Vilbel von 12,495 %.¹⁸¹ Daraus ergibt sich für die der deutschen Steuer unterliegenden Einkünfte ein kombinierter nominaler Unternehmenssteuersatz von rd. 28,3 %.

Die dezentrale Planung des ausländischen Steueraufwands erfolgt auskunftsgemäß auf Grundlage der jeweils geltenden nationalen Steuergesetzgebung, wobei absehbare Veränderungen, insbesondere der Steuersätze, berücksichtigt sind. Das Beteiligungs-Controlling plausibilisiert die jeweils geplanten Werte. Die ausländischen effektiven Steuerquoten für die sieben größten Landesgesellschaften liegen in einer Bandbreite von rd. 10 % (Serbien) bis rd. 32 % (Russland).

Die vergleichsweise niedrigen effektiven Steuerquoten in den Geschäftsjahren 2014 bis 2016 sind insbesondere durch die Nutzung von steuerlichen Zinsvorträgen bzw. durch die Nutzung körperschaftsteuerlicher und gewerbsteuerlicher Verlustvorträge im deutschen Organkreis beeinflusst. Gegenläufig wirkte im Geschäftsjahr 2016 der Anstieg des gewerbsteuerlichen Hebesatzes in Bad Vilbel. Die demgegenüber deutlich höhere Steuerquote im Hochrechnungsjahr 2017 ergibt sich insbesondere aus den bereits im 3. Quartal 2017 gebildeten Steuerabgrenzungen für künftige Steuerverbindlichkeiten..

Der höheren effektiven Steuerquoten ab 2017 im Vergleich zu den Vorjahren resultieren aus der auslaufenden Nutzung von steuerlichen Verlustvorträgen. Die effektive Steuerquote nähert sich im Planungszeitraum der erwarteten Steuerquote an. Der Rückgang der effektiven Steuerquote über den Detailplanungszeitraum ist im Wesentlichen auf die beschlossenen Absenkungen des nominellen Steuersatzes in Belgien von 34 % (2017) auf 25 % (2020) bzw. in Großbritannien von 20 % (2017) auf 17 % (2020) zurückzuführen.

Der Bewertungsgutachter hat den von der Gesellschaft berechneten Ertragsteueraufwand unverändert in sein Bewertungsmodell übernommen.

Wir haben die Steuerplanung der Gesellschaft durch Abstimmungen und durch eine Plausibilisierung des sich ergebenden Steueraufwands ohne Beanstandungen nachvollziehen können.

¹⁸⁰ 15,0 % zuzüglich 5,5 % von 15,0 %.

¹⁸¹ Produkt aus GewSt-Messzahl (3,5 %) und GewSt-Hebesatz für Bad Vilbel (357 %). Aus Vereinfachungsgründen verzichtet die Gesellschaft darauf, eine Zerlegung durchzuführen. Diese Vereinfachung wirkt nicht zu Lasten der außenstehenden Aktionäre.



cc) Bilanz

Der Bewertungsgutachter hat die Bilanzplanung der Gesellschaft – mit Ausnahme von aus bewertungssystematischen Gründen vorgenommenen Anpassungen – unverändert in sein Bewertungsmodell übernommen.¹⁸² Die Konzernbilanz stellt sich für den Betrachtungszeitraum wie folgt dar:

Stada AG Bilanz € Mio.	Ist (bereinigt)			BE (bereinigt) 2017	Planung			CAGR	
	2014	2015	2016		2018	2019	2020	2014-2017	2017-2020
Immaterielle Vermögensgegenstände	1.631,5	1.649,0	1.582,4	1.501,4	1.470,8	1.496,7	1.534,1	-2,7%	0,7%
Sachanlagen	305,4	321,6	322,7	337,8	369,9	389,3	406,4	3,4%	6,4%
Finanzanlagen	12,6	14,5	16,1	19,3	19,8	20,4	20,9	15,2%	2,7%
Anlagevermögen	1.949,6	1.985,1	1.921,2	1.858,5	1.860,5	1.906,4	1.961,4	-1,6%	1,8%
Vorräte	498,8	501,5	484,9	496,8	546,4	564,4	605,9	-0,1%	6,8%
Forderungen	502,8	485,9	489,1	503,2	595,5	623,0	632,7	0,0%	7,9%
Liquide Mittel	164,2	143,2	352,6	149,1	83,2	107,0	127,5	-3,2%	-5,1%
Sonstiges Umlaufvermögen	170,7	137,6	171,9	102,6	112,5	121,5	150,8	-15,6%	13,7%
Aktive latente Steuern	49,4	34,1	20,8	25,5	25,2	25,6	25,9	-19,8%	0,5%
Umlaufvermögen	1.385,9	1.302,3	1.519,3	1.277,3	1.362,8	1.441,5	1.542,7	-2,7%	6,5%
Summe Aktiva	3.335,5	3.287,4	3.440,4	3.135,7	3.223,3	3.347,9	3.504,1	-2,0%	3,8%
Eigenkapital	903,3	1.018,5	1.047,1	949,9	1.080,8	1.157,8	1.286,9	1,7%	10,7%
Rückstellungen	17,4	22,5	20,3	17,6	15,9	16,4	17,2	0,4%	-0,9%
Passive latente Steuern	166,7	160,2	116,4	99,0	96,5	93,6	91,4	-15,9%	-2,7%
Verzinsliche Verbindlichkeiten	1.524,9	1.390,0	1.510,1	1.364,3	1.272,8	1.264,2	1.252,5	-3,6%	-2,8%
Unverzinsliche Verbindlichkeiten	723,1	696,1	746,6	704,8	757,3	815,9	856,1	-0,9%	6,7%
Summe Passiva	3.335,5	3.287,4	3.440,4	3.135,7	3.223,3	3.347,9	3.504,1	-2,0%	3,8%
Kennzahlen									
Vorratsdauer (in Tagen)	170,1	165,3	159,7	155,5	167,1	170,6	171,4		
Forderungsreichweite (in Tagen)	88,1	82,7	82,3	78,6	88,8	89,0	85,1		
Verbindlichkeitenreichweite (in Tagen)	116,2	108,3	111,0	101,5	101,8	101,2	103,8		
Liquide Mittel (in % der Umsatzerlöse)	8,0%	6,8%	16,5%	6,5%	3,4%	4,2%	4,8%		
Verzinsliches Fremdkapital/EBITDA ¹	3,5	3,6	3,8	3,1	2,6	2,3	2,2		
Eigenkapitalquote (in % der Bilanzsumme)	27,1%	31,0%	30,4%	30,3%	33,5%	34,6%	36,7%		
Return on Capital Employed ²	n.a.	11,7%	12,3%	12,9%	15,1%	17,2%	17,9%		

¹ EBITDA nach vorgenommenen Bereinigungen und Anpassungen des Bewertungsgutachters.

² ROCE = EBIT / investiertes Kapital (Anlagevermögen + Working Capital)

Quelle: Unternehmensinformationen; Analysen des Bewertungsgutachters; Eigene Analysen.

Die Aktivseite erhöht sich im betrachteten Zeitraum 2017 bis 2020 um € 368,4 Mio. Ursächlich hierfür sind im Wesentlichen infolge der Umsatzausweitung steigende Vorräte, aufgrund des Wegfalls von Factoring-Vereinbarungen Anfang 2018 überproportional wachsende Forderungsbestände und Zugänge im Anlagevermögen infolge erhöhter Investitionen, überwiegend aus dem Markteintritt für Biosimilars, der Erweiterung der Produktionskapazitäten sowie einer Umstellung der IT-Infrastruktur.

Die auf die Umsatzleistung bezogene Investitionsquote steigt im Planungshorizont auf 7,1 % und liegt damit in den letzten beiden Planjahren auf dem für die Vergleichsunternehmen im Median erwarteten Niveau. Vorratsdauer und Forderungsreichweite liegen ebenfalls im Bereich der Erwartungen für die Vergleichsunternehmen.

Die liquiden Mittel entwickeln sich uneinheitlich und sind aufgrund des Stichtagsbezugs wenig aussagekräftig. Sie sind u.a. auch durch Rückzahlungen und die Neuaufnahme von langfristigen Fremdverbindlichkeiten beeinflusst. Der erhebliche Rückgang zum 31. Dezember 2018, resultiert maßgeblich aus dem Wegfall des Factorings und ist in der weiteren Entwicklung durch die im Bewertungsmodell unterstellten phasengleichen Dividendenzahlungen beeinflusst.

Nach Aussagen der Gesellschaft ist eine Liquidität für das operative Geschäft von im Durchschnitt mindestens € 140 Mio. bis € 180 Mio. notwendig. Bezogen auf den für das Geschäftsjahr 2020 geplanten Umsatz entspräche dies einer Quote von 5,2 % bzw. 6,7 %.

¹⁸² Vgl. Abschnitt D.IV.1.bd), S. 35 ff., und D.IV.4.a), S. 41 f., sowie Anlage 6 und 7 zum Bewertungsgutachten.



Die Passivseite steigt im Planungszeitraum – unter Berücksichtigung der Rückführung von verzinslichen Verbindlichkeiten – im Wesentlichen durch ein thesaurierungsbedingtes Wachstum des Eigenkapitals und durch den Anstieg unverzinslicher Verbindlichkeiten, in denen Translationseffekte aus Anpassungen des Bewertungsgutachters enthalten sind.

Das plangemäß deutlich verbesserte Ergebnis ermöglicht es der Gesellschaft, Kredite zurückzuführen und Thesaurierungen vorzunehmen, so dass die Eigenkapitalquote deutlich steigt. Diese Entwicklung spiegelt sich auch in der kontinuierlichen Verbesserung der Kennzahl „verzinsliches Fremdkapital/EBITDA“ bis auf 2,2 wieder.

Der in der Vergangenheit deutlich über den Peer-Group-Unternehmen liegende Verschuldungsgrad nähert sich dem Niveau der Peer-Group an. Auch die Rendite auf das eingesetzte Kapital¹⁸³ steigt über den Planungsverlauf deutlich von 12,9 % (2017) auf 17,9 % (2020). Damit übersteigt der ROCE das aktuell bei den Vergleichsunternehmen im Median beobachteten Niveau.

Wir konnten die Bilanzplanung der Gesellschaft unter Berücksichtigung der bewertungssystematischen Anpassungen ohne Beanstandungen verifizieren.

Prüfungsergebnis

Die Planungsrechnung der Gesellschaft ist insgesamt plausibel und kann deshalb – unter Berücksichtigung der aus bewertungssystematischen Gründen durchgeführten Anpassungen – für vorliegende Bewertungszwecke verwendet werden.

d) Konvergenz- und Fortführungsphase

Der Bewertungsgutachter stellt zutreffend fest, dass sich die Gesellschaft zum Ende des Detailplanungszeitraums (2020) noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand befindet.

Zur Ableitung des nachhaltigen EBITDA hat er daher die Ansätze der Detailplanungsphase durch Zwischenschaltung einer technischen Konvergenzphase von drei Jahren in ein nachhaltig im Durchschnitt zu erwartendes EBITDA überführt. Dieses nachhaltige EBITDA bildet die künftige Ertragskraft des STADA-Konzerns bei angenommener unendlicher Unternehmensfortführung und ohne die Durchführung von Erweiterungsinvestitionen, wie z.B. einer Akquisition von Unternehmen oder einzelner Produkt-Portfolien, ab.

Die Analyse der Historie der Gesellschaft sowie der Planung hat ergeben, dass infolge des jährlich steigenden Preisdrucks in den relevanten Absatzmärkten über den Detailplanungszeitraum hinaus ein abschmelzendes Umsatzwachstum zu erwarten ist. Diese Erwartungshaltung teilt der Vorstand der Gesellschaft. Vor dem Hintergrund des weiteren Preis- und Wettbewerbsdrucks im Generikageschäft und den – aus einer bereits starken Marktpositionierung im Markenproduktegeschäft folgenden – geringeren Wachstumsmöglichkeiten sowie unter Berücksichtigung der Chancen, insbesondere durch neue Produkteinführungen wie Biosimilars, und Risiken schätzt der Bewertungsgutachter das nachhaltige

¹⁸³ „ROCE“ = Return on Capital Employed.



Umsatzwachstum auf 1,25 %.¹⁸⁴ Demzufolge hat der Bewertungsgutachter das Umsatzwachstum des letzten Planjahres (2020) durch lineare Abschmelzung auf das nachhaltige Umsatzwachstum von 1,25 % normalisiert. Das sich auf dieser Grundlage ergebende normalisierte nachhaltige Umsatzvolumen beträgt € 2.952,2 Mio.

Wir halten die in dem Bewertungsgutachten angeführten wachstumsbegrenzenden Umstände für angemessen begründet.

Der Bewertungsgutachter hat das nachhaltige EBITDA unter Verwendung des sich so ergebenden Umsatzniveaus durch Ansatz einer normalisierten EBITDA-Marge berechnet. Zur Überprüfung der sich aus den Analysen der Planungsrechnung ergebenden Vorstellungen hat er mit unserer Beteiligung Gespräche mit dem Finanzvorstand der Gesellschaft zur nachhaltigen Profitabilität geführt. Bei Abschätzung der nachhaltig erzielbaren EBITDA-Marge hat der Finanzvorstand die in der Detailplanungsphase berücksichtigte EBITDA-Marge im Vergleich zu der in der Vergangenheit erzielten Größenordnung betrachtet. Das im letzten Planjahr (2020) erreichte Niveau von 21,2 % reflektiert die in der Planung angenommenen Effizienzsteigerungen und Kosteneinsparungen.

Die Bruttomarge von 52,5 % kann nach Einschätzung des Finanzvorstands aufgrund des erwarteten andauernden Preisdrucks und eines damit einhergehenden steigenden Einsparungsbedarfs bei den Herstellungskosten allenfalls als konstant angenommen werden. Diese Annahme beinhaltet bereits erwartete positive Effekte aus dem Biosimilar-Geschäft, das dazu beitragen soll, die Marktposition des STADA-Konzerns nachhaltig zu festigen.

In der Planung ist zur Sicherung der Wettbewerbsposition und des Umsatzvolumens ein steigender Bedarf an Vertriebs- und Marketingaktivitäten abgebildet, der auch nachhaltig fortzuschreiben ist. Eine über das letzte Planjahr (2020) hinausgehende EBITDA-Margenverbesserung ist damit – neben Änderungen im Produktmix zugunsten margenstärkerer Produkte, zu denen auch Biosimilars gehören – nur über Effizienzsteigerungen bzw. Kostensenkungen in den allgemeinen Verwaltungskosten oder Entwicklungskosten möglich. Da in der Detailplanungsphase infolge des Strategiewechsels für Biosimilars erhöhte Entwicklungskosten berücksichtigt sind, die erst zeitlich nachgelagert zu Umsatzerlösen führen, ist damit zu rechnen, dass sich die EBITDA-Marge erhöht.

Der Bewertungsgutachter hat die nachhaltige EBITDA-Marge aus den dargelegten Gründen auf 23,0 % eingeschätzt und einen linearen Anstieg über zwei Jahre auf dieses Niveau modelliert.

Das ist aus unserer Sicht nicht zu beanstanden, zumal auch der Finanzvorstand davon ausgeht, dass eine EBITDA-Marge von 23,0 % am oberen Rand der Schätzungen liegt. Im Vergleich zur Profitabilität in der betrachteten Vergangenheit ist nachhaltig eine substantielle Verbesserung modelliert.

Aufgrund der erforderlichen Investitionen in eigene Produktionsstätten, die Entwicklung von Biosimilars und die IT-Infrastruktur in der jüngeren Vergangenheit sollen sich die Abschreibungen im Planungshorizont der Gesellschaft erwartungsgemäß bereits erhöhen. Vor dem Hintergrund der hohen Kapazitäts-

¹⁸⁴ In Variante 2 hat der Bewertungsgutachter bei Ansatz einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,5 % den Wachstumsabschlag aus Konsistenzgründen mit 1,0 % angesetzt. Zur Würdigung vgl. Abschnitt D.IV.5.c), S. 87 ff.



auslastung und des Alters einiger Produktionsstätten ist nach Einschätzung des Bewertungsgutachters zur Realisierung des nachhaltigen Umsatzvolumens ein nachhaltiger Bruttoinvestitionsbedarf von 7,0 % der Umsatzerlöse erforderlich. Diese Größenordnung liege unter dem langfristig beobachteten Durchschnitt der Vergleichsunternehmen.

Das ist aus unserer Sicht nicht zu beanstanden, zumal auch der Finanzvorstand davon ausgeht, dass die Investitionen langfristig in dieser Größenordnung zu veranschlagen sind.

Auf dieser Grundlage ergeben sich nachhaltige Abschreibungen i.H.v. € 181,8 Mio. und ein nachhaltiges EBIT von € 498,5 Mio. Dieses liegt deutlich über den in der Vergangenheit erzielten und für die Planjahre prognostizierten Ergebnissen.

Vor dem Hintergrund der erhaltenen Erläuterungen und unseres Verständnisses des Geschäftsmodells halten wir die Annahmen des Bewertungsgutachters zur Ableitung des nachhaltig im Durchschnitt zu erwartenden EBITDA bzw. des daraus abgeleiteten EBIT und zur Überleitung dieser Größen in der Konvergenzphase für gut begründet und plausibel. Die zugehörigen Berechnungen konnten wir ohne Beanstandungen nachvollziehen.

Das vom Bewertungsgutachter entwickelte Finanzergebnis wird ab 2021 auf Basis der vorhandenen Liquiditätsbestände in Höhe der von der Gesellschaft als notwendig erachteten operativen Mindestkasse sowie dem vorhandenen Bestand an langfristigem Fremdkapital errechnet.

Über den nach der Detailplanungsphase sich anschließenden Zeitraum konvergiert der Anteil der liquiden Mittel an den Umsatzerlösen auf eine – auch von der Gesellschaft als nachhaltig angesehene – Höhe von 5,8 %. Für diese Bestände unterstellt ValueTrust eine von 0,63 % auf 1,25 % ansteigende Verzinsung.

Der Bewertungsgutachter leitet den ab der Konvergenzphase angesetzten nachhaltigen Fremdkapitalzinssatz von 2,25 % – nach den mit uns geführten Diskussionen – anhand von laufzeitadäquaten Unternehmensanleihen mit einem BBB-Rating ab.

Da die Gesellschaft selbst nicht geratet ist, mussten wir die vom Bewertungsgutachter hierzu erhaltenen Erläuterungen anhand des Peer-Group-Vergleichs sowie anhand von Auskünften der Gesellschaft und eigenen Überlegungen verifizieren. Hinsichtlich der Höhe des nachhaltig angesetzten Fremdkapitalzinssatzes haben wir eigene Untersuchungen auf Basis der in der Vergangenheit beobachtbaren Zinssätze von laufzeitadäquaten Unternehmensanleihen im Healthcare-Sektor mit einem BBB-Rating angestellt. Im Betrachtungszeitraum von 6,5 Jahren ergab sich ein durchschnittlicher Zinssatz von 2,2 %.¹⁸⁵ Aufgrund des derzeit niedrigen Marktzinsumfelds ist nachhaltig mit in der Tendenz ansteigenden Zinssätzen für alle Durationen sowohl bei Guthaben- als auch Kreditzinsen zu rechnen. Unter Berücksichtigung der vorgenommenen Analysen und Überlegungen halten wir sowohl den vom Bewertungsgutachter als nachhaltig angesetzten Fremdkapitalzinssatz als auch den Guthabenzins für liquide

¹⁸⁵ Quelle: S&P Global.



Mittel für vertretbar.¹⁸⁶ Darüber hinaus enthält das Finanzergebnis den Zinsaufwand für Pensionsverpflichtungen i.H.v. 2,0 %.

Der Bewertungsgutachter hat durch Befragung der Gesellschaft verifiziert, dass ein effektiver Steuersatz von 26,7 %, wie er sich rechnerisch aus der von der Gesellschaft im letzten Planjahr (2020) ermittelten Steuerquote ergibt, auch als nachhaltig anzusehen ist.

Das halten wir für plausibel, zumal für den deutschen Organkreis (Steuersatz von 28,3 %) bzw. die in Russland ansässigen Gesellschaften (Steuersatz von 30,0 %), auf die in Summe mehr als die Hälfte der steuerlichen Bemessungsgrundlagen entfallen, höhere Steuern als im Durchschnitt anfallen.

Die vom Bewertungsgutachter in der Konvergenz- und Fortführungsphase unterstellte Entwicklung der Bilanz ist unter Berücksichtigung der historischen Entwicklung einzelner Bilanzposten nebst erhaltener Erläuterungen der Gesellschaft sowie ergänzend auch durch den jeweiligen Vergleich von Kennzahlen mit dem Peer-Group Niveau zu erklären.

Die insoweit durch den Bewertungsgutachter in nachvollziehbarer Höhe implizit berücksichtigten Kennzahlen und Bestandsentwicklungen in der Bilanz bewirken einen Anstieg des ROCE auf 18,4 % (2023),¹⁸⁷ der innerhalb einer Bandbreite des Zehn-Jahres-Durchschnitts (19,5 %) und des Zehn-Jahres-Medians der Peer-Group (16,9 %) liegt.

Prüfungsergebnis

Der Bewertungsgutachter hat die Fortschreibung der Planungsrechnung in der Konvergenz- und Fortführungsphase in plausibler und nachvollziehbarer Weise abgeleitet.

e) Netto-Einnahmen nach persönlichen Ertragsteuern

Nach IDW S 1 ist bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und nach rechtlichen Restriktionen zur Verfügung stehen. Für die Phase der ewigen Rente wird grundsätzlich angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind.

Der Bewertungsgutachter hat in der Detailplanungsphase die von der Gesellschaft geplanten Ausschüttungen angesetzt. Die sich daraus ergebende Ausschüttungsquote beträgt rd. 40 %. Auch in der Konvergenz- und Fortführungsphase hat der Bewertungsgutachter in Fortsetzung der in den letzten Jahren beobachteten und der geplanten Ausschüttungspolitik von STADA eine Ausschüttungsquote von 40 % unterstellt.

¹⁸⁶ In Variante 2 werden von ValueTrust die gleichen Zinssätze wie in Variante 1 verwendet, allerdings infolge der ab dem Jahr 2023 wirkenden Wachstumsrate von 1,0 % auf geringeren Beständen der liquiden Mittel bzw. verzinslichen Verbindlichkeiten, so dass das Finanzergebnis in der ewigen Rente in der Variante 2 um € 0,2 Mio. besser ausfällt.

¹⁸⁷ Der ROCE in Variante 2 liegt bei 18,2 %.



Um Äquivalenz zwischen Zähler und Nenner der Bewertungsgleichung herzustellen, wird in der Literatur empfohlen, für die Bestimmung des nachhaltigen Ausschüttungsverhaltens des Bewertungsobjekts dieselbe Peer Group, die zur Ableitung des Betafaktors herangezogen wurde, zu verwenden. Nach den Feststellungen des Bewertungsgutachters entspricht eine Ausschüttungsquote von 40 % auch dem durchschnittlichen Ausschüttungsverhalten der Vergleichsunternehmen.

Da das Ausschüttungsverhalten der Peer Group Unternehmen sehr uneinheitlich war, haben wir ergänzend Berechnungen durchschnittlicher Marktausschüttungsquoten für deutsche börsennotierte Unternehmen herangezogen. Die Studien bestätigen durchschnittliche Ausschüttungsquoten von 40 % bis 60 %. Die angesetzte Ausschüttungsquote von 40 % liegt am unteren Ende dieser Bandbreite und ist im Hinblick auf das Prüfungsziel einer Angemessenheit der Barabfindung nicht zu beanstanden.

Auf dieser Grundlage halten wir auch das für die Konvergenz- und Fortführungsphase angenommene Ausschüttungsverhalten für sachgerecht.

Der Bewertungsgutachter hat die – nach den zur Finanzierung notwendigen Thesaurierungen – verbleibenden Ausschüttungen entsprechend der vorgenannten Ausschüttungsquote in tatsächliche Ausschüttungen und ggf. verbleibende fiktive Ausschüttungen aufgeteilt.

Die Ergebnisbestandteile, die zur Refinanzierung des Netto-Umlaufvermögens und für Investitionen sowie zur Tilgung von Fremdkapital verwandt werden, stehen den Anteilseignern deshalb nicht zur Verfügung.

Werterhöhend werden dagegen die über der operativen Mindestkasse liegenden freien Ergebnisbestandteile den Anteilseignern als fiktive Reinvestitionen zugerechnet. Dies erfolgt bewertungstechnisch über weitere Thesaurierungen, die den Anteilseignern werterhöhend fiktiv hinzugerechnet werden.

Der Bewertungsgutachter hat die ausschüttbaren Jahresergebnisse von STADA im beschriebenen Verhältnis in Dividenden und Thesaurierungen mit fiktiver Hinzurechnung aufgeteilt. Die Dividenden ergeben sich aus der dargestellten Ausschüttungsplanung. Dividenden sind grundsätzlich um die Abgeltungssteuer von insgesamt 26,375 % zu mindern.

Bei der Berechnung der persönlichen Steuern für die Thesaurierungen mit fiktiver Hinzurechnung verwendet der Bewertungsgutachter – entsprechend einer Empfehlung in der Literatur¹⁸⁸ und der allgemeinen Bewertungspraxis folgend – den hälftigen Nominal-Steuersatz.

Die Empfehlung in der Literatur, für Kursgewinne die hälftige Abgeltungssteuer anzusetzen, wurde im Sommer 2008 und somit zu einer Zeit ausgesprochen, in der die Auswirkungen der nachfolgenden Finanzmarktkrisen allenfalls in Ansätzen bereits spürbar waren und der Basiszinssatz ein deutlich höheres Niveau aufwies. Darüber hinaus unterstellt diese Empfehlung typisierend ein durchschnittliches Unternehmen mit einer durchschnittlichen Risikolage und Ausschüttungsquote.

¹⁸⁸ Vgl. Wagner/Saur/Willershausen, Zur Anwendung der Neuerungen der Unternehmensbewertungsgrundsätze des IDW S 1 i.d.F. 2008 in der Praxis, WPg 2008, S. 731 ff.



Bei der sich auf dieser Grundlage im Durchschnittsfall ergebenden Kursrendite von etwa 5 % und bei Zugrundelegung des geltenden Steuersystems entspricht diese Empfehlung einer als lang erscheinenden Haltedauer von etwa 40 Jahren. Insoweit wirkt diese typisierende Vorgehensweise zugunsten der außenstehenden Aktionäre und ist deshalb auch im vorliegenden Bewertungsfall nicht zu beanstanden.

Bei der Ermittlung der über Thesaurierungen den Aktionären fiktiv zugerechneten Beträgen hat der Bewertungsgutachter – neben den Besteuerungsfolgen auf Ebene der Aktionäre – außerdem berücksichtigt, dass das ab dem Übergangsjahr (2023) sowie in der ewigen Rente angesetzte Wachstum der Unternehmensergebnisse – bei im eingeschwungenen Zustand stabilen Bilanzrelationen – mit einem entsprechenden Wachstum der Bilanz einhergeht.

Zur Finanzierung des nachhaltigen operativen Wachstums hat er daher in zutreffender Weise eine zusätzliche Thesaurierung angesetzt und zum Erhalt der nachhaltigen Verschuldungsquote eine Aufnahme zusätzlicher Finanzverbindlichkeiten berücksichtigt. Der Teilbetrag der Thesaurierung aus dem sich so ergebenden Saldo (Variante 1: € 18,0 Mio.)¹⁸⁹ ist nicht in den Wertbeitrag aus unmittelbarer Zurechnung einzubeziehen. Diese Vorgehensweise wurde auch von Gerichten bestätigt.¹⁹⁰

Wir halten das von ValueTrust bei der Bewertung von STADA gewählte Vorgehen im Hinblick auf das Ausschüttungsverhalten und die damit verbundene Besteuerung aus den dargelegten Gründen zusammenfassend für sachgerecht und angemessen.

Prüfungsergebnis

Die Netto-Einnahmen für die Aktionäre von STADA sind sachgerecht aus der integrierten Planung unter Berücksichtigung der persönlichen Steuern abgeleitet.

5. Kapitalisierungszinssatz

Der Unternehmenswert bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Netto-Einnahmen an die Unternehmenseigner. Zur Ableitung des Barwerts dieser Überschüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert.

Diese Rendite lässt sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen. Bei der Ermittlung von Basiszinssatz und Risikoprämie sind steuerliche Einflüsse zu berücksichtigen. Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach Ende der Detailplanungsphase wird der Kapitalisierungszinssatz um einen Wachstumsabschlag gemindert.

¹⁸⁹ Variante 2: € 14,3 Mio.

¹⁹⁰ Vgl. z.B. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11, ZIP 2012, S. 124 ff.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. September 2011, 20 W 7/08, AG 2012, S. 135 ff.

a) **Basiszinssatz**

Bei der Ermittlung des Basiszinssatzes ist zu berücksichtigen, dass die Investition in das zu bewertende Unternehmen mit einer laufzeitäquivalenten risikolosen Alternativanlage zu vergleichen ist. Soweit ein Unternehmen mit zeitlich unbegrenzter Laufzeit bewertet wird, müsste als Basiszinssatz die am Bewertungsstichtag gültige Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten risikolosen Kapitalmarktanlage herangezogen werden.

Am deutschen Kapitalmarkt existieren weder Anleihen ohne Risiko noch solche mit unendlicher Laufzeit. Somit kann der Basiszinssatz nicht direkt am Kapitalmarkt beobachtet werden. Deshalb vertritt die herrschende Meinung die Auffassung, dass für die Ermittlung des Zinssatzes risikoloser Anlagen der Zinssatz für langfristige Anleihen der öffentlichen Hand als quasi-risikolose Kapitalmarktanlagen herangezogen werden kann.

Da inländische Anleihen der öffentlichen Hand mit unbegrenzter Laufzeit als laufzeitäquivalente Alternativanlagen am deutschen Kapitalmarkt nicht notiert sind, muss das Renditeniveau für eine unendliche Laufzeit geschätzt werden.

Der IDW S 1 empfiehlt konkret, den Basiszinssatz ausgehend von aktuellen Zinsstrukturkurven abzuleiten.¹⁹¹ Diese Empfehlung hat der FAUB durch die in den IDW-FN erschienenen Hinweise zur Ermittlung des Basiszinssatzes auf der Grundlage von Marktdaten anhand von Zinsstrukturkurven konkretisiert.¹⁹²

Zinsstrukturkurven können auf verschiedene Weise abgeleitet oder geschätzt werden. Nach den Empfehlungen des FAUB soll aus Objektivierungsgründen einheitlich auf die Datenbasis der Deutschen Bundesbank oder auf die methodisch vergleichbaren Daten der Europäischen Zentralbank zurückgegriffen werden.

Die Zinsstrukturkurve wird von der Deutschen Bundesbank seit 1997 mit Hilfe der sog. Svensson-Methode auf börsentäglicher Basis geschätzt. Es handelt sich dabei um die direkte Schätzung der Zinssätze von Nullkuponanleihen auf Basis beobachteter Umlaufrenditen von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen mit Restlaufzeiten bis zu 30 Jahren. Für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zinssätze von Nullkuponanleihen kann nach Ansicht des FAUB – vor dem Hintergrund der in die von der Deutschen Bundesbank entwickelten Exponentialfunktion einbezogenen Restlaufzeiten sowie aufgrund allgemeiner Prognoseunsicherheiten – im Regelfall der ermittelte Zinssatz von Nullkuponanleihen mit einer Restlaufzeit von 30 Jahren als nachhaltiger Schätzwert angesetzt werden.

Bei Verwendung einer Zinsstrukturkurve sind die zu diskontierenden Erträge grundsätzlich für jedes Jahr mit dem jeweiligen laufzeitäquivalenten Zinssatz abzuzinsen. Aus Praktikabilitätsgründen wird üblicherweise aus der Zinsstrukturkurve ein einheitlicher Basiszinssatz für den gesamten Zeitraum berechnet. Dabei wird in Abhängigkeit von der Länge des Planungszeitraums und der angenommenen

¹⁹¹ Vgl. IDW S 1, Rz. 117.

¹⁹² Vgl. IDW-FN 2005, S. 555 f., IDW-FN 2008, S. 490 f. und IDW-FN 2013, S. 363 ff.



Wachstumsrate für die sich daran anschließende Phase der ewigen Rente finanzmathematisch ein barwertäquivalenter einheitlicher Zinssatz aus der Zinsstrukturkurve berechnet.

Der FAUB schlägt weiter vor, zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler insbesondere bei den für Unternehmensbewertungen typischerweise relevanten langfristigen Renditen nicht alleine die zum Bewertungsstichtag geschätzten Zerobondrenditen zu verwenden, sondern auf Durchschnittsgrößen abzustellen. Diese periodenspezifische Durchschnittsbildung zum Bewertungsstichtag soll aus den in den vorangegangenen drei Monaten geschätzten Renditen abgeleitet werden.¹⁹³ Dabei ist eine Auf- wie Abrundung des Basiszinssatzes auf Viertel Prozentpunkte in der Bewertungspraxis üblich¹⁹⁴ und in der Rechtsprechung anerkannt.¹⁹⁵

In der Literatur werden die Vorschläge des FAUB, zur Komplexitätsreduktion bzw. zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler auf Durchschnittsgrößen abzustellen, als auch die bisherige Praxis, auf Viertel Prozentpunkte zu runden, vereinzelt kritisiert.

Wir halten die beschriebene Vorgehensweise aus den angeführten Gründen dennoch für sachgerecht und weisen darüber hinaus darauf hin, dass angesichts der Unsicherheiten, die mit der Prognose zukünftiger Ergebnisse verbunden sind, und der erforderlichen Rundung bei der Ableitung der Marktrisikoprämie ein mit mehreren Nachkommastellen angesetzter Basiszinssatz eine Genauigkeit vortäuscht, die bei Unternehmensbewertungen nach allgemeiner Erkenntnis nicht erzielbar ist.

In der Rechtsprechung wird die Festlegung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank als sach- und interessengerecht angesehen, da durch das Abstellen auf die hypothetischen Zerobond-Zinssätze einer notwendigen Objektivierung Rechnung getragen wird.¹⁹⁶

Der Bewertungsgutachter hat einen einheitlichen Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern von – auf Viertel Prozentpunkte gerundeten – 1,25 % ermittelt. Dieser Zinssatz beruht auf einer Schätzung des künftigen durchschnittlichen Zinsniveaus aus Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für den Zeitraum 9. September bis 8. Dezember 2017.

Für die Umrechnung der laufzeitspezifischen Zinssätze in einen – aus Darstellungsgründen zur Vereinfachung – einheitlich für alle Perioden angesetzten Basiszinssatz hat der Bewertungsgutachter eine typisiert um jährlich 1,0 % wachsende Zahlungsreihe verwendet.

Wir haben die Berechnungen des Bewertungsgutachters zur Bestimmung des festgelegten Basiszinssatzes verifiziert. Unsere eigenen, zusätzlich vorgenommenen Berechnungen¹⁹⁷ zeigen, dass der unge-

¹⁹³ Zustimmend zur Durchschnittsbildung für viele z.B. jüngst OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6. Juni 2016, I-26 W 4/12 [AktE], AG 2017, S. 487 ff., OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 20. Juli 2016, 21 W 21/14, http://www.lareda.hessenrecht.hessen.de/lexsoft/default/hessenrecht_lareda.html#docid:7847889, zuletzt abgerufen am 22. November 2017.

¹⁹⁴ Die aktuelle Empfehlung des FAUB macht die Genauigkeit der Rundung vom Zinsniveau abhängig (vgl. F&A zu IDW S 1 i.d.F. 2008, Stand: 4. Juli 2016, IDW Life 2016, S. 732 ff.). Vor dem Hintergrund des anhaltenden Niedrigzinsumfeldes empfiehlt der FAUB, bei einem aus den Zinsstrukturdaten abgeleiteten Basiszinssatz vor persönlichen Steuern von weniger als 1,0 % eine Rundung auf lediglich Zehntel Prozentpunkte vorzunehmen.

¹⁹⁵ Vgl. z.B. OLG Saarbrücken, Beschluss vom 11. Juni 2014, 1 W 18/13, ZIP 2014, S. 1784 ff.

¹⁹⁶ Vgl. in der jüngeren Rechtsprechung z.B. Beschlüsse des OLG Düsseldorf vom 12. November 2015, I-26 W 9/14, AG 2016, S. 331 ff.; des OLG München vom 5. Mai 2015, 31 Wx 366/13, ZIP 2015, S. 1166 ff.; des OLG Frankfurt am Main vom 26. Januar 2015, 21 W 26/13, http://www.lareda.hessenrecht.hessen.de/lexsoft/default/hessenrecht_lareda.html#docid:7305235, zuletzt abgerufen am 22. November 2017.



rundete Wert für den Basiszinssatz in sämtlichen Variationen größer als 1,25 % ist. Somit wirkt die Abrundung im vorliegenden Bewertungsfall nach heutigen Erkenntnissen tendenziell werterhöhend.

Bei der Überprüfung, ob die Barabfindung zum Zeitpunkt der HV am 2. Februar 2018 mindestens dem anteiligen Unternehmenswert entspricht bzw. ob die aus der angebotenen Barabfindung abgeleitete Ausgleichszahlung weiterhin angemessen ist, wird zu berücksichtigen sein, dass der Basiszinssatz nach der vom FAUB empfohlenen Methode grundsätzlich unter Berücksichtigung der drei dann jüngst zurückliegenden Monate neu zu bestimmen wäre. Eine Änderung des Unternehmenswerts sowie von Abfindung und Ausgleich muss mit einer eventuellen Änderung des Basiszinssatzes nicht zwangsläufig verbunden sein, da Auswirkungen auf die übrigen Bewertungsparameter gleichermaßen zu überprüfen wären.

Der angesetzte Basiszinssatz vor Steuern von 1,25 % lässt sich durch Ansatz der Abgeltungssteuer auf Zinserträge (insgesamt 26,375 %) in einen Basiszinssatz nach persönlichen Steuern von 0,92 % umrechnen.

Prüfungsergebnis

Wir halten den angesetzten Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern von 0,92 % zusammenfassend für begründet und angemessen.

b) Risikozuschlag

ba) Erfassung des Risikos

Aus Sicht des Investors birgt die Anlage in ein Unternehmen höhere Risiken als der Erwerb von Gläubigerpapieren der öffentlichen Hand. Zur Herstellung der Risikoäquivalenz zwischen den Entscheidungsalternativen kann die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse grundsätzlich als Abschlag vom Betrag der finanziellen Überschüsse oder als Zuschlag zum Kapitalisierungszinssatz in die Bewertung eingehen.

Die national wie international gängige Risikozuschlagsmethode hat den Vorteil, dass sie sich auf empirisch beobachtbares Verhalten stützen kann. Unabhängig davon, welche Form und Ausprägung eine Risikonutzenfunktion theoretisch annimmt, kann mit der Risikozuschlagsmethode eine marktorientierte Vorgehensweise bei der Bemessung der Risikoprämien abgebildet werden. Die Risikozuschlagsmethode entspricht dem IDW S 1 und der in der Bewertungspraxis üblichen Vorgehensweise.

Bei der Bemessung des Risikozuschlags ist grundsätzlich auf die Risikopräferenz des Anteilseigners abzustellen. Bei einer Vielzahl von Aktionären ist es allerdings nicht möglich, deren individuelle Risikoneigung zu erheben. Daher ist es im Rahmen der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte üblich, für die Bemessung des Risikozuschlages auf Kapitalmarktpreisbildungsmodelle zurückzugreifen und den Risikozuschlag unmittelbar vom Kapitalmarkt abzuleiten. Durch diese Annahme wird es mög-

¹⁹⁷ Verwendung auch der konkreten Zahlungsreihe der angesetzten Netto-Einnahmen unter Ansatz eines nachhaltigen Wachstums von 1,25 % bzw. 1,0 %, Verwendung auch der Daten für den zum 20. Dezember 2017 endenden Dreimonatszeitraum.



lich, die Risikoeinschätzung einer Vielzahl von Aktionären, die sich über Angebot und Nachfrage im Börsenkurs niederschlägt, im Bewertungsmodell abzubilden.

Da sich das zu bewertende Unternehmen hinsichtlich seiner spezifischen Risikostruktur von den übrigen Unternehmen, für die Risikoprämien am Markt beobachtet werden können, unterscheidet, müssen entsprechende Anpassungen am Risikozuschlag vorgenommen werden. Dabei soll der unternehmensspezifische Risikozuschlag sowohl das operative Risiko aus der Art der betrieblichen Tätigkeit als auch das vom Verschuldungsgrad beeinflusste Kapitalstrukturrisiko abdecken.

Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung anhand kapitalmarkttheoretischer Modelle wird im IDW S 1 explizit auf das Capital Asset Pricing Model¹⁹⁸ bzw. das Tax-CAPM, welches das Standard-CAPM um die Wirkung persönlicher Ertragsteuern ergänzt, verwiesen.

Der Risikozuschlag ermittelt sich nach dem CAPM bzw. dem Tax-CAPM aus der Multiplikation des durchschnittlichen Marktpreises für die Risikoübernahme auf dem Kapitalmarkt (Marktrisikoprämie) und dem unternehmensspezifischen Risiko (Betafaktor). Das Marktrisiko ergibt sich als Differenz zwischen der Rendite einer Gruppe von börsennotierten Unternehmen¹⁹⁹ und der Rendite einer quasi-risikofreien Kapitalmarktanlage (Basiszinssatz). Die Messung des unternehmensindividuellen Risikos erfolgt über den Betafaktor, der sich aus der Kovarianz der Renditeschwankung eines Wertpapiers zur Markttrenditeschwankung ergibt. Er beschreibt somit die Sensitivität der Rendite eines Wertpapiers im Verhältnis zur Entwicklung des zugrunde liegenden Marktportfolios. Entspricht im Einzelfall das Risiko des zu bewertenden Unternehmens dem Risiko des herangezogenen Aktienportfolios, stimmt die Rendite des Aktienportfolios mit dem Kapitalisierungszinssatz überein.

Die Anwendung des CAPM für Zwecke der Ermittlung des Risikozuschlags bei Unternehmensbewertungen ist in Literatur und Rechtsprechung nicht unumstritten. In der Rechtsprechung wird vereinzelt unter Hinweis auf die zahlreichen grundsätzlichen Bedenken gegen das Modell die Anwendung des CAPM abgelehnt. Begründet wird dies unter anderem damit, dass der Kapitalmarkt aufgrund seiner Unvollkommenheit keine zuverlässigen Informationen über den zukünftigen Risikoumfang eines Unternehmens biete.

Trotz aller Kritik stellt das CAPM weiterhin das sowohl von der herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur als auch von der Bewertungspraxis präferierte Berechnungsmodell für die Festlegung des Risikozuschlages dar.²⁰⁰ Diese Schlussfolgerung wird in der jüngeren Rechtsprechung ebenfalls fast durchgängig gezogen.²⁰¹

¹⁹⁸ „CAPM“.

¹⁹⁹ I.d.R. in einem Börsen-Index zusammengefasst.

²⁰⁰ Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPg 2004, S. 889 ff.

²⁰¹ Vgl. z.B. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 5. Februar 2016, 21 W 69/14, AG 2016, S. 588 ff.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12. November 2015, I-26 W 9/14, a.a.O.; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 23. Juli 2015, 12a W 4/15, AG 2016, S. 220 ff.; OLG München, Beschluss vom 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, <http://www.gesetze-bayern.de/Content/Document/Y-300-Z-BECKRS-B-2014-N-03894?hl=true&AspxAutoDetectCookieSupport=1>, zuletzt abgerufen am 22. November 2017.



Das OLG Frankfurt am Main bestätigt des Weiteren, dass das CAPM gegenüber der freien Schätzung des Risikozuschlags bereits aufgrund seiner höheren Transparenz überlegen ist und betont, dass das CAPM derzeit das wichtigste Modell zur Feststellung risikogerechter Kapitalkosten darstelle.²⁰²

Prüfungsergebnis

Aus den oben genannten Gründen halten wir es auch im konkreten Bewertungsfall für sachgerecht, den Risikozuschlag unter Heranziehung des CAPM bzw. Tax-CAPM zu ermitteln.

bb) Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie kann entweder unmittelbar zukunftsorientiert oder auf der Grundlage historischer Kapitalmarktanalysen ermittelt werden. Auch wenn die unmittelbar zukunftsorientierte Ermittlung²⁰³ konzeptionell zwar den Vorteil besitzt, auf erwarteten Zahlungen und aktuellen Preisen zu basieren, hat sich diese aufgrund einiger konzeptioneller Nachteile in der Praxis bislang noch nicht vollumfänglich durchgesetzt.²⁰⁴ Die Empfehlungen des IDW zur Marktrisikoprämie gehen deshalb weiterhin von historisch beobachteten Renditen aus, ergänzen diese allerdings inzwischen um weitere Überlegungen, die auch die Entwicklung impliziter Kapitalkosten beinhalten.

Demzufolge stehen historische Kapitalmarktanalysen weiterhin im Zentrum der Überlegungen zur Ableitung der künftigen Marktrisikoprämie. In Betriebswirtschaftslehre und Bewertungspraxis ist umstritten, welche Kapitalmarktuntersuchungen die beobachtbare Marktrisikoprämie zutreffend abbilden. Im Ergebnis haben die zahlreichen veröffentlichten Kapitalmarktuntersuchungen mehrheitlich zumindest verdeutlicht, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit überwiegend höhere Renditen erzielten als Anlagen in quasi-risikolose Anleihen der öffentlichen Hand.

Bei der Beurteilung von Kapitalmarktuntersuchungen ist zu beachten, dass die Ergebnisse internationaler Studien nicht ohne weiteres auf deutsche Verhältnisse übertragbar sind. Zum einen berücksichtigen diese Studien nicht die Besonderheiten des deutschen Steuersystems. Zum anderen ist der deutsche Kapitalmarkt mit seiner im internationalen Vergleich geringeren Zahl von börsennotierten Gesellschaften nicht ohne Einschränkungen insbesondere mit den angelsächsischen Kapitalmärkten vergleichbar.

Hinsichtlich der vorliegenden inländischen Kapitalmarktuntersuchungen wird eine Wertung und damit deren Heranziehen für die Ermittlung der erwarteten zukünftigen Marktrisikoprämie im CAPM dadurch erschwert, dass die Studien keine einheitliche Datenbasis bei der Ermittlung von in der Vergangenheit beobachteten Marktrisikoprämien verwenden. Dies zeigt sich bei den vorliegenden Untersuchungen sowohl an den unterschiedlichen Referenzzeiträumen und Referenzindizes sowie der nicht einheitlichen Einbeziehung von Inflation und Ertragsteuern als auch an der Art der Mittelwertbildung einzelner historischer Marktrisikoprämien zu einem repräsentativen Gesamtwert durch arithmetische oder geometrische Berechnung. Auch die Vergleichbarkeit der inländischen Kapitalmarktuntersuchungen ist damit nur mit Einschränkungen gegeben.

²⁰² Vgl. Beschluss vom 2. Mai 2011, 21 W 3/11, http://www.lareda.hessenrecht.hessen.de/lexsoft/default/hessenrecht_lareda.html#docid:4507881, zuletzt abgerufen am 22. November 2017.

²⁰³ Z.B. durch Befragung von Experten oder durch Modelle zur Schätzung impliziter Eigenkapitalkosten.

²⁰⁴ Vgl. Franken/Schulte in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2015, § 6 Rz. 45 ff.



Eine Stellungnahme zur konkreten Höhe der erwarteten Marktrisikoprämie hat der Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW²⁰⁵ erstmals in seiner 84. Sitzung am 10. Dezember 2004 abgegeben.²⁰⁶ Danach hielt er es für sachgerecht, wenn bei Unternehmensbewertungen mit Bewertungsstichtagen nach dem 31. Dezember 2004 eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern i.H.v. 5,0 % bis 6,0 % zugrunde gelegt wird, sofern dem nicht Besonderheiten im zu beurteilenden Einzelfall entgegenstehen.

Die Empfehlung des AKU wurde insbesondere auf die Ergebnisse einer Kapitalmarktuntersuchung von Stehle gestützt. Diese hat die Marktrisikoprämie unter expliziter und differenzierter Berücksichtigung von persönlichen Steuern ermittelt.²⁰⁷ Sie wird u.a. deshalb vom AKU bzw. vom FAUB als besonders geeignet angesehen, zukünftige Marktrisikoprämien i.R.d. Unternehmensbewertung zu schätzen.

In dieser Studie werden am deutschen Kapitalmarkt für den gewählten Referenzzeitraum (1955 bis 2003) Risikoprämien nach persönlichen Ertragsteuern von 6,66 % (arithmetisches Mittel, CDAX²⁰⁸) bzw. 3,83 % (geometrisches Mittel, CDAX) berechnet. Ausgehend von der durch arithmetische Mittelwertbildung so abgeleiteten Marktrisikoprämie nach Steuern von 6,66 % und unter Berücksichtigung eines Abschlags i.H.v. 1,0 bis 1,5 Prozentpunkten hielt Stehle für Zwecke der Unternehmensbewertung einen Ansatz von 5,5 % für die zukünftige Marktrisikoprämie für vertretbar. Er spricht sich im Ergebnis dafür aus, für Zwecke der Unternehmensbewertung eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,5 % zu verwenden.

Die von Stehle gewählte Vorgehensweise zur Ermittlung der zukünftigen Marktrisikoprämien wird insbesondere aufgrund des von ihm gewählten Referenzzeitraums und seiner Festlegung, für die Mittelwertbildung das arithmetische Mittel zu verwenden, teilweise auch heute noch kontrovers diskutiert.

Hinsichtlich der Frage, ob eine Durchschnittsbildung durch arithmetische oder geometrische Berechnung die Marktrisikoprämie der Vergangenheit zutreffend abbildet, hat sich in der betriebswirtschaftlichen Forschung nach unseren Erkenntnissen eine abschließende Meinung noch nicht herausgebildet. In der US-amerikanischen Bewertungsliteratur ist eine Reihe von empirischen Studien veröffentlicht, aus denen die Schlussfolgerung gezogen werden kann, dass die tatsächliche Marktrisikoprämie zwischen dem arithmetischen und dem geometrischen Mittel und nicht bei einem der Extremwerte liegt.

Auch das OLG Frankfurt am Main hält es im Rahmen seiner Einschätzung im Einklang mit der Empfehlung des IDW für sinnvoll, einen zwischen dem geometrischen und dem arithmetischen Mittel liegenden Wert heranzuziehen, um eine realistische Marktrisikoprämie zu ermitteln, solange diese Fragestellung nicht wissenschaftlich geklärt ist.²⁰⁹

²⁰⁵ Vorläufer des FAUB, „AKU“.

²⁰⁶ Vgl. IDW-FN 2005, S. 70 f.

²⁰⁷ Vgl. Stehle, WPg 2004, S. 921 ff.

²⁰⁸ Composite DAX (marktbreitetester deutscher Aktienindex).

²⁰⁹ Vgl. Beschluss vom 5. März 2012, 21 W 11/11, AG 2012, S. 417 ff., und Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11, ZIP 2012, S. 126 ff.



Das OLG Karlsruhe kommt ebenfalls zu dem Schluss, dass „eine eindeutige Festlegung der Marktrisikoprämie“ nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich sei. Demnach gibt es neben dem arithmetischen Mittel mehrere vertretbare Methoden.²¹⁰

Bei Errechnung eines Durchschnitts aus arithmetisch und geometrisch gebildeten Mittelwerten ergibt sich auf Basis der von Stehle ermittelten Marktrisikoprämien unter Berücksichtigung typisierter Ertragsteuern für den CDAX ein Wert von 5,25 %.

Bezieht man auch weitere Studien mit sehr langen Beobachtungszeiträumen in die Betrachtung mit ein und hält gleichermaßen den Mittelwert aus arithmetischem und geometrischem Mittel der Jahresrenditen für einen pragmatischen Ansatz zur Schätzung der Marktrisikoprämie, so erscheint die Bandbreite, die das IDW für Bewertungsstichtage vor dem 1. Januar 2009 empfohlen hat (5,0 % bis 6,0 % nach persönlichen Steuern), als Ausgangspunkt für weitere Betrachtungen auch aus heutiger Sicht als nicht unplausibel.

Die Fortschreibung der empirischen Untersuchung von Stehle durch Ballwieser, Kruschwitz und Löffler bis zum Jahr 2006²¹¹ ergab für den CDAX einen Anstieg der geschätzten arithmetisch ermittelten Nachsteuer-Marktrisikoprämie auf 7,22 % und der geometrisch ermittelten Nachsteuer-Marktrisikoprämie auf 4,56 %, im Mittel auf 5,89 %.

Bei der Ableitung der zukünftigen Marktrisikoprämie können die empirisch beobachteten, historischen Marktrisikoprämien jedoch nur die Ausgangsbasis weiterer Überlegungen bilden.

Um dem Äquivalenzprinzip der Zukunftsbezogenheit in der Unternehmensbewertung Rechnung zu tragen, schlägt Stehle in diesem Zusammenhang einen Abschlag auf die historisch für die Marktrisikoprämie gemessenen Werte vor. Diesen begründet er mit besseren Möglichkeiten der Anleger zur Risikobegrenzung aufgrund von Diversifikation und einem eventuell zukünftig niedrigeren Risiko von Kursschwankungen. Der Abschlag wird in der Stehle-Studie ohne nähere Erläuterung mit 1,0 bis 1,5 %-Punkten beziffert.

Der Ansatz eines solchen Abschlages wird in der Literatur kontrovers diskutiert. Teilweise wird sogar die Meinung vertreten, dass eine gegenteilige Entwicklung zu erwarten ist. Eine Mehrheitsmeinung hat sich nach den uns vorliegenden Erkenntnissen bisher nicht gebildet.

Der FAUB hat sich bei Bewertungsstichtagen vor dem 1. Januar 2009 im Ergebnis für den Ansatz einer zukünftigen Marktrisikoprämie von 5,0 % bis 6,0 % nach persönlichen Ertragsteuern ausgesprochen. Dies ist – trotz der dargestellten Unsicherheit über die Ermittlung der in der Vergangenheit beobachteten Marktrisikoprämien und der daraus abgeleiteten zukünftigen Marktrisikoprämie – nach unserer Auffassung nicht zu beanstanden.

²¹⁰ Vgl. Beschluss vom 23. Juli 2015, 12a W 4/15, a.a.O.

²¹¹ Vgl. Ballwieser/Kruschwitz/Löffler, WPg 2007, S. 768 ff.



Die Empfehlungen des IDW zur Höhe der Marktrisikoprämie für den Zeitraum zwischen dem 1. Januar 2005 und der Einführung der Abgeltungssteuer wurden auch von der obergerichtlichen Rechtsprechung gebilligt.²¹²

Nach Etablierung einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,0 % bis 6,0 % für Bewertungsstichtage ab dem 1. Januar 2005 wurde die Besteuerung von Kapitalanlagen in Deutschland mit der Unternehmenssteuerreform 2008 zum Jahreswechsel 2008/2009 grundlegend reformiert. Dieser Systemwechsel konnte nicht ohne Einfluss auf die künftig zu erwartende Marktrisikoprämie bleiben.

Es war nachfolgend nicht mehr (vereinfachend und unternehmenswerterhöhend) davon auszugehen, dass Kursgewinne steuerfrei bleiben. Allerdings ist seitdem auch zu berücksichtigen, dass die Haltedauer von Aktien einen Einfluss auf die effektive Steuerlast hat, da eine Verschiebung der Steuerlast in die Zukunft einen Barwertvorteil für den Aktienanleger zur Folge hat. Die Höhe dieses Barwertvorteils hängt unter anderem von der Länge der Haltedauer der Aktien ab.

Um den Einfluss der Unternehmensteuerreform 2008 auf die Höhe der Marktrisikoprämie exakt errechnen zu können, müsste ein durchschnittlicher Kursgewinnsteuersatz unter Berücksichtigung der Abgeltungssteuer bekannt sein. Um diesen Kursgewinnsteuersatz zu bestimmen, wären insbesondere Informationen über die durchschnittliche Haltedauer von Aktien in Depots von Privatanlegern und über die Entwicklung der Wertpapierkurse während der Haltedauer erforderlich. Solange diese Informationen infolge des verhältnismäßig kurzen Zeitraums seit Einführung der Abgeltungssteuer nicht vorliegen, sind die tatsächlichen Auswirkungen auf die Höhe der Marktrisikoprämie noch zu schätzen.

Der FAUB hat seinerzeit die Ansicht geäußert, dass sich die Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern durch die Auswirkungen der Steuerreform leicht mindern kann.²¹³

Die Renditeforderung der Anteilseigner nach Steuern sei allein Ausdruck der Risikoaversion. Die Renditeforderung (nach Steuern) ist also unabhängig vom Steuersystem. Wenn durch die einheitliche Abgeltungssteuer für künftige Veräußerungsgewinne zusätzliche persönliche Steuern auf eine Investition am Kapitalmarkt anfallen, werden zum Ausgleich höhere Renditeforderungen an die Unternehmen gestellt. Wenn höhere Renditeforderungen am Kapitalmarkt – u.a. wegen ausländischer Aktionäre, die durch die Unternehmenssteuerreform im Allgemeinen keine Erhöhung der Steuerbelastung hinnehmen müssen – nicht voll durchsetzbar sind, reduziert sich die realisierbare Nachsteuerrendite für den typisierten inländischen Anteilseigner. Dieser modellhafte Wirkungszusammenhang wurde durch eine Untersuchung zur Steuerreform 2003 in den USA empirisch bestätigt.

Der FAUB hat seinerzeit auf der Grundlage einer Simulationsrechnung für Bewertungsstichtage nach der Einführung der Kursgewinnbesteuerung zum 1. Januar 2009 eine Bandbreite der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 4,0 % bis 5,0 % empfohlen. Dieser Bandbreite entspricht – bei dem seinerzeitigen Basiszinsniveau – eine Renditeforderung der Marktteilnehmer von rd. 8 % nach persönlichen Steuern.

²¹² Vgl. z.B. OLG München, Beschluss vom 26. Juli 2012, 31 Wx 250/11, BB 2012, S. 2062 ff.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4. Juli 2012, I-26 W 8/10, NZG 2012; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 5. März 2012, 21 W 11/11, a.a.O.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, ZIP 2012, S. 133.

²¹³ Vgl. Ergebnisbericht-Online über die 95. Sitzung des FAUB vom 29. November 2007.



Die obergerichtliche Rechtsprechung hat auch die Empfehlungen des IDW zur Höhe der Marktrisikoprämie nach Einführung der Abgeltungsteuer überwiegend anerkannt.²¹⁴

Angesichts der in Folge der Finanz- und Kapitalmarktkrise erheblich gefallen – bei kurzen Laufzeiten teilweise sogar negativen – Renditen von Bundesanleihen und der sich daraus ergebenden niedrigen Realverzinsung von (quasi-)risikolosen Anleihen hat die Bewertungspraxis seit 2011 über die Stabilität von Kapitalisierungszinssätzen für Zwecke der Unternehmensbewertung diskutiert.

Der FAUB hat zu dieser Frage mit Datum vom 10. Januar 2012 – vorbehaltlich der Ausarbeitung ergänzender Hinweise und Empfehlungen anhand weiterer Untersuchungen – zunächst die Empfehlung gegeben, zu prüfen, ob der erhöhten Unsicherheit am Kapitalmarkt und der damit gestiegenen Risikoaversion mit dem Ansatz der Marktrisikoprämie am oberen Rand der zuvor genannten Bandbreite Rechnung zu tragen ist. Auf der Arbeitstagung des IDW im Januar 2012 wurde diese Empfehlung des FAUB von einigen Diskussionsteilnehmern bereits als möglicherweise nicht ausreichend angesehen.

In der aufgrund der weiteren Diskussion und der dazu veröffentlichten Fachbeiträge sowie der Entwicklung der Zinssätze zuletzt gegebenen Empfehlung (zuletzt bekräftigt am 24. April 2017) hält der FAUB es für sachgerecht, sich derzeit bei der Bemessung der Marktrisikoprämien an einer Bandbreite von 5,5 % bis 7,0 % (vor persönlichen Steuern) bzw. 5,0 % bis 6,0 % (nach persönlichen Steuern) zu orientieren.

Der Bewertungsgutachter hat eigene Überlegungen zur Höhe der Marktrisikoprämie vor und nach persönlichen Steuern angestellt. Auf der Grundlage von beobachteten Marktrenditen über einen längeren Zeitraum und impliziten Marktrenditen ab dem zweiten Halbjahr 2011 kommt er zu dem Ergebnis, dass die künftige Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern in einer Größenordnung zwischen 7,0 % und 7,5 % liegt. Auf dieser Grundlage hält er im vorliegenden Bewertungsfall den Ansatz einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 7,0 % und nach persönlichen Steuern von 6,0 % für angemessen. Er ist deshalb bei seinen Berechnungen in Variante 1 von einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 6,0 % ausgegangen. Da es nach seinen Feststellungen marktüblich ist, bei der Bestimmung von aktienrechtlichen Kompensationsleistungen die Mitte der vom IDW empfohlenen Bandbreite heranzuziehen, hat er seinen Berechnungen in Variante 2 eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,5 % zugrunde gelegt.²¹⁵

Wir haben die Berechnungen, die der Bewertungsgutachter zur Begründung der von ihm in Variante 1 angesetzten Marktrisikoprämie angeführt hat, verifiziert. Wir sind der Auffassung, dass sich anhand derer Ergebnisse rechtfertigen lässt, im vorliegenden Bewertungsfall aus der vom IDW aktuell empfohlenen Bandbreite den oberen Rand als maßgeblich anzusehen. Unter Bezugnahme auf die vorstehend dargelegten, nicht abschließend geklärten Fragen ließe sich allerdings auch eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,0 % begründen.

²¹⁴ Vgl. stellvertretend für viele: OLG München, Beschluss vom 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, AG 2014, S. 453 ff.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013, 20 W 3/13, ZIP 2013, S. 2203 ff.; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 2. Mai 2011, 21 W 3/11, a.a.O.

²¹⁵ Aus Konsistenzgründen hat der Bewertungsgutachter die nachhaltige Wachstumsrate in dieser Variante mit 1,0 % angesetzt.



Demzufolge halten wir den Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,5 %, also in der Mitte der vom IDW empfohlenen Bandbreite, ebenso für vertretbar wie den Ansatz einer Marktrisikoprämie von 6,0 %, also am oberen Rand der vom IDW empfohlenen Bandbreite.

Eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,5 % für Bewertungsstichtage nach der Finanzmarktkrise wird zunehmend auch in der jüngeren Rechtsprechung anerkannt.²¹⁶

Prüfungsergebnis

Aus den dargelegten Gründen ist der für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern mit 6,0 % gewählte Ansatz (Variante 1) ebenso vertretbar wie der Ansatz einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,5 % (Variante 2).

bc) Betafaktor

Die für ein Gesamtmarktportfolio geschätzte Risikoprämie (Marktrisikoprämie) ist unter Verwendung des CAPM im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens anzupassen. Das Verhältnis zwischen dem allgemeinen Marktrisiko und dem individuellen, unternehmens- und branchenspezifischen Risiko wird durch den sog. Betafaktor ausgedrückt.

Ebenso wie die Marktrisikoprämie kann auch der Betafaktor entweder unmittelbar zukunftsorientiert oder auf der Grundlage historischer Kapitalmarktdaten ermittelt werden.²¹⁷ Die zukunftsorientierte Ermittlung des Betafaktors hat sich aufgrund konzeptioneller Nachteile bislang ebenso wenig durchgesetzt wie eine zukunftsorientierte Ermittlung der Marktrisikoprämie.²¹⁸

Bei der Ermittlung von Betafaktoren auf der Grundlage historischer Kapitalmarktdaten ist es erforderlich, zunächst historische Betafaktoren zu ermitteln, um darauf basierend eine Schätzung der künftigen Risikolage vorzunehmen.

In der Bewertungspraxis ist zu beobachten, dass für nahezu identische Zeiträume deutlich voneinander abweichende Betafaktoren abgeleitet werden. Bereits die Parameterauswahl kann erhebliche Auswirkungen auf die Höhe des gemessenen Vergangenheits-Betafaktors haben.

Das beobachtete Vergangenheitsbeta hängt insbesondere von dem gewählten Vergleichsindex, der Länge der Schätzperiode, der Periodizität der zugrunde gelegten Indizes sowie von der Definition des Beginns und des Endes der Referenzperiode ab.

²¹⁶ Vgl. u.a. OLG Hamburg, Beschluss vom 18. September 2015, 13 w 44/14, (nicht veröffentlicht); LG Hamburg, Beschluss vom 26. September 2014, 403 HKO 19/13, BeckRS 2014, S. 20493; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 26. Januar 2017, 21 W 75/15, DB 2017, S. 713.

²¹⁷ Daneben auch anhand fundamentaler Unternehmenskennzahlen. Dieser Ansatz folgt aber nicht dem Erklärungszusammenhang des CAPM; vgl. Franken/Schulte in Fleischer/Hüttemann, a.a.O., § 6 Rz 75.

²¹⁸ Vgl. hierzu Abschnitt D.IV.5.bb), S. 72 ff.



bca) Vergleich mit dem Marktportfolio

Da der Betafaktor die Sensitivität der Kursreaktion einer Aktie auf Wertveränderungen des Marktportfolios zum Ausdruck bringt, ist vorweg die Frage zu klären, wie sich das Marktportfolio zusammensetzt.

Aus modelltheoretischer Sicht besteht das Marktportfolio aus allen weltweit existierenden riskanten Anlagemöglichkeiten und ist nicht nur auf Aktien beschränkt. Praktisch lässt sich dieses theoretisch richtige, weltweite Marktportfolio nicht beobachten.

Allerdings sind zumindest für Aktienmärkte auch internationale, teilweise weltweite Indizes etabliert. In der Bewertungspraxis werden deshalb teilweise internationale, teilweise aber auch möglichst marktbreite nationale Indizes als Maßstab verwendet. Durch die letztgenannte Vorgehensweise können wechselkursbedingte Verzerrungen vermieden werden. Deshalb kann es auch sachgerecht sein, einen möglichst marktbreiten nationalen Index als Maßstab für das unternehmensspezifische Risiko zu verwenden. Wir halten beide Vorgehensweisen grundsätzlich für zulässig.

Der Bewertungsgutachter hat marktbreite nationale Indizes mit hoher Marktabdeckung zur Ableitung der Betafaktoren herangezogen.

Wir haben alternativ Berechnungen anhand des weltweiten Index „MSCI World“ durchgeführt. Dabei haben sich keine Anhaltspunkte dafür ergeben, dass die vom Bewertungsgutachter gewählte Vorgehensweise einseitig zu Lasten der außenstehenden Aktionäre wirkt. Die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters ist somit im vorliegenden Fall nicht zu beanstanden.

bcb) Betrachtungszeitraum und Periodizität des Vergleichs

Vergangenheits-Betas sind bei Anbietern von Finanzmarktdaten regelmäßig für unterschiedliche Schätzperioden und Intervalle²¹⁹ erhältlich.

Für die Regressionsanalyse ist eine bestimmte Anzahl von Datenpunkten erforderlich, um zu statistisch signifikanten Aussagen gelangen zu können. Die statistisch relevante Datenmenge wird mit 30 bis 100 Datenpunkten angegeben.²²⁰ In der Bewertungspraxis werden Betafaktoren – um genügend Datenpunkte zu erhalten – deshalb zumeist auf wöchentlicher Basis für einen Zwei-Jahres-Zeitraum (104 Datenpunkte) oder auf monatlicher Basis für einen Fünf-Jahres-Zeitraum (60 Datenpunkte) erhoben.

Eine tägliche Messung von Renditen würde zwar einen höheren Stichprobenumfang ermöglichen. Sie wird in der Bewertungspraxis allerdings eher selten gewählt, da sie tendenziell ungünstigere empirische Eigenschaften aufweist und die sich auf ihrer Grundlage ergebenden Betafaktoren stärker schwanken als bei der Messung in längerfristigen Intervallen.

In der Literatur wird insbesondere auch der sog. Intervalling-Effekt gegen die Verwendung einer täglichen Messung von Renditen angeführt. Bei geringer Liquidität im Handel einer Aktie reagieren die Kurse nur verzögert auf neue Informationen und sind somit nicht synchron zum gewählten Referenzindex.

²¹⁹ Täglich, wöchentlich, monatlich.

²²⁰ Vgl. Schneeweiß, Ökonometrie, 1990, S. 6.



Deshalb werden in der Bewertungspraxis zumeist Wochen-Betas erhoben. Dabei wird in der Regel nicht vom Durchschnittskurs der Handelswoche, sondern vom Schlusskurs des letzten Handelstags der Woche ausgegangen.

Monatliche Renditen hingegen haben günstigere statistische Eigenschaften, so dass sich auch Verzerrungen des Betafaktors mit zunehmender Länge des Renditeintervalls vermindern. Aus diesem Grund werden Betafaktoren in der Bewertungspraxis oftmals auch auf monatlicher Basis für einen Fünf-Jahres-Zeitraum erhoben. Dabei wird in der Regel vom Schlusskurs des letzten Handelstags des Monats ausgegangen.

Gegen die Verwendung von Monats-Betas spricht allerdings, dass zur Erzielung einer ausreichenden Anzahl von Datenpunkten (sehr) lange Zeiträume betrachtet werden müssen, so dass die Vergleichbarkeit aufgrund struktureller Brüche stark eingeschränkt sein kann. Andererseits kann ein längerer Betrachtungszeitraum dann von Vorteil sein, wenn sich dadurch die Effekte von Marktverwerfungen, wie sie sich aus der Finanzmarktkrise ergeben haben können, nivellieren lassen. Zudem entspricht ein fünf-jähriger Zeitraum im Allgemeinen eher der Länge eines Konjunkturzyklus als ein kürzerer Zeitraum.

Der Bewertungsgutachter stellt im vorliegenden Bewertungsfall primär auf wöchentliche Betafaktoren über den Zweijahreszeitraum vom 9. Dezember 2015 bis 8. Dezember 2017 ab. Auf diese Weise würden nach seiner Auffassung auch die jüngsten Entwicklungen an den Kapitalmärkten berücksichtigt und Veränderungen im Geschäftsmodell der Vergleichsunternehmen, die länger als zwei Jahre zurückliegen, nicht in die Ableitung des Betafaktors einfließen. Der Bewertungsgutachter stellt ergänzend auch eine Ableitung des Betafaktors über einen Fünfjahreszeitraum vom 9. Dezember 2012 bis 8. Dezember 2017 auf Basis monatlicher Daten dar.

Wir haben darüber hinaus eigene Analysen vorgenommen, bei denen wir auch die Betrachtungszeiträume und Periodizitäten variiert haben. Dabei haben sich keine Anhaltspunkte dafür ergeben, dass die vom Bewertungsgutachter gewählte Vorgehensweise einseitig zu Lasten der außenstehenden Aktionäre wirkt. Die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters ist somit im vorliegenden Fall nicht zu beanstanden.

bcc) Belastbarkeit historischer Betas

Die Belastbarkeit des Betafaktors kann anhand statistischer Gütemaße (Bestimmtheitsmaß, t-Test) und Liquiditätskennzahlen („Free Float“, „Bid-Ask-Spread“) beurteilt werden.

Die genannten statistischen Gütemaße werden in der Bewertungspraxis herangezogen, um die Aussagekraft beobachteter Betafaktoren zu messen (Bestimmtheitsmaß) bzw. um die ermittelten Betafaktoren als Ja-Nein-Entscheidung zu bestätigen oder abzulehnen (t-Test).

Der Bewertungsgutachter hat die Belastbarkeit der Betafaktoren ausschließlich anhand des t-Tests überprüft. Soweit der t-Test für den jeweils betrachteten Referenzzeitraum und -index auf mangelnde statistische Signifikanz hindeutete, hat er den jeweiligen Betafaktor nicht berücksichtigt.



In der Literatur wird die Aussagekraft dieses statistischen Gütemaßes zunehmend gerügt und vereinzelt darauf hingewiesen, dass die Liquidität im Handel einer Aktie ein geeigneteres Kriterium zur Beurteilung der Aussagekraft von Betafaktoren sei.

Voraussetzung für die Messung eines aussagekräftigen Betafaktors sei danach vor allem, dass wertrelevante Informationen zeitnah im Aktienkurs verarbeitet werden, was bei Aktien mit hoher Liquidität im Regelfall gewährleistet sei. Für Aktien mit geringer Liquidität würden regelmäßig Betafaktoren bestimmt, die das tatsächliche systematische Risiko unterschätzen.

Die Bewertungspraxis zieht deshalb zunehmend – ausschließlich oder ergänzend zu den beschriebenen Gütemaßen – die Liquidität einer Aktie als weiteres Kriterium zur Beurteilung der Aussagekraft von Betafaktoren heran. Dazu wird üblicherweise u.a. eine Analyse des Bid-Ask-Spreads vorgenommen.

Ein hoher Bid-Ask-Spread wird aufgrund der damit einhergehenden hohen Transaktionskosten für Investoren als Indikator für die mangelhafte Liquidität einer Aktie angesehen. Diese Transaktionskosten können aufgrund der nachfolgend beschriebenen Wirkungsweise eine systematische Verzerrung des ermittelten Betafaktors gegen Null zur Folge haben.

Grundsätzlich geht ein geringes Handelsvolumen mit höheren Transaktionskosten einher. Der „Bid-Kurs“ einer Aktie liegt im Allgemeinen unter ihrem „Ask-Kurs“. Ein Investor erhält durch den Verkauf der Aktie weniger, als er für einen gleichzeitigen Kauf der Aktie hätte zahlen müssen. Je enger Bid- und Ask-Kurse beieinanderliegen, umso einfacher und verlässlicher lassen sich auch umfangreiche Orders zu oder nahe dem letztgehandelten Kurs ausführen. In diesem Zusammenhang wird von Markttiefe gesprochen.

Somit liegt der Bid-Ask-Spread bei Aktien mit einem geringen Handelsvolumen im Allgemeinen deutlich über dem Bid-Ask-Spread sehr liquider Aktien. Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit geringem Handelsvolumen müssen deshalb einen erheblich höheren Abschlag auf ihre Brutto-Rendite hinnehmen als Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit hohem Handelsvolumen. Infolgedessen wird ein rationaler Investor nicht unmittelbar auf jede neue Kapitalmarktinformation reagieren, da er bei jeder Transaktion erhebliche Renditeabschläge durch die höheren Bid-Ask-Spreads hinnehmen müsste.

Wir haben daher ergänzend die Liquidität der Aktien der Vergleichsunternehmen geprüft. Auf dieser Basis erachten wir die Überprüfung der Belastbarkeit der Betafaktoren als sachgerecht und angemessen.



bcd) Prognoseeignung historischer Betafaktoren

Die beobachteten historischen Betafaktoren müssen nicht zwangsläufig auch das Risiko abbilden, dem das Bewertungsobjekt zukünftig unterliegt. Im Rahmen gutachterlicher Abwägung ist unter Würdigung der beobachteten historischen Beta-Werte ein zukünftiger Betafaktor zu schätzen. Den in der Vergangenheit unter anderem für unterschiedliche Perioden ermittelten Betas kommt insoweit lediglich eine Indikatorfunktion zu.

Über die aufgeführten Fragen zur Periodizität der Messung und der Güte der sich so ergebenden Daten sowie des zum Vergleich herangezogenen Marktportfolios ist es bei der praktischen Ermittlung eines Betafaktors oftmals entscheidend, ob das „raw Beta“ oder das „adjusted Beta“ herangezogen wird.

Das raw Beta wird auch als historisches Beta bezeichnet und kann unmittelbar aus den beobachteten Kapitalmarktdaten berechnet werden. Neben diesem kann ein adjusted Beta berechnet werden. Letzteres setzt sich zu einem Drittel aus dem Marktportfolio-Beta (definitionsgemäß = 1,0) und zu zwei Dritteln aus dem raw Beta zusammen.

Mit dieser Gewichtung sollen Fehler ausgeglichen werden, die dadurch entstehen können, dass hohe historische Betas zur Überschätzung und niedrige historische Betas zur Unterschätzung des „wahren“ Betas führen. Diese Vorgehensweise geht auf ein ursprünglich von Blume entwickeltes autoregressives Anpassungsverhalten, mit dem Verzerrungen historischer Daten korrigiert werden sollen, zurück.²²¹

Einige weitere Untersuchungen kommen diesbezüglich zu dem Ergebnis, dass Anpassungsverfahren wie der Blume-Schätzer bessere Vorhersagen für Betafaktoren als „naive“ Prognosen ergeben.²²²

Auch wenn dort verschiedene Bandbreiten von möglichen Anpassungsfaktoren angegeben werden, hat sich das oben genannte Verhältnis von einem Drittel zu zwei Dritteln in der Bewertungspraxis bewährt und – sofern derartige Anpassungen vorgenommen werden – auch durchgesetzt.

Der Bewertungsgutachter hat vorliegend keine Anpassung der für die Vergangenheit ermittelten Betafaktoren vorgenommen, sondern den Ansatz des raw Beta gewählt.

Hinsichtlich der Verwendung des raw Beta oder des adjusted Beta hat sich nach unseren Erkenntnissen bisher weder in der Literatur noch in der Rechtsprechung eine abschließende Mehrheitsmeinung gebildet. In der Bewertungspraxis werden deshalb beide Methoden angewandt.

Wir haben zu dieser Frage eine Vielzahl von gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen mit Kompensationsleistungen statistisch ausgewertet. Im Ergebnis zeigt sich, dass weder die eine noch die andere Methode dominant ist, und dass sich auch kein Trend zur Verwendung einer der beiden Methoden erkennen lässt.

²²¹ Vgl. Blume, The Journal of Finance, March 1971, S. 8.

²²² Vgl. z.B. Schmid/Wolf, Cost of Capital Estimation with Application to Workers Compensation Ratemaking, 2009; Gray/Hall/Bowman/Brailsford/Faff/Officer, The performance of alternative techniques for estimating equity betas of Australian firms, 2005; Zimmermann, Schätzung und Prognose von Betawerten, 1997, S. 251 ff.



Vor dem Hintergrund der vorstehenden Ausführungen ist es zusammenfassend nicht zu beanstanden, bei der Bewertung der STADA für die Schätzung des künftigen Unternehmensrisikos das raw Beta zu verwenden, zumal diese Vorgehensweise im vorliegenden Fall nicht wertmindernd wirkt.

bce) Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos

Bei der Analyse der so ermittelten Werte ist weiter zu beachten, dass die am Kapitalmarkt erhobenen Betafaktoren in ihrer Gesamtheit sowohl das operative Risiko des jeweiligen Unternehmens als auch dessen individuelles Kapitalstrukturrisiko abbilden.

Nach herrschender Meinung ist davon auszugehen, dass ein höherer Verschuldungsgrad mit einem höheren finanziellen Risiko für das Eigenkapital verbunden ist und dass ein solcher deshalb höhere Risikozuschläge (für das Eigenkapital) nach sich zieht. Um die Vergleichbarkeit abweichend verschuldeter anderer Unternehmen („Peers“) mit dem Bewertungsobjekt²²³ herzustellen, werden daher die erhobenen Betafaktoren üblicherweise um das jeweilige Kapitalstrukturrisiko bereinigt („unlevern“) und anschließend an das Kapitalstrukturrisiko des Bewertungsobjekts angepasst („relevern“). Gegebenenfalls ist der Betafaktor im Zeitablauf entsprechend einer Änderung der Kapitalstruktur anzupassen.

In der Praxis wird im Bewertungskalkül unter Berücksichtigung des sog. Debt Beta zudem oftmals unterstellt, dass die Fremdkapitalgeber einen Teil des operativen Risikos übernehmen und ihre Renditeforderung entsprechend um eine Risikoprämie erhöhen. Entsprechend der Risikoübernahme der Fremdkapitalgeber verringert sich das von den Eigenkapitalgebern übernommene Restrisiko und sinkt die von den Eigenkapitalgebern geforderte Risikoprämie.

Im vorliegenden Bewertungsfall wurde der dargestellte Ansatz bei der Umrechnung der Betafaktoren verwendet. Der Bewertungsgutachter hat für die Berechnung des Debt Beta den jeweils aus Ratings oder impliziten Fremdkapitalkosten abgeleiteten Credit Spread zusätzlich um darin enthaltene sog. unsystematische Risiken bereinigt.

Grundsätzlich halten wir die Verwendung des Debt Beta-Ansatzes und die vom Bewertungsgutachter dazu getroffenen Annahmen für sachgerecht, die Bereinigung des Credit Spread aber nicht zwingend für erforderlich. Diese Vorgehensweise wirkt sich aber nicht zu Lasten der außenstehenden Aktionäre aus und ist daher nicht zu beanstanden.

bcf) Betafaktor der Gesellschaft versus Betafaktoren von Vergleichsunternehmen

Bei Unternehmen, deren Aktien an Börsen gehandelt werden, ist es grundsätzlich möglich, den Betafaktor aus den Börsenkursen direkt abzuleiten. Dabei greift man auf historische Renditeentwicklungen zurück.

Diese Renditeentwicklungen sind jedoch in vielen Fällen von bestimmten Ereignissen bzw. Faktoren beeinflusst und geben das Unternehmensrisiko bisweilen nicht sachgerecht wieder. Eine Entkoppelung vom Marktgeschehen durch Übernahmeangebote, Spekulationen oder Marktengpässe stellen solche Verzerrungen der Renditeentwicklung von Aktien dar.

²²³ Bzw. dem im Zeitablauf möglicherweise in unterschiedlichem Umfang verschuldeten Bewertungsobjekt.



Für STADA als börsennotiertes Unternehmen liegen für die Vergangenheit am Kapitalmarkt beobachtbare Betafaktoren vor. Der Bewertungsgutachter hat deshalb den Handel in STADA-Aktien analysiert.

Es kann nach seiner Auffassung davon ausgegangen werden, dass die Entwicklung des Börsenkurses der STADA-Aktie spätestens ab Dezember 2016 durch Übernahmegerüchte und die sich daran anschließenden tatsächlichen Übernahmeangebote und damit weniger von der wirtschaftlichen Entwicklung der Gesellschaft selbst beeinflusst war. Diese These ist nach unserer Auffassung nachvollziehbar.²²⁴

Wenn der historische Betafaktor des Bewertungsobjekts bei der Ableitung des zukünftigen Betafaktors – wie im vorliegenden Fall – nicht herangezogen werden kann, ist es im CAPM erforderlich, hinsichtlich der Risikolage vergleichbare Unternehmen zu identifizieren, für die relevante Betafaktoren ermittelt werden können.

Da andere Unternehmen nicht in jeder Hinsicht vergleichbar sind, versucht die Bewertungspraxis im Allgemeinen mehrere Unternehmen der relevanten Branche in die Betrachtung mit einzubeziehen, um durch eine Durchschnittsbildung dem Umstand Rechnung zu tragen, dass jedes einzelne Vergleichsunternehmen nicht vollständig mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar ist. Dieser Vorgehensweise liegt darüber hinaus auch der Gedanke zugrunde, dass sich Vergleichsunternehmen und Bewertungsobjekt in ihrer gemeinsamen Branche künftig hinsichtlich Chancen und Risiken weiter annähern.²²⁵

Das OLG Düsseldorf²²⁶ hat unter Hinweis auf eine Entscheidung des OLG Celle²²⁷ das „Referenzgruppen-Verfahren“ als eine „seriöse Methode“ für die Bestimmung des Betafaktors bezeichnet.

Der Bewertungsgutachter hat bei der Suche nach Vergleichsunternehmen zum einen berücksichtigt, dass die Unternehmen der Peer Group hinsichtlich Chancen und Risiken mit dem Bewertungsobjekt weitgehend vergleichbar sein müssen. Zum anderen hat er berücksichtigt, dass für die potentiellen Vergleichsunternehmen historische Handelsdaten in ausreichendem Umfang und ausreichender Qualität zur Verfügung stehen müssen.

Bei der Bestimmung geeigneter Vergleichsunternehmen hat der Bewertungsgutachter einen primären und einen sekundären Ansatz verfolgt.

Beim primären Ansatz hat er auf Basis einer Datenabfrage beim Informationsdienstleister S&P Global 36 Unternehmen der pharmazeutischen Industrie identifiziert, die wie STADA den wesentlichen Teil ihrer Erlöse mit Generika und/oder Markenprodukten erzielen. Beim sekundären Ansatz hat er anhand von Marktstudien, Analystenreports sowie internen Marktanalysen von STADA 54 Unternehmen aus dem Gesundheitswesen identifiziert, die ebenfalls ein vergleichbares Risikoprofil aufweisen. Insgesamt hat der Bewertungsgutachter somit 90 potenzielle Vergleichsunternehmen identifiziert („Long List“).

²²⁴ Vgl. auch Abschnitt D.IV.5.bcf), S. 79, und D.IV.7.c), S. 92.

²²⁵ Das genügt auch nach Auffassung von Gerichten; vgl. z.B. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 1. April 2015, 12a W 7/15, AG 2015, S. 549 ff.

²²⁶ Vgl. Beschluss vom 27. Mai 2009, I-26 W 5/07, ZIP 2007, S. 2029 ff.

²²⁷ Vgl. Beschluss vom 19. April 2007, 9 W 53/06, AG 2007, S. 865 ff.



Die der Analyse zugrundeliegenden Dokumente wie auch die Kriterien für die Aufnahme einzelner Unternehmen in die Long List wurden uns nicht im Einzelnen offen gelegt. Auf Basis eigener Abfragen bei S&P Global und eigener Analysen von Marktstudien, Analystenreports und der im Datenraum eingestellten internen Marktanalysen haben wir kein weiteres mögliches Vergleichsunternehmen identifiziert, welches ähnlich gut oder besser das Risikoprofil der STADA abbildet als die Unternehmen der vom Bewertungsgutachter gebildeten Long List.

In einem zweiten Schritt hat der Bewertungsgutachter die Long List auf Grundlage eines Scoring-Modells in eine „Short-List“ überführt. Auf Grundlage der im Bewertungsgutachten ausführlich beschriebenen Vorgehensweise hat der Bewertungsgutachter die zwölf verbleibenden und im Bewertungsgutachten beschriebenen Vergleichsunternehmen, die die operative Risikosituation von STADA bestmöglich abbilden, als finale Peer Group festgelegt.

Wir konnten die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters ohne Beanstandungen verifizieren. Namentlich halten wir insbesondere die Anwendung eines Scoring-Modells und die vom Bewertungsgutachter dabei im Einzelnen gewählten Kriterien und deren Gewichtung für sachgerecht.

In der Bewertungspraxis – und auch im vorliegenden Bewertungsfall – enthält die Peer Group Unternehmen mit Sitz im Ausland. Gegen die Auswahl von Vergleichsunternehmen, die – im Gegensatz zum Bewertungsobjekt – ihren Sitz und/oder eine Börsennotierung im Ausland haben, wird oftmals eingewandt, sie seien deshalb nicht hinreichend vergleichbar.

Die Risikosituation wird im Allgemeinen jedoch nicht vom Sitz oder dem Ort der Börsenzulassung, sondern u.a. vom geografischen Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit beeinflusst. Dieses Kriterium wurde bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen beachtet.

Auch die Rechtsprechung hält die gewählte Vorgehensweise hinsichtlich des Auslandsbezugs für zulässig.²²⁸

Zusammenfassend halten wir die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters bei der Auswahl der Unternehmen der Peer Group für systematisch und hinsichtlich ihrer konkreten Durchführung für angemessen. Gegen die Ableitung der im Bewertungsgutachten aufgeführten und beschriebenen Vergleichsunternehmen sind im Hinblick auf das Bewertungsergebnis keine Einwendungen zu erheben.

bcg) Ermittlung und Höhe des Betafaktors

Der Bewertungsgutachter hat mit der dargestellten Methodik verschuldete Zwei-Jahres-Betafaktoren zum 8. Dezember 2017 auf der Grundlage von raw Betas durch wöchentliche Regression gegen einen gängigen marktbreiten Index abgeleitet und in unverschuldete Betafaktoren umgerechnet.

Der Bewertungsgutachter stellt die ermittelten Einzelwerte der verschuldeten Betafaktoren, des Verschuldungsgrads und der unverschuldeten Betafaktoren je Vergleichsunternehmen in einer Tabelle dar und errechnet aus diesen sowohl den arithmetischen Durchschnitt als auch den Median. Zu Informati-

²²⁸ Vgl. z.B. OLG Stuttgart, Beschluss vom 3. April 2012, 20 W 7/09, vom 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, und vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08, ZIP 2011, S. 1709 ff.; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 5. März 2012, 21 W 11/11, a.a.O.; OLG Celle, Beschluss vom 19. April 2007, 9 W 53/06, ZIP 2007, S. 2025 ff.



onszwecken stellt er auch die entsprechenden Fünf-Jahres-Betafaktoren auf der Grundlage monatlicher Messungen dar. In einigen Fällen genügt die Liquidität des jeweiligen Aktienhandels für den betrachteten Referenzzeitraum und -index, den der Bewertungsgutachter gewählt hat, allerdings nicht dem gewünschten Niveau. In diesen Fällen wurde der Betafaktor nicht in die Durchschnittsbildung einbezogen.

Für die Peer Group ergibt sich eine Bandbreite für den unverschuldeten Betafaktor von 0,28 bis 1,02. Das arithmetische Mittel der unverschuldeten Betafaktoren beträgt 0,74, der Median 0,77.

Aufgrund des sich aus der Planung ergebenden Anstiegs des ROCE und der nach seiner Auffassung ambitionierten Planungsrechnung hält der Bewertungsgutachter auch einen Betafaktor von 0,8 für begründbar. Nach den im Verlauf der Bewertungs- und Prüfungsarbeiten geführten Diskussionen hat der Bewertungsgutachter einen unverschuldeten Betafaktor von 0,75 für die Schätzung des operativen Risikos der STADA angesetzt.²²⁹

Der Bewertungsgutachter hat den unverschuldeten Betafaktor für die Ermittlung des Risikozuschlags bei der Bewertung der STADA mit dem Ertragswertverfahren periodenspezifisch an die sich verändernde Kapitalstruktur auf Werte, die von 0,95 auf 0,92 (Variante 1) bzw. von 0,94 auf 0,91 (Variante 2) sinken, angepasst.

Die bei der Umrechnung des unverschuldeten Betafaktors von 0,75 in periodenspezifische verschuldete Betafaktoren andiskutierten, verbleibenden Fragen haben wir nicht abschließend mit dem Bewertungsgutachter diskutiert, da die von ihm vertretene Vorgehensweise zu einer geringfügigen Erhöhung des Unternehmenswerts führt. Die Ermittlung der verschuldeten Betafaktoren ist nicht zu beanstanden.

Prüfungsergebnis

Der sich aus der Messung des Börsenhandels in STADA-Aktien ergebende Betafaktor ist nicht relevant. Unter Würdigung des Geschäftsmodells von STADA halten wir den für die Bewertung von STADA auf der Grundlage eines Vergleichs mit anderen börsennotierten Unternehmen gewählten Betafaktor für angemessen.

c) Wachstumsabschlag

Künftiges Wachstum der finanziellen Überschüsse von Unternehmen resultiert einerseits aus Thesaurierungen und deren Wiederanlage im Unternehmen und andererseits organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten.

In der Detailplanungsphase und in der Konvergenzphase sind die Wachstumspotenziale in der fortgeführten Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen enthalten, da deren einzelne

²²⁹ Der Bewertungsgutachter hat die sich auf dieser Grundlage in Variante 1 ergebenden unverschuldeten und verschuldeten Eigenkapitalkosten vor persönlichen Steuern mit den durchschnittlichen unverschuldeten und verschuldeten impliziten Eigenkapitalkosten der Peer Group sowie der Branche Pharma & Healthcare der Region, Deutschland, Österreich und Schweiz über einen Beobachtungszeitraum von sechs Jahren analysiert und dargestellt. Er kommt zu dem Ergebnis, dass diese Analyse keinen Hinweis dafür gibt, dass die von ihm angesetzten Eigenkapitalkosten nicht angemessen wären. Des Weiteren hat er auch die realisierten „Total Shareholder Returns“ dieser Vergleichsgruppen sowie des MSCI World Pharma, Biotech & Life Sciences, hier über einen Beobachtungszeitraum von 20 Jahren, analysiert und dargestellt. Auch aus dieser Analyse ergäben sich keine Anhaltspunkte dafür, dass die von ihm angesetzten Eigenkapitalkosten zu hoch wären. Wir haben auch diese Analysen verifiziert und halten die aus ihnen gezogene Schlussfolgerung des Bewertungsgutachters für nachvollziehbar.



Komponenten als nominale Größen geplant sind. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum ist deshalb nicht erforderlich.

Auch in der Phase der ewigen Rente werden sich die Posten von Bilanz und GuV und somit auch die Netto-Einnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum lässt sich grundsätzlich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden.

Die in der Phase der ewigen Rente thesaurierten und den Anteilseignern bewertungstechnisch fiktiv unmittelbar zugerechneten Beträge bilden bereits einen wesentlichen Teil des zukünftigen Wachstums ab. Die Abbildung dieses thesaurierungsbedingten Wachstums könnte wertäquivalent auch durch eine Diskontierung der dadurch generierten zusätzlichen Ausschüttungen vorgenommen werden.

Unter der Voraussetzung, dass STADA die Kapitalkosten, welche die eigene Risiko- und Finanzierungsstruktur reflektieren, nachhaltig verdient, korrespondieren die zukünftig wachsenden Ausschüttungen direkt mit dem Wertbeitrag aus thesaurierungsbedingten Wertsteigerungen. Somit ist der wesentliche Teil des künftigen, durch Thesaurierungen finanzierten operativen Wachstums bereits durch die unmittelbare Zurechnung des Wertbeitrags aus Wertsteigerungen berücksichtigt.

Darüber hinausgehende Wachstumspotenziale – z.B. temporär begrenzte zusätzliche Wachstumseffekte, die auf zeitlich begrenzt erzielbaren Überrenditen aufgrund besonderer Markt- und Branchenbedingungen oder spezieller Unternehmensmerkmale beruhen und inflationsbedingte Wachstumseffekte – sind bei der dargestellten bewertungssystematischen Vorgehensweise im Wachstumsabschlag zu berücksichtigen.

Allerdings unterscheiden sich die unternehmensspezifischen inflationsbedingten Wachstumseffekte von gesamtwirtschaftlichen Indikatoren wie der allgemeinen Preissteigerungsrate, die durch die Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex gemessen wird, oder der Preisentwicklung auf Beschaffungsmärkten. So werden unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumseffekte durch die jedes Unternehmen individuell treffenden Preisänderungen auf den Beschaffungsmärkten, die Fähigkeit des Unternehmens zur kontinuierlichen Generierung von Effizienzgewinnen sowie seine eigenen Fähigkeiten zur Durchsetzung von Preiserhöhungen auf dem Absatzmarkt bestimmt.

Unter Berücksichtigung der aktuellen volkswirtschaftlichen Rahmendaten in den Regionen, in denen die STADA tätig ist, sowie vor dem Hintergrund des bereits intensiven Markt- und Wettbewerbsumfelds und nachhaltig erwarteten Preisdrucks im Gesundheitswesen hat der Bewertungsgutachter einen Wachstumsabschlag für die Geschäftsjahre ab 2023 von 1,25 % (Variante 1) angesetzt.²³⁰

Wir halten die dargestellten Überlegungen des Bewertungsgutachters für plausibel. Die angesetzte Wachstumsrate von 1,25 % halten wir angesichts der Erläuterungen des Finanzvorstands, dass er bereits aktuell durchschnittlich mit einer Preiserosion von 2 % p.a. rechnet, und nachhaltig dieser Preisdruck nur partiell über Produktneueinführungen ausgeglichen werden könne, für nachvollziehbar, aber nicht zwingend.

²³⁰ Die Höhe der Wachstumsrate in Variante 2 (1,0 %) begründet der Bewertungsgutachter mit Konsistenzüberlegungen im Hinblick auf die in Variante 2 verminderte Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern.



Empirische Untersuchungen zeigen, dass unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumsraten im Durchschnitt unterhalb des von der Europäischen Zentralbank definierten Zielwerts für eine langfristig anzustrebende (konsumorientierte) Inflationsrate (nahe unter 2,0 %) liegen. Auf dieser Grundlage lässt sich unter Berücksichtigung aktueller mittelfristiger Inflationserwartungen und des Inflationsziels der Europäischen Zentralbank ein thesaurierungsbereinigtes zukünftiges Wachstum von 1,0 % ableiten.

Soweit von Teilen der Literatur angeführt wird, das durchschnittliche Gewinnwachstum deutscher Unternehmen sei aufgrund statistischer Auswertungen deutlich höher anzusetzen, wird von diesen Quellen zumeist der oben beschriebene Zusammenhang zwischen Thesaurierungen und dadurch bedingten Wertsteigerungen verkannt.

Bei einem Vergleich des bei einer Unternehmensbewertung anzusetzenden Wachstumsabschlags mit dem statistisch ermittelten Gewinnwachstum von Unternehmen ist aber zu beachten, dass Unternehmen in der Praxis regelmäßig Thesaurierungen vornehmen, mit denen sie (Erweiterungs-)Investitionen vornehmen. Diese Investitionen erhöhen wiederum die zukünftigen Unternehmensgewinne. Das empirisch gemessene Gewinnwachstum umfasst daher sowohl inflationsbedingte als auch thesaurierungsbedingte Gewinnerhöhungen.

Beim Ertragswertverfahren setzen sich die zu diskontierenden Netto-Einnahmen nachhaltig aus den Gewinnausschüttungen/Dividenden und dem Wertbeitrag aus Wertsteigerungen zusammen. Da der Wertbeitrag aus Wertsteigerungen das zukünftige Dividendenwachstum aus Thesaurierungen vollständig abdeckt, bildet die im Wachstumsabschlag abgebildete Wachstumsrate der Gewinnausschüttungen/Dividenden im Wesentlichen lediglich inflationsbedingte Werteffekte ab, die auf die unternehmensspezifische Inflationsrate des zu bewertenden Unternehmens zurückzuführen sind.

Im vorliegenden Bewertungsfall entspricht der angesetzte Wachstumsabschlag von 1,25 % (Variante 1) nach dem von Tschöpel/Wiese/Willershausen²³¹ beschriebenen Zusammenhang

$$w = (1 - q) * R^{vSt} + q * \pi \quad \text{mit}$$

w	=	Gesamtwachstumsrate
q	=	Ausschüttungsquote
R^{vSt}	=	Verschuldete Eigenkapitalkosten vor Einkommensteuer
π	=	unternehmensspezifische Inflationsrate

einem nachhaltigen Gewinnwachstum der STADA von 5,23 %.²³²

Der beschriebene Einfluss des thesaurierungsbedingten Wachstums wird in einem aktuelleren Beitrag,²³³ der dezidiert die Ursachen von Gewinnwachstum analysiert, bestätigt. Die Autoren kommen darüber hinaus in diesem Beitrag zu dem Ergebnis, dass das preisinduzierte Wachstum von Unternehmensgewinnen in Deutschland in einer Größenordnung von 0,0 % bis 1,5 % liegt. Damit ist das erwartete Wachstum von 1,25 % auch auf dieser Grundlage als überdurchschnittlich einzuordnen.

²³¹ Vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349 ff. und 405 ff.

²³² Ein Wachstumsabschlag von 1,0 % (Variante 2) entspricht einem nachhaltigen Gewinnwachstum der STADA von 4,75 %.

²³³ Schieszl/Bachmann/Amann, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Auflage, 2015, 3. Kapitel, Teil G.



Zur Einordnung des angesetzten Wachstumsabschlags ist darüber hinaus anzuführen, dass sich die in der Bewertungspraxis üblicherweise angesetzten und von der Rechtsprechung bestätigten Wachstumsabschläge bis dato in einer Bandbreite von 0,0 % bis 2,0 % bewegen. Aus einer Analyse von 52 Entscheidungen der jüngeren Vergangenheit von sechs Obergerichten ergibt sich eine Verteilung von neun Bewertungsfällen mit Wachstumsabschlägen von unter 1,0 % (bis 0 %), von weiteren 26 mit genau 1,0 % und von 17 Fällen über 1,0 % (bis 2,0 %). Das vorliegend angesetzte Wachstum liegt also zwar innerhalb der Bandbreite der diesen Entscheidungen zugrunde liegenden Fälle, aber nicht in deren Mitte.²³⁴

Zudem ist zu berücksichtigen, dass diese Entscheidungen zu Bewertungsstichtagen ergangen sind, an denen ein (teilweise signifikant) höheres Inflations- und Zinsniveau gegeben war. Unter Berücksichtigung des derzeitigen und nach den Erwartungen der Märkte auch noch mittel- bis langfristig nicht wesentlich ansteigenden Inflations- und Zinsniveaus ist zu erwarten, dass künftig auch von Gerichten Wachstumsraten von deutlich unter 1,0 % nicht mehr als Ausnahmefall angesehen werden.

Nach einer jüngst veröffentlichten Analyse von 155 gesellschaftsrechtlich veranlassten Bewertungsgutachten mit Bewertungsstichtagen innerhalb eines Zeitraums von 2010 bis 2016 sank die durchschnittliche Wachstumsrate des nachhaltigen Ergebnisses in den Jahren 2010 bis 2016 von 1,31 % auf 0,89 %. Der Median der Wachstumsraten betrug in den Jahren 2011 bis 2015 unverändert 1,00 %. Im Jahr 2016 ergab sich erstmals ein Median von 0,75 %.²³⁵

Prüfungsergebnis

Auf der Grundlage der dargestellten Überlegungen halten wir den angesetzten Wachstumsabschlag von 1,25 % (Variante 1) für den oberen Rand einer Bandbreite möglicher Wachstumsraten und einen Wachstumsabschlag von 1,0 % (Variante 2) für die Mitte innerhalb einer Bandbreite möglicher Wachstumsraten für angemessen.

²³⁴ Diese Fälle beinhalten allerdings Unternehmen mit anderen Geschäftsmodellen.

²³⁵ Vgl. Beumer, Corporate Finance 2017, S. 173.



d) Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz

Der durch den Bewertungsgutachter angesetzte Kapitalisierungszinssatz (Variante 1) bestimmt sich zusammenfassend wie folgt:

Stada AG Ableitung der Kapitalkosten - Variante 1 € Mio.	Planung			Konvergenzphase			TV
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
Persönliche Einkommensteuer	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%
Basiszinssatz nach persönlichen Steuern	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Beta (verschuldet)	0,95	0,93	0,93	0,93	0,92	0,92	0,92
Risikozuschlag	5,72%	5,58%	5,59%	5,56%	5,53%	5,51%	5,51%
Eigenkapitalkosten vor Wachstumsabschlag	6,64%	6,50%	6,51%	6,48%	6,45%	6,43%	6,43%
Wachstumsabschlag							-1,25%
Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	6,64%	6,50%	6,51%	6,48%	6,45%	6,43%	5,18%

Quellen: S&P Global; Eigene Berechnungen.

Der durch den Bewertungsgutachter in einer Sensitivitätsanalyse angesetzte Kapitalisierungszinssatz (Variante 2) bestimmt sich zusammenfassend wie folgt:

Stada AG Ableitung der Kapitalkosten - Variante 2 € Mio.	Planung			Konvergenzphase			TV
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
Persönliche Einkommensteuer	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%
Basiszinssatz nach persönlichen Steuern	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta (verschuldet)	0,94	0,92	0,92	0,91	0,91	0,91	0,91
Risikozuschlag	5,15%	5,03%	5,05%	5,03%	5,01%	5,00%	5,00%
Eigenkapitalkosten vor Wachstumsabschlag	6,07%	5,96%	5,97%	5,95%	5,93%	5,92%	5,92%
Wachstumsabschlag							-1,00%
Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	6,07%	5,96%	5,97%	5,95%	5,93%	5,92%	4,92%

Quellen: S&P Global; Eigene Berechnungen.

6. Ableitung des Unternehmenswerts

a) Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens

Der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens von STADA zum 2. Februar 2018 ermittelt sich in Variante 1 (Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern 6,0 %, Wachstumsabschlag 1,25 %) wie folgt:

Stada AG Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen Variante 1 / € Mio.	Planung			Konvergenzphase			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
EBT	302,3	361,3	393,5	436,5	460,9	466,6	472,5
Ertragsteuern	-83,1	-98,5	-105,1	-116,5	-123,1	-124,6	-126,2
Jahresüberschuss	219,2	262,9	288,4	319,9	337,8	342,0	346,3
Ausschüttung	88,3	105,8	115,3	128,0	135,1	136,8	138,5
Persönliche Steuern auf Ausschüttung	-23,3	-27,9	-30,4	-33,8	-35,6	-36,1	-36,5
Thesaurierung mit Verwendungsplanung	130,8	77,1	129,1	81,7	54,5	17,8	18,0
Thesaurierung mit fiktiver Hinzurechnung	0,0	80,0	44,0	110,3	148,2	187,4	189,8
Persönliche Steuern auf fiktive Thesaurierung	0,0	-10,5	-5,8	-14,5	-19,5	-24,7	-25,0
Netto-Einnahmen	65,0	147,3	123,1	189,9	228,1	263,5	266,7
Kapitalkosten	6,64%	6,50%	6,51%	6,48%	6,45%	6,43%	5,18%
Barwertfaktor	0,9378	0,9390	0,9389	0,9392	0,9394	0,9396	19,3166
Barwerte jeweils zum 31. Dezember	4.318,4	4.539,9	4.687,6	4.869,5	4.995,0	5.089,0	5.152,6
Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 31. Dezember 2017	4.318,4						
Aufzinsungsfaktor	1,006						
Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 2. Februar 2018	4.343,6						

Quelle: Datengrundlage Bewertungsgutachter; Eigene Darstellung.



Der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens von STADA zum 2. Februar 2018 ermittelt sich in Variante 2 (Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern 5,5 %, Wachstumsabschlag 1,0 %) wie folgt:

Stada AG Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen Variante 2 / € Mio.	Planung			Konvergenzphase			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
EBT	302,3	361,3	393,5	433,8	454,9	459,5	464,1
Ertragsteuern	-83,1	-98,5	-105,1	-115,8	-121,5	-122,7	-123,9
Jahresüberschuss	219,2	262,9	288,4	318,0	333,4	336,8	340,2
Ausschüttung	88,3	105,8	115,3	127,2	133,4	134,7	136,1
Persönliche Steuern auf Ausschüttung	-23,3	-27,9	-30,4	-33,5	-35,2	-35,5	-35,9
Thesaurierung mit Verwendungsplanung	130,8	77,1	129,1	79,1	48,8	14,1	14,3
Thesaurierung mit fiktiver Hinzurechnung	0,0	80,0	44,0	111,6	151,3	187,9	189,8
Persönliche Steuern auf fiktive Thesaurierung	0,0	-10,5	-5,8	-14,7	-19,9	-24,8	-25,0
Netto-Einnahmen	65,0	147,3	123,1	190,6	229,5	262,3	264,9
Kapitalkosten	6,07%	5,96%	5,97%	5,95%	5,93%	5,92%	4,92%
Barwertfaktor	0,9428	0,9438	0,9436	0,9438	0,9440	0,9441	20,3438
Barwerte jeweils zum 31. Dezember	4.610,9	4.825,6	4.965,6	5.139,1	5.254,5	5.336,7	5.390,0
Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 31. Dezember 2017	4.610,9						
Aufzinsungsfaktor	1,005						
Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 2. Februar 2018	4.635,5						

Quelle: Datengrundlage Bewertungsgutachter; Eigene Darstellung.

b) Sonderwerte

Der Bewertungsgutachter hat Vermögensgegenstände und Sachverhalte identifiziert, die als nicht betriebsnotwendiges Vermögen dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzusetzen oder aus Darstellungsgründen als Sonderwert zu erfassen sind.

Der dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens hinzugerechnete Saldo leitet sich in Variante 1 (Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern 6,0 %, Wachstumsabschlag 1,25 %) wie folgt ab:

Stada AG Sonderwerte - Variante 1 € Mio.	
Minderheiten	-59,8
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	83,8
Nicht operative Gesellschaften	3,8
Sonderwert zum 2. Februar 2018	27,9

Quelle: Datengrundlage Bewertungsgutachter; Eigene Darstellung.

Der dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens hinzugerechnete Saldo leitet sich in Variante 2 (Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern 5,5 %, Wachstumsabschlag 1,0 %) wie folgt ab:

Stada AG Sonderwerte - Variante 2 € Mio.	
Minderheiten	-62,9
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	83,8
Nicht operative Gesellschaften	3,8
Sonderwert zum 2. Februar 2018	24,8

Quelle: Datengrundlage Bewertungsgutachter; Eigene Darstellung.

Der Bewertungsgutachter hat die Anteile der Konzernergebnisse, die auf konzernfremde Minderheitsgesellschafter von fünf in den Konsolidierungskreis einbezogenen Tochtergesellschaften entfallen, bei der Modellierung des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens von STADA zum 2. Februar 2018 nicht unmittelbar bei der Ermittlung der Netto-Einnahmen für die Aktionäre der STADA berücksichtigt. Vielmehr zieht er den – gesondert barwertig kalkulierten – negativen Wertbeitrag aus der Be-



rücksichtigung von Minderheitenanteilen nachfolgend bei der Überleitung auf den Unternehmenswert ab. Die beiden möglichen Vorgehensweisen unterscheiden sich nur in der Darstellung, nicht aber im Ergebnis.

Das nicht betriebsnotwendige Vermögen umfasst zum einen den für den Verkauf des Tochterunternehmens STADA Vietnam vereinbarten Kaufpreis (€ 31,0 Mio.). Zum anderen hat der Bewertungsgutachter den geplanten Abfluss von liquiden Mitteln im Geschäftsjahr 2018 für die geplante Ausschüttung der Dividende für das Geschäftsjahr 2017 (€ 52,8 Mio.) als nicht betriebsnotwendig klassifiziert. Weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen hat er nicht identifiziert.

Der Bewertungsgutachter hat für sämtliche Unternehmen, die nicht in die Konzernplanung einbezogen werden, einen Sonderwert in Höhe des anteiligen Eigenkapitals auf Basis der zuletzt verfügbaren Daten ermittelt.

Wir haben uns diese Sachverhalte erläutern lassen, die Ausgangswerte abgestimmt und die erforderlichen Berechnungen verifiziert. Beanstandungen haben sich nicht ergeben.

Prüfungsergebnis

Wir konnten die Begründungen für die angesetzten Sonderwerte verifizieren und halten die Methodik der Wertermittlung für angemessen. Sie wurde auch rechnerisch richtig durchgeführt. Vereinfachungen wurden nicht zu Lasten der außenstehenden Aktionäre getroffen. Weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist uns im Verlauf unserer Prüfung nicht bekannt geworden.

c) Unternehmenswert

Der Unternehmenswert von STADA zum Tag der beschlussfassenden HV (Bewertungsstichtag) ergibt sich aus der Addition des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens (€ 4.343,6) und der Sonderwerte (€ 27,9 Mio.), in Summe also mit € 4.371,5. Das sind umgerechnet € 70,22 je ausstehende Aktie der STADA (Variante 1).

Der Unternehmenswert von STADA zum Tag der beschlussfassenden HV (Bewertungsstichtag) ergibt sich aus der Addition des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens (€ 4.635,5) und der Sonderwerte (€ 24,8 Mio.), in Summe also mit € 4.660,2. Das sind umgerechnet € 74,85 je ausstehende Aktie der STADA (Variante 2).

Prüfungsergebnis

Umgerechnet auf die Stückzahl der im Umlauf befindlichen Aktien (62.258.129) ergibt sich daraus eine Bandbreite für den Wert je ausstehende Stückaktie der STADA von € 70,22 bis € 74,85.



d) Vergleich mit dem Liquidationswert

Der Bewertungsgutachter hat den Liquidationswert von STADA nicht ermittelt. Er begründet diese Vorgehensweise mit seiner Feststellung, dass die Rendite des eingesetzten Kapitals stets über den verschuldeten Eigenkapitalkosten liegt und somit davon auszugehen sei, dass die Unternehmensfortführung gegenüber der Liquidation vorteilhaft ist. Wir haben diese Überlegungen verifiziert und halten es ebenfalls nicht für erforderlich, den Liquidationswert herzuleiten.

7. Plausibilisierung des Unternehmenswerts

a) Unternehmenswert bei mittelbarer Typisierung

Den DVFA-Empfehlungen folgend hat ValueTrust auch Bandbreiten für den Unternehmenswert vor persönlichen Steuern ermittelt und wendet dafür das DCF-Verfahren in der Form der direkten Ermittlung des Werts des Eigenkapitals („Cashflows to Equity“) an.

Unter im Vergleich zur Ermittlung des Unternehmenswerts auf Basis des Ertragswertverfahrens identischen bzw. hierzu konsistenten²³⁶ Annahmen berechnet der Bewertungsgutachter eine Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern von € 4.252,2 Mio. bis € 4.707,1 Mio., entsprechend € 68,30 bis € 75,61 je Stückaktie der STADA.

Wir konnten die Berechnungen des Bewertungsgutachters nachvollziehen.

Da die Einbeziehung persönlicher Steuern sowohl den Zähler als auch den Nenner des Bewertungskalküls betrifft, heben sich diese Effekte im Wesentlichen gegeneinander auf. Die mittelbare Typisierung kommt also zu ähnlichen, theoretisch sogar identischen Ergebnissen.²³⁷

Das zeigt sich auch aus den vorliegenden Berechnungen. Somit ergeben sich aus dieser Plausibilisierung keine Hinweise darauf, dass die vorliegende Bewertung nicht zu zutreffenden Ergebnissen führt.

b) Vergleichende Marktbewertung

Der Bewertungsgutachter hat den nach dem Ertragswertverfahren und somit auf der Basis dezidierter interner Informationen und betriebswirtschaftlicher Grundsätze ermittelten (fundamentalen) Unternehmenswert von STADA auf der Basis öffentlicher Kapitalmarktdaten („Trading Multiples“) und Transaktionen („Transaction Multiples“) plausibilisiert. Die Trading Multiples hat er für die Vergleichsunternehmen ermittelt, die auch zur Ermittlung des Betafaktors verwendet worden sind.

Der Bewertungsgutachter hat bei seiner vergleichenden Bewertung Multiplikatoren aus dem Verhältnis des Unternehmensgesamtswerts²³⁸ zu den Ergebniskennziffern EBITDA, EBIT und der sog. Cash Contribution²³⁹ ermittelt.

EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren sind übliche Verfahren zur Plausibilisierung von fundamental ermittelten Unternehmenswerten. Der Bewertungsgutachter verwendet darüber hinaus Cash Contribution-

²³⁶ Marktrisikoprämie vor Steuern in Variante 1 i.H.v. 7,0 % sowie in Variante 2 i.H.v. 6,25 %.

²³⁷ Geringfügige Unterschiede ergeben sich aus den Rundungen der Marktrisikoprämie vor und nach persönlichen Steuern.

²³⁸ „Enterprise Value“ = „EV“.

²³⁹ Die Cash Contribution ergibt sich als Differenz aus EBITDA und Investitionen in Sachanlagen („CAPEX“).



Multiplikatoren mit der Begründung, derart unterschiedlichen Anlagenintensitäten und Bilanzierungspolitiken der Vergleichsunternehmen Rechnung zu tragen.

Basis der Berechnungen der Multiplikatoren sind EBITDA-, EBIT- und CAPEX-Schätzungen von Analysten für die Geschäftsjahre 2018 bis 2020, die von S&P Global bereitgestellt wurden. Für spätere Geschäftsjahre lagen Schätzungen in ausreichender Anzahl nicht vor.

Der Bewertungsgutachter hat seinen weiteren Analysen die Mediane der EBITDA-, EBIT- und Cash Contribution-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen für die Jahre 2018 und 2019 zugrunde gelegt.

Bei seinen Analysen hat der Bewertungsgutachter mittels Regressionsgeraden die Zusammenhänge zwischen dem prognostizierten EBITDA-Wachstum und den EBITDA-Multiplikatoren, dem prognostizierten EBIT-Wachstum und den EBIT-Multiplikatoren und dem prognostizierten EBIT-Wachstum und den Cash-Contribution-Multiplikatoren, jeweils für die Jahre 2018 bis 2020 und 2019 bis 2020, dargestellt. Die Regressionsgeraden zeigen, dass für die Peer Group ein positiver Zusammenhang zwischen dem erwarteten EBITDA-Wachstum und den EBITDA-Multiplikatoren bzw. zwischen dem erwarteten EBIT-Wachstum und den EBIT-Multiplikatoren besteht. Auch zwischen dem erwarteten EBIT-Wachstum und den Cash Contribution-Multiplikatoren wird ein positiver Zusammenhang deutlich. Demzufolge hat er unter Verwendung der entsprechenden Wachstumsraten aus der Planung von STADA jeweils die zugehörigen Multiplikatoren auf den Regressionsgeraden ermittelt und bei seinen weiteren Analysen verwendet.

Insgesamt hat er auf diese Weise für sechs verschiedene Arten von Multiplikatoren jeweils eine Bandbreite von Multiplikatoren aufgestellt, die auf der einen Seite durch den Median der Peer Group und auf der anderen Seite durch den aus der Regression abgeleiteten Multiplikator begrenzt wird. Bezogen auf die aus der Konzernplanung abgeleiteten Bezugsgrößen von STADA ergeben sich daraus sechs Bandbreiten von Unternehmensgesamtwerten von STADA. Diese Bandbreiten hat der Bewertungsgutachter zu einer durchschnittlichen Bandbreite von Unternehmensgesamtwerten von STADA zwischen € 5.253,4 Mio. und € 5.609,4 Mio. verdichtet.

Nach Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten und der Minderheiten und unter Berücksichtigung der Sonderwerte ergibt sich aus der Multiplikator-Betrachtung eine Bandbreite des Werts des Eigenkapitals der STADA von € 3.917,0 Mio. bis € 4.273,0 Mio. Für die Ermittlung der verzinslichen Verbindlichkeiten hat er den zum 31. Dezember 2017 erwarteten Wert angesetzt.

In einem letzten Schritt hat der Bewertungsgutachter die ermittelte Bandbreite von Eigenkapitalwerten um eine fiktive Übernahmeprämie von 10 % erhöht, weil die Börsenmultiplikatoren nach seiner Auffassung lediglich die Preise von Minderheitenanteilen widerspiegeln und die aus Börsenmultiplikatoren abgeleiteten Unternehmenswerte um einen finanziellen Kontrollaufschlag zu erhöhen sei. Aus Analysen von Transaktionen und einer empirischen Studie leitet ValueTrust einen Kontrollaufschlag von 10 % ab.

Wir halten den Zuschlag für die Kontrollübernahme im vorliegenden Fall nicht für sachgerecht, da im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung nicht die Übernahme der Kontrolle über ein Unternehmen simuliert wird. Die Kontrollprämie führt aber zu einer Verschiebung der Wertbandbreiten aus



der vergleichenden Marktbewertung nach oben und ist somit aus Sicht der außenstehenden Aktionäre nicht zu beanstanden.

Die auf Basis der vergleichenden Marktbewertung ermittelte Bandbreite der Marktwerte des Eigenkapitals von STADA liegen zwischen € 4.308,7 Mio. und € 4.700,3 Mio. Im Ergebnis liegt die Bandbreite des nach dem Ertragswertverfahren fundamentalanalytisch ermittelten Unternehmenswerts (Werte des Eigenkapitals) somit innerhalb der dargelegten Bandbreite.

Wir haben die Vorgehensweise und die Berechnungen von ValueTrust inhaltlich und rechnerisch anhand der „Konsensus Schätzungen“ von S&P Global ohne Beanstandungen verifizieren können.

Ergänzend hat der Bewertungsgutachter EBITDA-Multiplikatoren aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet. Diese hat er zu einer Bandbreite von Multiplikatoren aus dem Median der betrachteten Transaktionen und dem Wert der nach seiner Auffassung am besten vergleichbaren Transaktion verdichtet. Die beiden Bandbreitenwerte hat er auf das im Hochrechnungsjahr 2017 erwartete EBITDA der STADA angewandt.

Nach Abzug der Finanzverbindlichkeiten und Minderheiten und zuzüglich der Sonderwerte ergibt sich eine Bandbreite des Marktwerts des Eigenkapitals von € 4.320,7 Mio. bis € 4.494,7 Mio. bzw. von € 69,40 bis € 72,20 je STADA-Aktie.

Auch diese Vorgehensweise und Berechnungen von ValueTrust konnten wir inhaltlich und rechnerisch anhand der „Konsensus Schätzungen“ von S&P Global ohne Beanstandungen verifizieren.

Die Bandbreite der aus Transaction Multiples abgeleiteten Unternehmenswerte der STADA überschneidet sich somit mit dem unteren Rand der fundamental ermittelten Bandbreite. Wie der Bewertungsgutachter zu Recht feststellt, liegen dennoch keine Anzeichen vor, die auf eine Unangemessenheit des fundamental ermittelten Unternehmenswerts hindeuten. Vielmehr weist er darauf hin, dass die Kaufpreise durch subjektive Interessenlagen der Transaktionspartner wie zum Beispiel Synergieeffekte beeinflusst sein können. Außerdem haben die betrachteten Transaktionen innerhalb eines vergleichsweise langen Zeitraums von drei Jahren vor dem Bewertungsstichtag stattgefunden. Insofern werde die Aussagekraft dieses Bewertungsansatzes für die Unternehmensbewertung eingeschränkt.

Wir halten die Vorgehensweise zur Ermittlung der vergleichsorientierten Bewertung grundsätzlich für sachgerecht und angemessen. Aus der vergleichenden Marktbewertung ergeben sich nach den von uns geteilten Feststellungen des Bewertungsgutachters im vorliegenden Fall keine Anhaltspunkte dafür, dass die nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Bandbreite des Unternehmenswerts von STADA unzutreffend wäre.



c) Weitere Vergleichsmaßstäbe

Auch ein Vergleich der Bandbreite des Unternehmenswerts je Aktie (€ 70,22 bis € 74,85) mit der durch die Nidda Holding im Rahmen des verbesserten freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots vom 18. Juli 2017 an die Aktionäre der STADA angebotene Gegenleistung (€ 66,25)²⁴⁰ zeigt nicht an, dass der errechnete Unternehmenswert zu niedrig bemessen ist. Das Übernahmeangebot stellt zunächst – anders als der vorliegende BGAV – keinen Anlass für eine fundamentale Unternehmensbewertung dar. Außerdem liegt der zum damaligen Zeitpunkt vereinbarte Angebotspreis, der den relevanten Regelungen des WpÜG entsprach, ohnehin unterhalb der von ValueTrust ermittelten Bandbreite des anteiligen Unternehmenswerts.

Am 31. August 2017 teilte der STADA-Aktionär Elliott Management Corporation, New York/USA, öffentlich mit, dass er einen BGAV nur unterstützen werde, wenn die Abfindung nicht weniger als € 74,40 je STADA-Aktie betrage. Der von Elliott geforderte Betrag der Abfindung ist nicht zur Plausibilisierung des Unternehmenswerts geeignet, insbesondere hat Elliott die hinter dieser Forderung stehenden Überlegungen nicht offen gelegt. Im Übrigen entspricht die von Elliott geforderte Abfindung auch der festgelegten Barabfindung.

Da STADA-Aktien an Börsen gehandelt werden, liegen zudem Börsenkurse vor, die grundsätzlich zur Plausibilitätsbeurteilung des fundamentalanalytisch ermittelten Unternehmenswerts herangezogen werden können.

Allerdings ist sorgfältig zu analysieren, ob der Börsenkurs möglicherweise durch besondere Einflüsse, die sich möglicherweise auf die Börsenpreisbildung ausgewirkt haben, verzerrt ist und nicht den Verkehrswert von STADA widerspiegelt.

Der Bewertungsgutachter stellt die Entwicklung des Börsenkurses für die STADA-Aktien und deren Handelsvolumen über den Zeitraum 8. Februar 2016 bis 8. Dezember 2017 grafisch dar. In dem der Grafik nachfolgenden Text erläutert er markante Entwicklungen. In einer weiteren Grafik vergleicht er für ebendiesen Zeitraum die Entwicklung des Börsenkurses für die STADA-Aktien mit verschiedenen Indizes. In einer dritten Grafik dehnt er den Vergleichszeitraum auf eine längere Periode aus. Zusammenfassend schlussfolgert er, dass die STADA-Aktie spätestens seit Dezember 2016 durch Übernahmerüchte und die sich daran anschließenden tatsächlichen Übernahmeangebote stark beeinflusst war.

Wir halten die im Bewertungsgutachten dargelegte Analyse für nachvollziehbar. Demzufolge können aus der Börsenkursentwicklung des vergangenen Jahres keine Rückschlüsse auf den Unternehmenswert von STADA gezogen werden.

Prüfungsergebnis

Zusammenfassend ist festzustellen, dass unsere Plausibilisierungen keinen Hinweis dafür geben, dass die ermittelte Bandbreite für den Unternehmenswert von STADA nicht zutreffend sein könnte.

²⁴⁰ Einschließlich einer Dividende von € 0,72.



8. Ableitung der angemessenen Abfindung und des angemessenen Ausgleichs

a) Angemessene Abfindung gemäß § 305 AktG

Aus der nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Bandbreite für den Unternehmenswert der STADA zum 2. Februar 2018 i.H.v. € 4.371,5 Mio. bis € 4.660,2 Mio. errechnet sich durch Division durch die Anzahl der ausstehenden Stückaktien (62.258.129) eine Bandbreite für den Wert je Stückaktie von € 70,22 bis € 74,85.²⁴¹

Die Abfindung wurde mit € 74,40 je ausstehende STADA-Aktie festgelegt. Die angebotene Abfindung liegt somit innerhalb der Bandbreite, wie sie sich aus der ermittelten Bandbreite des Unternehmenswerts je STADA-Aktie ergibt.

Im Hinblick auf die Rechtsprechung des BVerfG²⁴² ist der Börsenkurs der STADA-Aktie grundsätzlich eine geeignete Bezugsgröße zur Bestimmung ihres Verkehrswerts. Der Börsenkurs stellt grundsätzlich die untere Grenze der Abfindung, die dem Aktionär zu zahlen ist, dar.

Dementsprechend setzt sich das Bewertungsgutachten auch mit der Frage auseinander, ob der nach den Maßstäben der höchstrichterlichen Rechtsprechung ermittelte Börsenkurs der STADA-Aktie bei der Festlegung der Barabfindung an die außenstehenden Aktionäre zu berücksichtigen ist.

Laut einem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 ist einer angemessenen Abfindung grundsätzlich der nach Umsatz gewichtete Durchschnittskurs innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zugrunde zu legen. Wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt, ist der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen.²⁴³

Da die öffentliche Bekanntgabe der Nidda Holding, dass sie beabsichtige, einen BGAV mit der STADA abzuschließen, am 24. August 2017 erfolgt ist und somit nach Auffassung des Bewertungsgutachters kein längerer Zeitraum im Sinne der Rechtsprechung des BGH vorliegt, hat er bei der Ermittlung des Referenzzeitraums auf eine Referenzperiode, die mit Ablauf des 23. August 2017 endet, abgestellt.

Wir halten die gewählte Referenzperiode auf der Grundlage der Rechtsprechung des BGH für sachgerecht. Insbesondere teilen wir auch die damit verbundene Einschätzung, dass kein längerer Zeitraum im Sinne des angeführten Beschlusses vom 19. Juli 2010 vorliegt.

Allerdings können gewichtige Argumente gegen eine aus dem Börsenkurs abgeleitete Bestimmung des Verkehrswerts sprechen. So wird die Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Ableitung des Verkehrswerts der Aktie nach Feststellung des BGH in den Fällen verneint, in denen über längere Zeiträume

²⁴¹ Vgl. D.IV.6.c), S. 88

²⁴² Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, S. 289 ff.

²⁴³ Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010, II ZB 18/09, BGHZ 186, S. 229 ff., wiederholt in einem Beschluss vom 28. Juni 2011, II ZB 2/00, AG 2011, S. 590 f.



kein Handel stattgefunden hat oder aufgrund der Marktmenge ein Minderheitsaktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenkurs zu verkaufen oder der Börsenpreis manipuliert worden ist.²⁴⁴

Nach den Feststellungen des Bewertungsgutachters ist in der relevanten Referenzperiode kein geringer Handel der STADA-Aktie zu beobachten gewesen. Somit bestünden keine Anhaltspunkte dafür, dass einzelne Aktionäre nicht in der Lage gewesen wären, ihre Aktien zum Börsenkurs zu veräußern. Auch für eine Manipulation des Börsenkurses lägen keine hinreichend sicheren Erkenntnisse vor. Uns liegen keine Anhaltspunkte für eine gegenteilige Beurteilung vor.

Der Bewertungsgutachter gibt den Börsenkurs in Höhe des von der BaFin mitgeteilten gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs vor dem 24. August 2017²⁴⁵ mit € 65,41 an. Die Mitteilung der BaFin wurde von uns angefordert und dem Bewertungsgutachter zur Verfügung gestellt.

Da der ermittelte, durchschnittliche Börsenkurs je Stückaktie der STADA unterhalb der angebotenen Barabfindung von € 74,40 je STADA-Aktie liegt, stellt er nicht die Untergrenze der Abfindung dar.

Prüfungsergebnis

Da der maßgebliche Börsenkurs nicht die Untergrenze einer Bandbreite der angemessenen Barabfindung von € 70,22 bis € 74,85 je Stückaktie der STADA darstellt, ist die Barabfindung innerhalb dieser Bandbreite angemessen i.S.d. § 305 AktG.

Da die im BGAV vereinbarte Abfindung von € 74,40 innerhalb der oben benannten Bandbreite liegt, ist diese ebenfalls angemessen i.S.d. § 305 AktG.

Sollten sich in der Zeit zwischen Abschluss unserer Prüfung des BGAV (21. Dezember 2017) und dem vorgesehenen Zeitpunkt der Beschlussfassung der HV der STADA über den Abschluss des BGAV (2. Februar 2018) wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der STADA ergeben, so wären diese bei der Bemessung der Barabfindung noch zu berücksichtigen, insbesondere soweit sich aufgrund der Veränderungen ein Wert je STADA-Aktie ergäbe, der die vertraglich vereinbarte Abfindung übersteigt.

b) Angemessener Ausgleich gemäß § 304 AktG

Grundlage für die Ermittlung der Ausgleichszahlung sind die Abfindungen je Stückaktie, die innerhalb der Bandbreite der angemessenen Barabfindung von € 70,22 bis € 74,85 liegen.

Bei Verrentung der Barabfindung ist der Bewertungsgutachter von einem risiko- und laufzeitäquivalenten Zinssatz ausgegangen. Diesen hat er unter Würdigung der aus dem Vertrag resultierenden spezifischen Risikosituation der außenstehenden Aktionäre ermittelt.

Das Risiko, dass der Unternehmenswert im Zeitpunkt der Kündigung eines Unternehmensvertrags, insbesondere eines Beherrschungsvertrags, durch Maßnahmen des anderen Vertragspartners gemindert sein könnte, ist im vorliegenden Fall nicht zu berücksichtigen. Durch die Gewährung eines befristeten Veräußerungsrechts im Fall der Kündigung des Vertrags durch STADA oder Nidda Healthcare er-

²⁴⁴ Vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001, a.a.O.

²⁴⁵ Gemäß § 31 Abs. 7 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO.



halten die außenstehenden Aktionäre während der Laufzeit eine feste jährliche Ausgleichszahlung und bei Beendigung des Vertrags den Wert, den die STADA-Aktie bei Abschluss des Vertrags hatte.

Im vorliegenden Fall verbleibt als Risiko der außenstehenden Aktionäre von STADA somit nur das Risiko, dass der zur Zahlung des Ausgleichs verpflichtete Vertragspartner dieser Verpflichtung nicht nachkommt. Somit ist der Unternehmenswert von STADA mit einem Zinssatz zu verrenten, der die Konditionen reflektiert, die Nidda Healthcare für eine unbesicherte Anleihe derzeit angeboten werden.

Da Nidda Healthcare keine unbesicherte Anleihe anbietet, hat ValueTrust auf die Rendite der von den unmittelbaren bzw. mittelbaren Gesellschafterinnen Nidda Holding und Nidda BondCo GmbH²⁴⁶ ausgegebenen Unternehmensanleihen abgestellt, die diese am 29. September 2017 zur Finanzierung des Erwerbs ihrer STADA-Aktien aufgenommen hatten.

Dabei handelt es sich um unbesicherte Senior Notes der Nidda BondCo mit einem Volumen von € 340 Mio., einer Laufzeit von acht Jahren und einem Zinscoupon von 5,0 % p.a. und Senior Secured Notes der Nidda Holding mit einem Volumen von € 735 Mio. und einem Zinscoupon von 3,5 % p.a.

Da die Ausgleichszahlungen gleichrangig zu den Senior Notes, aber nachrangig zu den Senior Secured Notes sind, entspricht das Kreditausfallrisiko der Senior Notes dem der Ausgleichszahlungen. Gestützt auf empirischen Untersuchungen zur Haltedauer von Finanzinvestoren geht ValueTrust zudem auch davon aus, dass die Laufzeit des BGAV weitgehend der Restlaufzeit der Senior Notes entspricht. Aufgrund der unterstellten Risiko- und Laufzeitkongruenz der Senior Notes mit den Ausgleichszahlungen leitet ValueTrust den Verrentungszinssatz der Ausgleichszahlungen in einer ersten Variante aus der Effektivrendite der Senior Notes von aktuell 4,85 % ab.

Zusätzlich hat der Bewertungsgutachter die Renditen von vergleichbaren unbesicherten Unternehmensanleihen mit einer Laufzeit von 7 bis 8 Jahren am Kapitalmarkt erhoben. Die dabei festgestellten Renditen liegen mit 4,4 % bis 4,6 % leicht unterhalb der Rendite der Senior Notes.

Im Ergebnis erachtet ValueTrust einen Verrentungszinssatz von 4,75 % vor Steuern als angemessen.

Die Anknüpfung an das Zahlungsausfallrisiko des Mehrheitsaktionärs ist praxisüblich und nach unserer Auffassung auch sachgerecht. Sie ist auch von Gerichten anerkannt.²⁴⁷ Wir konnten auch die Herleitung des konkret verwendeten (Brutto-)Zinssatz anhand der uns vorgelegten Dokumente und ergänzenden Analysen des Bewertungsgutachters verifizieren.

Auf dieser Basis ergibt sich eine angemessene Ausgleichszahlung in einer Bandbreite von € 3,34 bis € 3,55 netto je ausstehender Stückaktie der STADA.

Der vertraglich vorgesehene Ausgleich je STADA-Aktie beträgt € 3,53 netto. Da der vertraglich vorgesehene Ausgleich je Stückaktie innerhalb der oben benannten Bandbreite liegt, ist dieser ebenfalls angemessen i.S.v. § 304 AktG.

²⁴⁶ „Nidda BondCo“.

²⁴⁷ Vgl. Beschluss des LG München I vom 31. Juli 2015, 5 HKO 16371/13, BeckRS 2015, S. 13240.



Aus der Aufteilung des Unternehmenswerts vor KSt einschließlich SolZ in Anteile, die mit KSt/SolZ und die nicht mit KSt/SolZ belastet sind, errechnet sich die nach dem Ytong-Beschluss zu gewährende jährliche Brutto-Ausgleichszahlung und die sich nach den Verhältnissen des Bewertungsstichtags ergebende jährliche Netto-Ausgleichszahlung wie folgt:

Stada AG Festgelegte Ausgleichszahlung €	Mit KSt, SolZ belastet	Nicht mit KSt, SolZ belastet	Gesamt
Wert je Aktie	32,24	42,16	74,40
Verrentungszinssatz	4,75%	4,75%	4,75%
Netto-Ausgleichszahlung je Aktie	1,53	2,00	3,53
Zuzüglich KSt und SolZ	0,29	0,00	0,29
Brutto-Ausgleichszahlung je Aktie	1,82	2,00	3,82

Quelle: Datengrundlage Bewertungsgutachter; Eigene Darstellung.

Prüfungsergebnis

Ausgleichszahlungen innerhalb einer Bandbreite von € 3,34 bis € 3,55 netto je ausstehender Stückaktie der STADA sind angemessen i.S.v. § 304 AktG.

Da die im BGAV vereinbarte Ausgleichszahlung von € 3,53 netto innerhalb der oben benannten Bandbreite liegt, ist diese ebenfalls angemessen i.S.v. § 304 AktG.

Ohne Berücksichtigung des Abzugs von KSt nebst SolZ wird eine Brutto-Ausgleichszahlung von € 3,82 je Stückaktie zugesichert. Dies halten wir aufgrund unserer Prüfung für angemessen.

Bei einer künftig möglichen Änderung der Steuersätze der KSt und des SolZ verändert sich entsprechend § 4 Abs. 2 des BGAV die Netto-Ausgleichszahlung.

Dies ist vor dem Hintergrund der Rechtsprechung des BGH sachgerecht.

Sollten sich in der Zeit zwischen Abschluss unserer Prüfung der Angemessenheit der Ausgleichszahlung (21. Dezember 2017) und dem vorgesehenen Zeitpunkt der Beschlussfassung der HV der STADA über den Abschluss des BGAV (2. Februar 2018) wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der STADA ergeben, so wären diese bei der Bemessung der Ausgleichszahlung noch zu berücksichtigen, insbesondere soweit sich aufgrund der Veränderungen ein Ausgleich ergäbe, der den derzeit vorgeschlagenen Ausgleich übersteigt.

E. Abschließende Erklärung

Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir den zwischen der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft und der Nidda Healthcare GmbH geschlossenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags geprüft. Dieser entspricht nach unseren Feststellungen den gesetzlichen Vorschriften.

Zur Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung erteilen wir die abschließende Erklärung gemäß § 293e AktG wie folgt:

„Nach unseren Feststellungen sind aus den dargelegten Gründen ein Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft in einer Bandbreite von € 3,34 bis € 3,55 netto je ausstehender Stückaktie der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft für jedes volle Geschäftsjahr und eine Abfindung, nach der die außenstehenden Aktionäre der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft je ausstehender Stückaktie ihrer Gesellschaft eine Barabfindung in einer Bandbreite von € 70,22 bis € 74,85 erhalten, angemessen i.S.v.§§ 304 und 305 AktG.

Da der im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vereinbarte Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft von € 3,53 netto und die dort vereinbarte Abfindung von € 74,40 innerhalb der oben benannten Bandbreiten liegen, sind diese ebenfalls angemessen i.S.v.§§ 304 und 305 AktG.

Die Regelung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags, nach der sich die Ausgleichszahlung aus einem festen Brutto-Betrag € 3,82 je ausstehender Stückaktie der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft abzüglich Körperschaftsteuerbelastung und Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Jahr geltenden Satz ergibt, beurteilen wir als angemessen i.S.v. § 304 AktG in Verbindung mit der BGH-Entscheidung II ZB 17/01 vom 21. Juli 2003.“

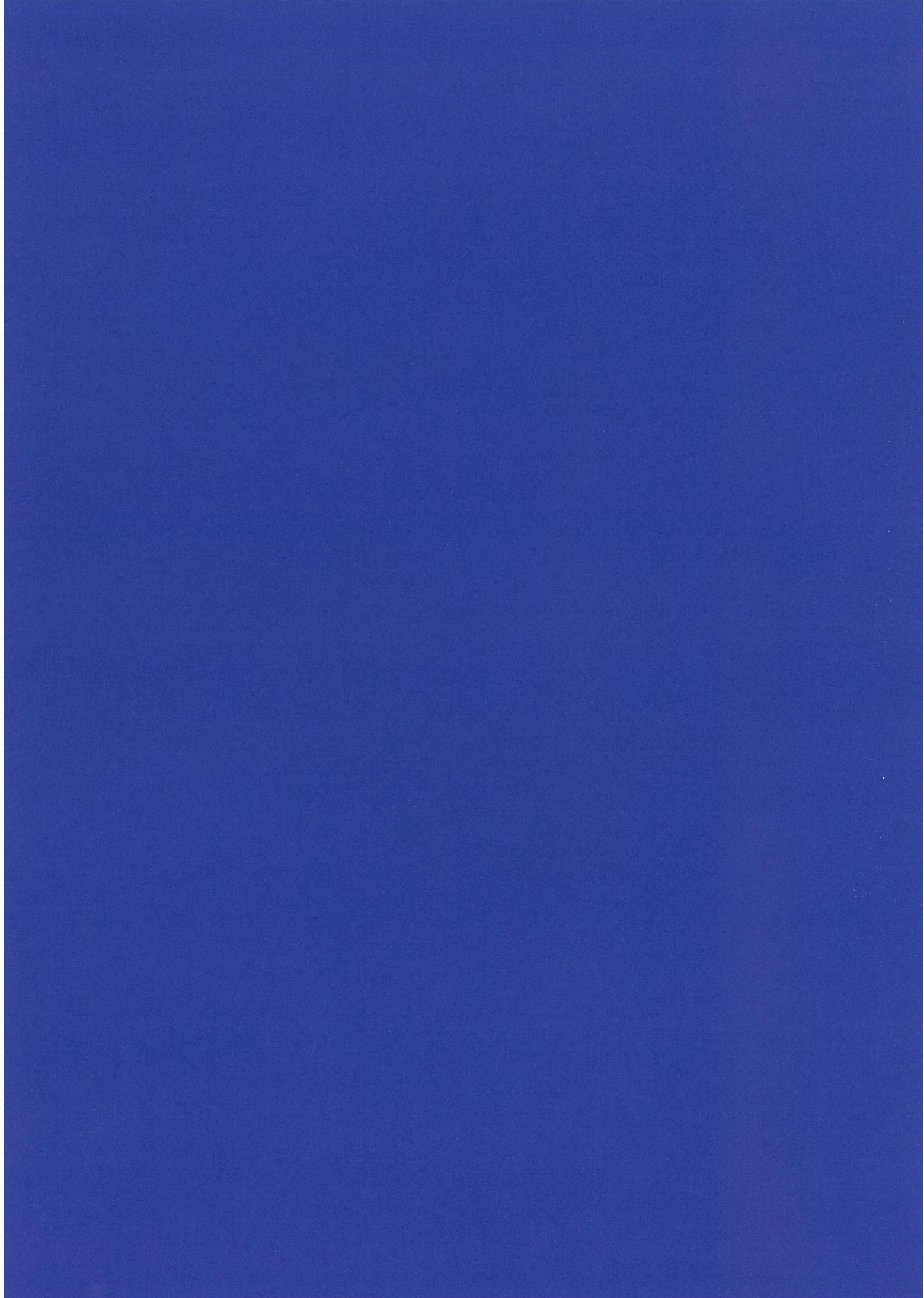
Düsseldorf, den 21. Dezember 2017

ADKL AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft


Wolfram Wagner
Wirtschaftsprüfer




ppa. Ulrich Kühnen
Wirtschaftsprüfer



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 gegriffenen 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 Prüfberichte 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



Datum	Ort	Teilnehmer	Thema
11.09.2017	Telefon	Anwälte	Anfrage Prüfungsbereitschaft
13.09.2017	Email/Post	Anwälte	Erteilung Unabhängigkeitserklärung zur Vorlage beim Landgericht Frankfurt am Main
21.09.2017	Telefon	Anwälte	Mitteilung über Bestellung
02.10.2017	Frankfurt am Main	alle	Kick-Off-Meeting (Vorstellung Teams, Abstimmung Zeitplan Gesamtprojekt und weitere organisatorische Fragen)
09.10.2017	Telefon	Value Trust	Abstimmung Zeitplan Bewertung/Prüfung
11.10.2017	Telefon	Value Trust	Abstimmung Zeitplan Bewertung/Prüfung
17.10.2017	Email	STADA	Führung einer Insider-Liste
20.10.2017	München	Value Trust	Erläuterung grundsätzlicher Ansätze, Abstimmung Zeitplan Bewertung/Prüfung
20.10.2017	Email	Anwälte	Erster Entwurf Vertragsbericht
24.10.2017	Internet	STADA	Zugang zum Datenraum
27.10.2017	Email	Value Trust	Erste Teile des Bewertungsgutachtens
08.11.2017	Telefon	STADA Value Trust	Planungswesen (insbesondere Auswertungsmöglichkeiten und List-Formate)
10.11.2017	Telefon	Value Trust	Zusammensetzung Peer Group
15.11.2017	Email	Value Trust	Rohdaten Peer Group für Benchmarking und Multiples
21.11.2017	Telefon	Value Trust	Börsenkursentwicklung STADA, Zusammensetzung Peer Group, Parameter der Modellierung (Sonderwerte u.a.)
21.11.2017	Telefon	Value Trust	Betafaktoren Peer Group
23.11.2017	Bad Vilbel	STADA Value Trust	Geschäftsmodell, Planungsrechnung (Schwerpunkt: Anpassungen aus dem Gegenstromverfahren), Steuern
24.11.2017/ 29.11.2017	Internet	STADA	Einstellung der angepassten Planung (Anpassungen aus dem Gegenstromverfahren, konsolidierte Planungsrechnung, angepasste Budgets aller planenden Einheiten) in den Datenraum
27.11.2017	Telefon	alle	Status Call
27.11.2017	Telefon	Value Trust	Zusammensetzung Peer Group, Betafaktor
28.11.2017	Telefon	STADA Value Trust	Abstimmung zu Auswertungsmöglichkeiten
29.11.2017	Email	STADA	Bestätigungsbeschluss zur Planung durch den Vorstand, Versand Präsentation für den Aufsichtsrat

Datum	Ort	Teilnehmer	Thema
30.11.2017	Bad Vilbel	STADA Value Trust	Fragen zur verabschiedeten Planungsrechnung
01.12.2017	Telefon	STADA Value Trust	Nachhaltige Entwicklung
01.12.2017	Email	Anwälte	Erster Entwurf BGAV
01.12.2017	Email	Value Trust	Erste Auszüge aus dem Bewertungsmodell
04.12.2017	Telefon	alle	Status Call
06.12.2017	Internet/Tel.	Value Trust	Web-Conference zum Bewertungsmodell
08.12.2017	Telefon	Value Trust	Einzelfragen zum Bewertungsmodell
11.12.2017	Telefon	alle	Status Call
11.12.2017	Email	Value Trust	Erster vollständiger Entwurf des Bewertungsgutachtens
13.12.2017	Internet/Tel.	Value Trust	Web-Conference zum Bewertungsmodell
14.12.2017	Telefon	Value Trust	Zinsergebnis, Sonderwert Beteiligungen, Bewertungsmodell
14.12.2017	Telefon	STADA Value Trust	Zinsergebnis
14.12.2017	Telefon	STADA Value Trust	Unternehmenssteuern
18.12.2017	Telefon	alle	Status Call
18.12.2017	Email	Value Trust	Gezeichnete Fassung des Bewertungsgutachtens
18.12.2017	Email	alle	Erster Entwurf Prüfungsbericht
18.12.2017	Email	alle	Bestätigung über Angemessenheit der Bandbreite und Zusage, eine Ausgleichszahlung und Abfindung innerhalb der Bandbreite als angemessen zu bewerten
19.12.2017	Frankfurt am Main	alle	Sitzung des Vorstands und des für den Abschluss des BGAV eingerichteten Aufsichtsratsausschusses der STADA mit Beschlussfassung zum und Zeichnung des BGAV und des Vertragsberichts
21.12.2017	Email/Post	alle	Gezeichnete Fassung des Prüfungsberichts

**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.

(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) Der Vorstand der STADA ist verpflichtet, Weisungen der Nidda Healthcare nach § 1 Abs. 1 und in Übereinstimmung mit

(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 erfolgendes 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 solidary 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 Nidda 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*), Nidda 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 Geschäftsjahres 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 Grundes 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.

- (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.
 - (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.
 - (4) Änderungen und Ergänzungen dieses Vertrags bedürfen zu ihrer Wirksamkeit der Schriftform. Dies gilt insbesondere auch für diese Schriftformklausel. Im Übrigen gilt § 295 AktG.
 - (5) Soweit rechtlich zulässig, ist Frankfurt am Main Erfüllungsort für die beiderseitigen Verpflichtungen aus diesem Vertrag sowie ausschließlicher Gerichtsstand.
 - (6) Nur der deutsche Text dieses Vertrags ist rechtsverbindlich. Der englische Text ist nicht Teil des Vertrags und nur eine unverbindliche Übersetzung.
- (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.
 - (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.
 - (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.
 - (5) As far as legally permissible, Frankfurt am Main is the place of performance for reciprocal obligations and the exclusive legal venue.
 - (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.

STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft

Der Vorstand / The Executive Board

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



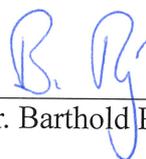
Dr. Claudio Albrecht

Vorstandsvorsitzender
Chairman of the Executive Board/CEO



Mark Keatley

Vorstand Finanzen
Chief Financial Officer



Dr. Barthold Piening

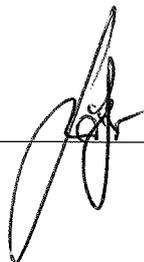
Vorstand Produktion &
Entwicklung
Chief Technical Officer

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 'G' and 'H'.

Allgemeine Auftragsbedingungen

für

Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2017

DokID:

Alle Rechte vorbehalten. Ohne Genehmigung des Verlages ist es nicht gestattet, die Vordrucke ganz oder teilweise nachzudrucken bzw. auf fotomechanischem oder elektronischem Wege zu vervielfältigen und/oder zu verbreiten.
© IDW Verlag GmbH · Tersteegenstraße 14 · 40474 Düsseldorf

1. Geltungsbereich

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

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

7. Mängelbeseitigung

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

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

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

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

9. Haftung

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

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

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

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

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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