

Prüfungsbericht

Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung
anlässlich der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre

der

**STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft
Bad Vilbel**

auf die

**Nidda Healthcare GmbH
Bad Vilbel**

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 C.III Anlage 2	1 ff. 16 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	1 ff.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Quellen der für die Bemessung des Ertragswerts benutzten Parameter (Basiszinssatz, Wachstumsabschlag, Überrenditen, Risikozuschlag, Betafaktor, Peer Group) sowie Begründungen für Indexwahl und Zeitspannen 	C.IV.5	62 ff.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ausführungen und Begründungen zur Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse 	C.IV.1.bdb)	31 ff.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ausführungen und Begründungen zur Bereinigung der Unternehmensplanung sowie Darstellung der Quellen der Unternehmensplanung 	C.IV.4.a)	37 ff.
Bewertungsstichtag und Bewertungsmethode		
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bewertungsstichtag 24. September 2020 (Tag der Hauptversammlung) 	C.IV.2	34 f.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ermittlung Unternehmenswert nach der Ertragswertmethode 	C.IV.3	35 f.
Planung der Gesellschaft		
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Planungsrechnung von STADA für Zwecke der Unternehmensbewertung geeignet 	C.IV.4.b)	41
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Planung der Gesellschaft plausibel und sachgerecht vom Bewertungsgutachter übernommen 	C.IV.4.c)	42 ff.
Zu kapitalisierende Netto-Einnahmen		
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Überleitung auf das Ergebnis in der Konvergenz- und der Fortführungsphase sachgerecht 	C.IV.4.d)	56 f.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Netto-Einnahmen fachgerecht vom Bewertungsgutachter abgeleitet 	C.IV.4.e)	57 ff.



Management Summary (Fortsetzung)		Abschnitt	Seite												
Parameter des Kapitalisierungszinssatzes in der ewigen Rente															
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Parameter</th> <th>Wert</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)</td> <td>0,00%</td> </tr> <tr> <td>Unverschuldeter Betafaktor</td> <td>0,9</td> </tr> <tr> <td>Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)</td> <td>5,75%</td> </tr> <tr> <td>Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)</td> <td>5,74%</td> </tr> <tr> <td>Nachhaltige Wachstumsrate (nach persönlichen Steuern)</td> <td>0,87%</td> </tr> </tbody> </table>		Parameter	Wert	Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)	0,00%	Unverschuldeter Betafaktor	0,9	Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)	5,75%	Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)	5,74%	Nachhaltige Wachstumsrate (nach persönlichen Steuern)	0,87%	C.IV.5	62 ff.
Parameter	Wert														
Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)	0,00%														
Unverschuldeter Betafaktor	0,9														
Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)	5,75%														
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)	5,74%														
Nachhaltige Wachstumsrate (nach persönlichen Steuern)	0,87%														
Unternehmenswert und Angemessenheit der Barabfindung															
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Unternehmenswert (zum 24. September 2020) in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, i.H.v. € 6.133,3 Mio. 	C.IV.6.c)	86													
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Unternehmenswert plausibel 	C.IV.7	86 ff.													
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Barabfindung je ausstehende Aktie i.H.v. € 98,51 angemessen 	C.IV.8	91													

Inhalts- und Anlagenverzeichnis

	<u>Seite</u>
A. Auftrag und Auftragsdurchführung.....	1
B. Gegenstand, Art und Umfang der Angemessenheitsprüfung	7
C. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	9
I. Bewertungsgrundsätze und -methoden.....	9
1. Zukunftserfolgswert	9
2. Liquidationswert und Substanzwert.....	13
3. Vereinfachte Preisfindungen.....	13
4. Gezahlte Kaufpreise und Börsenkurse	14
II. Ermittlung einer angemessenen Abfindung	15
1. Ableitung aus dem Unternehmenswert	15
2. Beachtung von Untergrenzen	15
III. Prüfungsvorgehen	16
IV. Prüfungsfeststellungen	20
1. Bewertungsobjekt.....	20
a) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	20
b) Wirtschaftliche Grundlagen.....	22
ba) Geschäftsmodell und Unternehmensstrategie.....	22
bb) Makroökonomische Situation und Ausblick	26
bc) Markt- und Wettbewerbsumfeld	27
bd) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage einschließlich Bereinigungen	30
bda) Vermögens- und Finanzlage.....	30
bdb) Ertragslage.....	31
c) Wesentliche Erfolgsfaktoren des Geschäftsmodells.....	33
d) Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts.....	34
2. Bewertungsstichtag	34
3. Bewertungsmethode.....	35
4. Ableitung der zu kapitalisierenden Netto-Einnahmen	37
a) Aufbau der Planungsrechnung und Planungsprozess	37
b) Analyse der Planungstreue.....	41
c) Analyse der Planung des operativen Ergebnisses (EBIT)	42
ca) Übersicht.....	42
cb) Umsatzerlöse	42
cc) Operatives Ergebnis (EBIT).....	51
cd) Gesamtwürdigung	55
d) Operatives Ergebnis (EBIT) in der Konvergenz- und Fortführungsphase.....	56
e) Netto-Einnahmen nach persönlichen Ertragsteuern	57
ea) Finanzbedarfsrechnung und Finanzergebnis	57
eb) Unternehmenssteuern	59
ec) Ausschüttungen und persönliche Ertragsteuern	60
5. Kapitalisierungszinssatz	62
a) Basiszinssatz	62
b) Risikozuschlag	65
ba) Erfassung des Risikos	65
bb) Marktrisikoprämie.....	67
bc) Betafaktor.....	76
bca) Methodische und praktische Anwendungsfragen	76
bcb) Auswahl einer Gruppe von Vergleichsunternehmen.....	79
bcc) Betafaktor von STADA auf der Grundlage von Vergleichsunternehmen	80
c) Wachstumsabschlag	81
d) Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz	84
6. Ableitung des Unternehmenswerts	85
a) Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens	85
b) Sonderwerte.....	85
c) Unternehmenswert.....	86
d) Vergleich mit dem Liquidationswert	86
e) Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	86



7. Plausibilisierung des Unternehmenswerts.....	86
a) Unternehmenswert bei einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 6,5 %	86
b) Unternehmenswert bei mittelbarer Typisierung.....	87
c) Vergleichende Marktbewertung	87
d) Weitere Vergleichsmaßstäbe.....	90
8. Ableitung der Barabfindung	91
D. Abschließende Erklärung	92

- Anlage 1** Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main – 5. Kammer für Handelssachen – zur Bestellung des sachverständigen Prüfers nach §§ 327c Abs. 2, 293c Abs. 1 AktG

- Anlage 2** Telefonkonferenzen und Meetings sowie Meilensteine der Prüfung

- Anlage 3** Organigramm zur Struktur des STADA-Konzerns (Stand 30. Juni 2020)

- Anlage 4** Allgemeine Auftragsbedingungen

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

Abkürzungs- und Symbolverzeichnis

€	Euro
%	Prozent
§	Paragraph
a.a.O.	Am angegebenen Ort
Abs.	Absatz
Add-On-Akquisitionen	Akquisitionen von Unternehmensanteilen bzw. Vermögensgegenständen, die nicht in der Planungsrechnung enthalten sind
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
AKU	Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW (Vorläufer des FAUB)
Alt.	Alternative
Az.	Aktenzeichen
BB	BetriebsBerater (Zeitschrift)
BeckRS	Elektronische Entscheidungsdatenbank in beck-online (publizistische Verwendung Verlag C.H.BECK)
Betafaktor	Systematisches Risiko (Marktrisiko) nach CAPM
Bewertungsgutachten	Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der STADA Arzneimittel AG, Bad Vilbel, und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG zum 24. September 2020
Bewertungsgutachter	ValueTrust
Bewertungsobjekt	STADA
BGAV	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
BGH	Bundesgerichtshof, Karlsruhe
BGHZ	Sammlung der Entscheidungen des BGH in Zivilsachen (Zeitschrift)
BREXIT	Austritt von Großbritannien aus der Europäischen Union
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 (marktbreitetester deutscher Aktienindex)
CF	Corporate Finance (Zeitschrift)
CFB	Corporate Finance Biz (Zeitschrift)

CIS	Commonwealth of Independent States (Gemeinschaft Unabhängiger Staaten, GUS)
DAX	Deutscher Aktienindex
Detailplanungsphase	Geschäftsjahre 2020 bis 2022
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V., Frankfurt am Main
DVFA-Empfehlungen	„Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ des DVFA-Arbeitskreises „Corporate Transactions and Valuation“
e.V.	Eingetragener Verein
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern), auch „operatives Ergebnis“
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)
ESt	Einkommensteuer
EUR	Euro (Währungscode nach ISO 4217)
f.	Folgende (Seite)
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
ff.	Folgende (Seiten)
Fortführungsphase	Geschäftsjahre ab 2026 (auch: Phase der ewigen Rente)
Gesellschaft	STADA
GewSt	Gewerbsteuer
ggf.	Gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
Hauptaktionärin	Nidda Healthcare
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)
IDW Life	Mitglieder-Magazin des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland
IFRS	International Financial Reporting Standards
Inc.	Incorporated (angelsächsische Gesellschaftsform, der AG vergleichbar)
inkl.	Inklusive
INN	International Non-Proprietary Name (internationaler Freiname)
IQVIA	IQVIA Inc., Danbury, Delaware/USA
Kap.	Kapitel
KFS/BW 1	Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (Österreich)
Konvergenzphase	Geschäftsjahre 2023 bis 2025
KSt	Körperschaftsteuer
LG	Landgericht
LLC	Limited Liability Company (US-amerikanische Rechtsform, in der Eigenschaften einer Kapitalgesellschaft mit denen einer Personengesellschaft vereinigt sind)
Ltd.	Limited (angelsächsische Gesellschaftsform, der AG vergleichbar)
M&A	Mergers and Acquisitions (Transaktionen im Unternehmensbereich)
Mio.	Million (en)
Minderheitsaktionäre	Minderheitsaktionäre i.S.d. § 327a AktG
Mrd.	Milliarde (n)
MSCI World	Morgan Stanley Capital International World Index (weltweiter Aktienindex)
n.a.	Not available (nicht verfügbar) bzw. Angabe nicht sinnvoll
Nidda BondCo	Nidda BondCo GmbH, Bad Vilbel
Nidda Healthcare	Nidda Healthcare GmbH, Bad Vilbel
Nidda Holding	Nidda Healthcare Holding GmbH, Bad Vilbel
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
N.V.	Naamloze Vennootschap (Gesellschaftsform in den Niederlanden und Belgien, der AG vergleichbar)
o.g.	Oben genannte (r, n)
OLG	Oberlandesgericht
OTC	Over The Counter (hier: verschreibungsfreie Pharmaprodukte)
OTX	Hier: verschreibungsfähige Pharmaprodukte
p.a.	Per annum (pro Jahr)
Peer	Vergleichsunternehmen
Peer Group	Gruppe von (börsennotierten) Vergleichsunternehmen
R&D-Quote	Quote der Forschungs- und Entwicklungskosten im Verhältnis zu den Umsatzerlösen



rd.	Rund
REXP	REX-Performanceindex (Deutscher Rentenindex in seiner Ausprägung als Performanceindex)
ROCE	Return on Capital Employed (Rentabilität des eingesetzten Kapitals)
RX	Hier: verschreibungspflichtige Pharmaprodukte
Rz.	Randziffer
S&P Global	S&P Global Market Intelligence LLC (vormals S&P Capital IQ), ein Geschäft der S&P Global Inc., New York City/USA
SG&A-Quote	Quote der gesamten Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten im Verhältnis zu den Umsatzerlösen
S.A.	Société Anonyme (Gesellschaftsform in französisch geprägten Rechtsräumen, der AG vergleichbar)
S.	Seite
SE	Societas Europaea (europäische Gesellschaft)
sog.	Sogenannt (e, en, er)
SolZ	Solidaritätszuschlag
SpruchG	Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren (Spruchverfahrensgesetz – SpruchG)
Squeeze-out	Ausschluss der Minderheitsaktionäre
STADA	STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft, Bad Vilbel
STADA-Aktie	Nennwertlose, auf den Namen lautende Stückaktie von STADA mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils € 2,60
STADA-Konzern	STADA gemeinsam mit den von ihr abhängigen Unternehmen i.S.d. § 17 AktG
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats (Stärken, Schwächen, Chancen und Risiken; Instrument zur strategischen Planung, entwickelt von der Harvard Business School)
t-Test	Statistischer Hypothesentest
TV	Terminal Value (Phase der ewigen Rente)
u.a.	Unter anderem
Übertragungsbericht	Übertragungsbericht – Bericht der Nidda Healthcare GmbH als Hauptaktionärin der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft auf die Nidda Healthcare GmbH sowie über die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 des Aktiengesetzes – 10. August 2020
US	United States (of America)
USA	United States of America (Vereinigte Staaten von Amerika)
USD	US-Dollar (Währungscode nach ISO 4217)
usw.	Und so weiter
v.a.	Vor allem
ValueTrust	ValueTrust Financial Advisors SE, München
Vgl.	Vergleiche



Vorerwerbspreise	Preise, die ein Mehrheitsaktionär für Anteile des zu bewertenden Unternehmens gezahlt hat
VT	ValueTrust Financial Advisors SE, München
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WM	Wertpapier Mitteilungen (Zeitschrift)
WPH	Wirtschaftsprüfer-Handbuch
z.B.	Zum Beispiel
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht



A. Auftrag und Auftragsdurchführung

Auf Verlangen der Nidda Healthcare GmbH, Bad Vilbel,¹ vom 5. Juni 2020, konkretisiert durch das Verlangen vom 7. August 2020, als Hauptaktionärin der

STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft, Bad Vilbel,²

soll die für den 24. September 2020 geplante außerordentliche Hauptversammlung³ von STADA gemäß § 327a AktG über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre von STADA (Minderheitsaktionäre) auf Nidda Healthcare als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

Die HV einer AG kann auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft i.H.v. mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.⁴

Der Hauptaktionär legt die Höhe der Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer HV fest.⁵ Deren Angemessenheit ist durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.⁶

Mit Beschluss vom 16. Juni 2020⁷ hat uns das Landgericht⁸ Frankfurt am Main – 5. Kammer für Handels-sachen – zum sachverständigen Prüfer für die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung beim beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre aus STADA ausgewählt und bestellt.⁹

Wir hatten dem Gericht zuvor angezeigt, dass gesetzliche Ausschlussgründe nicht vorliegen. Wir können demzufolge bestätigen, dass wir die Vorschriften zur Unabhängigkeit beachtet haben.¹⁰ Nidda Healthcare hat uns daraufhin mit der Prüfung der Angemessenheit der den Minderheitsaktionären von STADA zu gewährenden Barabfindung beauftragt.

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

Die Barabfindung ist grundsätzlich aus dem Unternehmenswert von STADA abzuleiten. Die Hauptaktionärin hat die ValueTrust Financial Advisors SE, München,¹¹ beauftragt, Bandbreiten des Unternehmens-

¹ „Nidda Healthcare“ oder „Hauptaktionärin“.

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

³ „HV“.

⁴ § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

⁵ § 327b Abs. 1 AktG.

⁶ § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG.

⁷ Aktenzeichen 3-05 O 61/20; vgl. Anlage 1.

⁸ „LG“.

⁹ §§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4, 293c Abs. 1 Satz 3 bis 5, 293d AktG.

¹⁰ § 321 Abs. 4a HGB analog.

¹¹ „ValueTrust“, „VT“ oder „Bewertungsgutachter“.



werts von STADA zum 24. September 2020 auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden zu ermitteln. In diesem Zusammenhang unterstützt ValueTrust die Geschäftsführung von Nidda Healthcare bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung je Stückaktie von STADA.¹²

ValueTrust hat heute (10. August 2020) eine „Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft, Bad Vilbel, und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG zum 24. September 2020“¹³ vorgelegt. Nidda Healthcare macht sich die Ausführungen von ValueTrust vollumfänglich zu eigen.

Der „Übertragungsbericht – Bericht der Nidda Healthcare GmbH als Hauptaktionärin der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft über die Voraussetzungen der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft auf die Nidda Healthcare GmbH sowie über die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 des Aktiengesetzes – 10. August 2020“¹⁴ enthält das Bewertungsgutachten in vollständiger Fassung als dessen Anlage 1.

Wir haben die Prüfung in unmittelbarer Anwendung des § 327c Abs. 2 AktG und in sinngemäßer Anwendung der §§ 293d, 293e AktG – nach der vorgelagerten Prüfung unserer Unabhängigkeit und Unbefangenheit sowie der anschließenden Kenntnisnahme unserer gerichtlichen Bestellung – am 18. Juni 2020 aufgenommen und bis heute (10. August 2020), in unserem Büro in Düsseldorf durchgeführt. Angesichts der in diesem Zeitraum drohenden gesundheitlichen Gefährdungen durch die COVID-19-Pandemie haben wir davon abgesehen, die Prüfung in Teilen vor Ort bei STADA in Bad Vilbel durchzuführen.

Im Verlauf der Prüfung haben wir anstelle dessen zahlreiche Telefon- bzw. Videokonferenzen und bilaterale Telefongespräche mit den zentralen Planungsverantwortlichen von STADA sowie Vertretern des Bewertungsgutachters geführt. Die seitens der STADA 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.

Die einzelnen Termine der geführten Telefon-/Videokonferenzen sind unter Angabe von Datum, unseren Ansprechpartnern und der Besprechungsgegenstände in Anlage 2 zu diesem Prüfungsbericht tabellarisch aufgeführt. Zudem enthält Anlage 2 auch die Meilensteine unserer Prüfungstätigkeit.

Am 11. August 2020 sollen wir zudem den Mitgliedern des Vorstands und des Aufsichtsrats von STADA im Rahmen einer Telefon-/Videokonferenz für Fragen zur Durchführung und zum Ergebnis unserer Prüfung zur Verfügung stehen.

¹² „STADA-Aktie“.

¹³ „Bewertungsgutachten“.

¹⁴ „Vertragsbericht“.

¹⁵ Vgl. auch Anlage 2 zum Bewertungsgutachten.

Gegenstand unserer Prüfung ist die Angemessenheit der Barabfindung,¹⁶ die Nidda Healthcare als Hauptaktionärin der Gesellschaft ausweislich ihres schriftlichen Berichts an die HV von STADA festgelegt hat.

Angesichts der Vielzahl der zur Verfügung gestellten Dokumente sowie zur Sicherstellung der gebotenen Vertraulichkeit und einer effizienten Durchführung der Bewertungs- und Prüfungsarbeiten hat STADA einen virtuellen Datenraum eingerichtet und uns ab dem 25. Juni 2020 Zugang dazu verschafft. Daneben haben wir mit den Projektbeteiligten weitere Dokumente bzw. Arbeitspapiere über E-Mail-Verkehr ausgetauscht.

Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:

- Übertragungsbericht vom 10. August 2020 einschließlich vorangegangener Entwürfe
- Aktuelle Satzung von STADA (Fassung vom 5. Juli 2018) und Handelsregisterauszug (Abruf vom 3. August 2020)
- Organigramm zur Struktur des STADA-Konzerns (Stand 30. Juni 2020)¹⁷
- Protokolle über die Sitzungen des Vorstands und des Aufsichtsrats von STADA für die Jahre 2019 und 2020 bis einschließlich 11. März 2020¹⁸
- 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 2016 bis 2019 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 2016 bis 2019 einschließlich des jeweils als Anlage beigefügten und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Jahresabschlusses und zusammengefassten Lageberichts
- Im Juni 2020 aktualisierte²⁰ und für Bewertungszwecke um eine Planung der Bilanzen sowie eine Finanzbedarfsrechnung erweiterte und auf einen zeitlichen Horizont von drei Geschäftsjahren ausgedehnte konsolidierte Planungsrechnung von STADA für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022, einschließlich der enthaltenen Nebenrechnungen und zugehörigen Erläuterungen²¹
- Präsentation vom 21. Juli 2020 zum Zwischenabschluss zum 30. Juni 2020 einschließlich einer Beschreibung und Bezifferung von Sondereffekten, die im Wege der Hochrechnung eine weitere Anpassung des operativen Ergebnisses²² für das Geschäftsjahr 2020 beinhaltet
- Kaufverträge bzw. interne Unterlagen zur Kaufentscheidung des Vorstands von STADA bzw. der Geschäftsführung von Nidda Healthcare zu „Add-On-Akquisitionen“²³
- Bewertungsgutachten vom 10. August 2020 einschließlich vorangegangener Entwürfe
- 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 für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022,²⁴ zu deren Überleitung auf

¹⁶ § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG.

¹⁷ In der vom Bewertungsgutachter aufbereiteten Form als Anlage 3 diesem Bericht beigefügt.

¹⁸ Weitere Sitzungen haben bis heute nicht stattgefunden.

¹⁹ „IFRS“.

²⁰ Aufgrund von M&A-Transaktionen, der erwarteten Effekte aus der COVID-19-Pandemie sowie einer Veränderung der Wechselkurse.

²¹ Vom Vorstand im Wege des Umlaufbeschlusses verabschiedet am 9. Juli 2020 und vom Aufsichtsrat, ebenfalls durch Umlaufbeschluss, genehmigt am 13. Juli 2020

²² „EBIT“ (Earnings Before Interest and Taxes = Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern).

²³ Akquisitionen von Unternehmensanteilen bzw. Vermögensgegenständen, die nicht in der Planungsrechnung enthalten sind.

²⁴ „Detailplanungsphase“.

die Konvergenz- und Fortführungsphase²⁵ sowie weitere, für die Bewertung relevante Daten, insbesondere die Herleitung der Kapitalkosten und das zur Wertableitung verwendete Bewertungsmodell²⁶

- Informationen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld, insbesondere Marktstudien der IQVIA Inc., Danbury, Delaware/USA²⁷

Darüber hinaus haben wir auf weitere öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten, zurückgegriffen. Bei der Ermittlung von Kapitalmarktdaten haben wir uns v.a. auf die vom Finanzinformationsdienstleister S&P Global Market Intelligence LLC (vormals S&P Capital IQ), ein Geschäft der S&P Global Inc., New York City/USA,²⁸ gelieferten Daten gestützt.

Bei der Auftragsdurchführung haben wir die Stellungnahme des Hauptfachausschusses²⁹ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf,³⁰ HFA 6/1988 „Zur Verschmelzungsprüfung nach § 340b Abs. 4 AktG“ in sinngemäßer Anwendung³¹ berücksichtigt und – in unmittelbarer Anwendung – den IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008) vom 2. April 2008³² 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 Abfindungen 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 (10. August 2020) jeweils eine berufsübliche Vollständigkeitserklärung abgegeben und darin schriftlich versichert, dass die Erläuterungen und Auskünfte, die für die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung von Bedeutung sind, 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 (10. August 2020) aufgenommen und zeitlich parallel zu den Arbeiten des Bewertungsgutachters durchgeführt. Diese

²⁵ Geschäftsjahre 2023 bis 2025 sowie 2026 ff.

²⁶ In Auszügen als sog. Wertekopie.

²⁷ „IQVIA“.

²⁸ „S&P Global“.

²⁹ „HFA“.

³⁰ „IDW“.

³¹ Die Stellungnahme HFA 6/1988 wurde 2013 aufgehoben, ist hinsichtlich der dort enthaltenen Aussagen zu Anforderungen an Prüfungsdurchführung und Berichterstattung sinngemäß aber weiterhin gültig.

³² „IDW S 1“.

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



Vorgehensweise ist im Rahmen von Angemessenheitsprüfungen üblich und durch höchstrichterliche Rechtsprechung anerkannt.³⁴ Sie ist begründet in der Notwendigkeit, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben. Im Verlauf der Bewertungs- und Prüfungsarbeiten haben wir intensive Diskussionen mit dem Bewertungsgutachter, insbesondere zu den Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes, geführt. Zwischen dem Bewertungsgutachter und uns bestanden im Ergebnis keine divergierenden Auffassungen.

Die Verantwortung für den ordnungsgemäßen Inhalt des Übertragungsberichts liegt bei der Nidda Healthcare.

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 (10. August 2020) und dem geplanten Zeitpunkt der Beschlussfassung der HV von STADA über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre (24. September 2020) wesentliche Veränderungen gegenüber den Annahmen bei Erstattung des Bewertungsgutachtens bzw. dieses Prüfungsberichts ergeben, wären solche bei der Bemessung der angemessenen Barabfindung zu berücksichtigen. Hierzu werden wir am Tag der HV der STADA Erklärungen zur Aktualisierung der Vollständigkeitserklärungen einholen und eine Stichtagserklärung zur Angemessenheit der Barabfindung abgeben.

Über das Ergebnis unserer Angemessenheitsprüfung erstatten wir gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG in sinngemäßer Anwendung des § 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 Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschlussfassenden HV von STADA,³⁵ die Verwendung durch Nidda Healthcare im Rahmen eines eventuellen Spruchverfahrens und die Vorlage beim jeweils zuständigen Gericht.

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 Haftungsvereinba-

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.



zung, 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 4 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften i.d.F. vom 1. Januar 2017 maßgeblich. Für unsere Verantwortlichkeit gegenüber den an der Übertragung beteiligten Gesellschaften und ihren Anteilshabern gelten §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293d Abs. 2 AktG, 323 HGB.



B. Gegenstand, Art und Umfang der Angemessenheitsprüfung

Gegenstand unserer Prüfung ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung. Als Grundlage für die Ermittlung der Barabfindung wurden die Ergebnisse einer Unternehmensbewertung herangezogen. Die hierbei zugrunde gelegte Methodik ist vom Prüfer hinsichtlich der Gründe für ihre Anwendung und der Ergebnisse auf Angemessenheit zu prüfen.

Entsprechend dem gesetzlichen Auftrag haben wir geprüft, ob die von Nidda Healthcare festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse von STADA zum Bewertungsstichtag als angemessen anzusehen ist. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der Voraussetzungen und Rechtmäßigkeit für eine Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und der steuerlichen Auswirkungen, haben wir nicht vorgenommen.

Soweit der Übertragungsbericht die festgelegte Barabfindung und deren Ermittlung erläutert, können diese Ausführungen i.R.d. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung herangezogen werden. Vollständigkeit und Richtigkeit des Übertragungsberichts sind im Übrigen nicht Gegenstand der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung.

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 Abfindungsprüfung nach § 327c AktG i.V.m. § 293e AktG anwendbar und grundsätzlich auch nach Aufhebung des Standards weiterhin zutreffend. Wir haben sie daher unserer Prüfung sinngemäß zugrunde gelegt.

Die Prüfung erstreckt sich danach darauf, ob die für die Berechnung der Barabfindung 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 der Barabfindung erforderliche Unternehmensbewertung selbst durchzuführen.

Der sachverständige Prüfer hat über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten.³⁶ Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist.³⁷

³⁶ §§ 327c Abs. 2, 293e Abs. 1 Satz 1 AktG.

³⁷ §§ 327c Abs. 2, 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.

Des Weiteren ist im Bericht anzugeben,³⁸

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

Unser Prüfungsbericht gibt das Ergebnis unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung 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 ausführlichen Angaben im Bewertungsgutachten, das dem Übertragungsbericht als Anlage beigefügt ist.

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

³⁸ §§ 327c Abs. 2, 293e Abs. 1 Satz 3 AktG.

C. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

I. Bewertungsgrundsätze und -methoden

Eine rechtlich vorgeschriebene Methode für die Bewertung von Unternehmen gibt es nicht. Der Wert eines Unternehmens ergibt sich regelmäßig 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 erbringen kann. Unter der Voraussetzung, dass ausschließlich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.

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 ist der Unternehmenswert³⁹ bei gesellschaftsrechtlichen Bewertungsanlässen wie dem aktienrechtlichen Squeeze-out nach den Grundsätzen des IDW S 1 aus einem objektivierten Unternehmenswert unter unmittelbarer Berücksichtigung der Besteuerung der Anteilseigner abzuleiten. Der objektivierte Unternehmenswert stellt sich i.d.R. als typisierter und intersubjektiv nachprüfbarer sog. Zukunftserfolgswert aus der Sichtweise eines inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Anteilseigners bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept dar.⁴⁰

1. Zukunftserfolgswert

Der Zukunftserfolgswert entspricht dem Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Netto-Einnahmen der Unternehmenseigner.⁴¹ Der Zukunftserfolgswert kann nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden.⁴² Beide Verfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Bewertungsannahmen und -vereinfachungen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) basieren.⁴³

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

³⁹ Bzw. die grundsätzlich aus ihm abzuleitende Abfindung.

⁴⁰ Nach den im Dezember 2012 von der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V., Frankfurt am Main („DVFA“), 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.

⁴¹ Vgl. IDW S 1, Rz. 4.

⁴² Vgl. IDW S 1, Rz. 7.

⁴³ 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.⁴⁴

Eine sachgerechte Anwendung des Kapitalwertkalküls setzt voraus, dass Zähler (Einnahmen der Anteilseigner) und Nenner (Kapitalisierungszinssatz) der Bewertungsgleichung u.a. hinsichtlich Unsicherheit, Breite und zeitlicher Struktur äquivalent sein müssen (Äquivalenzprinzip). Dem zentralen Grundsatz der Risikoäquivalenz kann entweder mit der Sicherheitsäquivalenzmethode oder mit der Risikozuschlagsmethode Rechnung getragen werden. Da die Bezifferung von Sicherheitsäquivalenten insbesondere im Hinblick auf eine Typisierung von Anteilseignern bis dato nicht überzeugend gelöst werden konnte, hat sich die Risikozuschlagsmethode – zumindest bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten – in Wissenschaft, Rechtsprechung und Bewertungspraxis durchgesetzt.⁴⁵

Im Hinblick auf die Problematik einer eindeutigen Abgrenzung sollte bei der Risikozuschlagsmethode nicht zwischen unternehmensspezifischen und allgemeinen Risiken unterschieden werden, sondern das gesamte Risiko ausschließlich im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden. Im Zähler der Bewertungsgleichung sind deshalb stets Erwartungswerte der finanziellen Überschüsse bzw. der Einnahmen der Anteilseigner anzusetzen.⁴⁶

Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar.⁴⁷ Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsbeurteilungen.⁴⁸ 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.⁴⁹ Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen und/oder aufgrund veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig andere sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zu berücksichtigen.

I.R.d. Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse ist zu beurteilen, ob und ggf. in welchem Umfang Synergieeffekte zu berücksichtigen sind. 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. Der IDW S 1 unterscheidet zwischen echten und unechten Synergien. Echte Synergien betreffen Veränderungen, die ausschließlich durch Kooperation bestimmter Unternehmen aufgrund deren spezifischer Eigenschaften oder infolge der Maßnahme, die Anlass der Bewertung ist, realisierbar sind. Unechte Synergieeffekte können hingegen mit einer nahezu beliebigen Vielzahl von Partnern umgesetzt werden oder sind auch ohne den Bewertungsanlass realisierbar.

⁴⁴ Vgl. IDW S 1, Abschnitt 7.2.

⁴⁵ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Düsseldorf 2018, Kap. A, Rz. 210 ff.

⁴⁶ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kap. A, Rz. 332.

⁴⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 68.

⁴⁸ Vgl. IDW S 1, Rz. 72.

⁴⁹ Vgl. IDW S 1, Rz. 32.

Nur die unechten Synergien sind, sofern die Synergie stiftenden Maßnahmen zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind und nur soweit sie auf das Bewertungsobjekt entfallen, bei einer objektivierten Bewertung zu berücksichtigen.⁵⁰

Bei der Bewertung von Konzernen können die finanziellen Überschüsse nach verschiedenen Methoden ermittelt werden.⁵¹ 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.

Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts⁵² und rechtlicher Restriktionen, z.B. regulatorischer Vorgaben, tatsächlich für Ausschüttungen zur Verfügung stehen.⁵³

Soweit die Planung zwei Phasen unterscheidet, ergibt sich für die erste Phase⁵⁴ 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.⁵⁵

Für die zweite Phase⁵⁶ ist typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens zu dem der Alternativanlage äquivalent ist. Für die Wiederanlage thesaurierter Mittel der zweiten Phase wird 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.⁵⁷

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 der aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden Ertragsteuern der Unternehmenseigner zu ermitteln.⁵⁸ Wegen der Wertrelevanz persönlicher Ertragsteuern sind anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte erforderlich.⁵⁹

⁵⁰ Vgl. IDW S 1, Rz. 33 f.

⁵¹ 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“).

⁵² Einschließlich der Planung von Ausschüttungen.

⁵³ Vgl. IDW S 1, Rz. 35.

⁵⁴ Die sog. Detailplanungsphase.

⁵⁵ Vgl. IDW S 1, Rz. 36.

⁵⁶ Die sog. Phase der ewigen Rente.

⁵⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 37.

⁵⁸ Vgl. IDW S 1, Rz. 28 ff.

⁵⁹ Vgl. IDW S 1, Rz. 43 ff.



Bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen wie dem Ausschluss von Minderheitsaktionären wird bei der Typisierung – im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung – von den steuerlichen Verhältnissen einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen und nicht wesentlich beteiligten natürlichen Person ausgegangen. I.R.d. Typisierung sind sachgerechte Annahmen zur persönlichen Besteuerung der Netto-Zuflüsse aus dem Bewertungsobjekt bzw. aus der Alternativanlage zu treffen.

Im seit dem Jahr 2009 in Deutschland gültigen System der Abgeltungssteuer unterliegen die Einkünfte des typisierten Anteilseigners aus Dividenden und Veräußerungsgewinnen infolge von Wertsteigerungen (Kursgewinnen) – ebenso wie dessen Zinseinkünfte – einem einheitlichen Nominalsteuersatz von 26,375 %.⁶⁰ Für ausgeschüttete Gewinne ergibt sich die daraus resultierende effektive Steuerbelastung unmittelbar aus einem Abzug der nominellen Steuerbelastung.

Aufgrund des Zinseffektes ist die effektive Steuerbelastung thesaurierungsbedingter Veräußerungsgewinne von der persönlichen Haltedauer des Anteilseigners abhängig. Nach Ansicht des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW⁶¹ ist es sachgerecht, bei Abschätzung des effektiven persönlichen Steuersatzes für Veräußerungsgewinne von langen Haltedauern und einer entsprechend geringen effektiven Steuerbelastung der thesaurierten Gewinne auszugehen. Der FAUB empfiehlt, von einer effektiven Steuerbelastung in Höhe des hälftigen Nominalsteuersatzes auszugehen.⁶² Als effektive Steuerbelastung thesaurierungsbedingter Veräußerungsgewinne ist demzufolge derzeit ein Steuersatz von 13,1875 % anzusetzen.

Der zur Ableitung des Barwerts anzusetzende Kapitalisierungszinssatz stellt die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten bestmöglichen Alternativanlage dar.⁶³ Diese Rendite lässt sich nach dem Capital Asset Pricing Model⁶⁴ in eine risikolose Verzinsung (Basiszinssatz) und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen. Bei der Ermittlung von Basiszinssatz und Risikoprämie sind ertragsteuerliche Einflüsse auf Ebene der Anteilseigner zu berücksichtigen. Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach Ende der Detailplanungsphase wird der Kapitalisierungszinssatz um einen Wachstumsabschlag gemindert.

Ein gegebenenfalls vorhandenes nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist i.R.d. Unternehmensbewertung grundsätzlich gesondert neben dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens 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, in Betracht.

⁶⁰ ESt einschließlich SolZ; die Kirchensteuer wird nicht berücksichtigt.

⁶¹ „FAUB“.

⁶² Für Bewertungsstichtage ab dem 1. Januar 2009; vgl. Ergebnisbericht-Online über die 95. Sitzung des FAUB am 29. November 2007, <https://www.idw.de/blob/41084/2953225b8794b951b3342babf0cb9429/ergebnisbericht-095-sitzung-faub-data.pdf>, zuletzt abgerufen am: 10. August 2020.

⁶³ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kap. A, Rz. 331.

⁶⁴ „CAPM“.

2. 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.

3. 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.⁶⁵

Die Plausibilisierung eines Unternehmenswerts erfolgt nach dieser Vorgehensweise anhand eines mittels Multiplikatoren bestimmten Vielfachen einer Erfolgs- oder Bestandsgröße bzw. einer branchenspezifischen Kennzahl. Geeignete Multiplikatoren werden entweder aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen⁶⁶ oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet.

Die auf Basis von Multiplikatoren ermittelten Werte können i.d.R. nur einen Anhaltspunkt geben. Zum einen berücksichtigen einige Multiplikatoren unternehmensspezifische Ertrags- und Kostenstrukturen nicht hinreichend. Zum anderen sind die Prognosezeiträume der Schätzungen von Analysten für die Vergleichsunternehmen oftmals nicht lang genug, um die auf Grundlage interner Daten in einer fernerer Zukunft für das Bewertungsobjekt erwarteten Veränderungen angemessen berücksichtigen zu können. Schließlich können auch weitere Besonderheiten des Bewertungsobjekts, wie z.B. Verlustvorräte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen, die Aussagekraft von Multiplikator-Bewertungen einschränken.

Bei aus Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist darüber hinaus zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise von der Interessenlage der Transaktionspartner bestimmt sind. Sie berücksichtigen beispielsweise subjektive Erwartungshaltungen, insbesondere zu den erzielbaren Synergieeffekten. Zudem sind die konkreten Ausgestaltungen der Verträge und deren Einfluss auf den vereinbarten Kaufpreis i.d.R. nicht bekannt. Insofern ist die Aussagekraft dieses Ansatzes für die Plausibilisierung eines objektivierte Unternehmenswerts im Vergleich zu aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren regelmäßig geringer.

Die durch vergleichende Analysen ermittelten Verhältniszahlen lassen sich somit nur eingeschränkt auf das Bewertungsobjekt übertragen. Eine Multiplikator-Bewertung ermöglicht es i.d.R. gleichwohl, das

⁶⁵ Vgl. IDW S 1, Rz. 143 f.

⁶⁶ „Peers“; gemeinsam „Peer Group“.



Bewertungsergebnis durch Vergleich mit den ermittelten Bandbreiten einer abschließenden Gesamtwürdigung zu unterziehen.

4. Gezahlte Kaufpreise und Börsenkurse

Inwieweit Preise, die ein Mehrheitsaktionär für Anteile des zu bewertenden Unternehmens gezahlt hat („Vorerwerbspreise“), unmittelbar bei der Bestimmung des Unternehmenswerts und der Ableitung einer Abfindung herangezogen werden können, ist in der Rechtsprechung und der 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.⁶⁷

Liegen für Unternehmensanteile Börsenkurse vor, so sind diese zur Plausibilitätsbeurteilung eines fundamentalanalytisch ermittelten Unternehmens- bzw. Anteilswerts heranzuziehen. Hierbei sind besondere Einflüsse, die sich möglicherweise auf die Börsenpreisbildung ausgewirkt haben, sorgfältig zu analysieren und darzustellen.⁶⁸ 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 des Unternehmens geschlossen werden.

Nach höchstrichterlicher Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts⁶⁹ und des BGH⁷⁰ zu börsennotierten Aktiengesellschaften darf die Bemessung der Abfindung nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung erfolgen, wenn der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Bei fehlender Marktgängigkeit oder Manipulation des Börsenkurses ist dies nicht der Fall. Stets ist beim Heranziehen des Börsenkurses auf einen geeigneten Durchschnittskurs über einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor Ankündigung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme abzustellen. Dabei ist die Abfindung so zu bemessen, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der aktienrechtlichen Strukturmaßnahme erhalten hätten.

⁶⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 13.

⁶⁸ Vgl. IDW S 1, Rz. 15.

⁶⁹ „BVerfG“; vgl. Beschluss vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, S. 289 ff.

⁷⁰ Vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 ff.



II. Ermittlung einer angemessenen Abfindung

1. Ableitung aus dem Unternehmenswert

Nach den Erkenntnissen in Betriebswirtschaftslehre und Rechtsprechung⁷¹ sowie in der Bewertungspraxis ist der Wert des Unternehmens grundsätzlich die geeignete Basis zur Ermittlung der Barabfindung. 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 eventuelle Besonderheiten des jeweiligen Bewertungsobjekts⁷² gegebenenfalls durch eine von der quotalen Aufteilung abweichende Aufteilung des Unternehmenswerts zu berücksichtigen.

2. Beachtung von Untergrenzen

Bei der Bemessung der Abfindung für Anteile an einer börsennotierten Gesellschaft darf der Börsenkurs als Verkehrswert der Aktie nicht außer Betracht bleiben.⁷³ 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.

In Rechtsprechung und Literatur wird die Frage, ob die anlässlich einer gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahme zu gewährende Abfindung nach dem Barwert der wegen eines bestehenden Unternehmensvertrags geschuldeten Ausgleichszahlungen zu bemessen ist, kontrovers diskutiert. Der BGH hat zwar der Auffassung, die kapitalisierte Ausgleichszahlungen seien für die Barabfindung beim Squeeze-out allein maßgeblich, eine Absage erteilt. Der Beschluss konnte aber im entschiedenen Fall offenlassen, ob die kapitalisierten Ausgleichszahlungen eine – zusätzliche – Untergrenze für die angemessene Barabfindung darstellen.⁷⁴

⁷¹ Vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001, II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 ff.

⁷² Z.B. unterschiedliche Aktiegattungen.

⁷³ Vgl. Abschnitt C.I.4, S. 14.

⁷⁴ Vgl. BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016, II ZB 25/14, DB 2016, S. 883.

III. Prüfungsvorgehen

Die Vertreter von STADA bzw. 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 Ergebnisse
- Ermittlung von Finanzergebnis und Unternehmenssteuern
- Ableitung der Ergebnisse in der Konvergenz- und Fortführungsphase
- 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 von der Gesellschaft vorgelegten Planungsrechnung
- Sachgerechte Übernahme der Planungsrechnung in das Bewertungsmodell
- Sachgerechte Ableitung der Netto-Einnahmen in der Detailplanungsphase
- Stichhaltige Begründung zur Ableitung des operativen Ergebnisses und der Netto-Einnahmen in der Konvergenz- und Fortführungsphase
- 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 zwecks Plausibilisierung des Ertragswerts nach IDW S 1 in der Parametrisierung, die der angebotenen Barabfindung entspricht

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 stellt eine Grundlage zur Plausibilisierung der Planungsrechnung dar. Wir haben uns davon überzeugt, dass wesentliche voraussichtlich nicht wiederkehrende bzw. nicht planbare Ergebniseinflüsse der Vergangenheit bei der Ermittlung der Planergebnisse als solche nicht fortgeschrieben wurden. Zu diesem Zweck haben wir die Abschlüsse und Prüfungsberichte für den



betrachteten Vergleichszeitraum der Vergangenheit⁷⁵ 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 uns die der Bewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung erst im Verlauf der Bewertungs- und Prüfungsarbeiten vorgelegt worden ist, zu Beginn unserer Prüfungsarbeiten zunächst mit der bereits im Jahr 2019 in wesentlichen Teilen definierten Unternehmensstrategie auseinandergesetzt. Zudem konnten wir auf Erkenntnisse zurückgreifen, die wir anlässlich unserer Angemessenheitsprüfung im Jahr 2017 gewonnen haben.⁷⁶

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 zeitlichem Abstand i.d.R. abnimmt.

Der Bewertungsgutachter hat die Planungstreue dementsprechend anhand eines Vergleichs der (bereinigten) Ist-Zahlen⁷⁷ der zentralen operativen Steuerungsgrößen im STADA-Konzern⁷⁸ mit den jeweils im Dezember des Vorjahres budgetierten Werten⁷⁹ vorgenommen. Wir haben geprüft, ob die Analysen des Bewertungsgutachters sachgerecht vorgenommen worden sind und ob die von ihm daraus abgeleiteten Schlussfolgerungen nachvollziehbar sind.

Die prospektive Einschätzung einer konkreten Planungsrechnung greift auf die (bereinigten) 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 Planzahlen für die Geschäftsjahre 2020 bis 2022 die Entwicklung des STADA-Konzerns mit heutigem Kenntnisstand plausibel abbilden.

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

Gegenüber der verabschiedeten und von der Gesellschaft nochmals aktualisierten Planungsrechnung hat der Bewertungsgutachter bewertungssystematische Modifikationen in das zur Wertableitung verwendete Modell eingearbeitet. Wir haben die Ausgangsgrößen dieser Modifikationen, die zugrundeliegenden Annahmen sowie die methodische Konsistenz der entsprechenden Berechnungen verifiziert.

⁷⁵ Geschäftsjahre 2017 bis 2019.

⁷⁶ Über die Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags gemäß § 293b AktG („BGAV“) zwischen STADA und Nidda Healthcare haben wir mit Prüfungsbericht vom 21. Dezember 2017 berichtet.

⁷⁷ Konzernlageberichte für die Geschäftsjahre 2016 bis 2019.

⁷⁸ „Finanzielle Leistungsindikatoren“: um Währungs- und Portfolioeffekte bereinigter Konzernumsatz sowie bereinigtes EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization of Goodwill).

⁷⁹ Für die Planungsrechnungen von Ende 2015, 2016, 2017 und 2018.



Da das geplante operative Ergebnis im letzten Jahr der Detailplanungsphase (2022) nicht dem nachhaltig im Durchschnitt zu erwartenden Ergebnis entspricht, hat der Bewertungsgutachter ein nachhaltig für das betriebliche Ergebnis im Durchschnitt zu erwartendes Niveau geschätzt. Durch Zwischenschaltung einer Konvergenzphase von weiteren drei Jahren hat er die wesentlichen Größen des operativen Ergebnisses⁸⁰ über einen Zeitraum von drei Jahren (2023 bis 2025) auf das nachhaltig im Durchschnitt zu erwartende Niveau überführt.

Da eine ausreichende Rückführung von Fremdkapital im Detailplanungszeitraum aus vertraglichen Gründen nicht möglich ist, hat er zudem ab dem Jahr 2024 eine Überleitung auf eine marktüblichen Verschuldungsgrad bis zum Jahr 2025 angenommen und auf dieser Grundlage das Finanzergebnis der Konvergenzphase sowie die aus den genannten Größen resultierenden Unternehmenssteuern ermittelt. Unter Verwendung einer Wachstumsrate für zukünftige unternehmens- und segmentspezifische Inflations- und Effizienzerwartungen hat der Bewertungsgutachter die derart normalisierten Werte in die Fortführungsphase (2026 ff.)⁸¹ überführt. Wir haben die dabei getroffenen Annahmen und die zugehörigen Berechnungen einer gesonderten Würdigung unterzogen.

Aufgrund des am 19. Dezember 2017 geschlossenen BGAV ist STADA dazu verpflichtet, grundsätzlich ihren ganzen Gewinn an Nidda Healthcare abzuführen. Unterstellt man eine unendliche Laufzeit des BGAV, wären die künftigen Ausschüttungen und der daraus abgeleitete Unternehmenswert vollständig Nidda Healthcare zuzurechnen.

STADA hat deshalb bei der Erstellung der Planungsrechnung insoweit von den tatsächlichen Verhältnissen abstrahiert⁸² und eine Bilanzplanung bzw. Finanzbedarfsrechnung erstellt, in der die zur Ausschüttung zur Verfügung stehende Liquidität vollständig an die Aktionäre ausgeschüttet wird. Dabei wird auch eine Tilgung von Finanzverbindlichkeiten entsprechend der vertraglichen Fälligkeiten vorgenommen.

Die bewertungsrelevanten Ausschüttungen ergeben sich demzufolge unmittelbar aus der aus bewertungssystematischen Gründen geringfügig angepassten Bilanzplanung bzw. Finanzbedarfsrechnung der Gesellschaft (2020 bis 2022) und deren Fortentwicklung in der Konvergenzphase (2023 bis 2025). In der Fortführungsphase (2026 ff.) hat der Bewertungsgutachter ein marktdurchschnittliches Ausschüttungsverhalten unterstellt. 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.

Der Bewertungsgutachter hat den Kapitalisierungszinssatz unter Verweis auf die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativinvestition ermittelt. Wir haben die Ableitung der einzelnen Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes methodisch wie inhaltlich verifiziert und mit den zugehörigen Beobachtungen von Kapitalmarktdaten abgestimmt.

⁸⁰ Umsatzerlöse, Brutto-Ergebnis vom Umsatz, Abschreibungen/Investitionen und EBIT.

⁸¹ Auch „Phase der ewigen Rente“.

⁸² Ebenso für die Unternehmenssteuern, für deren sachgerechte Berücksichtigung ebenfalls eine von den rechtlichen Verhältnissen abweichende wirtschaftliche Betrachtungsweise erforderlich ist. Im Übrigen ist nicht von den tatsächlichen Verhältnissen zu abstrahieren.



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,⁸³ keinen Punktwert, sondern Bandbreiten zu ermitteln. Da insbesondere die Höhe der Markrisikoprämie kontrovers diskutiert wird und insoweit einer Bandbreitenbetrachtung zugänglich ist, hat er den oberen und unteren Wert einer Bandbreite für die Höhe der Markrisikoprämie nach persönlichen Steuern modelliert und daraus eine Bandbreite für den Unternehmenswert abgeleitet.

Aufgrund der Tatsache, dass die Barabfindung einwertig festzulegen ist und diese regelmäßig aus dem Unternehmenswert abzuleiten ist, haben wir den Unternehmenswert verifiziert, aus dem sich die festgelegte Barabfindung ergibt. Insoweit beziehen sich unsere Ausführungen vorrangig auf die Höhe der Markrisikoprämie, die diesem Unternehmenswert entspricht.

Der Bewertungsgutachter hat den sich auf dieser Grundlage ergebenden Ertragswert zum technischen Bewertungsstichtag (31. Dezember 2019) auf den rechtlichen Bewertungsstichtag, den geplanten Tag der beschlussfassenden HV der Gesellschaft (24. September 2020) 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.

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.

Über die von ihm 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. Zudem stellt er auch eine aus Vorerwerbspreisen abgeleitete Bandbreite dar.

Wir greifen die alternativen Wertansätze des Bewertungsgutachters bei unserer Plausibilisierung des Unternehmenswerts⁸⁴ auf und ergänzen diese Betrachtungen um weitere denkbare Plausibilisierungsmaßstäbe.

Der Bewertungsgutachter hat die von ihm ermittelten Bandbreiten für den Unternehmenswert jeweils auf eine Aktie umgerechnet und sich mit der Frage auseinandergesetzt, ob der Börsenkurs oder die kapitalisierten Ausgleichszahlungen eine Untergrenze der Barabfindung darstellen können. Wir haben auch die diesbezüglichen Überlegungen und Berechnungen verifiziert.

⁸³ In Übereinstimmung mit den DVFA-Empfehlungen und seinem Auftrag entsprechend.

⁸⁴ Unternehmenswert, der sich aus der festgelegten Barabfindung ergibt.

IV. Prüfungsfeststellungen

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. Der Verwaltungssitz befindet sich in der Stadastraße 2-18, 61118 Bad Vilbel.

Die Satzung von STADA wurde zuletzt am 5. Juli 2018 geändert.

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 und gattungsgleiche auf den Namen lautende Stückaktien mit einem jeweiligen rechnerischen Anteil am Grundkapital von € 2,60 je Aktie eingeteilt. Nach den Angaben im Übertragungsbericht hält STADA 84.273 eigene Aktien. Nach Absetzung der eigenen Aktien von den insgesamt ausgegebenen Aktien sind somit 62.258.167 STADA-Aktien ausstehend.

Gemäß § 6 Abs. 1 der Satzung ist der Vorstand ermächtigt, das Grundkapital mit Zustimmung des Aufsichtsrats bis zum 5. Juni 2023 einmal oder mehrmals durch Ausgabe von bis zu 31.171.215 neuen Aktien gegen Bar- und/oder Sacheinlage bis zu einem Nominalbetrag von € 81.045.159,00 zu erhöhen (Genehmigtes Kapital 2018).

Die STADA-Aktien werden nicht mehr im regulierten Markt einer Börse und auch nicht mit Zustimmung oder auf Veranlassung der Gesellschaft im Freiverkehr einer Börse gehandelt.

STADA hat am 6. November 2018 einen Antrag auf Widerruf der Zulassung der STADA-Aktien zu Handel im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse gestellt (Delisting). Mit Ablauf des 27. November 2018 wurde der Handel der STADA-Aktien im General Standard der Deutsche Börse AG, Frankfurt am Main, eingestellt.

Die Börse Düsseldorf hat die Zulassung der STADA-Aktien im Primärmarkt mit Ablauf des 2. Dezember 2019 widerrufen. Der Handel im Freiverkehr an den Regionalbörsen Berlin, Hannover, München und Stuttgart wurde ebenfalls eingestellt. Trotz des Delistings werden die STADA-Aktien bis heute, ohne Veranlassung durch die oder Zustimmung der Gesellschaft, im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt.

Nach den Angaben im Übertragungsbericht hält Nidda Healthcare unmittelbar 60.886.922 Stück STADA-Aktien. Dies entspricht einem Anteil am ausstehenden Grundkapital der Gesellschaft von 97,80 %. Die übrigen STADA-Aktien befinden sich mit Ausnahme der von STADA gehaltenen eigenen Aktien im Streubesitz.



Über ihre unmittelbare Muttergesellschaft Nidda Healthcare Holding GmbH, Bad Vilbel,⁸⁵ deren Alleingesellschafterin Nidda BondCo GmbH, Bad Vilbel,⁸⁶ und eine Kette von weiteren Beteiligungsverhältnissen wird Nidda Healthcare letztlich gemeinschaftlich durch verschiedene Fonds- und Verwaltungsgesellschaften der Bain Capital Fonds und des Sixth Cinven Fund kontrolliert, die wiederum von der Bain Capital Investors, LLC, Wilmington, Delaware/USA, bzw. der Cinven (Luxco 1) S.A., Luxemburg, beherrscht werden.

Die Mehrheitsbeteiligung von Nidda Healthcare hat sich infolge eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots ergeben. Nachdem das ursprüngliche Übernahmeangebot von Nidda Holding gescheitert war, konnte Nidda Holding mit einem erneuten freiwilligen Übernahmeangebot infolge einer 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 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 Nidda Healthcare ein.

Nach Zustimmung der außerordentlichen HV von STADA vom 2. Februar 2018 und Eintragung am 20. März 2018 in das Handelsregister von STADA hat Nidda Healthcare aufgrund des am 19. Dezember 2017 zwischen der STADA als beherrschte Gesellschaft und ihr als herrschendem Unternehmen abgeschlossenen BGAV auf Verlangen von außenstehenden Aktionären insgesamt 41.355 STADA-Aktien gegen Zahlung der vereinbarten Barabfindung i.H.v. € 74,40 je STADA-Aktie erworben. Aktionäre, die nicht von diesem Recht Gebrauch gemacht haben, erhalten für die Dauer des Vertrags je STADA-Aktie eine jährliche Ausgleichszahlung i.H.v. € 3,82 (Brutto-Ausgleichsbetrag), was derzeit einem Netto-Ausgleichsbetrag i.H.v. € 3,53 entspricht.

Nidda Healthcare hat den Aktionären von STADA am 11. Oktober 2018 ein öffentliches Delisting-Erwerbangebot zu einem Angebotspreis i.H.v. € 81,73 je STADA-Aktie unterbreitet. Das Angebot wurde für insgesamt 17.639.245 STADA-Aktien angenommen. Nach Ablauf der Angebotsfrist hat Nidda Healthcare zwischen dem 17. März 2020 und dem 15. Mai 2020 außerbörslich insgesamt weitere 2.469.314 STADA-Aktien zu Preisen i.H.v. € 96,50 bis € 98,00 je STADA-Aktie erworben. Der volumengewichtete durchschnittliche Kaufpreis dieser Erwerbe beträgt € 97,38 je STADA-Aktie.

Mit Schreiben vom 5. Juni 2020 hat Nidda Healthcare das sog. förmliche Verlangen i.S.d. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der Gesellschaft gerichtet, eine außerordentliche HV der Gesellschaft einzuberufen und diese HV über die Übertragung der STADA-Aktien der Minderheitsaktionäre auf Nidda Healthcare gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. STADA hat den Erhalt dieses förmlichen Verlangens mit einer Pressemitteilung vom 8. Juni 2020 bekannt gemacht.

⁸⁵ „Nidda Holding“.
⁸⁶ „Nidda BondCo“.



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 113 in- und ausländische Tochterunternehmen, von denen 87 in den Konzernabschluss von STADA einbezogen werden. Weitere vier Gesellschaften werden im Konzernabschluss als assoziierte Unternehmen bilanziert.⁸⁷

Mit den wesentlichen deutschen Tochterunternehmen ist jeweils ein BGAV geschlossen. Der bis 2017 bestehende steuerliche Organkreis mit der STADA als Organträger ist bis einschließlich des Veranlagungszeitraums 2015 geprüft. Aufgrund des mit Nidda Healthcare geschlossenen BGAV ist STADA seit 2018 nicht mehr Organträgerin eines steuerlichen Organkreises.

b) Wirtschaftliche Grundlagen

ba) Geschäftsmodell und Unternehmensstrategie

Der STADA-Konzern ist ein international tätiger Gesundheitskonzern. Das Geschäftsmodell fokussiert auf die beiden Segmente Generika und Markenprodukte. Unter Kosten- und Risikogesichtspunkten verzichtet STADA auf die Erforschung und Entwicklung innovativer Wirkstoffe, und konzentriert sich stattdessen auf die Entwicklung und Vermarktung pharmazeutischer Produkte, die keinen gewerblichen Schutzrechten, insbesondere Patenten, mehr unterliegen (Generika).

Im Segment Generika entwickelt und vertreibt STADA meist rezeptpflichtige Arzneimittel, die eine wirkstoffgleiche Kopie eines bereits unter anderem Markennamen auf dem Markt angebotenen Produkts darstellen. Der Markt für verschreibungspflichtige Generika ist durch regulierte Absatzpreise, einen intensiven Wettbewerb, hohen Kostendruck sowie hohe Anforderungen an Produktionssicherheit und Produktqualität gekennzeichnet.

Im Segment Markenprodukte werden im Wesentlichen verschreibungsfreie Produkte (OTC), unter einem anderen Markennamen bekannte verschreibungspflichtige (RX) und verschreibungsfähige Produkte (OTX) hergestellt und vertrieben. Im diesem Markt stehen das Preisniveau, die Marketingstrategie, Kundenloyalität sowie geringere regulatorische Vorgaben im Vordergrund.

Das Geschäftsmodell von STADA zielt insgesamt auf einen weitgehend konjunkturunabhängigen Wachstumsmarkt. STADA generiert demzufolge kontinuierliches organisches Wachstum, welches durch gezielte M&A-Aktivitäten unterstützt wird. Von den gesamten, um 11,9 % gestiegenen Umsatzerlösen i.H.v. € 2.608,6 Mio. (2019)⁸⁸ entfallen 58,8 % auf das Segment Generika und 41,2 % auf das Segment Markenprodukte. Bei Generika und Markenprodukten nimmt STADA mit Rang vier seit Jahren eine führende Marktposition in Europa ein. Auch infolge der M&A-Aktivitäten des Geschäftsjahres 2019 ist die durchschnittliche Zahl der Mitarbeiter im Jahresdurchschnitt um 4 % auf 10.626 gestiegen. Mit 89 % ist der überwiegende Teil der Mitarbeiter im Ausland beschäftigt.

⁸⁷ Angaben zum 30. Juni 2020; Einzelheiten sind grafisch in dem als Anlage 3 beigefügten Organigramm zur Struktur des STADA-Konzerns dargestellt.

⁸⁸ Zahlenangaben in diesem Abschnitt beziehen sich auf das Geschäftsjahr 2019.



Einschließlich der nur durch Export bedienten Länder vertreibt STADA ihre Produkte in rd. 120 Ländern. Der Vertrieb von STADA besteht aus national ausgerichteten Vertriebsgesellschaften. Durch die zwar zentral organisierten, aber auf die jeweiligen Marktverhältnisse ausgerichteten lokalen Einheiten verfügt STADA über eine große Marktnähe und damit Vertriebsstärke. Die jeweilige Vertriebsstrategie ist im Wesentlichen danach ausgerichtet, ob es sich um einen regulierten Markt mit Preisvorgaben oder einen sog. Selbstzahlermarkt handelt.

Zur Erzielung eines organischen Wachstums ist es erforderlich, jederzeit über eine gut gefüllte Produkt-Pipeline zu verfügen. STADA konnte 2019 weltweit mit 729 einzelnen Produkten deutlich mehr neue Produkte einführen als in den Vorjahren und verfolgte zum Jahresende über 1.200 Zulassungsverfahren für mehr als 160 pharmazeutische Wirkstoffe und Wirkstoffkombinationen in mehr als 50 Ländern. Die vorhandene Pipeline betrifft alle relevanten Generika und zahlreiche Markenprodukte. 2019 wurden mehr als 700 Zulassungen erteilt und über 730 neue Zulassungsanträge gestellt. Angesichts der Zeiträume, die für Patentrecherchen, die Entwicklung, Einreichung und Zulassung von Produkten erforderlich sind, müssen Portfolioentscheidungen für Generika oftmals bis zu zehn Jahre vor Vermarktung des Produkts getroffen werden. Die Aufrechterhaltung der arzneimittelrechtlichen Zulassungen stellt STADA durch die Bereiche Pharmakovigilanz und Quality Assurance/Quality Control sicher.

STADA verfügt zur Abdeckung der Lieferkette und für die pharmazeutische Produktion über ein internationales Netzwerk von internen und externen Ressourcen, welches ein hohes Maß an Flexibilität gewährleistet. STADA stellt die zur Produktion benötigten Wirk- und Hilfsstoffe i.d.R. nicht selbst her, sondern bezieht diese kostengünstig aus Niedrigkostenländern. Das Risiko von Margenverlusten aufgrund rückläufiger Absatzpreise wird möglichst durch Preisgleitklauseln abgefangen, indem die Bezugspreise an die Entwicklung der Absatzpreise gekoppelt werden. Die Produktion der Arzneimittel erfolgt an 20 konzerneigenen Produktionsstätten und Prüflaboren, wobei STADA inzwischen den überwiegenden Teil des konzernweiten Produktionsvolumens in Niedrigkostenländer überführt hat.

Die wichtigsten Kundengruppen von STADA sind Patienten und Endverbraucher, Ärzte, Apotheken und Apothekenketten, Krankenhäuser, Versandhändler, Einkaufsgemeinschaften, Großhandlungen und andere Dienstleister im Gesundheitsmarkt sowie gesetzliche und private Krankenkassen als Kostenträger.

Im Segment Generika produziert und vertreibt STADA Produkte für den Gesundheitsmarkt – i.d.R. mit Arzneimittel-Charakter –, die einen oder mehrere Wirkstoffe enthalten, deren gewerbliche Schutzrechte abgelaufen sind und deren vertriebliche Positionierung eines der folgenden Kriterien erfüllt:

- Betonung eines günstigen Preises gegenüber dem wirkstoffgleichen Produkt eines anderen Anbieters
- Produkt als integraler Bestandteil eines produkt- und indikationsübergreifenden Vermarktungskonzepts
- Vertrieb unter seinem internationalen Freinamen (INN)

Der Markt für Generika ist i.d.R. durch folgende Charakteristika gekennzeichnet:

- Hohe Preissensibilität
- Kontinuierlicher Margendruck
- Intensiver Wettbewerb
- Sich stetig verändernde regulatorische Rahmenbedingungen

Die Zusammensetzung des angebotenen Produktportfolios im Segment Generika ist stark auf die regulatorische Struktur des jeweiligen Landesmarkts und die dort vereinbarten Rabattverträge ausgerichtet. Die kommunalen oder nationalen Erstattungspreislisten unterliegen aufgrund des Kostendrucks der öffentlichen Sozialversicherungsträger stetigen Preisanpassungen, die mit Hilfe folgender Instrumente erreicht werden:

- Maximale Erstattungspreise (Festbeträge)
- Erstattungspreiskürzungen
- Internationale Referenzpreismodelle
- Ausschreibungsmodelle (insbesondere in Deutschland als dem wichtigsten Ländermarkt von STADA)

Angesichts der dadurch bedingten kontinuierlichen Erosion der Preise bei bereits eingeführten Produkten ist es für die Erzielung von Wachstum erforderlich, unmittelbar nach dem Auslaufen von Patenten und anderen gewerblichen Schutzrechten mit neuen Produkten am Markt zu sein, um für eine begrenzte Zeit von verhältnismäßig attraktiven Preisen profitieren zu können.

Die Vermarktung der Produkte orientiert sich an den fortlaufend angepassten Erstattungspreislisten, da eine patientenbezogene Werbung und damit eine produktbezogene Marketingstrategie bei Generika nicht zulässig ist.

Im Segment Generika erzielt STADA in den drei Ländern mit dem höchsten Umsatzanteil (TOP-Drei-Länder: Deutschland, Italien und Belgien) 48,7 % der gesamten Umsatzerlöse des Segments (€ 1.534,7 Mio.). Mit den fünf Wirkstoffen, die den höchsten Umsatzanteil aufweisen (TOP-Fünf-Wirkstoffe: Epoetin Zeta, Tilidin Naloxon, Atorvastatin, Omeprazol und Pantoprazol) werden hingegen nur 12,3 % der Umsatzerlöse des Segments generiert.

Seit einiger Zeit versucht STADA die deutlichen Wachstumspotenziale von Biosimilars zu erschließen. Im Vergleich zu Generika handelt es sich bei diesen, ebenfalls dem Segment Generika zugeordneten Produkten um deutlich komplexere Nachbildungen von Biopharmazeutika. Derzeit bietet STADA zwei Biosimilars an und hat bereits weitere Biosimilars lizenziert, die sich derzeit noch in der Entwicklung befinden. STADA betreibt den weiteren Ausbau des Biosimilar-Portfolios i.d.R. in Kooperation mit strategischen Partnern.



Im Segment Markenprodukte produziert und vertreibt STADA Produkte für den Gesundheitsmarkt, die einen oder mehrere Wirkstoffe enthalten, deren gewerbliche Schutzrechte abgelaufen sind und deren vertriebliche Positionierung eines der folgenden Kriterien erfüllt:

- Angebot unter einem produktspezifischen Markennamen und unter Betonung spezifischer Produkteigenschaften, die auf eine Alleinstellung des Produktes abzielen
- Nicht selbst diese Definition erfüllendes Produkt, welches Teil eines Vermarktungskonzepts ist, in dem überwiegend nicht-verschreibungspflichtige Produkte, die mehrheitlich unter einem produktspezifischen Markennamen und unter Betonung spezifischer Produkteigenschaften angeboten werden, die auf eine Alleinstellung des Produktes abzielen

Der Markt für Markenprodukte ist i.d.R. durch folgende Charakteristika gekennzeichnet:

- Vertrieblerischer Schwerpunkt nach den jeweiligen Produkteigenschaften und insbesondere der jeweiligen Markennamen, die durch aktives Marketing gestärkt werden
- Differenzierung der Wettbewerber über Produktpolitik, Kommunikationsstrategie und Distributionsmaßnahmen
- Weniger einschränkende regulatorische Rahmenbedingungen

Demzufolge verfolgt STADA im Segment Markenprodukte ein Konzept der sog. „starken Marke“, das auf einen hohen Bekanntheitsgrad setzt. Bei der Vermarktung bedient sich STADA insbesondere der Fernseh- und Printwerbung sowie der digitalen und sozialen Medien. Die produktpolitischen Entscheidungen für OTC-Produkte werden zentral über einen konzernweiten Beschaffungs-, Logistik- und Vertriebsprozess gesteuert.

Im Segment Markenprodukte erzielt STADA in den drei Ländern mit dem höchsten Umsatzanteil (TOP-Drei-Länder: Deutschland, Großbritannien und Russland) 58,6 % der gesamten Umsatzerlöse des Segments (€ 1.073,9 Mio.). Mit den fünf Produkten, die den höchsten Umsatzanteil aufweisen (TOP-Fünf-Markenprodukte: Bortezomib STADA, APO-Go, Grippostad, Zoflora und Snup) werden 25,0 % der Umsatzerlöse des Segments generiert.

Das Geschäftsmodell von STADA zielt darauf ab, nachhaltiges profitables Wachstum zu generieren und dadurch langfristig den Unternehmenswert zu steigern. Um diese Ziele zu erreichen hat STADA ab 2016 zahlreiche Initiativen zur Effizienzsteigerung eingeleitet. Die Maßnahmen fokussieren auf eine Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit und Steigerung der Innovationskraft.

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

- Stärkung der europäischen Kernmärkte durch M&A-Aktivitäten oder opportunistische Aktivitäten⁸⁹ bei einer De-Priorisierung bzw. einem Ausstieg aus einzelnen regionalen Märkten, bei denen STADA bislang schwach vertreten ist
- Generierung eines nachhaltigen Umsatzerlösniveaus und konstanter Zahlungsströme im Segment Generika durch eine sog. „Time and cheap to market“-Strategie
- Weiterer Ausbau der Spezial-Pharmazeutika, insbesondere des Biosimilar-Portfolios, das mit Hilfe von Kooperationspartnern weiterentwickelt werden soll

⁸⁹ Was in der jüngeren Vergangenheit und im laufenden Geschäftsjahr zu einigen wesentlichen Transaktionen geführt hat.



- Konzentration auf ausgewählte Markenprodukte und Fortsetzung der Internationalisierung erfolgreich in anderen Ländern eingeführter Markenprodukte

Durch die folgenden Maßnahmen verspricht sich der Vorstand von STADA eine Steigerung der Profitabilität:

- Reduzierung der Herstellungskosten durch Reduzierung der Einkaufskosten, Straffung von Produktionsabläufen, Optimierung von Zulieferwegen und Konsolidierung von Produktionsstandorten bei einer Ausweitung der Produktionskapazitäten
- Verbesserung der Allokation von Ressourcen durch eine Ausrichtung der Marketingaktivitäten auf wachstums- und margenstarke Produkte und eine Verstärkung der Präsenz auf Social-Media-Kanälen
- Verbesserung der IT-Infrastruktur und -Sicherheit sowie eine Harmonisierung des SAP-Systems, Einführung eines einheitlichen IT-Systems und die Optimierung der Vertriebsstrukturen

bb) Makroökonomische Situation und Ausblick

Die nach unserer Auffassung zutreffenden Ausführungen des Bewertungsgutachters zur makroökonomischen Entwicklung fokussieren auf die für STADA wesentlichen Länder und Regionen (Länder der Eurozone, insbesondere Deutschland, Italien und Belgien, sowie Großbritannien und Russland).

Nach einer weltweit zu beobachtenden Verminderung der Wachstumsraten soll das reale Brutto-Inlandsprodukt im Jahr 2020 infolge der wirtschaftlichen Auswirkungen der COVID-19-Pandemie einbrechen, sich 2021 aber bereits wieder so erholen, dass die Rückgänge des laufenden Jahres auf globaler Ebene mehr als ausgeglichen werden. Für die Eurozone wird allerdings erwartet, dass die Wachstumsrate des Jahres 2021 nicht vollständig ausreicht, um die vorangegangenen Wohlstandsverluste auszugleichen. Für die Eurozone wird also ein sog. U-förmiger Verlauf der gesamtwirtschaftlichen Folgen der COVID-19-Pandemie prognostiziert, nachdem man anfangs noch davon ausgegangen war, man könne den von 2009 bis 2019 anhaltenden Aufschwung nach dem kurzen und heftigen, aktuell zu beobachtenden Einbruch schon im kommenden Jahr wieder kompensieren (V-förmiger Verlauf).

Während die Länder Italien, Belgien und Großbritannien besonders hohe Infektionszahlen und durch die COVID-19-Pandemie verursachte Sterblichkeitsfälle zu beklagen hatten, ist Deutschland insofern vergleichsweise geringfügig durch die gesundheitlichen Folgen der COVID-19-Pandemie belastet. Gleichwohl soll das reale Brutto-Inlandsprodukt auch hierzulande substanziell einbrechen, was v.a. der Exportorientierung der deutschen Wirtschaft geschuldet ist. Nach der erwarteten Erholung im Jahr 2021 ist aufgrund des demografischen Wandels langfristig mit einem verhältnismäßig geringen Wachstum zu rechnen.

Über eine außerordentlich hohe Beeinträchtigung durch die COVID-19-Pandemie hinaus werden die künftigen Wachstumsraten für Italien weiterhin durch strukturelle Defizite und die hohe Staatsverschuldung beeinträchtigt sein.

Für Belgien wird davon ausgegangen, dass das künftige Wachstum weiterhin durch eine restriktive Fiskalpolitik und einen schwachen Binnenkonsum beeinträchtigt wird.



Nach dem im Sommer 2016 entschiedenen Austritt von Großbritannien aus der Europäischen Union⁹⁰ haben sich die Wachstumsraten in Großbritannien substantiell vermindert. Es ist davon auszugehen, dass die Wachstumsaussichten für Großbritannien auch künftig beeinträchtigt sein werden.

Nachdem das Wachstum in Russland über einige Jahre von den Folgen der Ukraine-Krise und den damit verbundenen Sanktionen sowie aufgrund des schwachen Ölpreises substantiell beeinträchtigt war, konnten zwischenzeitlich infolge einer Erholung der Öl- und Gaspreise deutlich höhere Wachstumsraten erzielt werden. Der erwartete Einbruch der Wirtschaftsleistung im laufenden Jahr ist – neben den wirtschaftlichen Folgen der COVID-19-Pandemie – auch auf einen erneuten Einbruch des Ölpreises zurückzuführen.

Gleichgerichtet mit den Wachstumsraten für das reale Brutto-Inlandsprodukt sollen sich die Inflationsraten im laufenden Jahr auf breiter Front vermindern und im nächsten Jahr wieder ansteigen, wobei nahezu durchgängig weiterhin geringere Inflationsraten als 2019 erwartet werden. Für die Eurozone insgesamt soll die gesamtwirtschaftliche Inflation weiterhin substantiell unter der von der Europäischen Zentralbank angepeilten Zielgröße liegen

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass die für STADA über einen längeren Zeitraum insgesamt günstigen makroökonomischen Bedingungen zumindest aktuell erheblich beeinträchtigt sind. Aber auch auf mittlere und lange Sicht dürfte der Wachstumspfad in den für STADA maßgeblichen Absatzländern durch den Einbruch im laufenden Jahr und den damit verbundenen Basiseffekt sowie durch weitere Faktoren, die nicht unmittelbar auf die COVID-19-Pandemie zurückzuführen sind, beeinträchtigt sein.

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, in den letzten Jahren insbesondere durch chinesische und indische Unternehmen. 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)

⁹⁰ „BREXIT“.

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 Distributionswegs 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; im Zuge der Umsetzung des aktuellen Effizienzprogramms allerdings zunehmend in geringerem Umfang)
- 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, aktuell auch positive wie negative Auswirkungen der COVID-19-Pandemie
- 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 sowie durch strenge Preiskontrollen und Ausschreibungen



Vor diesem Hintergrund soll der globale Pharmamarkt im Zeitraum 2019 bis 2024 mit durchschnittlich⁹¹ 4,5 % auf € 1.393,8 Mrd. weiterwachsen. Dieses Wachstum ist v.a. von der Entwicklung in Schwellenländern getrieben. Der globale Markt für Generika soll den Wachstumstrend mit weiterhin überdurchschnittlichen Zuwächsen von bis zu 5,6 % im Zeitraum 2019 bis 2022 auf dann € 276,3 Mrd. fortsetzen. Der Anteil von Biosimilars am globalen Markt für Biologika wird erwartungsgemäß von aktuell 3,0 % wesentlich stärker steigen als der der herkömmlichen Generika am gesamten globalen Pharmamarkt. Der erwartete Anstieg des globalen Markts für Markenprodukte im Zeitraum 2019 bis 2022 liegt mit 3,6 % auf € 80,6 Mrd. i.R.d. Prognosen für den Gesamtmarkt und wird sich künftig erwartungsgemäß auf etwas niedrigeren Niveau fortsetzen.

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.

Der Bewertungsgutachter hat seiner verbalisierten Analyse der Marktentwicklung in den Kernabsatzmärkten von STADA (Top-Fünf-Länder) eine grafische Aufbereitung der wesentlichen Kennzahlen wie folgt vorangestellt:⁹²

Pharmamarkt und Marktsegmente Generika sowie Markenprodukte in den Kernabsatzmärkten von STADA €Mrd.	DE	GB	IT	BE	RU	TOP 5
Umsatzlösanteil Generika von STADA (in %, in 2019)	24,5%	2,0%	13,7%	10,4%	5,0%	55,7%
Umsatzlösanteil Markenprodukte von STADA (in %, in 2019)	20,7%	20,4%	3,7%	1,8%	17,4%	64,2%
Generika-Marktposition von STADA in Top 5	✓	✗	✓	✓	✗	✓
Markenprodukte-Marktposition von STADA in Top 5	✗	✓	✗	✗	✓	✓
Gesamtumsatzerlöse des Pharmamarktes (2019)*	46,2	26,3	29,3	6,1	15,6	123,6
Wachstum pro Jahr (2014-2019)	5,3%	6,3%	6,4%	5,9%	10,6%	6,9%
Wachstum pro Jahr (2019-2024)	5,0%	5,5%	3,2%	3,2%	10,7%	5,5%
Marktsegment Generika (innerhalb Pharmamarkt)						
Generikapenetration (Umsatzerlöse, 2019)**	19,0%	22,1%	17,0%	11,9%	32,7%	20,6%
Wachstum pro Jahr (2014-2019)	3,6%	2,2%	6,0%	2,9%	8,6%	
Wachstum pro Jahr (2019-2022)	4,3%	2,9%	4,9%	2,1%	9,5%	5,1%
Marktsegment Markenprodukte (innerhalb Pharmamarkt)						
Markenproduktpenetration (Umsatzerlöse, 2019)	11,3%	5,9%	5,3%	8,4%	31,8%	11,2%
Wachstum pro Jahr (2014-2019)	1,4%	-1,2%	0,8%	-0,5%	5,2%	
Wachstum pro Jahr (2019-2022)	1,5%	0,1%	1,6%	-1,5%	9,1%	4,1%
Summe Penetration Segmente (Umsatzerlöse, 2019)***	30,4%	28,0%	22,2%	20,2%	64,5%	31,8%
CAGR (2019-2022)	3,3%	2,3%	4,1%	0,7%	9,3%	4,8%

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Darstellung.
 *Das Marktvolumen des Pharmamarktes wurde von USD in EUR mit einem Wechselkurs von EUR/USD 1,12 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-Fünf-Ländern ist differenzierter zu betrachten. Für Großbritannien, wo STADA bislang nur bei Markenprodukten einen wesentlichen Anteil des Marktes auf sich vereinen kann, ist in diesem für STADA maßgeblichen Segment infolge des BREXIT von einem geringfügigen, gleichwohl allerdings verbesserten Marktwachstum 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

⁹¹ 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.
⁹² Die segmentbezogenen Markterwartungen sind auf Grundlage einer Studie aus Februar 2020 ermittelt worden und können deshalb die Folgen der COVID-19-Pandemie noch nicht beinhalten.

der STADA erwarten, auch wenn sich die Zuwachsraten künftig weiter reduzieren dürfte. Trotz der verhältnismäßig niedrigen Marktpenetration durch Generika sind die Wachstumsaussichten von STADA in Belgien begrenzt, da substantielle Preissenkungen erwartet werden. Der russische Pharmamarkt weist eine hohe Dynamik auf, wovon STADA erwartungsgemäß zumindest in der näheren Zukunft profitieren dürfte. Allerdings können Rückgänge der Kaufkraft und Wechselkursänderungen diese Dynamik auch beeinträchtigen.

Aus der Vielzahl von Marktteilnehmern hat der Bewertungsgutachter elf börsennotierte Unternehmen identifiziert, deren Geschäftsmodell hinreichend mit STADA vergleichbar ist und deren Börsenhandel zusätzlich weiteren Anforderungen entspricht.⁹³ Die Unternehmen der Peer Group sind im Bewertungsgutachten jeweils im Einzelnen beschrieben. Kennzahlen dieser Unternehmen haben der Bewertungsgutachter und auch wir bei der Analyse der Planungsrechnung von STADA und deren Fortschreibung in die Nachhaltigkeit berücksichtigt.⁹⁴

bd) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage einschließlich Bereinigungen

Der Bewertungsgutachter nimmt eine Analyse der Vermögens- und Finanzlage die Konzernbilanz anhand der geprüften und testierten Konzernabschlüsse für die Geschäftsjahre 2017⁹⁵ bis 2019 vor. Hinsichtlich der Vermögens- und Finanzlage nimmt er keine Bereinigungen im eigentlichen Sinne vor, sondern passt die Aufsatzbilanz (31. Dezember 2019) nur hinsichtlich der aus bewertungssystematischen Gründen nicht fortzuführenden latenten Steuern an. Seine Ausführungen zur Ertragslage gehen von bereinigten Zahlen aus. Die diesbezüglichen Bereinigungen hat er den geprüften und testierten Konzernlageberichten entnommen.

bda) Vermögens- und Finanzlage

Seine umfangreichen Erläuterungen zur Vermögens- und Finanzlage zu den Bilanzstichtagen der Geschäftsjahre 2017 bis 2019 lassen sich wie folgt zusammenfassen bzw. ergänzen:

- Hohe Anlagenintensität (31. Dezember 2019: 58 % der unbereinigten Bilanzsumme)
- Herausragende Bedeutung der immateriellen Vermögenswerte⁹⁶ 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), Veräußerungen von Unternehmensanteilen (Entkonsolidierung) sowie planmäßige Abschreibungen und außerplanmäßige Wertminderungen, im Wesentlichen auf Zulassungen und Markenrechte (Abschreibungen)
- Erheblicher Anstieg 2018 der immateriellen Vermögenswerte wegen erstmaliger Vollkonsolidierung BIOCEUTICALS Arzneimittel AG
- Anstieg Sachanlagen⁹⁷ v.a. aufgrund einer Änderung in der Bilanzierung von Leasingverträgen (2018) bzw. Investitionen und Erstkonsolidierungen (2019)

⁹³ „Peer Group“; vgl. Abschnitt C.IV.5.bcb), S. 79 f.

⁹⁴ Vgl. Abschnitt C.IV.4.cd) S.55; und Abschnitt C.IV.4.d), S. 56 f.

⁹⁵ Die Darstellung der Ertragslage umfasst zusätzlich das Geschäftsjahr 2016.

⁹⁶ Im Wesentlichen Zulassungen, Markenzeichen und ähnliche Rechte sowie Geschäfts- und Firmenwerte.

⁹⁷ Im Wesentlichen Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und Bauten einschließlich Bauten auf fremden Grundstücken sowie technische Anlagen und Maschinen.

- Erheblicher Anstieg der Vorräte (2019) wegen Neueinführungen von Produktportfolien und Akquisitionen
- Erheblicher Anstieg der Forderungen (2019) wegen gesteigener Umsätze und geringerem Wertberichtigungsbedarfs
- Finanzierung im Wesentlichen durch Eigenkapital (31. Dezember 2019: 31 % der unbereinigten Bilanzsumme) und verzinsliche Verbindlichkeiten (31. Dezember 2019: 36 % der unbereinigten Bilanzsumme)
- Verzinsliche Verbindlichkeiten⁹⁸ durch Tilgungen und Aufnahme von Mitteln stark schwankend
- Änderung der Finanzierung (2018) aufgrund Kontrollwechsels und dem damit verbundenen Rückgaberechte und Ersatz durch Gesellschafterdarlehen
- Erheblicher Anstieg der unverzinslichen Verbindlichkeiten (2019) v.a. aufgrund von Stichtageffekten

bdb) Ertragslage

Die Darstellungen des Bewertungsgutachters setzen auf einer bereinigten Ertragslage auf. Die Bereinigungen sind zudem in einer Überleitungsrechnung tabellarisch dargestellt und nachfolgend verbal erläutert.

Um eine bessere Vergleichbarkeit der Planperioden mit der betrachteten Vergangenheit herzustellen und um Planüber- oder -unterschreitungen zumindest teilweise 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. Proforma-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. Proforma-Anpassungen werden zudem regelmäßig auch dann vorgenommen, wenn die Vergleichbarkeit durch eine Umstellung des Geschäftsjahres beeinträchtigt ist. Es kann darüber hinaus angezeigt sein, Proforma-Anpassungen vorzunehmen, wenn sich die Bilanzierungs- und/oder Bewertungsmethoden im betrachteten Vergangenheitszeitraum und/oder für den Planungszeitraum verändert haben.

Der Bewertungsgutachter hat Bereinigungen der erstgenannten Kategorie vorgenommen. Dabei hat er sich auf die von der Gesellschaft in den Konzernlageberichten für die Geschäftsjahre 2016 bis 2019 berichteten bereinigten Kennzahlen gestützt. Die in den Lageberichten der Gesellschaft vorgenommenen Bereinigungen bei den Umsatzerlösen hat er nicht vorgenommen.

Das ist nach unserer Auffassung auch sachgerecht, da eine sog. „Year-to-Year-Bereinigung“ aufgrund von Währungseffekten, wie sie in den Lageberichten enthalten ist, für eine Analyse über einen längeren Zeitraum nicht zielführend ist. Eine Bereinigung um Portfolioeffekte halten wir ebenso wenig für notwendig, da das Geschäftsmodell von STADA regelmäßige M&A-Aktivitäten beinhaltet.

⁹⁸ Schulscheindarlehen, Bankdarlehen, Anleihen, Gesellschafterdarlehen, Pensionsrückstellungen und Leasingverbindlichkeiten.

Der Bewertungsgutachter stellt die in den Geschäftsberichten nicht vollständig im Einzelnen aufgedeckten Bereinigungen detailliert dar. Wesentliche Bereinigungen betreffen die folgenden Sachverhalte:

- Herstellungskosten: Abschreibungen der Vermögenswerte aus Kaufpreisallokation
- Sonstige Erträge: v.a. Wertaufholungen von Vermögensgegenständen des Anlagevermögens und Neubewertungseffekte aus einer Erstkonsolidierung
- Andere Aufwendungen: Wertberichtigungen („Impairments“), Abfindungen und Restrukturierungsmaßnahmen, Währungskurseffekte, Aufwendungen im Zusammenhang mit der Einstellung eines Geschäftszweigs sowie Beratungsdienstleistungen im Zusammenhang mit der Übernahme der STADA im Geschäftsjahr 2017
- Abschreibungen: außerplanmäßige Abschreibungen, Zuschreibungen und planmäßige Abschreibungen der Vermögenswerte aus Kaufpreisallokation
- Ertragsteuern: Folgeeffekte der Vorsteuer-Bereinigungen (soweit steuerlich beachtlich) und Transfer der latenten Steuern auf die Ebene des neuen Organträgers im Zusammenhang mit dem Abschluss des BGAV

Der Bewertungsgutachter leitet die Ergebnisgrößen vor Bereinigungen auf Ergebnisgrößen nach Bereinigungen über. Im Saldo wirken die Bereinigungen in allen Jahren des betrachteten und bereinigten Vergangenheitszeitraums ergebniserhöhend. Nach Bereinigungen zeigt sich in der Entwicklung des EBIT und des Konzernjahresüberschusses ein klarer Aufwärtstrend. Insoweit lassen sich aus der bereinigten Vergangenheit eindeutiger Rückschlüsse auf die künftige Entwicklung ziehen, wobei allerdings zu berücksichtigen ist, dass diese auch von anderen Effekten überlagert sein können.

Wir konnten die vorgenommenen Bereinigungen für die Geschäftsjahre 2016 bis 2019 mit den geprüften Lageberichten und ergänzend erhaltenen Informationen und Aufgliederungen ohne Beanstandungen abstimmen.

Hinsichtlich einer Vollständigkeit der Bereinigungen zeigen die Erläuterungen des Bewertungsgutachters, dass in den bereinigten Zahlen weiterhin Erträge und Aufwendungen enthalten sind, die in der Bewertungspraxis üblicherweise bereinigt werden.⁹⁹ Der Bewertungsgutachter hat sich bei Vornahme der Bereinigungen allerdings auf die von der Gesellschaft selbst im Rahmen ihrer Finanzberichterstattung veröffentlichten und geprüften Zahlen gestützt, was wir für nachvollziehbar halten.

Des Weiteren sind die Ertragsteuern seit 2018 durch den BGAV beeinflusst. Da für Zwecke der Bewertung von diesem teilweise zu abstrahieren ist, hätte eine Bereinigung der Ertragsteuern für die Geschäftsjahre 2018 und 2019 ebenfalls eine bessere Vergleichbarkeit der Planzahlen mit der betrachteten Vergangenheit zur Folge gehabt.

⁹⁹ Erträge aus der Auflösung von Wertberichtigungen, aus Versicherungsentschädigungen und aus dem Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens, Aufwendungen aus der Wertberichtigung auf Forderungen sowie Verluste aus Abgängen von Gegenständen des Anlagevermögens.



Die insoweit nicht vollständig durchgeführten Bereinigungen sind bei der Analyse der vorgelegten Planzahlen zu berücksichtigen.

Prüfungsergebnis

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

Die umfangreichen Erläuterungen des Bewertungsgutachters zur bereinigten Ertragslage in den Geschäftsjahren 2016 bis 2019 lassen sich wie folgt zusammenfassen bzw. ergänzen:

- Anstieg der Umsatzerlöse um +6,8 % (CAGR 2016/19) auf € 2.608,6 Mio. maßgeblich durch M&A-Transaktionen und Neueinführungen von Produkten (2017 und 2019) bedingt
- Kontinuierliche Verbesserung der Brutto-Marge,¹⁰⁰ insbesondere durch positive Preisentwicklungen in Belgien (2018) und eine Veränderung im Produktmix (2019)
- Signifikanter Rückgang der Verwaltungskosten (2018) v.a. aufgrund von Kosteneinsparungen
- EBIT bzw. EBIT-Marge substantiell auf € +489,0 Mio. bzw. 18,7 % (2019) gestiegen
- EBITDA bzw. EBITDA-Marge im Wesentlichen gleichläufig mit der Entwicklung nach Abschreibungen mit Werten von € +625,52 Mio. bzw. 24,0 % (2019)
- Ergebnis vor Ertragsteuern¹⁰¹ kontinuierlich auf € +444,0 Mio. (2019) gestiegen
- Konzernergebnis (inklusive Minderheitenanteile) und Umsatzrendite nach Steuern auf € +412,2 Mio. bzw. 15,8 % (2019) 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-Analyse¹⁰² 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 Vollausslastung der Produktionskapazitäten ▪ Begrenztes Knowhow bei Biosimilars
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Demografische Entwicklung ▪ Zunehmende Bedeutung des Gesundheitssektors ▪ Zunehmende Nachfrage nach preisgünstigen Arzneimitteln wegen Budgetrestriktionen im Gesundheitsmarkt ▪ Internationalisierung national erfolgreicher Produkte ▪ Steigendes Gesundheitsbewusstsein in Industrie- und Schwellenländern ▪ 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

¹⁰⁰ Auch „Roh-Marge“; (Umsatzerlöse – Herstellungskosten)/Umsatzerlöse.

¹⁰¹ „EBT“ (Earnings Before Taxes).

¹⁰² Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats (Stärken, Schwächen, Chancen und Risiken; Instrument zur strategischen Planung, entwickelt von der Harvard Business School).



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.

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.¹⁰³ 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. Im konkreten Bewertungsfall ist die Feststellung von Unternehmenswerten für einzelne Tochtergesellschaften bzw. Zwischenebenen (Länder, Segmente) nicht erforderlich.

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 24. September 2020.¹⁰⁴

Als technischen Bewertungsstichtag im Sinne der „Wertabgrenzungsfunktion des Bewertungsstichtags“ hat der Bewertungsgutachter den 31. Dezember 2019 gewählt. Damit trägt er dem Umstand Rechnung, dass das vor dem 24. September 2020 erzielte Ergebnis des Geschäftsjahres 2020 – aufgrund der Rechnungslegung und Planung in jährlichen Perioden – zum einen unterjährig nicht hinreichend sicher abgegrenzt sowie festgestellt werden kann und zum anderen den Minderheitsaktionären von STADA zum Zeitpunkt der Beschlussfassung der HV noch nicht fiktiv¹⁰⁵ gutgeschrieben worden ist.

¹⁰³ Vgl. Abschnitt C.I.1, S. 9 ff.

¹⁰⁴ § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG.

¹⁰⁵ Fiktion, dass für Bewertungszwecke hinsichtlich der Ausschüttungen (wie auch der Unternehmenssteuern) vom BGAV zu abstrahieren ist. Bei den Verhältnissen im vorliegenden Bewertungsfall soll – bei Abstraktion von dem geschlossenen BGAV, in dem eine feste Ausgleichszahlung garantiert wird – für das Geschäftsjahr 2020 plangemäß keine Dividende gezahlt werden.

I.R.d. Bewertung unterstellt der Bewertungsgutachter vereinfachend, dass die Jahresergebnisse¹⁰⁶ unterjährig gleichmäßig anfallen. Der üblichen Bewertungspraxis folgend rechnet er sowohl Thesaurierungen als auch Ausschüttungen der Jahresergebnisse vereinfachend einheitlich mit Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahres den Aktionären zu.¹⁰⁷

Die Wertbeiträge aus Ausschüttungen (Dividenden) und Thesaurierungen werden mit den periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätzen auf den technischen Bewertungsstichtag (31. Dezember 2019) abgezinst und auf den rechtlichen Bewertungsstichtag (24. September 2020) aufgezinst.

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

Prüfungsergebnis

Der Bewertungsstichtag (24. September 2020) steht in Einklang mit § 327b Abs. 1 Satz 1 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.

Aufgrund der Tatsache, dass die Barabfindung einwertig festzulegen ist und diese regelmäßig aus dem Unternehmenswert abzuleiten ist, haben wir den Unternehmenswert verifiziert, aus der sich die festgelegte Barabfindung ergibt. Insoweit beziehen sich unsere Ausführungen vorrangig auf die Höhe der Marktrisikoprämie, aus der sich ein Unternehmenswert ergibt, der der festgelegten Barabfindung entspricht. Der Rand der Bandbreite für den Unternehmenswert, der sich auf Grundlage der alternativ angesetzten Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern ergibt, ist nach unserer Auffassung nicht geeignet, den Unternehmenswert von STADA zu bestimmen. Wir haben den sich auf dieser Grundlage ergebenden Wert allerdings für Zwecke unserer Plausibilisierung des Unternehmenswerts verwendet.

Über die wie vorstehend beschrieben 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 Steuern¹⁰⁸ sowie weitere Bandbreiten für den Wert des Eigenkapitals auf der Grundlage von Multiplikatoren und einen auf der Grundlage von Vorerwerben hochgerechneten Wert des Eigenkapitals ermittelt. Diese Betrachtungen sind nach unserer Auffassung nicht dazu geeignet, den Unternehmenswert von STADA und die daraus abzuleitende Barabfindung i.S.d. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG und der dazu vorliegenden Rechtsprechung unmittelbar zu

¹⁰⁶ Bei Abstraktion von dem geschlossenen BGAV. Tatsächlich fallen Jahresergebnisse nur dann an, wenn Gewinnthesaurierungen vorgenommen werden.

¹⁰⁷ Bei Abstraktion von dem geschlossenen BGAV.

¹⁰⁸ Bzw. bei einer mitte baren Typisierung der persönlichen Steuern.

bestimmen. Mittelbar haben wir sie i.R.d. Angemessenheitsprüfung zur Plausibilisierung des Unternehmenswerts, der sich aus einer Hochrechnung der festgelegten Barabfindung ergibt, herangezogen. Zudem haben wir das Bewertungsergebnis auch mit Überlegungen zu weiteren Vergleichsmaßstäben plausibilisiert.¹⁰⁹

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.¹¹⁰

Der Bewertungsgutachter hat den von uns für allein maßgeblich gehaltenen Unternehmenswert, aus dem sich die festgelegte Barabfindung ergibt, 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 hinaus ist die Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts so vorzunehmen, dass Verbundeffekte, die sich erst durch den Squeeze-out 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.

Der Bewertungsgutachter 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 Hauptaktionärin 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 und Parametrisierung heranzuziehen, für sachgerecht.

¹⁰⁹ Vgl. Abschnitt C.IV.7, S. 86 ff.

¹¹⁰ Vgl. Abschnitt C.IV.6.d), S. 86.

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 bzw. der Konvergenz- und Fortführungsphase zu unterscheiden.

Die Detailplanungsphase ist durch die vorgelegte Planung der Gesellschaft, welche die Jahre 2020 bis 2022 umfasst, bestimmt.

Die Planungsrechnung der Gesellschaft ist grundsätzlich entsprechend der Bilanzierung von STADA nach den IFRS aufgestellt. Die der Bewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung umfasst eine integrierte GuV-, Bilanz- und Cashflow-Planung für den Zeitraum 2020 bis 2022. Die auf Konzernebene zusammengefassten Angaben zur GuV lassen sich zudem für zahlreiche weitere Aufgliederungen bzw. Auswertungen (z.B. nach Segmenten und Ländern) filtern.

Im regelmäßigen Budgetierungsprozess von STADA wird seit 2018 nur noch das nachfolgende Geschäftsjahr geplant. Im Unterschied zu der dieser Bewertung zugrunde gelegten Planung besteht das im regulären Planungsprozess entstandene Budget zudem nicht aus einer integrierten Planung, sondern mündet ausschließlich in einer Planung der GuV, die um Angaben zu einzelnen wesentlichen Positionen der Bilanz bzw. Investitionen ergänzt ist.

Angesichts des zeitlichen Horizonts des Budgets (ein Jahr)¹¹¹ konnte die im regelmäßigen Budgetierungsprozess entstandene Planungsrechnung der vorliegenden Bewertung nicht unmittelbar zugrunde gelegt werden. Da die der Bewertung zugrunde gelegte Planung letztlich aus dem im regelmäßigen Planungsprozess entstandenen Budget für das Geschäftsjahr 2020 abgeleitet worden ist, hat der Bewertungsgutachter diesen Prozess auch detailliert in seinem Bewertungsgutachten beschrieben, was nachfolgend in den Grundzügen zusammengefasst ist.

Der Budgetierungsprozess basiert auf einer vorgelagerten Unternehmensanalyse und beinhaltet 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 Geschäfts-

¹¹¹ Ein Planungszeitraum von nur einem Jahr wird regelmäßig nicht als ausreichend angesehen, um den Wert eines Unternehmens hinreichend genau zu bestimmen. Gem. IDW S 1, Rz. 77, umfasst die Detailplanungsphase häufig einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren.



berichten. Das Budget stellt die Basis für die unterjährige Steuerung und die Überwachung der Zielvorgaben der einzelnen Planungseinheiten dar.¹¹²

Der Budgetierungsprozess folgt einem strukturierten, auf Konzernvorgaben beruhenden Zeitplan, der im Jahr 2019 die folgenden Schritte beinhaltet:

- Bis Ende August 2019: 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 durch das zentrale Controlling
- Bis Mitte Oktober 2019: 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 2019: Übermittlung der Einzelplanungen¹¹³ an das zentrale Controlling
- Ab Ende Oktober 2019 bis Mitte November 2019: Vorstellung von Präsentationen der jeweiligen Einzelplanungen beim Vorstand von STADA durch die Geschäftsführer der wesentlichen Einheiten und Diskussion notwendiger Anpassungen
- Bis Ende November 2019: 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 2019: Verabschiedung des Budgets durch den Vorstand sowie Genehmigung durch den Aufsichtsrat

Auf der Grundlage der Einzelplanungen für die operativen Einheiten erstellt STADA ein konsolidiertes Budget für den Gesamtkonzern, welches die Basis für die unterjährige Steuerung darstellt. I.R.d. Zusammenführung der Einzelplanungen adjustiert der Vorstand die aggregierte Planung¹¹⁴ um Central Contingencies wie folgt:

- Adjustierung der Umsatzerlöse um rd. 3 %, da Einzelplanungen von der erwiesenermaßen unrealistischen Annahme ausgehen, dass Lieferschwierigkeiten aufgrund nicht passgenauer Vorratshaltung nicht auftreten, sowie zur Berücksichtigung von unbekanntem Risiken, die in einem international aufgestellten Konzern jederzeit eintreten können und regelmäßig auch eingetreten sind
- Adjustierung des EBITDA als Folgewirkung der Adjustierung der Umsatzerlöse und unter Berücksichtigung der ambitionierten Vorgaben zu Kosteneinsparungen i.R.d. 2017 aufgelegten Transformationsprogramms

Aufgrund der Berücksichtigung von Akquisitionen, die erst gegen Jahresende 2019 durchgeführt worden sind, hat sich die Budgetplanung in der vorliegenden Planungsrunde etwas verzögert und ist letztlich erst im Januar 2020 finalisiert und verabschiedet worden.

¹¹² Da die Verantwortlichen der einzelnen Planeinheiten (Einzelgesellschaften oder regionale Teilkonzerne) an der Erreichung der Ziele ihrer jeweiligen Einheit gemessen und auf dieser Grundlage incentiviert werden, werden diese Zielvorgaben durch „Signing the Budget“ hart vereinbart. Angesichts der sehr ambitionierten Vorgaben auf Ebene der Planeinheiten ist es nachfolgend erforderlich, die aggregierten Zahlen durch zentrale Adjustierungen („Central Contingencies“) auf einen eher mittleren Wert (Erwartungswert) zu kalibrieren.

¹¹³ 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.

¹¹⁴ Die adjustierte Planung ist wiederum Zielvorgabe für eine Performance-Messung auf Ebene des STADA-Konzerns, die von der Mehrheitsaktionärin und der diese kontrollierenden Gesellschafter vorgenommen wird. Insofern liegt die Vermutung nahe, dass die Adjustierungen nicht über den Umfang hinausgehen, der erforderlich ist, die sehr ambitionierten Zielvorgaben der Planeinheiten auf einen eher mittleren Wert (Erwartungswert) zu kalibrieren.

Für Bewertungszwecke hat STADA die Budgetplanung im Anschluss fortlaufend wie folgt ergänzt bzw. adjustiert:

- Ergänzung der Planungsrechnung für Bewertungszwecke um zwei weitere Planjahre
- Ergänzung der Planungsrechnung für Bewertungszwecke um eine vollständige Planung der Bilanz und des Cashflows zur Ableitung einer integrierten Planungsrechnung
- Aktualisierung zur bilanziellen Berücksichtigung der Akquisitionen, die im ersten Quartal des Geschäftsjahres 2020 durchgeführt worden sind
- Aktualisierungen zur Berücksichtigung der wirtschaftlichen Folgen der COVID-19-Pandemie¹¹⁵
- Aktualisierung der Währungsumrechnung durch Verwendung aktualisierter sog. Forward Rates

Der Vorstand der Gesellschaft hat diese Planungsrechnung mit Umlaufbeschluss vom 9. Juli 2020 verabschiedet. Der Aufsichtsrat von STADA hat die vorgelegte Planungsrechnung – ebenfalls im Wege des Umlaufbeschlusses – am 13. Juli 2020 verabschiedet.

Nach Verabschiedung der Planungsrechnung hat sich Ende Juli 2020 bei Erstellung des Halbjahresabschlusses¹¹⁶ herausgestellt, dass sich bei zwei Rechtsstreitigkeiten¹¹⁷ voraussichtlich Abflüsse von Zahlungsmitteln im zweiten Halbjahr 2020 ergeben werden, die in der Planungsrechnung nicht als Aufwand bzw. Zahlungsmittelabfluss berücksichtigt sind. Angesichts des Fortschritts der Bewertungs- und Prüfungsarbeiten hat STADA diese Effekte nicht in einer denkbaren erneuten Überarbeitung der vollständigen Planungsrechnung verarbeiten können. Aufgrund der dezidierten Angaben der Gesellschaft zu den erforderlichen Adjustierungen des operativen Ergebnisses¹¹⁸ betrachten wir die insoweit vorgenommene Adjustierung als gesellschaftseigene Aktualisierung der Planungsrechnung.

Der Bewertungsgutachter kommt aufgrund seiner Analysen zu dem Ergebnis, dass die vorgelegte, zuletzt Ende Juli aktualisierte Planungsrechnung für Bewertungszwecke geeignet ist und hat sie demzufolge seiner Bewertung zugrunde gelegt.

¹¹⁵ Aufgrund einer hohen Korrelation des Umsatzes von Markenprodukten mit der Entwicklung des Brutto-Inlandsprodukts in allen Absatzländern und einer ebenfalls hohen Korrelation des Umsatzes von Generika mit der Entwicklung des Brutto-Inlandsprodukts in Selbstzahler-Märkten hat der Vorstand die budgetierten und zuvor um die übrigen Aktualisierungen angepassten Umsatzerlöse für das Planjahr 2020 auf Grundlage der bis zum Juni 2020 bereits eingetretenen Veränderungen der wirtschaftlichen Lage von STADA und einer Einschätzung zur weiteren Beeinträchtigung durch die COVID-19-Pandemie generell um rd. 4 % bzw. – im Einzelfall (für zwei Akquisitionen, die ausschließlich Markenprodukte vertreten) – um rd. 11 % adjustiert. Bei Ableitung der Auswirkungen auf das EBITDA hat er zusätzliche Kosteneinsparungen vorgesehen, so dass sich letztlich eine Minderung des EBITDA um 50 % der Umsatzminderungen ergibt. Einige in der Planungsdocumentation ausdrücklich benannte Risiken sind bei Ableitung dieser Plananpassung ausdrücklich nicht berücksichtigt. Ausgehend von diesem Basiseffekt und einer um 1 Prozentpunkt reduzierten Wachstumsannahme für die Planjahre 2021 und 2022 ergibt sich zum Ende der Detailplanungsphase (2022) eine auf die wirtschaftlichen Folgen der COVID-19-Pandemie zurückzuführende Minderung der Umsatzerlöse um rd. € 216 Mio. und des EBITDA um rd. € 119 Mio.

¹¹⁶ Der die Einschätzungen des Vorstands zur Aktualisierung der Planungsrechnung um die wirtschaftlichen Folgen der COVID-19-Pandemie für STADA stützt.

¹¹⁷ Schadenersatzzahlungen und Patentstreitigkeiten.

¹¹⁸ Eine Bezifferung dieser Beträge im Rahmen der Berichterstattung im Vorfeld der über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschlussfassenden HV, also auch in dem hiermit vorgelegten Prüfungsbericht, haben wir nicht vorgenommen, da diese Angaben nach Auffassung der Gesellschaft geeignet sind, STADA einen nicht unerheblichen Nachteil zuzufügen (vgl. §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293c Abs. 2 AktG). Wir halten diese Einschätzung für plausibel, da die prognostizierten Aufwendungen berücksichtigt, dass die Gesellschaft erwartet, Vergleiche schließen zu können und sich bei Offenlegung der Beträge Rückschlüsse auf den Verhandlungsspielraum von STADA ziehen lassen. An dieser Stelle ist auch darauf hinzuweisen, dass uns seitens STADA glaubhaft versichert worden ist, dass detaillierte Informationen zur Planungsrechnung auf Produktebene gleichfalls geeignet wären, der Gesellschaft einen nicht unerheblichen Nachteil zuzufügen. Demzufolge beschränken sich unsere Analysen zur Planungsrechnung für Berichtszwecke in zahlenmäßigen Details nur auf segment- und länderbezogene Aufgliederungen.

Angesichts des dargestellten systematischen Planungsprozesses halten wir die von der Gesellschaft vorgelegte Planungsrechnung ebenfalls für Zwecke der Unternehmensbewertung für geeignet.

Der Bewertungsgutachter hat die vorgelegte Planungsrechnung grundsätzlich unverändert seiner Bewertung zugrunde gelegt.

Da die vorgelegte Planungsrechnung auf Seiten von STADA zwar um die o.g. Effekte von Rechtsstreitigkeiten auf das operative Ergebnis aktualisiert worden ist, eine vollständige Überarbeitung der Planungsrechnung aus zeitlichen Gründen aber nicht mehr möglich war, hat der Bewertungsgutachter die vorgelegte Planungsrechnung in seinem Bewertungsmodell auch im Hinblick auf die Folgewirkungen für die Planung der Bilanz, des Cashflows und des sich auf dieser Grundlage nach der Finanzbedarfsrechnung ergebenden Zinsergebnisses angepasst. Zudem mussten auch die sich aus der Veränderung der Vorsteuerergebnisse resultierenden Unternehmenssteuern vom Bewertungsgutachter angepasst werden.

Wir haben die Ausgangsgrößen dieser Berechnungen, die zugrundeliegenden Annahmen sowie die methodische Konsistenz der Berechnungen insgesamt verifiziert.

Auf der Grundlage der dargestellten Vorgehensweise betrachten wir das operative Ergebnis als vollständig von STADA geplant und unverändert vom Bewertungsgutachter übernommen. Bei unserer Darstellung der Finanzbedarfsrechnung einschließlich Finanzergebnis und der Unternehmenssteuern würdigen wird die vom Bewertungsgutachter angepassten Planzahlen.¹¹⁹

An dieser Stelle sei zum einen darauf hingewiesen, dass die von STADA vorgelegte Planung auch die Anteile von Minderheiten am Konzernjahresüberschuss beinhaltet. Der Bewertungsgutachter hat diese nicht bei der Ermittlung des Ertragswerts berücksichtigt, sondern den Barwert als Sonderwert vom Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens abgezogen, was wir für eine zulässige Vorgehensweise halten.

Zum anderen weisen wir an dieser Stelle darauf hin, dass die verabschiedete und der Bewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung zwei Akquisitionen, die teilweise erst Ende des zweiten Quartals 2020 abgeschlossen und hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf den Unternehmenswert genauer beziffert werden konnten, nicht beinhaltet. Da eine Aktualisierung der Planungsrechnung, die bei nahezu sämtlichen Positionen von Bilanz und GuV hätte vorgenommen werden müssen, entsprechend zeitaufwendig gewesen wäre, konnte die Planungsrechnung insoweit nicht mehr aktualisiert werden.

Der Bewertungsgutachter hat die Effekte auf den Unternehmenswert von STADA berechnet und als weitere Sonderwerte dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens hinzugerechnet. Das halten wir für angemessen.

¹¹⁹ Wobei die Anpassungen einen geringfügigen Umfang haben. Die Planung von Finanzergebnis und Unternehmenssteuern stammt im Wesentlichen von STADA.

b) Analyse der Planungstreue

Der Bewertungsgutachter hat 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 (um Währungs- und Portfolioeffekte bereinigter Konzernumsatz, bereinigtes EBITDA) vorgenommen.

Dabei hat er die im jeweiligen Vorjahr budgetierten Werte (Plan) mit den gemäß Konzernabschluss realisierten Werten (Ist, bereinigt) verglichen.

Angesichts der regelmäßig deutlich geringeren Planungssicherheit nachfolgender Planungsjahre beschränkt sich die Analyse des Bewertungsgutachters auf die operativen Planungen für das jeweils erste Planjahr (Budgetjahr), zumal für das Geschäftsjahr 2019 nur das Budgetjahr geplant war. Zudem fokussiert sich die Analyse auf die bereinigten Zahlen, da Sondereffekte oftmals nicht oder nicht vollständig vorhersehbar sind.

Wir halten diese Vorgehensweise grundsätzlich für sachgerecht, zumal sie sich der Zahlen von Konzernlageberichten bedient, die einer Prüfung durch den Abschlussprüfer von STADA unterlegen haben.

Nach den Feststellungen des Bewertungsgutachters wurden die aus dem Budget des jeweiligen Vorjahres abgeleiteten Prognosen in der Realität weitgehend erfüllt bzw. nicht erreicht (Umsatzerlöse 2017).

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.

Wir halten diese Auffassung für nachvollziehbar.

Prüfungsergebnis

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



c) Analyse der Planung des operativen Ergebnisses (EBIT)

ca) Übersicht

Im Vergleich zu den (bereinigten) Zahlen des betrachteten Vergangenheitszeitraums stellt sich die Planung des operativen Ergebnisses – ergänzt um ausgewählte Kennzahlen – insgesamt wie folgt dar:

STADA EBIT €Mio.	Ist (bereinigt)				Plan			CAGR	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2016-2019	2019-2022
Umsatzerlöse	2.139,2	2.313,9	2.330,8	2.608,6	2.968,0	3.046,7	3.129,8	6,8%	6,3%
Herstellungskosten	-1.092,8	-1.168,6	-1.125,4	-1.216,8	-1.410,2	-1.413,7	-1.420,8	3,6%	5,3%
Brutto-Ergebnis vom Umsatz	1.046,4	1.145,3	1.205,4	1.391,7	1.557,8	1.633,0	1.709,1	10,0%	7,1%
Vertriebskosten	-488,3	-514,5	-538,6	-581,6	-706,7	-742,4	-770,7	6,0%	9,8%
Allgemeine Verwaltungskosten	-182,0	-196,2	-183,7	-214,8	-227,3	-227,3	-230,9	5,7%	2,4%
Forschungs- und Entwicklungskosten	-65,1	-67,5	-72,3	-72,8	-85,5	-92,3	-96,7	3,8%	9,9%
Sonstige Erträge (inkl. Ergebnis at equity)	11,8	29,6	44,0	34,1	8,6	6,9	6,9	42,3%	-41,3%
Andere Aufwendungen	-27,8	-72,2	-58,3	-67,6	-99,9	-35,0	-32,2	34,4%	-21,9%
EBIT	295,1	324,6	396,5	489,0	447,0	542,9	585,5	18,3%	6,2%
Abschreibungen	-102,9	-109,2	-107,0	-136,4	-208,0	-214,1	-217,2	9,9%	16,8%
EBITDA	398,0	433,9	503,5	625,5	655,0	757,0	802,6	16,3%	8,7%
in % der Umsatzerlöse									
Herstellungskosten	51,1%	50,5%	48,3%	46,6%	47,5%	46,4%	45,4%		
Brutto-Marge	48,9%	49,5%	51,7%	53,4%	52,5%	53,6%	54,6%		
Vertriebskosten	22,8%	22,2%	23,1%	22,3%	23,8%	24,4%	24,6%		
Allgemeine Verwaltungskosten	8,5%	8,5%	7,9%	8,2%	7,7%	7,5%	7,4%		
Forschungs- und Entwicklungskosten	3,0%	2,9%	3,1%	2,8%	2,9%	3,0%	3,1%		
Personalkosten	15,9%	15,8%	15,2%	15,1%	15,9%	16,3%	16,6%		
EBIT-Marge	13,8%	14,0%	17,0%	18,7%	15,1%	17,8%	18,7%		
EBITDA-Marge	18,6%	18,8%	21,6%	24,0%	22,1%	24,8%	25,6%		
Umsatzanteil je Segment									
Generika	1.280,8	1.361,7	1.382,8	1.534,7	1.584,6	1.640,0	1.707,2	6,2%	3,6%
in % der Umsatzerlöse	59,9%	58,8%	59,3%	58,8%	53,4%	53,8%	54,5%		
Markenprodukte	858,5	952,2	948,0	1.073,9	1.383,4	1.406,7	1.422,6	7,7%	9,8%
in % der Umsatzerlöse	40,1%	41,2%	40,7%	41,2%	46,6%	46,2%	45,5%		
EBITDA-Anteil je Segment									
Generika	264,9	302,8	359,6	436,8	444,9	449,6	475,0	18,1%	2,8%
in % der Umsatzerlöse	20,7%	22,2%	26,0%	28,5%	28,1%	27,4%	27,8%		
Markenprodukte	200,7	207,4	240,6	296,0	392,0	417,6	439,5	13,8%	14,1%
in % der Umsatzerlöse	23,4%	21,8%	25,4%	27,6%	28,3%	29,7%	30,9%		
Sonstiges (Holding und Konsolidierungen)	-67,6	-76,4	-96,7	-107,4	-181,4	-110,2	-111,8		

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

cb) Umsatzerlöse

Die Umsatzerlöse¹²⁰ beinhalten im Wesentlichen Erlöse aus der Veräußerung der angebotenen Produkte, daneben in geringem Umfang¹²¹ auch Lizenz Erlöse. Letztere werden v.a. von der Britannia Pharmaceuticals Ltd., Reading/Großbritannien, erzielt.

Nachdem die Umsatzerlöse bereits 2017 (+8,2 %) und 2019 (+11,9 %) v.a. akquisitionsbedingt sprunghaft gestiegen sind, sollen sie 2020 (+13,8 %) aufgrund der Ende 2019 und Anfang 2020 getätigten Akquisitionen erneut sprunghaft ansteigen. Rd. 3/4 des gesamten Wachstums des Planjahres 2020 entfallen auf diese anorganischen Wachstumseffekte.

Unter Ausklammerung des anorganischen Wachstums erwartet STADA, im Geschäftsjahr 2020 – trotz der wachstumsbegrenzenden Effekte aufgrund der COVID-19-Pandemie sowie negativer Währungseffekte – ein organisches Wachstum von rd. 3,5 % erzielen zu können.

¹²⁰ 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 2019.

¹²¹ Weniger als 2 %.



Die wesentlichen Einflussfaktoren für das organische Wachstum im Geschäftsjahr 2020 stellen sich wie folgt dar:

- Positive Effekte aus lagerhaltungsbedingten Verschiebungen zwischen den Jahren 2019 und 2020 in Russland
- Positive Effekte aus der Entwicklung von Markenprodukten in attraktiven Nischenmärkten in Großbritannien
- Positive Effekte aus der Erwartung, von einer Erhöhung der Marktpenetration durch Generika in Italien in besonderem Maß profitieren zu können
- Negative Effekte i.H.v. insgesamt € 120,0 Mio.¹²² aufgrund der COVID-19-Pandemie, v.a. aufgrund von
 - Rückgang der verfügbaren Einkommen
 - Rückgang der Arzt- und Apothekenbesuche
 - Rückgang an leichten Infektionskrankheiten

Für die Folgejahre (2021 und 2022) erwartet der Vorstand der Gesellschaft ein Wachstum von jeweils 2,7 %, nachdem man vor Berücksichtigung der COVID-19-Pandemie davon ausgegangen war, ein Wachstum von jeweils 4,0 % erreichen zu können. In diesen Jahren sind zudem höhere negative Währungseffekte zu erwarten. STADA schätzt auf Grundlage der Studie eines renommierten Beratungsunternehmens, dass der isolierte Effekt der COVID-19-Pandemie 2021 noch 1,8 Prozentpunkte betragen und sich 2022 weiter auf 1,0 Prozentpunkte vermindern wird.¹²³

Da Akquisitionsmaßnahmen für diesen Zeithorizont noch nicht absehbar bzw. nicht hinreichend konkretisiert sind, ist das Wachstum der Planjahre 2021 und 2022 ausschließlich organisch bedingt, wobei die Akquisitionen der Jahre 2019 und 2020 mit überdurchschnittlichen Wachstumsraten weiterhin einen positiven Effekt auf die Entwicklung der Umsatzerlöse entfalten sollen.

Obwohl die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie die Wachstumserwartungen von STADA erheblich beeinträchtigen, ist das in der Planung verankerte Wachstum über den Planungshorizont mit 6,3 % p.a. (2019/22) nur unerheblich geringer als das Wachstum des Vergleichszeitraums (6,8 % p.a.). Im Vergleich zu den Wachstumserwartungen für den gesamten globalen Pharmamarkt bis 2024 (4,5 % p.a.) oder den vom Bewertungsgutachter abgeleiteten Wachstumserwartungen der Märkte für Generika und Markenprodukten in den Top-Fünf-Ländern von STADA¹²⁴ (4,8 % p.a.)¹²⁵ erwartet die Gesellschaft somit ein überdurchschnittliches Wachstum erreichen zu können.

Angesichts der höheren Wachstumserwartungen im Segment Markenprodukte (9,8 % p.a.), die allerdings erheblich durch Akquisitionseffekte begünstigt sind, soll sich der Anteil des Segments an den Umsatzerlösen des STADA-Konzerns von 41,2 % (2019) auf letztlich 45,5 % (2022) zu Lasten des Segments Generika deutlich erhöhen, was sich auch in Bezug auf die Marge positiv auswirkt.

¹²² Vor Effekten aus einer Änderung der Wechselkurse.

¹²³ Jeweils vor Effekten aus einer Änderung der Wechselkurse.

¹²⁴ Vgl. Abschnitt C.IV.1.bc), S. 27 ff.

¹²⁵ Die segmentbezogenen Markterwartungen sind auf Grundlage einer Studie aus Februar 2020 ermittelt worden und können deshalb die Folgen der COVID-19-Pandemie noch nicht beinhalten.



Die Aufteilung der Umsatzerlöse beider Segmente auf die Top-Fünf-Länder ergibt sich wie folgt:

STADA Umsatzerlöse € Mio.	Ist		Plan		CAGR 2019-2022
	2019	2020	2021	2022	
Deutschland	599,3	609,1	624,1	668,9	3,7%
Russland	263,9	399,0	395,3	368,7	11,8%
Italien	250,6	277,6	288,2	297,7	5,9%
Großbritannien	250,0	288,8	310,7	328,2	9,5%
Belgien	180,1	186,8	185,3	186,7	1,2%
Top 5	1.543,8	1.761,4	1.803,6	1.850,2	6,2%
Veränderung in %					
Deutschland		1,6%	2,5%	7,2%	
Russland		51,2%	-0,9%	-6,7%	
Italien		10,8%	3,8%	3,3%	
Großbritannien		15,5%	7,6%	5,6%	
Belgien		3,7%	-0,8%	0,8%	
Top 5		14,1%	2,4%	2,6%	

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

In den für STADA wichtigsten Absatzmärkten, die rd. 59 % der Konzern-Umsatzerlöse auf sich vereinen (2019), liegt das Wachstum der Umsatzerlöse im Planungshorizont mit 6,2 % p.a. in derselben Größenordnung wie für den gesamten STADA-Konzern (6,3 % p.a.).

Nachdem in Deutschland als dem mit Abstand wichtigsten Absatzmarkt von STADA zunächst ein vergleichsweise geringes Wachstum erwartet wird, soll durch die Markteinführung von neuen Wirkstoffen im Planjahr 2022 seitens der STADAPHARM GmbH, Bad Vilbel, ein erheblicher Wachstumsimpuls gesetzt werden, so dass sich die gesamten von den deutschen Einheiten des STADA-Konzerns erzielten Umsatzerlöse mit 7,2 % (2022) erwartungsgemäß deutlich besser als der STADA-Konzern insgesamt (2,7 %) entwickeln werden. Über den gesamten Planungshorizont liegt das Wachstum der für Deutschland geplanten Umsatzerlöse (3,7 % p.a.) zwar weit unterhalb der Wachstumsrate des STADA-Konzerns insgesamt (6,3 % p.a.), aber über den Markterwartungen für den relevanten Markt (3,3 % p.a.).

Durch die getätigten Akquisitionen, insbesondere den Erwerb ausgewählter Produkte der Takeda Pharmaceutical Company Limited, Tokio/Japan, werden die Umsatzerlöse in Russland im laufenden Geschäftsjahr (2020) auf ein wesentlich höheres Niveau angehoben. In den Folgejahren wird ein Rückgang der in Russland erzielten Umsatzerlöse erwartet, der v.a. auf die Entwicklung des Währungskurses zurückzuführen ist. Über den gesamten Planungshorizont beinhaltet die Planungsrechnung ein Wachstum der in Russland erzielten Umsatzerlöse i.H.v. 11,8 % p.a., das deutlich höher als die Wachstumsrate des STADA-Konzerns insgesamt (6,3 % p.a.) und auch höher als die Markterwartungen für den relevanten Markt (9,1 % p.a.) ist.

Insbesondere aufgrund von Produktneueinführungen von Spezialpharmazeutika im laufenden Geschäftsjahr (2020) soll STADA überproportional an dem erwarteten Anstieg der Marktpenetration von Generika in Italien teilhaben. Für den Planungshorizont insgesamt liegt das Wachstum der für Italien geplanten Umsatzerlöse (5,9 % p.a.) in der Größenordnung der Wachstumsrate des STADA-Konzerns insgesamt (6,3 % p.a.) und deutlich über den Markterwartungen für den relevanten Markt (4,4 % p.a.).

Das erhebliche Wachstum der in Großbritannien im laufenden Geschäftsjahr (2020) erwarteten Umsatzerlöse (15,5 %) ist zum einen auf Wachstumsimpulse infolge einer signifikanten Erhöhung der Marketingausgaben und den attraktiven Produkt-Mix, der in Teilen von der COVID-19-Pandemie profitieren kann und zum anderen auf anorganisches Wachstum durch die ganzjährige Einbeziehung der Umsatzerlöse aus den Ende 2019 erworbenen Hautpflegemarken bzw. Hustenmittel zurückzuführen. Über den



gesamten Planungshorizont beinhaltet die Planungsrechnung ein Wachstum der in Großbritannien erzielten Umsatzerlöse i.H.v. 9,5 % p.a., das deutlich höher als die Wachstumsrate des STADA-Konzerns insgesamt (6,3 % p.a.) und weit höher als die Markterwartungen für den relevanten Markt (0,4 % p.a.) ist. Durch diese weit überdurchschnittliche Entwicklung soll sich der britische Markt in seiner Bedeutung für den STADA-Konzern von Rang vier auf Rang drei verbessern und somit den italienischen Markt ab 2020 hinter sich lassen.

Während STADA für das laufende Geschäftsjahr (2020) erwartet, die absehbare Preiserosion auf dem belgischen Markt für Generika durch deutliche Volumensteigerungen mehr als ausgleichen und damit weitere Marktanteile gewinnen zu können, sollen die Umsatzerlöse über den weiteren Planhorizont (2021 und 2022) auf dem erreichten Niveau verharren. Über den gesamten Planungshorizont liegt das Wachstum der für Belgien geplanten Umsatzerlöse (1,2 % p.a.) zwar weit unterhalb der Wachstumsrate des STADA-Konzerns insgesamt (6,3 % p.a.), aber über den Markterwartungen für den relevanten Markt (1,6 % p.a.).

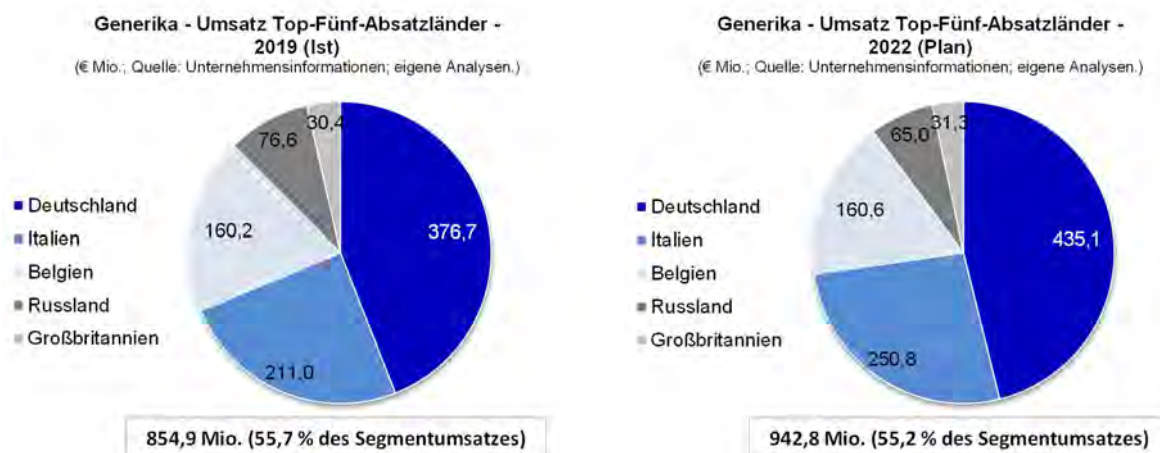
Angesichts des sehr breiten Produktportfolios tragen die jeweiligen Top-Fünf-Produkte der beiden Segmente von STADA insgesamt nur mit 17,5 % zu den Konzern-Umsatzerlösen bei. Trotz der verhältnismäßig geringen Bedeutung eines einzelnen Produkts halten wir es an dieser Stelle für erwähnenswert, dass es sich bei dem derzeit (2019) mit Abstand wichtigsten Umsatzträger Epoetin Zeta um ein Biosimilar-Produkt handelt, welches sich auch im Planungshorizont (2020/22) insgesamt noch positiv weiterentwickeln soll (3,4 %).

Segment Generika

Nachdem die Umsatzerlöse im Segment Generika 2019 (11,0 %) v.a. akquisitionsbedingt sprunghaft gestiegen sind, erwartet STADA über den Planungshorizont eine Normalisierung der Wachstumsraten, da Wachstumseffekte durch Akquisitionen ab 2020 entfallen. Für das laufende Geschäftsjahr wird insgesamt ein Wachstum der Umsatzerlöse i.H.v. 3,3 % erwartet. Da der Vorstand der Gesellschaft davon ausgeht, dass sich die wachstumsmindernden Effekte der COVID-19-Pandemie im Zeitverlauf abschwächen, sollen die Wachstumsraten nachfolgend auf 3,5 % (2021) und 4,1 % (2022) steigen.

Im Vergleich zum betrachteten Vergangenheitszeitraum, in dem ein Wachstum von insgesamt 6,2 % p.a. (2016/19) erreicht werden konnte, ergibt sich aus der Planungsrechnung für die Zukunft ein durchschnittliches jährliches Wachstum von insgesamt 3,6 % p.a. (2019/22). Im Vergleich zu den Wachstumsraten, die für den globalen Generikamarkt in diesem Zeitraum erwartet werden (5,6 % p.a.) soll STADA unterdurchschnittlich wachsen. Diese Betrachtung kann allerdings nur als grober Anhaltspunkt für eine Plausibilisierung dienen, da sich die Entwicklungen auf den Ländermärkten erheblich voneinander unterscheiden.

Die Entwicklung der Umsatzerlöse im Segment Generika ergibt sich für die Top-Fünf-Länder wie folgt:



Betrachtet man den Anteil der Top-Fünf-Länder an den gesamten Umsatzerlösen des Segments Generika, zeigt sich eine – im Vergleich zu dem Blick auf die Wirkstoffe – deutlich höhere Abhängigkeit 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.

Die von den deutschen Einheiten des STADA-Konzerns erzielten Umsätze mit Generika haben bereits aktuell (2019) das mit Abstand höchste Gewicht an den gesamten Umsatzerlösen des STADA-Konzerns. Im Verhältnis zu den gesamten Umsatzerlösen des Segments Generika i.H.v. € 1.534,7 Mio. (2019) beträgt der Anteil des deutschen Marktes 24,5 %.

Mit einem Wachstum von 4,9 % p.a. (2019/22) soll der deutsche Generikamarkt von STADA im Vergleich zum gesamten Segment (3,6 % p.a.) überdurchschnittlich wachsen. Dadurch erhöht sich der Anteil des deutschen Marktes an den gesamten Umsatzerlösen des Segments im Planungszeitraum auf 25,5 % (2022). Das von STADA für das deutsche Segment Generika in Deutschland erwartete Wachstum liegt zudem auch über den Markterwartungen (4,3 % p.a.).

Die Umsatzerlöse von STADA im Markt für Generika in Deutschland werden v.a. von den Gesellschaften ALIUD PHARMA GmbH, Laichingen, und STADAPHARM GmbH 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 zu den führenden Anbietern. Durch die Markteinführung von neuen Wirkstoffen im Planjahr 2022 seitens der STADAPHARM GmbH soll ein erheblicher Wachstumsimpuls gesetzt werden. Über den gesamten Planungszeitraum hinweg wird die Erosion der Absatzpreise erwartungsgemäß durch Mengensteigerungen mehr als ausgeglichen werden.

Im Verhältnis zu den gesamten Umsatzerlösen des Segments Generika i.H.v. € 1.534,7 Mio. (2019) beträgt der Anteil des italienischen Marktes 13,7 %. Mit einem Wachstum von 5,9 % p.a. (2019/22) soll der



italienische Generikamarkt von STADA im Vergleich zum gesamten Segment (3,6 % p.a.) deutlich überdurchschnittlich wachsen. Dadurch erhöht sich der Anteil des italienischen Marktes an den gesamten Umsatzerlösen des Segments im Planungszeitraum auf 14,7 % (2022). Das von STADA für den italienischen Generikamarkt erwartete Wachstum liegt zudem auch über den Markterwartungen für den italienischen Generikamarkt (4,9 % p.a.).

Die Gesellschaft EG S.p.A., Mailand/Italien, ist als viertgrößter Marktteilnehmer im italienischen Markt für Generika gut etabliert. Insbesondere aufgrund von Produktneueinführungen von Spezialpharmazeutika im laufenden Geschäftsjahr (2020) soll STADA überproportional an dem erwarteten Anstieg der Marktpenetration von Generika in Italien teilhaben.

Im Verhältnis zu den gesamten Umsatzerlösen des Segments Generika i.H.v. € 1.534,7 Mio. (2019) beträgt der Anteil des belgischen Marktes 10,4 %. Mit einem Wachstum von 0,1 % p.a. (2019/22) soll der belgische Generikamarkt von STADA im Vergleich zum gesamten Segment (3,6 % p.a.) deutlich unterdurchschnittlich wachsen. Dadurch vermindert sich der Anteil des belgischen Marktes an den gesamten Umsatzerlösen des Segments im Planungszeitraum auf 9,4% (2022). Das von STADA für den belgischen Generikamarkt erwartete Wachstum liegt zudem auch unter den Markterwartungen (2,1 % p.a.).

Diese Entwicklung steht in Zusammenhang damit, dass die in Belgien und Luxemburg aktive Gesellschaft Eurogenerics N.V., Brüssel/Belgien, unangefochtener Marktführer in Belgien ist. Während STADA für das laufende Geschäftsjahr (2020) erwartet, die absehbare Preiserosion auf dem belgischen Markt für Generika durch deutliche Volumensteigerungen mehr als ausgleichen und damit weitere Marktanteile gewinnen zu können, sollen die erforderlichen Preissenkungen ab 2021 nicht mehr durch Mengeneffekte kompensiert werden können.

Im Verhältnis zu den gesamten Umsatzerlösen des Segments Generika i.H.v. € 1.534,7 Mio. (2019) beträgt der Anteil des russischen Marktes 5,0 %. Angesichts einer Wachstumsrate von -5,3 % p.a. (2019/22) vermindert sich der Anteil des russischen Marktes an den gesamten Umsatzerlösen des Segments im Planungszeitraum auf 3,8% (2022). Diese Entwicklung ist u.a. auf den erwarteten Verfall des Rubels zurückzuführen.

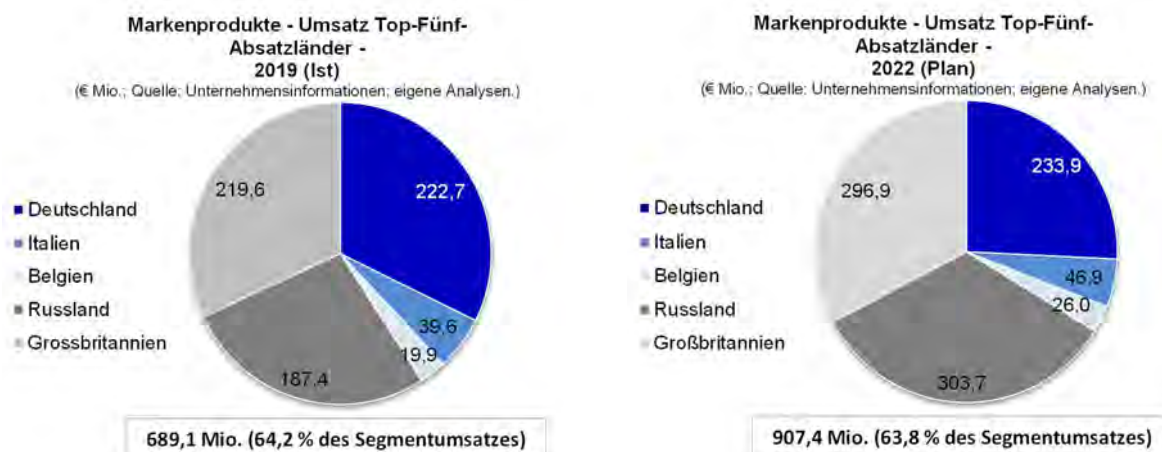
Im Verhältnis zu den gesamten Umsatzerlösen des Segments Generika i.H.v. € 1.534,7 Mio. (2019) beträgt der Anteil des britischen Marktes 2,0 %. Angesichts eines deutlich unterdurchschnittlichen Wachstums von 1,0 % p.a. (2019/22) vermindert sich der Anteil des britischen Marktes an den gesamten Umsatzerlösen des Segments im Planungszeitraum auf 1,8 % (2022). Diese Entwicklung ist v.a. durch Preissenkungen bedingt.

Segment Markenprodukte

Nachdem die Umsatzerlöse im Segment Markenprodukte 2017 (10,9 %) und 2019 (13,3 %) v.a. akquisitionsbedingt bereits sprunghaft gestiegen sind, sollen sie aufgrund der Ende 2019 und Anfang 2020 getätigten Akquisitionen im laufenden Geschäftsjahr (2020) mit einer außergewöhnlichen Wachstumsrate (28,8 %) ansteigen. STADA erwartet über den Planungshorizont eine Normalisierung der Wachstumsraten, da akquisitionsbedingte Wachstumseffekte ab 2021 weitestgehend entfallen. Die Wachstumsraten i.H.v. 1,7 % (2021) und 1,1 % (2022) reflektieren die wachstumsmindernden Effekte der COVID-19-Pandemie auf die verfügbaren Einkommen.

Im Vergleich zum betrachteten Vergangenheitszeitraum, in dem ein Wachstum von insgesamt 7,7 % p.a. (2016/19) erreicht werden konnte, ergibt sich aus der Planungsrechnung für die Zukunft ein Wachstum von insgesamt 9,8 % p.a. (2019/22). Im Vergleich zu den Wachstumsraten, die für den globalen Markt für Markenprodukte in diesem Zeitraum erwartet werden (3,6 % p.a.) soll STADA akquisitionsbedingt deutlich überdurchschnittlich wachsen. Diese Betrachtung kann allerdings nur als grober Anhaltspunkt für eine Plausibilisierung dienen, da sich die Entwicklungen auf den Ländermärkten erheblich voneinander unterscheiden.

Die Entwicklung der Umsatzerlöse im Segment Markenprodukte ergibt sich für die Top-Fünf-Länder wie folgt:



Betrachtet man den Anteil der Top-Fünf-Länder an den gesamten Umsatzerlösen des Segments Markenprodukte, zeigt sich eine – im Vergleich zu dem Blick auf die Produkte – deutlich höhere Abhängigkeit von der Entwicklung einzelner Absatzmärkte, insbesondere von der in Großbritannien, Russland und Deutschland.

Im Verhältnis zu den gesamten Umsatzerlösen des Segments Markenprodukte i.H.v. € 1.073,9 Mio. (2019) beträgt der Anteil des deutschen Marktes 20,7 %. Mit einem Wachstum von 1,7 % p.a. (2019/22) soll der deutsche Markt für Markenprodukte von STADA im Vergleich zum gesamten Segment (9,8 %) weit unterdurchschnittlich wachsen. Dadurch vermindert sich der Anteil des deutschen Marktes an den gesamten Umsatzerlösen des Segments im Planungszeitraum signifikant auf 16,4 % (2022). Das von



STADA für den deutschen Markt für Markenprodukte erwartete Wachstum liegt allerdings auf Höhe der Markterwartungen (1,5 % p.a.).

Die Umsatzerlöse werden in Deutschland im Wesentlichen von der STADA Consumer Health Deutschland GmbH, Bad Vilbel, daneben auch von der ALIUD PHARMA GmbH und der STADAPHARM GmbH erzielt. Die ausschließlich Markenprodukte vertreibende STADA Consumer Health Deutschland GmbH trägt mit rd. 2/3 zu den Umsatzerlösen des Segments Markenprodukte in Deutschland bei. Die STADA Consumer Health Deutschland GmbH verfügt über einen eigenen Außendienst und generiert Umsatzerlöse mit Apotheken und dem Großhandel. STADA erwartet positive Wachstumsbeiträge aus Produktneueinführungen und Preissteigerungen, während bei den bereits eingeführten Produkten aufgrund von Wettbewerbseffekten Umsatzeinbußen zu befürchten sind. Zudem erwartet der Vorstand der Gesellschaft, dass sich die COVID-19-Pandemie insbesondere wegen eines Rückgangs von Erkältungskrankheiten wachstumshemmend auswirken wird.

Die in Großbritannien erzielten Umsätze mit Markenprodukten haben bereits aktuell (2019) das drittgrößte Gewicht an den gesamten Umsatzerlösen des STADA-Konzerns. Im Verhältnis zu den gesamten Umsatzerlösen des Segments Markenprodukte i.H.v. € 1.073,9 Mio. (2019) beträgt der Anteil des britischen Marktes 20,4 %.

Mit einem Wachstum von 10,6 % p.a. (2019/22) soll der britische Markt für Markenprodukte von STADA im Vergleich zum gesamten Segment (9,8 % p.a.) überdurchschnittlich wachsen. Dadurch erhöht sich der Anteil des britischen Marktes an den gesamten Umsatzerlösen des Segments im Planungszeitraum auf 20,9 % (2022) und überholt dadurch ebenfalls den deutschen Markt für Markenprodukte. Das von STADA für den britischen Markt für Markenprodukte erwartete Wachstum liegt zudem deutlich über den Markterwartungen (0,1 % p.a.).

Die Umsatzerlöse werden in Großbritannien zu einem weit überwiegenden Teil durch den von der Thornton & Ross Ltd., Huddersfield/Großbritannien, geführten Teilkonzern, daneben v.a. auch durch die Britannia Pharmaceuticals Ltd., Reading/Großbritannien, erzielt. 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. Das Wachstum des britischen Marktes für Markenprodukte von STADA im laufenden Geschäftsjahr (2020) i.H.v. 20,1 % ist maßgeblich dadurch begünstigt, dass die Umsätze mit 2019 übernommenen Produkten erstmals ganzjährig in den Umsatzerlösen des STADA-Konzerns enthalten sind.

Die in Russland erzielten Umsätze mit Markenprodukten haben bereits aktuell (2019) das fünftgrößte Gewicht an den gesamten Umsatzerlösen des STADA-Konzerns. Im Verhältnis zu den gesamten Umsatzerlösen des Segments Markenprodukte i.H.v. € 1.073,9 Mio. (2019) beträgt der Anteil des russischen Marktes 17,4 %.

Mit einem Wachstum von 17,5 % p.a. (2019/22) soll der russische Markt für Markenprodukte von STADA im Vergleich zum gesamten Segment (9,8 % p.a.) v.a. akquisitionsbedingt weit überdurchschnittlich



wachsen. Dadurch erhöht sich der Anteil des russischen Marktes an den gesamten Umsatzerlösen des Segments im Planungszeitraum auf 21,3 % (2022) und überholt dadurch den deutschen Markt für Markenprodukte. Das von STADA für den russischen Markt für Markenprodukte erwartete Wachstum liegt zudem auch deutlich über den Markterwartungen (9,1 % p.a.).

Durch den Erwerb ausgewählter Produkte der Takeda Pharmaceutical Company Limited sowie eine Verkürzung der Vorratshaltung bei Großhändlern und Preiserhöhungen sollen die Umsatzerlöse des russischen Teilkonzerns im russischen Markt für Markenprodukte im laufenden Geschäftsjahr (2020) um 74,3 % steigen. Da positive Sondereffekte im weiteren Verlauf des Planungshorizonts (2021 und 2022) nicht mehr zu erwarten sind und das Potenzial für Preiserhöhungen u.a. durch eine zunehmende Marktmacht der Apothekenketten und Großhändler als wesentliche Abnehmer der Produkte begrenzt ist sowie durch die Folgen der COVID-19-Pandemie ist das weitere Wachstumspotenzial im russischen Markt für Markenprodukte begrenzt. Unter Berücksichtigung der erwarteten Abwertung des Rubels erwartet STADA, dass die auf diesem Markt in EUR erzielten Umsatzerlöse 2021 stagnieren und sich 2022 rückläufig entwickeln werden.

Im Verhältnis zu den gesamten Umsatzerlösen des Segments Markenprodukte i.H.v. € 1.073,9 Mio. (2019) beträgt der Anteil des italienischen Marktes 3,7 %. Angesichts eines unterdurchschnittlichen Wachstums von 5,8 % (2019/22) vermindert sich der Anteil des italienischen Marktes an den gesamten Umsatzerlösen des Segments im Planungszeitraum auf 3,3 % (2022). Das im Vergleich zu den Markterwartungen (1,6 % p.a.) überdurchschnittliche Wachstum ist durch Produktneueinführungen des Geschäftsjahres 2019 erklärt, die im laufenden Geschäftsjahr (2020) erstmals ganzjährig in den Umsatzerlösen enthalten sind.

Im Verhältnis zu den gesamten Umsatzerlösen des Segments Markenprodukte i.H.v. € 1.073,9 Mio. (2019) ist der Anteil des belgischen Marktes von untergeordneter Bedeutung (1,9 %). Angesichts eines geringfügig unterdurchschnittlichen Wachstums von 9,4 % p.a. (2019/22) vermindert sich der Anteil des belgischen Marktes an den gesamten Umsatzerlösen des Segments im Planungszeitraum auf 1,8% (2022). Im Vergleich zu den Markterwartungen (-1,5 % p.a.) soll durch Produktneueinführungen und Preiserhöhungen ein weit überdurchschnittliches Wachstum erzielt werden.



cc) Operatives Ergebnis (EBIT)

Brutto-Ergebnis vom Umsatz

Infolge des nach der Übernahme Ende 2017 eingeleiteten Transformationsprozesses, bei dem der Fokus – neben einer Anhebung des Wachstumspfad – auf einer Reduzierung der Kosten gerichtet ist, konnte die Herstellungskosten-Quote in den letzten Jahren kontinuierlich von 51,1 % (2016) auf 46,6 % (2019) vermindert werden.

Eine weitere substanzielle Verbesserung ist trotz der in der Planung reflektierten Kosteneinsparungen nicht mehr zu erwarten, so dass die sich aus den geplanten Herstellungskosten ergebende Quote sich nur noch geringfügig auf 45,4 % (2022) verbessern soll. Der sich zwischenzeitlich ergebende geringfügige Anstieg auf 47,5 % (2020) ist v.a. den erwarteten Minderungen der Umsatzerlöse durch die COVID-19-Pandemie geschuldet. Der Vorstand der Gesellschaft hat zwar weitere Sparmaßnahmen eingeleitet. Aufgrund des Fixkostenanteils in den Herstellungskosten sind die kurzfristig möglichen weiteren Kosteneinsparungen nicht ausreichend, um die Abweichung vom bisherigen Wachstumspfad vollständig auszugleichen.

Nach dem erheblichen Anstieg der Herstellungskosten im laufenden Geschäftsjahr (2020) i.H.v. 15,9 %, der im Übrigen v.a. akquisitionsbedingt ist, sollen die Herstellungskosten in den Folgejahren (2021 und 2022) nur noch geringfügig (0,3 % bzw. 0,5 %) auf € 1.420,8 Mio. (2022) steigen.

Über die unverändert fortgeführten Bestrebungen zur Einsparung von Kosten hinaus ist dies auf die relativ stärker werdende Bedeutung des Segments Markenprodukte und damit auf Veränderungen im Produkt-Mix zurückzuführen. Mit Markenprodukten lassen sich aufgrund der geringeren regulatorischen Einflüsse grundsätzlich höhere Brutto-Margen erzielen. Zudem ist STADA bestrebt, das Produktportfolio laufend durch die Fokussierung auf Nischenprodukte in einzelnen Ländern, die Neupositionierung und Internationalisierung bestehender erfolgreicher Marken sowie Produktneueinführungen zu optimieren.

Der vom Bewertungsgutachter dargestellte Vergleich mit den Margen der Peers zeigt, dass es STADA zuletzt gelungen ist, Margennachteile gegenüber der Konkurrenz auszugleichen. Im Planungshorizont stellt sich wieder ein Kostennachteil von rd. zwei bis drei Prozentpunkten gegenüber dem Median der Vergleichsunternehmen ein. Dieser Nachteil lässt sich v.a. darauf zurückführen, dass einige Peers strategisch stärker auf einzelne Produkte und Absatzmärkte fokussiert sind, und dort höhere Brutto-Margen erzielen als der STADA-Konzern, der als globaler Vollsortimentanbieter ein breit diversifiziertes Produktportfolio anbietet.



Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten

Insgesamt schwankte die Quote der gesamten Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten im Verhältnis zu den Umsatzerlösen¹²⁶ in den letzten Jahren um einen Wert von rd. 31 %. Im Planungshorizont steigt diese Quote auf 32 % an.

Dieser Trend beinhaltet eine gegenläufige Entwicklung bei den Vertriebskosten und den allgemeinen Verwaltungskosten. Während sich die allgemeinen Verwaltungskosten infolge des 2017 eingeleiteten Transformationsprozesses im Vergleich zur Entwicklung der Umsatzerlöse weitgehend unterproportional auf rd. 8 % verändert haben, so dass sich die Verwaltungsquote seit 2017 vermindert hat, schwankte die Vertriebskosten-Quote im Bereich von rd. 22 % bis 23 %.

Durch die fortgeführten Bemühungen um Kosteneinsparungen sollen die Verwaltungskosten nur noch geringfügig und damit unterproportional steigen, so dass sich die Kosten-Quote um rd. 1 Prozentpunkt auf gut 7 % verringert. Die Vertriebskostenquote steigt hingegen im Planungshorizont um rd. 2 Prozentpunkte auf fast 25 %. Dieser Anstieg ist darauf zurückzuführen, dass STADA das Segment Markenprodukte ausbaut und dafür gezielt höhere Vertriebs- und Marketingbudgets, v.a. in den Ländern Großbritannien, Italien und Belgien zur Verfügung stellt. Weitere Maßnahmen betreffen den Ausbau des Osteuropa-Geschäfts und die weitere Einstellung speziell ausgebildeter Außendienstmitarbeiter für den Bereich Spezialpharmazeutika.

Nach dem erheblichen Anstieg der Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten im laufenden Geschäftsjahr (2020) i.H.v. 17,3 %, der im Übrigen v.a. akquisitionsbedingt ist, sollen die Vertriebs- und allgemeinen Verwaltungskosten in den Folgejahren (2021 und 2022) unterproportional (3,8 % bzw. 3,3 %) auf € 1.001,6 Mio. (2022) steigen.

Der vom Bewertungsgutachter dargestellte Vergleich mit den SG&A-Quoten der Peers zeigt, dass STADA sich durch die Fokussierung auf den Ausbau des Segments Markenprodukte vom Median der Vergleichsunternehmen zunehmend entfernt hat und mittlerweile mit der SG&A-Quote am oberen Rand der durch die Quoten der Vergleichsunternehmen aufgespannten Bandbreite liegt. Diese Entwicklung ist dem Produkt-Mix von STADA geschuldet. STADA vertreibt eine Vielzahl von Einzelmarken, die teilweise nur in einzelnen Ländern vermarktet werden.

Forschungs- und Entwicklungskosten

STADA betreibt weder im aktuellen Geschäftsmodell noch perspektivisch eine eigene Forschung nach pharmazeutischen Wirkstoffen. Die Position beinhaltet daher nur Entwicklungskosten. Im Geschäftsjahr 2017 hatte der Vorstand von STADA die Strategie bezüglich des Geschäftsmodells mit Biosimilars überdacht. Während STADA bis dato eine reine Einlizensierungsstrategie verfolgte, wurden seitdem Maßnahmen ergriffen, um in Zusammenarbeit mit spezialisierten Kooperationspartnern Biosimilars zu entwickeln. Die Entwicklung der Biosimilars hat jedoch keine Erhöhung der Forschungs- und Entwicklungskosten-Quote zur Folge, da die hierfür geleisteten Zahlungen – wie auch aktivierungsfähige Entwicklungskosten für andere Aktivitäten – als immaterielle Vermögensgegenstände aktiviert werden.

¹²⁶ „SG&A-Quote“.



Vor diesem Hintergrund erklärt sich die relativ geringe Quote der Forschungs- und Entwicklungskosten im Verhältnis zu den Umsatzerlösen¹²⁷ von rd. 3 %. Nach dem erheblichen Anstieg der Forschungs- und Entwicklungskosten im laufenden Geschäftsjahr (2020) i.H.v. 17,5 %, der v.a. akquisitionsbedingt ist, sollen die Forschungs- und Entwicklungskosten in den Folgejahren (2021 und 2022) leicht überproportional (8,0 % bzw. 4,8 %) auf €96,7 Mio. (2022) steigen.

Der vom Bewertungsgutachter dargestellte Vergleich mit den Peers zeigt, dass die R&D-Quote von STADA aufgrund der Unterschiede im Geschäftsmodell sowie in der Bilanzierungspraxis nur bei rd. 1/3 des Medians der Vergleichsunternehmen liegt.

Sonstige Erträge und andere Aufwendungen

Da diese Posten der GuV alle Sachverhalte, die den anderen Posten der GuV nicht zugeordnet werden können, enthalten, handelt es sich bei ihnen i.d.R. überwiegend um Sachverhalte, die zum einen aufgrund ihres außerordentlichen oder außerbetrieblichen Charakters für den betrachteten Vergangenheitszeitraum einer Bereinigung unterliegen und die zum anderen aus diesen Gründen auch schwer zu planen sind. Leidglich für die nähere Zukunft gibt es regelmäßig auch Sachverhalte, die schon bekannt und damit genauer planbar sind. Demzufolge sind diese Posten in Planungsrechnungen zumeist von untergeordneter Bedeutung.

Diese grundlegende Einschätzung bestätigt sich auch im vorliegenden Bewertungsfall. Mit Ausnahme der sonstigen Aufwendungen im laufenden Geschäftsjahr (2020) sind die einzelnen Ertrags- oder Aufwandspositionen sowie die sich insgesamt ergebenden Aufwandssalden von eher untergeordneter Bedeutung. Neben Integrationskosten aus einer Transaktion enthalten die sonstigen Aufwendungen zwei Sachverhalte, die erwähnenswert sind. Es handelt sich bei diesen Sachverhalten um Rechtsstreitigkeiten wegen Schadensersatz bzw. einer Verletzung in der Region CIS.¹²⁸ Diese Sachverhalte hatten eine Aktualisierung der verabschiedeten Planungsrechnung erforderlich gemacht.¹²⁹

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 Personalkosten¹³⁰ vorlegen lassen:

STADA Personalkosten nach Funktionen €Mio.	Ist (bereinigt)				Plan			CAGR	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2016-2019	2019-2022
Herstellungskosten	86,7	93,4	85,8	103,9	122,2	129,3	137,6	6,2%	9,8%
Vertrieb	103,9	113,1	113,5	127,9	159,7	167,9	173,9	7,2%	10,8%
Marketing	20,5	20,9	21,6	26,0	30,8	33,2	34,6	8,4%	10,0%
Verwaltung	96,9	104,8	95,8	99,7	113,7	119,3	120,7	0,9%	6,6%
Forschung und Entwicklung	33,0	34,5	36,8	37,3	44,3	48,4	52,4	4,2%	12,0%
Summe	341,0	366,7	353,5	394,7	470,7	498,1	519,2	5,0%	9,6%

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

¹²⁷ „R&D-Quote“.

¹²⁸ Commonwealth of Independent States (Gemeinschaft unabhängiger Staaten, GUS).

¹²⁹ Vgl. Abschnitt C.IV.4.a), S. 37 ff.

¹³⁰ Diese Aufgliederung berücksichtigt nicht die wegen der Auswirkungen der COVID-19-Pandemie vorgenommenen Plananpassungen, die kostenseitig entsprechend der Rechnungslegung der Gesellschaft ausschließlich den Funktionskosten zugewiesen worden sind. Nach der von uns geteilten Einschätzung der Gesellschaft wären daraus resultierende Anpassungen der Personalkosten aber von untergeordneter Bedeutung.



Steuerungsgröße im STADA-Konzern ist die Personalkostenquote.¹³¹ Sie steigt im Detailplanungszeitraum von 15,9 % (2020) auf 16,6 % (2022). Dies steht in Einklang mit den uns erteilten Informationen zu den erwarteten Gehaltssteigerungen. Auch die vorstehende Entwicklung der Personalkosten nach Funktionsbereichen steht in Einklang mit den übrigen uns erteilten Informationen, namentlich v.a. der zur Realisierung des Umsatzwachstums erforderlichen Maßnahmen in Vertrieb und Marketing.

EBIT

Nach einem kontinuierlichen Anstieg des EBIT auf € 489,0 Mio. (2019) sinkt dieses aufgrund der erwarteten Beeinträchtigungen der wirtschaftlichen Lage von STADA durch die COVID-19-Pandemie um 8,6 % auf € 447,0 Mio. (2020). Im Vergleich zu der beobachteten durchschnittlichen Beeinträchtigung der Gesamtheit aller Unternehmen auf globaler, europäischer oder nationaler Ebene erachten wir diesen Rückgang als verhältnismäßig gering.

Durch die Erholungseffekte in den nachfolgenden Planjahren (2021 und 2022) steigt das EBIT erwartungsgemäß auf einen Rekordwert von € 585,5 Mio. (2022). Nach einem Ergebniswachstum der Vergangenheit i.H.v. 18,3 % p.a. (2016/19) wird sich das Ergebniswachstum in der näheren Zukunft erwartungsgemäß auf 6,2 % p.a. (2019/22) deutlich verlangsamen. Bei einem Vergleich ist allerdings zu berücksichtigen, dass das Ergebniswachstum der Vergangenheit durch zahlreiche maßgebliche M&A-Aktivitäten begünstigt war, während sich anorganisches Wachstum im Planungshorizont ausschließlich im laufenden Geschäftsjahr (2020) niederschlägt.¹³²

Die Entwicklung der EBIT-Marge zeigt einen vergleichbaren Trend. Nach einer kontinuierlichen Erhöhung auf 18,7 % (2019) fällt die EBIT-Marge im laufenden Geschäftsjahr (2020) auf 15,1 % und steigt anschließend wieder auf 18,7 % (2022) an.

Abschreibungen und Investitionen sowie EBITDA

Nachdem sich die Abschreibungen akquisitionsbedingt bereits 2019 auf € 136,4 Mio. erhöht hatten, sollen sich die Abschreibungen im laufenden Geschäftsjahr (2020) sprunghaft weiter auf € 208,0 Mio. erhöhen und nachfolgend nur noch geringfügig auf € 217,2 Mio. (2022) wachsen. Dieser sprunghafte Anstieg ist dadurch erklärt, dass die Akquisitionen des Geschäftsjahres 2019 erstmals ganzjährig zu berücksichtigen sind und zusätzlich die Abschreibungen aus den Akquisitionen zu Beginn des laufenden Geschäftsjahres (2020) zu berücksichtigen sind. Die resultierende Quote der Abschreibungen im Verhältnis zu den Umsatzerlösen springt nach Werten von rd. 5 % in der Planungsphase auf Werte von rd. 7 %.

Die zugehörigen Investitionen des laufenden Geschäftsjahres (2020) betragen € 876,1 Mio. In den nachfolgenden Planjahren (2021 und 2022) sind Investitionen i.H.v. € 212,4 Mio. (2021) bzw. € 186,2 Mio. (2022) geplant. Betrachtet man die zugehörige Investitionsquote von STADA, zeigt sich ein stark schwankendes Bild. Nachdem die Investitionsquote akquisitionsbedingt bereits 2018 und 2019 angestiegen war, fällt sie im laufenden Geschäftsjahr (2020) mit 29,5 % außergewöhnlich hoch aus. In den weiteren Planjahren fällt sie auf 7,0 % (2021) bzw. 5,9 % (2022). Zieht man den Durchschnitt über einen Zeitraum von

¹³¹ Personalkosten/Umsatzerlöse.

¹³² Abgesehen von dem damit verbundenen Basiseffekt auf die weiteren Planjahre.



sieben Geschäftsjahren (2016 bis 2022), so ergibt sich eine Quote von 11,6 %, die durch die außergewöhnlichen Investitionen des laufenden Geschäftsjahres (2020) erheblich beeinflusst ist.

Im Vergleich zu den Investitionsquoten der Peers, die in den Jahren des Betrachtungszeitraums (Ist 2016 bis 2019, Analystenschätzungen 2020 bis 2022) im Median in einer Bandbreite von gut 6 % bis knapp 9 % und im Durchschnitt bei 7,4 % liegen, ist eine Abschreibungsquote von rd. 7 % nach unserer Auffassung plausibel.

Das EBITDA als wesentliche Profitabilitätskennzahl von STADA ist in der Vergangenheit stetig auf € 625,5 Mio. (2019) gestiegen und soll künftig kontinuierlich auf € 802,6 Mio. (2022) weiter steigen. Die zugehörige Marge ist von 18,6 % (2016) auf 24,0 % gestiegen, soll im laufenden Geschäftsjahr (2020) auf 22,1 % zurückgehen und nachfolgend auf 25,6 % (2022) steigen.

Im Vergleich zu den Peers liegt die erzielte bzw. erwartete Marge in der Bandbreite, wie sie sich auf Grundlage der Geschäftsberichte (2016 bis 2019) und Analystenschätzungen (2020 bis 2022) darstellt, allerdings unterhalb des Medians. In der Entwicklung über den gesamten Zeitraum (2016 bis 2022) zeigt sich zum einen, dass die Bandbreite schmaler wird und zum anderen, dass die EBITDA-Marge von STADA sich dem Median der Margen der Vergleichsunternehmen (2022: 28,1 %) annähert.

Betrachtet man die Margen der Segmente, so zeigt sich eine etwas uneinheitliche Entwicklung. Nachdem die EBITDA-Marge im Segment Markenprodukte in den letzten Jahren geringfügig unterhalb der Marge im Segment Generika gelegen hatte, steigt diese im Planungshorizont auf 30,9 % (2022) an, während die Marge im Segment Generika aufgrund des hohen Preis- und Wettbewerbsdrucks geringfügig auf 27,8 % (2022) sinkt. Die Entwicklung in der Planungsrechnung bestätigt unsere Erwartungen, dass die Marge im Segment Markenprodukte aufgrund der stärkeren Differenzierungsmöglichkeiten etwas oberhalb der Marge im Segment Generika liegen müsste.

cd) Gesamtwürdigung

Der Bewertungsgutachter stellt zusammenfassend fest, dass er die Planungsrechnung aufgrund seiner Analysen zur Entwicklung der Umsatzerlöse, der Brutto-Marge und der Entwicklung des EBITDA sowie des EBIT als ambitioniert, aber plausibel betrachtet.

In Bezug auf einen Vergleich der Entwicklung von STADA mit der Entwicklung der Peers (Benchmarking) verweist er zudem auf seine Analysen zur Bilanzplanung. Die Analyse des sog. Return on Capital Employed¹³³ verdeutlichte, dass sich aus der Planung von STADA ein überdurchschnittliches ROCE ergebe, was die unterdurchschnittliche EBITDA-Marge relativiere.

Wir halten die Einschätzung des Bewertungsgutachters insgesamt und unter Würdigung der wesentlichen Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken des Geschäftsmodells von STADA¹³⁴ für

¹³³ Rentabilität des eingesetzten Kapitals („ROCE“).

¹³⁴ Vgl. Abschnitt C.IV.1.c), S. 33 f.



nachvollziehbar. Nach unserer Auffassung spiegelt die Planung des operativen Ergebnisses die Chancen des uns dargelegten Geschäftsmodells in einem leicht die Chancen übergewichtenden Verhältnis wider.

d) Operatives Ergebnis (EBIT) in der Konvergenz- und Fortführungsphase

Der Bewertungsgutachter stellt zutreffend fest, dass sich die Gesellschaft zum Ende des Detailplanungszeitraums (2022) noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand befindet.

Zur Ableitung des nachhaltigen operativen Ergebnisses (ab 2026) hat er daher die Ansätze der Detailplanungsphase (2020 bis 2022) durch Zwischenschaltung einer technischen Konvergenzphase von drei Jahren (2023 bis 2025) in ein nachhaltig im Durchschnitt zu erwartendes operatives Ergebnis (EBIT) überführt. Das nachhaltige EBIT bildet die künftige Ertragskraft des STADA-Konzerns bei angenommener unendlicher Unternehmensfortführung und ohne die Durchführung von Erweiterungsinvestitionen, wie z.B. des Erwerbs von Unternehmen oder einzelner Produkt-Portfolien, ab.

Die durchgeführten Analysen haben nach den umfassenden Ausführungen des Bewertungsgutachters ergeben, dass sich das Wachstum der Umsatzerlöse u.a. aufgrund des hohen Preis- und Wettbewerbsdrucks in den relevanten Absatzmärkten langfristig auf 1,0 % verringern wird. Demzufolge hat er das Umsatzwachstum des letzten Planjahres (2022) i.H.v. 2,7 % linear über drei Jahre abgeschmolzen und so auf das nachhaltige Wachstum i.H.v. 1,0 % überführt. Im Ergebnis hat er für das erste Jahr der ewigen Rente (2026) normalisierte Umsatzerlöse i.H.v. € 3.312,8 Mio. abgeleitet.

Nach unserer Einschätzung hat der Bewertungsgutachter die wachstumsbegrenzenden Ursachen zutreffend benannt und sowohl das Ausmaß als auch den Zeitpunkt zur Normalisierung des Wachstums der Umsatzerlöse nachvollziehbar hergeleitet.

In Bezug auf die Margen stützt sich der Bewertungsgutachter auf eine Analyse der Vergleichsunternehmen über den Zeitraum von 2016 bis 2022. Er erachtet es als sachgerecht, die langfristig von STADA erzielbaren Margen in der Konvergenzphase linear auf das durchschnittliche Niveau der Peers anzuheben, um den zu erwartenden Konvergenzprozessen Rechnung zu tragen. Die abgeleiteten nachhaltigen Margen ergeben sich als ungewichteter Durchschnitt des Medians der Peer Group über sieben Jahre. Auf dieser Grundlage stellen sich die nachhaltig für die Bewertung von STADA angesetzten Margen im Vergleich zu den sich aus der Planungsrechnung der Gesellschaft ergebenden Margen (2022) wie folgt dar:

- Brutto-Marge: Anhebung von 54,6 % bis auf 54,9 %
- EBITDA-Marge: Anhebung von 25,6 % auf 26,5 %
- Quote der Investitionen: Anhebung von 5,9 % auf 7,5 %
- Quote der Abschreibungen: Reduzierung von 6,9 % auf 6,6 %
- EBIT-Marge (Resultante): Anhebung von 18,7 % auf 19,9 %

Im Ergebnis hat der Bewertungsgutachter für das erste Jahr der ewigen Rente (2026) ein normalisiertes EBIT i.H.v. € 659,0 Mio. abgeleitet. Das normalisierte EBIT i.H.v. € 659,0 Mio. (2026) übersteigt das EBIT des letzten Jahres der Detailplanungsphase i.H.v. € 585,5 Mio. (2022) um 12,6 %,



Nach unserer Einschätzung hat der Bewertungsgutachter die Ursachen für eine Anhebung der Margen zutreffend benannt und sowohl das Ausmaß als auch den Zeitpunkt zur Normalisierung der Margen nachvollziehbar hergeleitet.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass die Ableitung des nachhaltigen operativen Ergebnisses (EBIT) sachgerecht hergeleitet ist.

e) Netto-Einnahmen nach persönlichen Ertragsteuern

ea) Finanzbedarfsrechnung und Finanzergebnis

Der Bewertungsgutachter hat die Bilanzplanung der Gesellschaft grundsätzlich unverändert in sein Bewertungsmodell übernommen¹³⁵ und um eine Fortentwicklung in der Konvergenz- und Fortführungsphase ergänzt.

Die sich zum 31. Dezember eines jeden Jahres ergebenden Bilanzen in dem betrachteten Referenzzeitraum der Vergangenheit (2016 bis 2019), der Detailplanungsphase (2020 bis 2022) sowie der Konvergenz- und Fortführungsphase (2023 bis 2025 und 2026 ff.¹³⁶) werden im Bewertungsgutachten auch dargestellt, umfassend erläutert und mit Hilfe von Kennzahlen analysiert.

Der Bewertungsgutachter hat diese Kennzahlen einem Vergleich mit den Ausprägungen bei den Peers unterzogen. Die Fortentwicklung der Bilanz berücksichtigt sowohl die historische Entwicklung von STADA als auch die Erkenntnisse aus dem Benchmarking mit den Vergleichsunternehmen.

Aus der integrierten Planungsrechnung und ihrer Fortentwicklung ergibt sich der Finanzbedarf zur Finanzierung der notwendigen Investitionen in das Anlage- und Netto-Umlaufvermögens sowie zur Tilgung der Fremdkapitalbestände, die langfristig nicht mehr benötigt werden, und letztlich der Ausschüttungen als resultierende Größe.

Der Bewertungsgutachter hat die Bilanz- und Finanzplanung der Gesellschaft grundsätzlich unverändert in sein Bewertungsmodell übernommen¹³⁷ und fortentwickelt.

Als Ergebnis unserer Prüfung halten wir die Bilanz- und Finanzplanung der Gesellschaft ebenfalls für plausibel und die erforderliche geringfügige Aktualisierung sowie die Fortentwicklung durch den Bewertungsgutachter für sachgerecht.

Die Planung der Gesellschaft beinhaltet eine Planung der liquiden Mittel in Höhe des als betriebsnotwendig erachteten Bestands. STADA hält es für erforderlich, 5,1 % der Umsatzerlöse eines Jahres als Mindest-Liquidität vorzuhalten. Der Bewertungsgutachter hat dies bei Fortentwicklung der Bilanz berücksichtigt.

¹³⁵ Eine Anpassung war insoweit notwendig, als die Folgewirkungen der von der Gesellschaft vorgenommenen Aktualisierung des operativen Ergebnisses (Aufwendungen aus Rechtstreitigkeiten) in der Bilanz sowie der Finanzbedarfsrechnung und den daraus resultierenden Auswirkungen auf die Zinsaufwendungen, Unternehmenssteuern und Ausschüttungen zu verarbeiten waren; vgl. Abschnitt C.IV.4.a), S. 37 ff.

¹³⁶ Sog. Terminal Value (Phase der ewigen Rente; „TV“).

¹³⁷ Eine notwendige Anpassung betrifft die sich aus der Berücksichtigung zusätzlicher Aufwendungen ergebende Folgewirkung für die Unternehmenssteuern; vgl. Abschnitt C.IV.4.a), S. 37 ff.



Auf Grundlage unserer Analysen, die auch einen Vergleich mit den Peers beinhalten, halten wir die Einschätzung der Gesellschaft zur betriebsnotwendigen Liquidität für angemessen. Auch angesichts der Entwicklungen im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie sind wir der Auffassung, dass eine Mindestliquidität, die einen vollständigen Ausfall der Umsatzerlöse über rd. 19 Tage abdeckt, keineswegs zu großzügig bemessen ist.

Die verzinslichen Verbindlichkeiten beinhaltenen Finanzverbindlichkeiten (Gesellschafterdarlehen, Verbindlichkeiten aus Anleihen, Schuldscheindarlehen, Bankdarlehen), Leasingverbindlichkeiten und Pensionsrückstellungen. Maßgeblicher Bestandteil der in der Aufsatzbilanz (31. Dezember 2019) enthaltenen verzinslichen Verbindlichkeiten sind Gesellschafterdarlehen i.H.v. €929,6 Mio., für die eine Tilgung bis zum Jahr 2024 vereinbart ist und die mit 3,5 % p.a. verzinst werden. Die verzinslichen Verbindlichkeiten beinhalten in wesentlichem Umfang auch Mittel, die deutlich höher verzinslich sind, z.B. aufgrund einer lokalen Finanzierung in Rubel.

Die Finanzverbindlichkeiten werden entsprechend der vertraglichen Konditionen und im Übrigen als Ergebnis der Finanzbedarfsrechnung zurückgeführt. Zwischenzeitlich ergibt sich allerdings eine Erhöhung, da die Akquisitionen des laufenden Geschäftsjahres (2020) nicht aus dem Cashflow finanziert werden können. Der Bewertungsgutachter hat bei seiner Fortentwicklung der Bilanz- und Finanzbedarfsrechnung angenommen, dass der deutlich über dem Median der Peers liegende Verschuldungsgrad von STADA mittel- und langfristig nicht deutlich oberhalb der Benchmark liegen sollte. Das halten wir für angemessen.

Der Bewertungsgutachter hat das Finanzergebnis auf dieser Grundlage und unter Verwendung der vertraglichen Zinssätze der Finanzverbindlichkeiten ermittelt. Angesichts der unterschiedlichen Zinssätze für einzelne Finanzierungsmittel sowie der sich infolge der vertraglichen Tilgungen verändernden Zusammensetzung ergibt sich kein einheitlicher Sollzinssatz. Der durchschnittliche effektive Zinssatz liegt zwischen rd. 5,8 % und 3,4 %. Daraus ergibt sich ein gewichteter Mittelwert i.H.v. 4,4 % (2020 bis 2022) bzw. i.H.v. 3,9 % (2023 bis 2025, vor Refinanzierung).

Für die Refinanzierung nach Tilgung der vorhandenen Darlehen im Geschäftsjahr 2024 hat der Bewertungsgutachter einen Zinssatz von 1,4 % angenommen, den er anhand der sog. Forward Rates für Unternehmensanleihen und unter Berücksichtigung eines synthetischen Ratings von STADA und einer durchschnittlichen Laufzeit von sieben Jahren abgeleitet hat.

Für Leasingverbindlichkeiten (5,8 %) und Pensionsrückstellungen (1,4 %) ist der Zinsaufwand anhand der i.R.d Rechnungslegung verwendeten Zinssätze berechnet. Finanzerträge fallen in geringfügigem Umfang an und betreffen Zinserträge aus Finanzanlagen und Ergebnisse aus at equity bewerteten Anteilen. Die betriebsnotwendige Liquidität wird annahmegemäß nicht verzinst.

Der Bewertungsgutachter hat das von der Gesellschaft auf dieser Grundlage berechnete Finanzergebnis grundsätzlich unverändert in sein Bewertungsmodell übernommen¹³⁸ und fortentwickelt.

¹³⁸ Eine notwendige Anpassung betrifft die sich aus der Berücksichtigung zusätzlicher Aufwendungen ergebende Folgewirkung für die Unternehmenssteuern; vgl. Abschnitt C.IV.4.a), S. 37 ff.

Nach unserer Auffassung sind die bei Ableitung des Finanzergebnisses getroffenen Annahmen insgesamt sachgerecht. Dies gilt namentlich auch für die Annahme, dass Zinserträge auf die betriebsnotwendige Liquidität nicht anfallen, da aktuell zunehmend Verwarentgelte für Liquiditätsbestände von Unternehmen erhoben werden. Im Übrigen konnten wir die Berechnungen auf Grundlage der vertraglichen Konditionen (Laufzeiten, Zinssätze) ohne Beanstandungen abstimmen.

Auf dieser Grundlage halten wir die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters bei der Berechnung des Finanzergebnisses zusammenfassend auch insgesamt für sachgerecht.

eb) Unternehmenssteuern

Für Zwecke einer Bewertung ist grundsätzlich von einem vorhandenen BGAV zu abstrahieren.¹³⁹ Demzufolge hat STADA eine fiktive Steuerplanung vorgenommen, bei der die Verhältnisse unterstellt sind, die ohne Vorhandensein des BGAV gelten würden. In diesem Fall wäre STADA Obergesellschaft eines Organkreises, in dem alle wesentlichen deutschen Konzerngesellschaften als Organgesellschaften enthalten wären.

Die Konzernsteuerabteilung hat den Ertragsteueraufwand für diesen Organkreis zentral kalkuliert und dabei die nach IFRS geplanten Vorsteuerergebnisse auf die jeweiligen steuerlichen Bemessungsgrundlagen (Gewerbeertrag, zu versteuerndes Einkommen) überführt.

Aus Vereinfachungsgründen hat sie dabei keine vollständige Simulation der Veranlagungen vorgenommen, sondern sich auf die wesentlichen Unterschiede beschränkt. Dabei hat sie i.R.d. fiktiven Betrachtung entsprechend der dann geltenden Verrechnungsmöglichkeiten einen Verbrauch der im deutschen Organkreis bei Abschluss des BGAV vorhandenen Verlustvträge im Geschäftsjahr 2020 simuliert.

Die auf dieser Grundlage kalkulierten Steuern für den deutschen Organkreis berücksichtigen die aktuell geltenden und künftig auch fortgeltenden nominalen Steuersätze¹⁴⁰ Der kombinierte nominale Steuersatz für den deutschen Organkreis beträgt rd. 28,3 %.

Die ausländischen Steuern ergeben sich aus der dezentralen Planung durch die jeweiligen Landesgesellschaften. Auskunftsgemäß sind dabei absehbare künftige Änderungen der Steuergesetze berücksichtigt. Die inländische Konzernsteuerabteilung hat die gemeldeten, ausländischen Steuern auskunftsgemäß verprobt und ggf. Rücksprache gehalten sowie etwaig erforderliche Anpassungen vorgenommen.

Die sich insgesamt ergebenden Steueraufwendungen werden vereinfachend im Jahr der Entstehung als durch Vorauszahlungen abgegolten und somit unmittelbar zahlungswirksam angenommen. Aus Vereinfachungsgründen wurde eine Planung latenter Steueraufwendungen und -erträge, die nicht zahlungswirksam sind, nicht vorgenommen.

Auf dieser Grundlage ergibt sich für den STADA-Konzern eine effektive Steuerquote i.H.v. 21,2 % bis 20,8 %, Diese liegt deutlich unter der nominalen Steuerbelastung des deutschen Organkreises (28,3 %).

¹³⁹ Ausschüttungen, Unternehmenssteuern; vgl. Abschnitt C.III, S. 16 ff.

¹⁴⁰ GewSt-12,495 % bei einem Hebesatz i.H.v. 357 % (Bad Vilbel), KSt 15,0 %, SolZ 5,5 % (der KSt).



Die verhältnismäßig geringe effektive Steuerquote erklärt sich dadurch, dass die effektiven Steuerbelastungen in einer Vielzahl von Jurisdiktionen, in denen der STADA-Konzern Teile seiner Ergebnisse zu versteuern hat, deutlich unterhalb des deutschen Steuersatzes liegen. Angesichts des hohen Ergebnisbeitrags der ausländischen Gesellschaften sind die sich auf Konzernebene ergebenden effektiven Steuerbelastungen als plausibel anzusehen.

Der Bewertungsgutachter hat den von der Gesellschaft berechneten Ertragsteueraufwand grundsätzlich unverändert in sein Bewertungsmodell übernommen¹⁴¹ und fortentwickelt.

Wir haben die Steuerplanung der Gesellschaft durch Abstimmungen und eine Plausibilisierung der sich ergebenden Steueraufwendungen auf Grundlage der von uns erbetenen und uns vorgelegten Unterlagen und Daten ohne Beanstandungen verifizieren können. Nach unserer Auffassung ist auch die grundsätzliche Vorgehensweise sachgerecht und die dabei getroffenen Annahmen sind angemessen.

Der Bewertungsgutachter hat den Steueraufwand in der Konvergenz- und Fortführungsphase (2023 bis 2025, 2026 ff.) auf Grundlage des sich aus der Planungsrechnung ergebenden effektiven Steuersatzes für das letzte Planungsjahr (2022) berechnet.

Wir halten auch die Vorgehensweise, wie die Unternehmenssteuern in der Konvergenz- und Fortführungsphase berechnet sind, für sachgerecht.

ec) Ausschüttungen und persönliche 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 für Ausschüttungen 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.

Aufgrund des am 19. Dezember 2017 geschlossenen BGAV ist STADA dazu verpflichtet, grundsätzlich ihren ganzen Gewinn an Nidda Healthcare abzuführen. Unterstellt man eine unendliche Laufzeit des BGAV, wären die Jahresergebnisse¹⁴² von STADA zum einen vollständig und zum anderen nur an Nidda Healthcare auszuschütten. Der daraus abgeleitete Unternehmenswert würde also vollständig auf Nidda Healthcare entfallen.

STADA hat deshalb bei der Erstellung der Planungsrechnung insoweit von den tatsächlichen Verhältnissen abstrahiert¹⁴³ und eine Bilanzplanung bzw. Finanzbedarfsrechnung erstellt, in der die zur Ausschüt-

¹⁴¹ Eine notwendige Anpassung betrifft die sich aus der Berücksichtigung zusätzlicher Aufwendungen ergebende Folgewirkung für das Finanzergebnis; vgl. Abschnitt C.IV.4.a), S. 37 ff.

¹⁴² Vor Gewinnabführung, ggf. gemindert um notwendige Thesaurierungen.

¹⁴³ Ebenso für die Unternehmenssteuern, für deren sachgerechte Berücksichtigung ebenfalls eine von den rechtlichen Verhältnissen abweichende wirtschaftliche Betrachtungsweise erforderlich ist. Im Übrigen ist nicht von den tatsächlichen Verhältnissen zu abstrahieren.

tung zur Verfügung stehende Liquidität vollständig an alle Aktionäre ausgeschüttet wird. Dabei wird auch eine Tilgung von Finanzverbindlichkeiten entsprechend der vertraglichen Fälligkeiten vorgenommen.

Der Bewertungsgutachter hat die Bilanz- und Finanzplanung der Gesellschaft und somit auch die Planung der Ausschüttungen grundsätzlich unverändert in sein Bewertungsmodell übernommen¹⁴⁴ und fortentwickelt.

Als Ergebnis unserer Prüfung halten wir die Bilanz- und Finanzplanung der Gesellschaft und somit auch die Planung der Ausschüttungen ebenfalls für plausibel und die erforderliche geringfügige Aktualisierung sowie die Fortentwicklung durch den Bewertungsgutachter für sachgerecht.

In der Fortführungsphase (Phase der ewigen Rente) hat der Bewertungsgutachter eine Ausschüttungsquote von 40 % angenommen. Diese ergebe sich aus dem vor Abschluss des BGAV praktizierten bzw. geplanten Ausschüttungsverhalten von STADA sowie dem durchschnittlichen Ausschüttungsverhalten der Peers.

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 unseren Berechnungen entspricht eine Ausschüttungsquote von 40 % auch dem durchschnittlichen Ausschüttungsverhalten der Vergleichsunternehmen. Im Übrigen liegt diese Ausschüttungsquote auch in der Größenordnung, wie sie sich für deutsche börsennotierte Unternehmen insgesamt im Durchschnitt ergibt.

Die von der Gesellschaft geplanten und vom Bewertungsgutachter in der Konvergenzphase fortentwickelten Thesaurierungen werden unmittelbar zur Finanzierung von Investitionen in das Anlagevermögen und das Netto-Umlaufvermögen bzw. der Tilgung von Finanzverbindlichkeiten verwendet und stehen deshalb für eine Dividendenausschüttung nicht zur Verfügung. In der Phase der ewigen Rente ist eine konkrete Verwendung nicht vorgesehen. Demzufolge rechnet der Bewertungsgutachter die nach Dividendenausschüttungen und „echten“ Thesaurierungen verbleibenden Überschüsse in der Phase der ewigen Rente entsprechend der üblichen Bewertungspraxis den Anteilseignern unmittelbar fiktiv zu.

I.R.d. Abzugs der persönlichen Steuern der Anteilseigner sind die Dividenden um die nominelle Steuerbelastung (26,375 %) zu mindern. Beim Abzug der persönlichen Steuern auf Thesaurierungen ist der Bewertungsgutachter der Empfehlung des FAUB gefolgt und hat eine effektive Steuerbelastung in Höhe des hälftigen Nominalsteuersatzes angesetzt (13,1875 %).

Ein effektiver Steuersatz in Höhe des hälftigen Nominalsteuersatzes entspricht sehr langen Haltdauern.¹⁴⁵ Das ist nicht zu beanstanden.

Bei der Ermittlung der über Thesaurierungen den Aktionären fiktiv zugerechneten Beträge hat der Bewertungsgutachter – neben den Besteuerungsfolgen auf Ebene der Aktionäre – außerdem berücksich-

¹⁴⁴ Eine notwendige Anpassung betrifft die sich aus der Berücksichtigung zusätzlicher Aufwendungen ergebende Folgewirkung für die Unternehmenssteuern; vgl. Abschnitt C.IV.4.a), S. 37 ff.

¹⁴⁵ Vgl. Wagner/Saur/Willershausen, WPg 2008, S. 731 ff.



tigt, dass das ab dem letzten Jahr der Konvergenzphase (2025) sowie in der Fortführungsphase 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 (€ 28,0 Mio.)¹⁴⁶ ist nicht in den Wertbeitrag aus unmittelbarer Zurechnung einzubeziehen. Diese Vorgehensweise wurde auch von Gerichten bestätigt.¹⁴⁷

Wir halten das von dem Bewertungsgutachter 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.

5. Kapitalisierungszinssatz

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.

Anlagen ohne Risiko existieren nicht. Im Hinblick auf ihren quasi-sicheren Charakter erfüllen Anleihen der öffentlichen Hand mit erstklassigem Rating wegen der fehlenden Insolvenzfähigkeit der Emittenten regelmäßig die Forderung der Risikofreiheit. Dies gilt insbesondere für deutsche Staatsanleihen. Zudem stellt die Begrenzung auf inländische Anleihen im Allgemeinen eine sachgerechte Typisierung dar, vor allem dann, wenn auf die Alternativanlage inländischer Investoren abgestellt wird.¹⁴⁸

Mit den Renditen börsennotierter deutscher Staatsanleihen existiert eine breite Datenbasis zur Ableitung von Basiszinssätzen aus Marktdaten. Da Staatsanleihen jedoch i.d.R. sog. Kupon-Anleihen sind, die durch einen jährlich fixen endlichen Zahlungsstrom geprägt sind, Zahlungsströme aus Unternehmen hingegen schwankend und zeitlich nicht begrenzt sind, können solche Anleiherenditen für Unternehmensbewertungen nicht unmittelbar verwendet werden. Benötigt werden vielmehr laufzeitspezifische Zinssätze für einzelne Zahlungen, sog. Null-Kupon-Anleihen oder Zerobonds. Solche Zerobond-Renditen sind am Kapitalmarkt nur vereinzelt direkt zu beobachten, sie lassen sich jedoch rechnerisch aus den beobachtbaren Kupon-Renditen ableiten.¹⁴⁹

Allerdings haben deutsche Bundesanleihen bis dato eine Laufzeit von maximal 30 Jahren. Explizite Prognosen für die Rendite deutscher Bundesanleihen über eine Laufzeit von 30 Jahren hinaus liegen nicht

¹⁴⁶ „Echte“ Thesaurierung.

¹⁴⁷ 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.

¹⁴⁸ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kap. A, Rz. 375.

¹⁴⁹ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kap. A, Rz. 377.

vor. Demzufolge ist für die über 30 Jahre hinausgehenden risikolosen Renditen eine Annahme zu treffen.¹⁵⁰

Vor diesem Hintergrund empfiehlt der IDW S 1, den Basiszinssatz ausgehend von aktuellen Zinsstrukturkurven abzuleiten.¹⁵¹ Diese Empfehlung hat der FAUB durch die in den IDW-FN erschienenen Hinweise zur Ermittlung des Basiszinssatzes auf Grundlage von Marktdaten anhand von Zinsstrukturkurven konkretisiert.¹⁵²

Zinsstrukturkurven können auf verschiedene Weisen 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 Null-Kupon-Anleihen auf Basis beobachteter Umlaufrenditen von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen mit Restlaufzeiten von bis zu 30 Jahren. Für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zinssätze von Null-Kupon-Anleihen 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 Null-Kupon-Anleihen 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 angesetzten 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 Zerobond-Renditen zu verwenden, sondern auf Durchschnittsgrößen abzustellen. Diese periodenspezifische Durchschnittsbildung soll aus den in den dem Bewertungsstichtag vorangegangenen drei Monaten beobachteten Renditen abgeleitet werden.¹⁵³ Dabei ist in der Bewertungspraxis eine Auf- wie Abrundung des Basiszinssatzes regelmäßig auf Viertelprozentpunkte üblich und in der Rechtsprechung anerkannt.¹⁵⁴ Vor dem Hintergrund des anhaltenden Niedrigzinsumfelds empfiehlt der FAUB seit 2016, bei einem aus den Zinsstrukturdaten der Deutschen

¹⁵⁰ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kap. A, Rz. 377.

¹⁵¹ IDW S 1, Rz. 117.

¹⁵² IDW-FN 2005, S. 555 f., IDW-FN 2008, S. 490 f. und IDW-FN 2013, S. 363 ff.

¹⁵³ Zustimmung zur Durchschnittsbildung für viele z.B. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6. Juni 2016, I-26 W 4/12 [AktE], AG 2017, S. 487 ff.

¹⁵⁴ Vgl. z.B. OLG Saarbrücken, Beschluss vom 11. Juni 2014, 1 W 18/13, ZIP 2014, S. 1784 ff.

Bundesbank abgeleiteten Basiszinssatz von weniger als 1,0 % nicht auf Viertel-Prozentpunkte, sondern auf Zehntel-Prozentpunkte zu runden.¹⁵⁵

Der FAUB hatte am 19. September 2012 aktualisierte Hinweise zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes auf der Grundlage des CAPM/Tax-CAPM verabschiedet. Im Kontext dieser Empfehlungen hat er zudem beschlossen, die Einflussfaktoren zur Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes weiterhin regelmäßig in seinen Sitzungen zu analysieren und bei Veränderungen die Empfehlungen entsprechend zu aktualisieren.¹⁵⁶

Vor dem Hintergrund der fortgesetzten und jüngst wieder verstärkten expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank („quantitative easing“), die einen europäischen Sonderweg darstelle und für die aktuell auch noch kein Ende absehbar sei, hat der FAUB in seiner Sitzung vom 22. Oktober 2019 diskutiert, inwieweit es sinnvoll ist, unverändert an der grundsätzlichen Vorgehensweise festzuhalten, den risikolosen Basiszinssatz anhand einer aus den Null-Kupon-Renditen deutscher Staatsanleihen abgeleiteten Zinsstrukturkurve abzuleiten. Insbesondere sei die vorstehend dargelegte Fragestellung einer Fortschreibung der Kurve ab dem Jahr 31 mit der Spot-Rate des Jahres 30 diskutiert worden. Letztlich hat der FAUB entschieden, zunächst an der bisherigen Vorgehensweise festzuhalten, diese aber fortlaufend kritisch zu hinterfragen.¹⁵⁷

In der Rechtsprechung wird die Bestimmung 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.¹⁵⁸

In der Literatur werden die Vorschläge des FAUB, zur Komplexitätsreduktion bzw. zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler auf Durchschnittsgrößen abzustellen und das Ergebnis zu runden, vereinzelt kritisiert.

Wir halten die beschriebene Vorgehensweise aus den angeführten Gründen dennoch insgesamt für sachgerecht.

Hinsichtlich der Rundung des Basiszinssatzes ist darauf hinzuweisen, dass ein mit mehreren Nachkommastellen angesetzter Basiszinssatz angesichts der Unsicherheiten, die mit der Prognose zukünftiger Ergebnisse verbunden sind, und der üblicherweise ebenfalls gerundeten Marktrisikoprämie eine Genauigkeit vortäuscht, die bei Unternehmensbewertungen nicht erzielbar ist.

In Bezug auf die Schätzung der Anschlussverzinsung für den über 30 Jahre hinausgehenden Zeitraum ist darauf hinzuweisen, dass in der Bewertungspraxis vor dem Hintergrund des anhaltenden Niedrigzinsumfelds vermehrt auch über Ansätze diskutiert wird, eine sog. Ultimate Forward Rate zu schätzen und

¹⁵⁵ Vgl. IDW Life 2016, S. 731 f.

¹⁵⁶ Vgl. FAUB, IDW-FN 2012 S. 568.

¹⁵⁷ Vgl. Ergebnisbericht-Online über die 136. Sitzung des FAUB am 22. Oktober 2019, <https://www.idw.de/blob/120160/4e4a03c61aff8d8331d8920ca5b00c3c/ergebnisbericht-136-sitzung-faub-data.pdf>, zuletzt abgerufen am 10. August 2020.

¹⁵⁸ Vgl. z.B. Beschluss des OLG Düsseldorf vom 12. November 2015, I-26 W 9/14, AG 2016, S. 331 ff.

den weiteren Verlauf der Zinsstrukturkurve durch Extrapolation der letzten aus aktuellen Marktdaten gewonnenen Spot Rate auf die Ultimate Forward Rate vorzunehmen.¹⁵⁹

Der Bewertungsgutachter ist den Empfehlungen des FAUB gefolgt und hat im vorliegenden Fall einen einheitlichen Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern von rd. 0,01 % ermittelt. Dieser Zinssatz beruht auf einer Schätzung des künftigen durchschnittlichen Zinsniveaus aus Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für den Drei-Monats-Zeitraum vom 8. Mai 2020 bis 7. August 2020. Der Bewertungsgutachter hat den auf Zehntel-Prozentpunkte abgerundeten Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern i.H.v. 0,0 % angesetzt.¹⁶⁰

Wir haben das uns mitgeteilte Berechnungsergebnis des Bewertungsgutachters zur Bestimmung des Basiszinssatzes verifiziert. Auf Grundlage unserer eigenen Berechnung ergibt sich ein einheitlicher Basiszinssatz vor persönlichen Steuern von 0,0054 %. Im vorliegenden Bewertungsfall wirkt eine Rundung auf Zehntel Prozentpunkte nach heutigen Erkenntnissen marginal bewertungserhöhend. Würde man für die Anschlussverzinsung einen höheren Zinssatz ansetzen als für den des letzten Jahres, für das aktuelle Marktdaten verfügbar sind, und folgte insoweit nicht der Empfehlung des FAUB, würde sich der Basiszinssatz zudem nochmals erhöhen. Dies hätte im Vergleich zu der Vorgehensweise des Bewertungsgutachters eine Verminderung des Ertragswerts zur Folge.

Bei der Überprüfung, ob die Barabfindung zum Zeitpunkt der HV am 24. September 2020 mindestens dem anteiligen Unternehmenswert entspricht, wird zu berücksichtigen sein, dass der Basiszinssatz nach der vom FAUB empfohlenen Methode grundsätzlich unter Berücksichtigung der drei dann jüngst zurückliegenden Monate zu bestimmen ist. Eine Änderung des Unternehmenswerts und der Barabfindung muss mit einer eventuellen Änderung des Basiszinssatzes nicht zwangsläufig verbunden sein, da Auswirkungen auf die übrigen Bewertungsparameter gleichermaßen zu überprüfen wären.

Prüfungsergebnis

Wir halten den angesetzten Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern von 0,0 % 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.

¹⁵⁹ Die European Insurance and Occupational Pensions Authority, Frankfurt am Main, hat die Ultimate Forward Rate zuletzt mit 3,55 % kalkuliert und die für 2020 anwendbare Ultimate Forward Rate mit 3,75 % bestimmt.

¹⁶⁰ Dies entspricht ebenfalls einem Basiszinssatz nach persönlichen Steuern von 0,0 %.



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 Risikoeinstellung zu erheben. Daher ist es im Rahmen der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte üblich, für die Bemessung des Risikozuschlags auf Kapitalmarktpreisbildungsmodelle zurückzugreifen und den Risikozuschlag unmittelbar vom Kapitalmarkt abzuleiten. Durch diese Annahme wird es möglich, 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 Renditen am Markt beobachtet und Risikoprämien aus ihnen abgeleitet 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 CAPM 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 Unternehmen¹⁶¹ 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 zugrundeliegenden 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 zur 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 u.a. damit, dass der Kapitalmarkt aufgrund seiner Unvollkommenheit keine zuverlässigen Informationen über den zukünftigen Risikoumfang eines Unternehmens bietet.

¹⁶¹ I.d.R. in einem Börsen-Index zusammengefasst.

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 Risikozuschlags dar.¹⁶² Diese Schlussfolgerung wird in der jüngeren Rechtsprechung ebenfalls fast durchgängig gezogen.¹⁶³

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.¹⁶⁴ Das OLG Düsseldorf hatte das CAPM zuvor bereits als „State of the Art“ bezeichnet und dabei ebenfalls insbesondere auf die Objektivität und Nachprüfbarkeit hingewiesen.¹⁶⁵

Prüfungsergebnis

Aus den o.g. 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 unmittelbar zukunftsorientiert oder auf der Grundlage historischer Kapitalmarktanalysen ermittelt werden. Auch wenn die unmittelbar zukunftsorientierte Ermittlung¹⁶⁶ konzeptionell den Vorteil besitzt, auf erwarteten Zahlungen und aktuellen Preisen zu basieren, hat sich diese in der Praxis bislang noch nicht flächendeckend durchgesetzt.¹⁶⁷

In der Bewertungspraxis wurde die Marktrisikoprämie bis 2012 allein oder zumindest deutlich vorrangig auf der Grundlage von Beobachtungen historischer Marktdaten abgeleitet. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur und Rechtsprechung wird seit Jahren kontrovers diskutiert, welche der zahlreichen vorliegenden Kapitalmarktuntersuchungen zu in der Vergangenheit beobachteten Renditen risikobehafteter Wertpapiere und deren Vergleich mit (quasi) risikofreien Kapitalmarktanlagen¹⁶⁸ geeignet sind, um eine künftig zu erwartende Marktrisikoprämie zu schätzen. Daran schließt sich die – ebenfalls kontrovers diskutierte – Frage an, wie die aus der Beobachtung über einen Zeitraum der Vergangenheit gewonnenen Erkenntnisse an aktuelle Verhältnisse anzupassen sind.

Strittig sind vor allem folgende methodische Fragen:

- Zusammensetzung des Marktportfolios risikobehafteter Wertpapiere: Auswahl eines Referenzindex, insbesondere die Frage, ob dieser nationale oder globale Verhältnisse widerspiegeln sollte
- Messung der Vergleichsrendite (quasi-)risikofreier Kapitalmarktanlagen

¹⁶² Vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPg 2004, S. 889 ff.

¹⁶³ Vgl. z.B. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018, Az. 26 W 4/16 [AktE], Fundstelle: https://www.justiz.nrw.de/nrwe/olgs/duesseldorf/j2018/26_W_4_16_AktE_Beschluss_20180430.html, zuletzt abgerufen am: 10. August 2020; 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 Düsseldorf, Beschluss vom 25. Mai 2016, Az. I-26 W 2/15 [AktE], BeckRS 2016, 21367, Rn. 58.

¹⁶⁴ Vgl. Beschluss vom 2. Mai 2011, 21 W 3/11, <https://www.lareda.hessenrecht.hessen.de/bshe/document/LARE190015625>, zuletzt abgerufen am 10. August 2020.

¹⁶⁵ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009, Aktenzeichen I-26 W 5/07 (AktE), WM 2009, S. 2220 ff.

¹⁶⁶ Z.B. durch Befragung von Experten oder durch Modelle zur Schätzung impliziter Eigenkapitalkosten.

¹⁶⁷ Vgl. Franken/Schulte in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2019, § 6 Rz. 45 ff.

¹⁶⁸ Für einen umfassenden Überblick zu empirischen Daten zur Marktrisikoprämie in Deutschland und weltweit vgl. z.B. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Auflage, Herne 2018, S. 557 ff.



- Beobachtungszeitraum: Aktualität und statistische Aussagekraft hinsichtlich Anfangs- und Endzeitpunkt sowie Länge des Beobachtungszeitraums
- Verdichtung der beobachteten Renditedifferenzen auf einen Mittelwert: arithmetische oder geometrische Mittelwertbildung, alternative Verfahren oder Kombinationen verschiedener Verfahren
- Einfluss persönlicher Steuern der Anteilseigner: Überleitung der beobachteten Vor-Steuer-Renditen auf Nach-Steuer-Renditen einschließlich der Fragen zur Haltedauer von Unternehmensanteilen
- Fortschreibung der für die Vergangenheit beobachteten Ergebnisse in die Zukunft: Annahme langfristig konstanter Marktrisikoprämien oder langfristig konstanter Gesamtrenditen sowie Anpassungen zur Berücksichtigung von Erwartungen zu künftigen Entwicklungstrends bzw. besonderer Kapitalmarktverhältnisse

Nach unserer Auffassung ist nicht zu erwarten, dass diese Fragen in der Wirtschaftswissenschaft oder der Bewertungspraxis in absehbarer Zeit derart überzeugend geklärt werden, dass sämtliche Kontroversen beseitigt sind.

Vor diesem Hintergrund und zwecks Vereinheitlichung der Bewertungspraxis gibt der FAUB seit Dezember 2004 Empfehlungen zur Höhe der bei Unternehmensbewertungen anzusetzenden Marktrisikoprämie vor und nach persönlichen Steuern ab. Die Empfehlungen des FAUB zur Höhe der Marktrisikoprämie werden – wie auch die des IDW insgesamt – von Wirtschaftsprüfern in der Bewertungspraxis und von den durch sie geprüften Unternehmen in der Rechnungslegung regelmäßig beachtet. Da die Interessenlage von Mehrheitsaktionären bei Fragen der Rechnungslegung tendenziell eine andere ist als bei Fragen der Kompensation von ausscheidenden Minderheitsaktionären, ist nach unserer Auffassung davon auszugehen, dass die Empfehlungen des FAUB die unterschiedlichen Zwecksetzungen bereits berücksichtigt haben und grundsätzlich ausgewogen sind.

Die jüngere obergerichtliche Rechtsprechung hält es unter Hinweis darauf, dass der FAUB ein sachverständiges Gremium der mit Unternehmensbewertung befassten Wirtschaftsprüfer sei, ebenfalls für angemessen, den Empfehlungen des FAUB zu folgen. Es sei insbesondere nicht ersichtlich, dass ein Abweichen von diesen Empfehlungen zu „richtigeren“ Unternehmenswerten führe.¹⁶⁹

Die im Zeitablauf¹⁷⁰ vom FAUB ausgesprochenen Empfehlungen zur Höhe der Marktrisikoprämie (vor und nach persönlichen Steuern) lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Marktrisikoprämie Empfehlungen des FAUB	Datum der Empfehlung	Vor persönlichen Steuern			Nach persönlichen Steuern		
		Bandbreite		Mittelwert	Bandbreite		Mittelwert
Halbeinkünfteverfahren	10.12.2004	4,00%	5,00%	4,50%	5,00%	6,00%	5,50%
Abgeltungssteuer	29.11.2007	4,50%	5,50%	5,00%	4,00%	5,00%	4,50%
Niedrigzinsumfeld	19.09.2012	5,50%	7,00%	6,25%	5,00%	6,00%	5,50%
Nullzinsumfeld	22.10.2019	6,00%	8,00%	7,00%	5,00%	6,50%	5,75%

Quelle: Eigene Darstellung

¹⁶⁹ Vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. Januar 2017, Az. 21 W 75/15, juris Rz. 108, und im Ergebnis z.B. auch OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6. April 2017, Az. I-26 W 10/15, ZIP 2017, S. 1157 ff.

¹⁷⁰ Unter Vernachlässigung der Empfehlungen, die jeweils für eine Übergangsphase gegeben worden sind.



Die Empfehlung des FAUB vom 10. Dezember 2004¹⁷¹ stützte sich v.a. auf die Beobachtung historischer Marktdaten, beinhaltete allerdings auch bereits die Adjustierung um einen Abschlag, der langfristig erwarteten Marktveränderungen Rechnung tragen sollte.

Mit der Empfehlung vom 29. November 2007¹⁷² hat der FAUB die Auswirkungen der mit der Einführung der Abgeltungssteuer einhergehenden erheblichen Veränderung der Besteuerung von Kapitaleinkünften in Deutschland auf die inländische Marktrisikoprämie modellhaft geschätzt. Da vor Einführung der Änderungen keine einschlägigen historischen Kapitalmarktdaten verfügbar sein konnten, hat er sich partiell weiter davon entfernt, zur Messung der Marktrisikoprämie allein auf historische Kapitalmarktdaten zurückzugreifen.

In seiner Empfehlung vom 19. September 2012¹⁷³ stellte der FAUB fest, dass die seinerzeitige Kapitalmarktsituation aufgrund einer im historischen Vergleich außerordentlich niedrigen Verzinsung langlaufender deutscher Staatsanleihen und im kurzen Laufzeitbereich sogar negativer Renditen nicht der Konstellation entsprach, wie sie im Durchschnitt für die Vergangenheit beobachtbar war. Gleichzeitig wären die langfristigen Trendentwicklungen, welche bis zu diesem Zeitpunkt bei der Prognose der Marktrisikoprämie angenommen worden waren, von anderen Einflussgrößen überlagert worden. Bei der Prognose der Marktrisikoprämie wären durch die Finanzmarktkrise veränderte Einflussparameter, insbesondere eine veränderte Risikotoleranz, zu berücksichtigen, so dass sich im Vergleich zu den Jahren zuvor eine höhere Marktrisikoprämie rechtfertigen lasse.

Nach Ansicht des FAUB legten Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen basierende ex-ante-Analysen zu sog. implizit ermittelten Marktrisikoprämien eine Orientierung am oberen Ende der Bandbreite historisch gemessener Aktienrenditen bzw. der daraus abgeleiteten Marktrisikoprämien nahe. Dies werde auch bestätigt, wenn man die ausgehend von der Betrachtung historischer Daten vorgenommenen Prognosen um Überlegungen zur Entwicklung realer Aktienrenditen ergänze.¹⁷⁴

Der FAUB hat am 19. September 2012 zudem beschlossen, die Einflussfaktoren zur Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes weiterhin regelmäßig in seinen Sitzungen zu analysieren und bei Veränderungen die Empfehlung entsprechend zu aktualisieren. Er überprüft seither auf jeder Sitzung, ob sich die Situation an den Kapitalmärkten, die zu einer Erhöhung der Bandbreite seiner Empfehlung geführt hatte, zwischenzeitlich geändert hat.

Angesichts der von ihm als „einmalig“ bezeichneten Situation, dass die wie vorstehend beschrieben¹⁷⁵ ermittelte Zinsstrukturkurve zum Zeitpunkt der letzten veröffentlichten Erörterung der Kapitalkostenemp-

¹⁷¹ Vgl. AKU, Eckdaten zur Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes im Rahmen Unternehmensbewertung, in: IDW-FN 2005, S. 7071.

¹⁷² Vgl. Ergebnisbericht-Online über die 95. Sitzung des FAUB am 29. November 2007, <https://www.idw.de/blob/41084/2953225b8794b951b3342babf0cb9429/ergebnisbericht-095-sitzung-faub-data.pdf>, zuletzt abgerufen am 10. August 2020.

¹⁷³ Vgl. Hinweise des FAUB zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung, IDW-FN 2012 S. 568.

¹⁷⁴ Die der Empfehlung des FAUB zugrundeliegenden Analysen und weiteren Überlegungen sind in folgenden Fachbeiträgen, die der Empfehlung unmittelbar vorausgegangen oder ihr nachgefolgt sind, näher dargelegt: Zeidler/Tschöpel/Bertram, CFB 5/2012, S. 70 ff.; Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen, WPg 2013, S. 948 ff.; Bertram/Castedello/Tschöpel, CF 2015, S. 468 ff.

¹⁷⁵ Vgl. Abschnitt C.IV.5.a), S. 62 ff.

fehlungen (25. Oktober 2019) über nahezu die gesamte Laufzeit von 30 Jahren im negativen Bereich verlief und der sich daraus ergebende einheitliche Basiszinssatz erstmals faktisch null Prozent betrug und drohte, in absehbarer Zeit negativ zu werden, hat der FAUB eine erneute Anpassung der Empfehlung zur Höhe der Marktrisikoprämie gegeben.¹⁷⁶

Unter Verwendung der zuvor empfohlenen Bandbreite für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern (5,5 % bis 7,0 %) hätte die unverändert als sachgerecht angesehene Vorgehensweise bei der Ableitung des Basiszinssatzes mit einem Ergebnis von rd. null Prozent zur Folge, dass eine Gesamtrenditeerwartung für den Markt von 5,5 % bis 7,0 % Eingang in die Bewertungskalküle finden würde. Der FAUB hat anhand der bei seinem pluralistischen Ansatz herangezogenen Parameter¹⁷⁷ überprüft, ob dieses Ergebnis bei Einbeziehung der aktuellen Beobachtungen vertretbar ist.

Im Ergebnis hat er festgestellt, dass die Analysen zwar auf einen leichten Rückgang der Gesamtrendite – insbesondere im kürzeren Zeitraum seit 2012/13 – hinwiesen. Dieser stünde jedoch in keinem Verhältnis zu dem Rückgang der Renditen deutscher Staatsanleihen. Die Gesamtrendite liege bei vorsichtiger Gesamtwürdigung aller Analysen nominal eher in einer Bandbreite von 7 % bis 9 %, was auch durch aktuelle Untersuchungen der Deutschen Bundesbank gestützt werde.

Auf dieser Grundlage hat er seine Empfehlung zur Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,0 % bis 8,0 % angehoben. Er habe sich damit tendenziell am unteren Rand beobachtbarer Gesamtrenditen orientiert und damit der Möglichkeit Rechnung getragen, dass diese im Zeitverlauf weiter leicht nachgeben könnten. Aus einer Überleitung in eine Welt nach persönlichen Steuern ergab sich eine entsprechende leichte Anpassung der Empfehlung für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern auf eine Bandbreite von nunmehr 5,0 % bis 6,5 %.

In der Folge der zuvor gegebenen Empfehlung (19. September 2012) ist mehrfach kritisiert worden, dass diese nicht ausreichend begründet sei. Insbesondere wird kritisiert, dass der FAUB für die Ableitung der Marktrisikoprämie keine konkrete Quelle benennt bzw. kein eindeutiges, rechnerisch nachvollziehbares Verfahren für seine Empfehlung vorgelegt hat.¹⁷⁸

In einer jüngeren Veröffentlichung¹⁷⁹ begegnen die Autoren, u.a. der Vorsitzende und zwei weitere Mitglieder des FAUB, dieser Kritik, indem sie die der Empfehlung des FAUB zur Marktrisikoprämie zugrunde liegenden Analysen und Berechnungen – wie nachfolgend dargestellt – offenlegen und erläutern:

Den Ausführungen im Beitrag von Castedello et al. vorangestellt ist eine ausführliche Begründung dafür, warum die bei Ableitung der Empfehlung beobachtete Kapitalmarktsituation als besonders im Hinblick auf die Einschätzung der Parameter des Kapitalisierungszinssatzes für Zwecke einer Unternehmensbewertung zu bezeichnen war und warum dies auch weiterhin gilt.

¹⁷⁶ Vgl. Ergebnisbericht-Online über die 136. Sitzung des FAUB am 22. Oktober 2019, <https://www.idw.de/blob/120160/4e4a03c61aff8d8331d8920ca5b00c3c/ergebnisbericht-136-sitzung-faub-data.pdf>, zuletzt abgerufen am 10. August 2020.

¹⁷⁷ Historisch gemessene Aktienrenditen, langfristige reale Aktienrenditen und unter Verwendung von ex-ante-Analysen ermittelte implizite Kapitalkosten.

¹⁷⁸ Vgl. z.B. Rowoldt/Pillen, CF 2015, S. 115 ff.

¹⁷⁹ Vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPg 2018, S. 806 ff.

Bei einem aus den jeweils aktuellen Marktverhältnissen zukunftsgerichtet abgeleiteten risikolosen Basiszinssatz würde die im historischen Vergleich ungewöhnlich niedrige Rendite festverzinslicher Bundeswertpapiere¹⁸⁰ bei einer unveränderten Übernahme der früheren und vorrangig auf einer langfristigen historischen Betrachtung¹⁸¹ beruhenden quantitativen Empfehlung des FAUB zur Marktrisikoprämie rechnerisch zu Gesamttrenditeerwartungen führen, die nicht zu den empirisch am Kapitalmarkt beobachtbaren Verhältnissen passen.

Die Gesamttrendite ist – anders als die Marktrisikoprämie – am Kapitalmarkt beobachtbar. Allerdings gibt es kein Anlageinstrument, aus dem sich analog zu Staatsanleihen eine unmittelbare Schätzung der Gesamttrendite ableiten ließe. Für die deshalb erforderliche indirekte Schätzung stehen mehrere konzeptionelle Ansätze zur Verfügung. Da jeder dieser Ansätze Stärken und Schwächen hat und keiner den anderen überlegen ist, folgt der FAUB einem pluralistischen Ansatz, um eine möglichst breite Perspektive einzunehmen. Dementsprechend kann aber auch keine einzig gültige Quelle oder alleingültiger Algorithmus vorgelegt werden.

Nach der Auffassung des FAUB zeigen die Ergebnisse aus drei unterschiedlichen methodischen Überlegungen an, dass die Gesamttrendite nicht in dem Ausmaß gesunken ist, wie sie der Rückgang des Basiszinssatzes bei einem Ansatz der Marktrisikoprämie in unveränderter Höhe indizieren würde. Die Gesamtschau der Betrachtungen spreche vielmehr dafür, dass derzeit von einer – verglichen mit früheren Durchschnittsbetrachtungen – höheren Marktrisikoprämie auszugehen ist.

Die Autoren des genannten Beitrags bezeichnen die Ergebnisse der folgenden drei methodischen Überlegungen als Indikatoren für eine erhöhte Marktrisikoprämie:

- Ex-post-Analysen historischer Realrenditen sowie ex-post aus durchschnittlichen realen Aktienrenditen ermittelte Marktrisikoprämien
- Ex-ante-Analyse impliziter Kapitalkosten
- CAPM ohne risikofreie Kreditaufnahme

Die ex-post-Analysen historischer Realrenditen zeigen an, dass der sog. historische Ansatz, nach dem die Marktrisikoprämie im Zeitablauf konstant ist, die Entwicklung der Markttrenditen ab 2012 nicht mehr erklären kann. Dies spricht dafür, dass der sog. Total-Market-Return-Ansatz, nach dem die Gesamttrendite langfristig konstant ist bzw. sich kurz- bis mittelfristig innerhalb eines Korridors bewegt, zumindest für die besondere aktuelle und schon längere Zeit anhaltende Kapitalmarktsituation einen überlegenen Erklärungsansatz liefern könnte. Auch bei einer Regression der realen Markttrendite über Anlagezeiträume von 30 Jahren finden sich keine Hinweise auf eine im Zeitverlauf langfristig gesunkene Realrendite. Demzufolge ist im Umkehrschluss davon auszugehen, dass die Marktrisikoprämie bei gegebenen niedrigen Basiszinssätzen gestiegen ist. Aus realen Aktienrenditen über einen längeren Anlagezeitraum lässt sich mit dem Total-Market-Return-Ansatz retrograd eine erwartete Marktrisikoprämie von gut 7 % (geometrisches Mittel) bzw. rd. 10 % (arithmetisches Mittel) ableiten.

¹⁸⁰ Erklärbar durch die Kombination aus einer Staatsschuldenkrise, einer entsprechenden Flucht in die vermeintlich sicheren Anlagen und einer beispiellosen Politik des lockeren Geldes zur Bewältigung der Staatsschuldenkrise.

¹⁸¹ In der die aktuelle Kapitalmarktsituation stark unterrepräsentiert ist.

Die ex-ante-Analyse weise gegenüber der ex-post-Analyse den Vorteil auf, dass sie – ebenso wie der Basiszinssatz – auf aktuellen Kapitalmarktdaten basiert. Zudem sei die Vorgehensweise, über diesen Erklärungsansatz die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens als Nenner der Bewertungsgleichung zu bestimmen, in hohem Maße kompatibel zu der Bestimmung und Plausibilisierung des Zählers der Bewertungsgleichung. Demzufolge empfehle das Pendant des FAUB in Österreich seit Oktober 2017¹⁸² zur Bestimmung der Marktrisikoprämie, ausschließlich die Methode der impliziten Kapitalkostenmessung anzuwenden. Unabhängig von den im Einzelnen gewählten Ansätzen zur Bestimmung impliziter Kapitalkosten kämen die vorliegenden Studien insgesamt zu dem Ergebnis, dass die impliziten Marktrisikoprämien seit 2010 nachhaltig gestiegen sind.

Eine Modifikation des CAPM, bei dem die unrealistische Annahme, dass sich Marktteilnehmer zum risikofreien Zinssatz verschulden können, aufgegeben wird, indiziere ebenfalls, dass die geforderte Aktienrendite aufgrund der gestiegenen Risikoaversion, die sich in der Differenz zwischen risikofreiem und Interbankenzins zeigt, derzeit zwischen 0,5 % und 1,0 % über der Aktienrendite liegen dürfte, die sich bei traditioneller Ableitung aus Staatsanleiherendite zuzüglich durchschnittlicher historischer Marktrisikoprämie ergibt.

Die Umrechnung der vorstehend im Einzelnen begründeten und aus Beobachtungen gewonnenen Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern in eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern hängt aufgrund von Steuerstundungseffekten aus Kursgewinnen von den Annahmen zur Haltedauer, zur Ausschüttungsquote des Markts, zur Besteuerung von Kursgewinnen im Detailplanungszeitraum und dem Verhältnis von Marktrendite und Basiszinssatz ab.

Im aktuell geltenden Abgeltungssteuersystem in Deutschland lässt sich aus der Bandbreite der Empfehlung des FAUB für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern eine um 0,5 bis 1,5 Prozentpunkte geringere Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern ableiten.

Im Idealfall entspricht eine auf Viertel-Prozentpunkte gerundete Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern einer ebenfalls auf Viertel-Prozentpunkte gerundeten geringeren Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern. Erforderliche Rundungen bei der Umrechnung der im jeweiligen Fall nicht vom Bewertungsgutachter vorgegebenen Größe¹⁸³ sind hinzunehmen, sofern die Überführung der einen in die andere Größe zu plausiblen Ergebnissen führt.

Der Mittelwert der vorstehend im Einzelnen anhand eines aktuellen Fachbeitrags gewürdigten Empfehlung des FAUB vom 19. September 2012 zur Bandbreite für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern (5,5 %) wird auch von der Rechtsprechung überwiegend bestätigt.¹⁸⁴ Zu Bewertungsfällen, bei denen die Bewertungsgutachten nach der jüngsten Anpassung der Empfehlung des FAUB zur Höhe der

¹⁸² Vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPg 2018, S. 820; KFS/BW 1 E7, Rz. 4.

¹⁸³ Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern oder Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern.

¹⁸⁴ Vgl. z.B. für die obergerichtliche Rechtsprechung: OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018, Az. 26 W 4/16 [AktE], https://www.justiz.nrw.de/nrwe/olgs/duesseldorf/j2018/26_W_4_16_AktE_Beschluss_20180430.html, zuletzt abgerufen am 10. August 2020; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 26. Januar 2017, Az. 21 W 75/15, DB 2017, S. 713, und vom 29. Januar 2016, Az. 21 W 70/15, BeckRS 2016, 4317, Rz. 65; OLG Hamburg, Beschluss vom 30. Juni 2016, Az. 13 W 75/14, und vom 18. September 2015, 13 w 44/14 (beide nicht veröffentlicht).



Marktrisikoprämie (22. Oktober 2019, Mittelwert 5,75 %) fertiggestellt worden sind, ist noch keine Rechtsprechung ergangen.

Der Bewertungsgutachter hält auf der Grundlage seiner im Bewertungsgutachten dargestellten Analysen den Ansatz einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. mindestens 8,0 % und einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 6,5 % und damit den jeweiligen oberen Rand der derzeit vom FAUB für die Marktrisikoprämie vor bzw. nach persönlichen Steuern empfohlenen Bandbreite für sachgerecht. Unter Verweis auf die Rechtsprechung hat er im Rahmen seiner Bandbreitenbetrachtung im vorliegenden Bewertungsfall zusätzlich Wertermittlungen angestellt, bei denen der Mittelwert der derzeit vom FAUB für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern (7,0 %) und nach persönlichen Steuern (5,75 %) empfohlenen Bandbreite berücksichtigt ist.

Wir haben die dargestellten Überlegungen des FAUB und die Ausführungen des Bewertungsgutachters einer kritischen Würdigung unterzogen. In diesem Zusammenhang haben wir auch die in der jüngeren Vergangenheit geäußerten Gegenmeinungen zu den vom FAUB angeführten Beobachtungen und Schlussfolgerungen gewürdigt.

In der obergerichtlichen Rechtsprechung ist der Ansatz einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,5 % als Mittelwert der von September 2012 bis Oktober 2019 seitens des FAUB empfohlenen Bandbreite vom OLG München – abweichend von der weit überwiegenden Rechtsprechung der anderen Obergerichte – bislang nicht akzeptiert worden.

In einem kürzlich ergangenen Beschluss¹⁸⁵ hat das OLG München eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,5 % für einen Bewertungsstichtag im Jahr 2016 akzeptiert. Ausschlaggebend für eine Abkehr von der zuvor gefestigten Rechtsprechung war die Tatsache, dass der Basiszinssatz zum Bewertungsstichtag in dem entschiedenen Fall auf 1,25 % (vor persönlichen Steuern) gesunken war. In seiner ausführlichen Begründung greift der erkennende Senat ausführlich die vorstehend dargestellte Argumentation des FAUB auf und führt auch den zuvor im Einzelnen wiedergegebenen Artikel, der die Empfehlung des FAUB erläutert,¹⁸⁶ an.

Es ist nach unseren Feststellungen zutreffend, dass der vom OLG München in seiner bisherigen Rechtsprechung nicht vorbehaltlos akzeptierte Total-Market-Return-Ansatz nicht unumstritten ist. In einem jüngeren Fachbeitrag kommen die Autoren zu der Schlussfolgerung, dass die von ihnen erhobenen Daten zu impliziten Markttrenditen für den Zeitraum 1. Januar 2008 bis 31. Dezember 2018 die These einer konstanten Markttrendite nicht stützten, sondern eher auf eine stabile Marktrisikoprämie geschlossen werden könne.¹⁸⁷ Schließlich sei mit dem stufenweisen Rückgang des Basiszinssatzes auch ein Rückgang der impliziten Markttrenditen in Deutschland zu beobachten.

Dieses Ergebnis deckt sich allerdings insoweit mit den Schlussfolgerungen des FAUB, als dieser im Ergebnis seiner Analysen einen leichten Rückgang der Gesamttrendite festgestellt hat. Zudem zeigen die

¹⁸⁵ Vgl. OLG München, Beschluss vom 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, <https://www.juris.de/jportal/prev/KORE216482020>; zuletzt abgerufen am 10. August 2020.

¹⁸⁶ Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, a.a.O.

¹⁸⁷ Vgl. Beumer/Jürgens, BewertungsPraktiker 2019, S. 71 ff.

von den Autoren dieses Beitrags abgeleiteten Regressionsgeraden nach unserer Auffassung auch deutlich auf, dass der Rückgang der Gesamttrenditeerwartung geringer ist als der Rückgang der im historischen Vergleich ungewöhnlich und inzwischen einmalig geringen Rendite festverzinslicher Bundeswertpapiere, die mit einer Kombination aus Staatsschuldenkrise, der entsprechenden Flucht in die verbleibenden sicheren Anlagen und einer beispiellosen Politik des lockeren Geldes zur Bewältigung der Staatsschuldenkrise erklärbar ist.

Die in diesem Beitrag angeführten verschiedenen Studienergebnisse beziffern im Übrigen die Höhe der impliziten Marktrisikoprämie (vor persönlichen Steuern) für das vierte Quartal 2018 mit 7,8 % bis 9,0 %. Im Verlauf des Jahres 2019 und zu Beginn des Jahres 2020 hat sich die Gesamttrenditeerwartung im Vergleich zu 2018 nur marginal verändert,¹⁸⁸ während der Basiszinssatz um rd. einen Prozentpunkt auf derzeit 0,0 % gefallen ist. Diese Entwicklung impliziert nach unserer Auffassung einen Anstieg der Marktrisikoprämie um einen Prozentpunkt. Demzufolge ist es nachvollziehbar, dass der FAUB den oberen Rand seiner Empfehlung zur Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von zuvor 7,0 % um einen Prozentpunkt auf 8,0 % erhöht hat.

Das OLG München hielt es im Übrigen in seiner bisherigen Rechtsprechung für erforderlich, dass der Total-Market-Return-Ansatz empirisch belegt wird. Für eine Ableitung aus historischen Beobachtungen hat Wollny diesbezüglich den Versuch unternommen, aus einer Fortschreibung der Daten von Stehle (für den Erhebungszeitraum 1955 bis 2003), die der erstmaligen Empfehlung des IDW zur Höhe der Marktrisikoprämie zugrunde gelegen haben, Schlussfolgerungen zur weiteren Entwicklung der Marktrisikoprämie zu ziehen. Als Ergebnis seiner Erhebungen erhöht sich die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern durch eine Verlängerung des Beobachtungszeitraums bis zum Jahr 2013 nur um 0,30 % auf 6,03 %. Auf dieser Grundlage ergebe sich nach seiner Auffassung keine Notwendigkeit einer Anhebung, weshalb er in der Praxis an der bisherigen Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern) von 4,5 % festhalte.¹⁸⁹

Gegen die Vorgehensweise und die Schlussfolgerungen von Wollny sind nach unserer Auffassung die folgenden Einwendungen zu erheben:

- Schlussfolgerung einer unveränderten Marktrisikoprämie nicht mit einem kurzen Zeitraum (2004 bis 2013) belegbar
- Ergebnisse für diesen Zeitraum (7,47 %) aber zumindest eine Erhöhung der Marktrisikoprämie gegenüber dem zuvor ermittelten langen Zeitraum von 1955 bis 2003 (5,73 %) anzeigend
- Zeitraum generell nicht aktuell und somit nicht den erheblichen weiteren Rückgang des risikolosen Zinssatzes beinhaltend
- Konzeptionelle Schwächen für eine Verwendung bei der Unternehmensbewertung infolge Ableitung des risikolosen Zinssatzes mit Hilfe des REXP, der als sog. Performance-Index für 2004 bis 2013 zu kurswertsteigerungsbedingten Verzerrungen führt¹⁹⁰

¹⁸⁸ Die implizite Markttrendite ist infolge der Verwerfungen an den Aktienmärkten aufgrund der noch nicht absehbaren wirtschaftlichen Folgen der COVID-19-Pandemie inzwischen deutlich gestiegen. Berücksichtigt man allerdings, dass die aktuellen Analystenschätzungen die zu erwartenden krisenbedingten Minderungen der Unternehmensergebnisse noch nicht vollumfänglich beinhalten, ist nach unserer Auffassung davon auszugehen, dass die implizite Markttrendite wieder auf das vor der COVID-19-Pandemie beobachtete Niveau fallen wird.

¹⁸⁹ Vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Auflage 2018, S. 579 ff.

¹⁹⁰ Vgl. Popp, WPg 2019, S. 1222 ff. Der Autor attestiert auch den weiteren zwei dort genannten Studien konzeptionelle Schwächen für eine Verwendung bei der Unternehmensbewertung, insbesondere in der Ableitung des risikolosen Zinssatzes.

Der Beweis, dass die vom FAUB gegebenen jüngeren Empfehlungen zu Marktrisikoprämien führen, die unangemessen hoch sind, konnte unseres Erachtens nach mit den dargestellten Einwendungen nicht geführt werden. Allerdings wird ein eindeutiger Beweis, dass die vom FAUB gegebenen Empfehlungen zur Marktrisikoprämie angemessen sind, derzeit ebenso wenig geführt werden können, da die dargestellten Zusammenhänge in der Wissenschaft weiterhin diskutiert werden.

Nach unserer Auffassung ist deshalb gerade im aktuellen Marktumfeld, das von zunehmender mikro- und makroökonomischer Unsicherheit und disruptiven Entwicklungen geprägt ist, eine Beschränkung der Analysen auf einzelne Überlegungen oder Modellansätze wie z.B. allein historische Marktrisikoprämien nicht zielführend. Der pluralistische Ansatz des FAUB ist in der Gesamtschau nach unserer Auffassung wesentlich besser geeignet, eine ausgewogene Empfehlung zu begründen.

Im vorliegenden Bewertungsfall entspricht die festgelegte Barabfindung einem Unternehmenswert, der sich auf Grundlage einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,75 % in damit in der Mitte der derzeit vom FAUB empfohlenen Bandbreite berechnet. Das entspricht bei einer Ausschüttungsquote von 40 % einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 7,05 % und somit gerundet ebenfalls dem Mittelwert der vom FAUB für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern empfohlenen Bandbreite.

Unter Hinweis auf die vorstehend ausführlich dargestellten Auffassungen zur Höhe der Marktrisikoprämie sind gegen den Ansatz des Mittelwerts (5,75 %) der für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern vom FAUB empfohlenen Bandbreite (5,0 % bis 6,5 %) im vorliegenden Bewertungsfall keine Einwendungen zu erheben.

Prüfungsergebnis

Aus den dargelegten Gründen sind gegen den Ansatz einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,75 % – in der Mitte der vom FAUB empfohlenen Bandbreite – keine Einwendungen zu erheben.

bc) Betafaktor

bca) Methodische und praktische Anwendungsfragen

Die für ein Gesamtmarktportfolio geschätzte Risikoprämie (Marktrisikoprämie) ist 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.

Die aus Kapitalmarktdaten abgeleiteten Betafaktoren umfassen sowohl die operativen Risiken als auch die Finanzierungsrisiken eines Bewertungsobjekts. Gängige Praxis ist es, zunächst einen unverschuldeten Betafaktor zu ermitteln, der ausschließlich die operativen Risiken eines Unternehmens abbildet. Der Einfluss der Finanzierung auf die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse wird dann über das sog. Relevering berücksichtigt.

Bei der konkreten Ermittlung eines Betafaktors stellen sich eine Vielzahl von methodischen bzw. praktischen Anwendungsfragen. In der Bewertungspraxis haben sich zu einigen dieser Fragen Standards durchgesetzt, bei denen sich die verbleibende Auswahl auf wenige sinnvolle Vorgehensweisen, im Idealfall auf eine präferierte Vorgehensweise verdichtet. Gleichwohl lässt sich keine verbindliche Standardvorgehensweise definieren, da die Anzahl der Freiheitsgrade trotz dieser Standards groß bleibt.

Auch wenn nach diesem Zwischenergebnis Raum für Ermessensspielräume bleibt, ist dies nach unserer Auffassung zu begrüßen. So erhält der Bewertungsgutachter die Möglichkeit, die Vorgehensweise zur Ermittlung des Betafaktors nach sachgerechtem Ermessen zu variieren und an den konkreten Bewertungsfall anzupassen, so dass dem Äquivalenzprinzip adäquat Rechnung getragen wird. Die bestehenden Freiheitsgrade dürfen hingegen nicht einseitig ausgeübt werden. Demzufolge sind die Auswirkungen bei der Auswahl einzelner Parameter zu hinterfragen bzw. die Anwendung unterschiedlicher Kombinationen zu berechnen, um sich einen Überblick über die Bandbreite denkbarer Ergebnisse zu verschaffen. Zudem empfiehlt es sich, die letztlich gewählte Vorgehensweise hinreichend genau zu beschreiben.

Die wesentlichen methodischen bzw. praktischen Anwendungsfragen und denkbare bzw. übliche Lösungen lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Fundamentale, zukunfts- oder vergangenheitsorientierte Ableitung
- Referenzindex national, überregional oder global als Performance- oder Kursindex
- Beobachtungszeitraum fünf Jahre, drei Jahre, zwei Jahre oder ein Jahr, Kombination mehrerer Jahreszeiträume
- Renditeintervall monatlich, wöchentlich oder täglich
- Verzerrungsfreie Aktienkursbildung, gemessen an der Liquidität der Aktie
- Filterung anhand statistischer Kriterien wie Bestimmtheitsmaß und t-Test
- Prognose künftiger Betafaktoren durch Fortschreibung historischer raw Betafaktoren oder Anpassung durch pauschalisierte Anpassungsverfahren oder freie gutachtliche Anpassung
- Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos (Unlevering/Relevering) für eine autonome oder wertorientierte Finanzierungspolitik (Risiko des Tax Shield) und ausfallbedrohte oder nicht ausfallbedrohte Forderungen der Fremdkapitalgeber (Debt Beta)

- Bestandteile und Marktwert der Netto-Finanzverbindlichkeiten beim Unlevering/Relevering
- Betafaktor des Bewertungsobjekts oder einer Gruppe von Vergleichsunternehmen („Peer Group“)
- Qualitative und quantitative Kriterien zur Auswahl möglicher Vergleichsunternehmen und Verdichtung in einer Peer Group

In der Bewertungspraxis dominiert die Ableitung von Betafaktoren anhand historischer Kapitalmarktdaten. Diese Vorgehensweise wird auch in der Literatur als sachgerecht angesehen.¹⁹¹

Der Bewertungsgutachter hat die Betafaktoren demzufolge vergangenheitsorientiert erhoben.

Da ein umfassendes, perfektes Marktportfolio aus sämtlichen weltweit existierenden riskanten, mit ihren Marktwerten gewichteten Vermögenswerten nicht existiert bzw. nicht konstruierbar ist, verwendet die Bewertungspraxis nationale oder internationale Aktienindizes als Näherung des idealen Marktportfolios. Eine generelle Aussage über die Wahl des geeigneten Referenzindexes lässt sich nicht treffen.¹⁹² Der verwendete Index sollte ein Performance-Index sein.¹⁹³

Der Bewertungsgutachter hat seine Analysen auf der Grundlage marktbreiter lokaler Performance-Indizes (wie des „CDAX“ für Deutschland) vorgenommen.

Wir haben alternativ Berechnungen anhand des weltweiten Indexes „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.

Die gängigsten Beobachtungszeiträume und Renditeintervalle sind fünf Jahre/monatlich, zwei Jahre/wöchentlich und ein Jahr/täglich.¹⁹⁴ Mit diesen Kombinationen wird eine ausreichende Anzahl von Datenpunkten erhoben, um zu statistisch signifikanten Aussagen gelangen zu können. Gegen eine tägliche Messung von Renditen ist allerdings einzuwenden, dass diese tendenziell ungünstigere empirische Eigenschaften aufweist und die sich auf ihrer Grundlage ergebenden Betafaktoren stärker schwanken als bei der Messung in längerfristigen Intervallen.¹⁹⁵ Dementsprechend sind nach unseren Beobachtungen die Kombinationen fünf Jahre/monatlich und zwei Jahre/wöchentlich die in der Bewertungspraxis mit Abstand am häufigsten erhobenen Beobachtungszeiträume/Renditeintervalle.

Der Bewertungsgutachter hat die Betafaktoren für diese beiden Kombinationen erhoben, um eine möglichst breite Perspektive einzunehmen. Er macht sich insoweit die jeweiligen Vorteile der beiden Methoden zunutze.

Der Bewertungsgutachter hat die Aussagekraft der erhobenen Betafaktoren primär anhand des Bestimmtheitsmaßes untersucht. Nach unserer Auffassung sind primär Liquiditätskriterien wie z.B. der sog.

¹⁹¹ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2012, S. 134.

¹⁹² Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 149 ff.

¹⁹³ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 156, 242 f.

¹⁹⁴ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 158.

¹⁹⁵ „Intervalling-Effekt“. Siehe dazu Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 162 ff., und die dort angegebene Literatur.

Bid-Ask-Spread als Indikator für die Aussagekraft erhobener Betafaktoren maßgeblich. Bei unseren eigenen Berechnungen haben wir die Kriterien deshalb teilweise anders gewählt.

In der Bewertungspraxis werden die historisch gemessenen Betafaktoren („raw Beta“) oftmals pauschal unter Verwendung des „adjusted Beta“ angepasst. Das adjusted Beta setzt sich zu einem Drittel aus dem Marktportfolio-Beta (definitionsgemäß = 1,0) und zu zwei Dritteln aus dem raw Beta zusammen. Dieser Vorgehensweise liegt ökonomisch der Gedanke zugrunde, dass sich das systematische Risiko von Unternehmen langfristig dem Marktdurchschnitt annähern dürfte. Die Frage, ob eine Fortschreibung historischer Betas oder eine Anpassung, z.B. unter Verwendung des adjusted Beta, das künftige Risiko besser abbilden kann, stellt sich v.a. dann, wenn durch die historische Entwicklung ein besonders hohes oder niedriges Risiko angezeigt wird.

Im vorliegenden Bewertungsfall hat der Bewertungsgutachter keine derartige Anpassung vorgenommen. Da er allerdings festgestellt hat, dass die beobachtbaren Unternehmens- und Marktrenditen infolge der COVID-19-Pandemie oftmals stark verzerrt sind, was sich insbesondere durch sehr hohe Renditesprünge äußere, hat er Untersuchungen dazu vorgenommen, wie sich die beobachteten Betafaktoren vor den ab dem 24. Februar 2020 beobachteten Verzerrungen darstellen.

Da eine Ableitung von Betafaktoren auf der Grundlage historisch beobachteter Werte vorgenommen wird, um die künftige Risikolage zu schätzen, halten wir es für sachgerecht, diese zusätzlichen Betrachtungen vorzunehmen, um feststellen zu können, ob beobachtete Entwicklungen ggf. verzerrt sein könnten und demzufolge nicht unreflektiert in die Zukunft übertragen werden können. Es ist allerdings sorgfältig zu analysieren, ob eventuelle Niveaushiftungen auf Verzerrungen zurückzuführen und demzufolge nicht in die Zukunft zu übertragen sind oder ob diese auf eine veränderte Risikosituation hindeuten.

Bei Bereinigung der verschuldeten („levered“) Betafaktoren um das Kapitalstrukturrisiko hat der Bewertungsgutachter eine wertorientierte („atmende“) Finanzierungspolitik unterstellt, was für kapitalmarktorientierte Unternehmen als plausibel anzunehmen ist.

Der Bewertungsgutachter hat das Ausfallrisiko von Forderungen der Fremdkapitalgeber i.R.d. Unlevering durch Verwendung eines Debt Beta berücksichtigt. Zu diesem Zweck hat er in Anlehnung an die von einem Rating-Anbieter für die Branche „Pharmaceutical Industry“ verwendete Methodologie ein synthetisches Rating indikativ ermittelt. Aus dem Unterschied zwischen dem sich so ergebenden Fremdkapitalzinssatz und der Marktrendite ergibt sich das Debt Beta für die Fremdkapitalgeber.

I.R.d. Unlevering hat er des Weiteren den Marktwert der Finanzverbindlichkeiten¹⁹⁶ durch deren Buchwerte approximiert. Eine Saldierung mit liquiden Mitteln war beim Relevering ebenso wenig vorzunehmen, da diese i.R.d. Finanzbedarfsrechnung über den gesamten Zeitraum der Planungsphase (2020 bis 2022) wie auch der Konvergenz- und Fortführungsphase (2023 bis 2025, 2026 ff.) auf einem betriebsnotwendigen Niveau gehalten worden sind.

¹⁹⁶ Die Netto-Finanzverbindlichkeiten entsprechen im vorliegenden Fall den Brutto-Finanzverbindlichkeiten, da der Bewertungsgutachter davon ausgegangen ist, dass sämtliche liquiden Mittel der Peers als betriebsnotwendig anzusehen sind. Das ist nicht zu beanstanden.

Die Anpassung an das Kapitalstrukturrisiko von STADA („Relevering“) hat der Bewertungsgutachter ebenfalls unter Verwendung der Formel für eine wertorientierte Finanzierungspolitik und mit Berücksichtigung des Debt Beta vorgenommen.

bcb) Auswahl einer Gruppe von Vergleichsunternehmen

Da die STADA-Aktien seit einiger Zeit nicht mehr im regulierten Markt einer Börse und auch nicht auf Veranlassung der Gesellschaft im Freiverkehr einer Börse gehandelt werden und da der Handel im Freiverkehr der Börse Hamburg von einer eingeschränkten Liquidität geprägt ist, lässt sich kein aussagekräftiger originärer Betafaktor ermitteln.

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

Da andere Unternehmen nicht in jeder Hinsicht mit dem Bewertungsobjekt 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.

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 beachtet, dass für die potentiellen Vergleichsunternehmen historische Handelsdaten in ausreichendem Umfang und ausreichender Qualität zur Verfügung stehen müssen.

Der Bewertungsgutachter ist bei der Ableitung der Peer Group mehrstufig vorgegangen und hat sich dabei insbesondere der Daten von S&P Global bedient. In einem ersten Schritt hat er eine „Long List“ von 68 börsennotierten potenziellen Vergleichsunternehmen ermittelt, die Umsätze überwiegend mit Generika und/oder Markenprodukten erzielen oder im breiter aufgestellten Segment Healthcare tätig sind und unter Umständen ebenfalls ein vergleichbares operatives Risikoprofil aufweisen.

In einem zweiten Schritt hat der Bewertungsgutachter die Long List auf Grundlage einer quantitativen und qualitativen Analyse in eine Short List überführt. Auf Grundlage der im Bewertungsgutachten beschriebenen Vorgehensweise hat der Bewertungsgutachter die elf verbleibenden und im Bewertungsgutachten beschriebenen Vergleichsunternehmen identifiziert, die nach seiner Auffassung am besten geeignet sind, das operative Risiko von STADA zu beziffern.

Im Rahmen unserer Prüfung konnten wir die Ableitung und stufenweise Eliminierung potenzieller Vergleichsunternehmen nachvollziehen. Zudem halten wir die gesetzten Auswahlkriterien für sachgerecht.

Als Ergebnis unserer eigenen Recherchen halten wir die Zusammensetzung der Peer Group für sachgerecht.

bcc) Betafaktor von STADA auf der Grundlage von Vergleichsunternehmen

Auf Grundlage der Datenpunkte bis zum 31. Juli 2020/21. Februar 2020¹⁹⁷ ergeben sich aus den vom Bewertungsgutachter durchgeführten und im Bewertungsgutachten dargestellten vier Berechnungsmethoden verschuldete Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,42 bis 3,42 (Einzelwerte) und 1,26 bis 1,50 (Mittelwerte) bzw. 0,98 bis 1,44 (Mediane).

Angesichts der z.T. hohen Verschuldung der Vergleichsunternehmen liegen die unverschuldeten Betafaktoren teilweise deutlich unterhalb der verschuldeten Betafaktoren. Die unverschuldeten Betafaktoren spannen eine Bandbreite von 0,39 bis 1,71 (Einzelwerte) und 0,82 bis 1,05 (Mittelwerte) bzw. 0,83 bis 1,10 (Mediane) auf.

Der sich im Durchschnitt der für die einzelnen Berechnungen ermittelten Mittelwerte und Mediane ergebende Wert von 0,92 (zwei Jahre/wöchentlich) bzw. 1,02 (fünf Jahre/monatlich) beträgt 0,97. Im Ergebnis hält der Bewertungsgutachter den Ansatz eines unverschuldeten Betafaktors von 0,9 für Zwecke der Bewertung von STADA für sachgerecht und angemessen.

Im Rahmen unserer Prüfung konnten wir die Datenerhebungen und Berechnungen des Bewertungsgutachters nachvollziehen. Unsere eigenen zur weiteren Plausibilisierung durchgeführten Berechnungen kommen zu dem Ergebnis, dass der Ansatz eines unverschuldeten Betafaktors i.H.v. 0,9 für die Bewertung von STADA als angemessen anzusehen ist.

Der Bewertungsgutachter hat den ermittelten unverschuldeten Betafaktor für die Ermittlung des Risikozuschlags bei der Bewertung von STADA an die erwartete künftige Kapitalstruktur der Gesellschaft angepasst. Es ergibt sich ein verschuldeter Betafaktor von 1,00 bis 1,08 (Planungs- und Konvergenzphase). Nachhaltig ist ein verschuldeter Betafaktor von 1,00 angesetzt.

Die Umrechnung des unverschuldeten Betafaktors von 0,9 in verschuldete Betafaktoren auf der Grundlage der dargestellten Vorgehensweise ist methodisch angemessen und rechnerisch zutreffend vorgenommen worden.

Prüfungsergebnis

Unter Würdigung des Geschäftsmodells von STADA halten wir den für die Bewertung von STADA gewählten Betafaktor für sachgerecht.

¹⁹⁷ Aktuelle Erhebung und Erhebung, die mutmaßlich noch nicht durch Effekte aus der COVID-19-Pandemie beeinflusst ist.

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 Detailplanungs- und der Konvergenzphase sind die Wachstumspotenziale in der Unternehmensplanung bzw. deren Fortführung und somit in den finanziellen Überschüssen enthalten, da deren einzelne 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 des Bewertungsobjekts 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 im Bewertungsmodell bereits durch die unmittelbare Zurechnung des Wertbeitrags aus Wertsteigerungen berücksichtigt.

Darüberhinausgehende Wachstumspotenziale – z.B. temporär begrenzte zusätzliche Wachstumseffekte, die auf zeitlich begrenzt erzielbaren Überrenditen aufgrund besonderer Markt- und Branchenbedingungen oder spezieller Unternehmensmerkmale beruhen, sowie 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 STADA tätig ist, sowie vor dem Hintergrund des Wettbewerbsdrucks in beiden Segmenten, der Preiserosion im Segment Generika und eines durch die Kaufkraft der Zielgruppen begrenzten Wachstums-



potenzials im Segment Markenprodukte hat der Bewertungsgutachter die Wachstumsrate mit 1,00 % (vor persönlichen Steuern) geschätzt und i.R.d. Ermittlung der nachhaltigen Umsatzerlöse und des nachhaltigen Ergebnisses ein Wachstum von 1,00 % angesetzt.

I.R.d. Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes für die Diskontierung der Netto-Einnahmen in der Phase der ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter einen Wachstumsabschlag (nach persönlichen Steuern) von 0,87 % verwendet.

Für eine Beurteilung des angesetzten Brutto-Wachstumsabschlags (1,00 %) ist aus unserer Sicht zunächst darauf hinzuweisen, dass STADA langfristig keine zusätzlichen Überrenditen erzielen wird, die temporär begrenzte zusätzliche Wachstumseffekte nach Anschluss an die Planungs- und Konvergenzphase zur Folge haben könnten. Demzufolge drückt der Wachstumsabschlag im Wesentlichen nur das unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstum aus.

Mit dem Wachstumsabschlag werden – im Wesentlichen preisbedingte – Veränderungen der Unternehmensergebnisse bzw. der Netto-Einnahmen ihrer Anteilseigner beziffert. Bezugnehmend auf die Begründungen des Bewertungsgutachters halten wir es für plausibel, dass die STADA mittel- und langfristig im Durchschnitt aufgrund eines sich fortlaufend verändernden Produktmixes ein Preiswachstum in einer Größenordnung von 1,00 % durchsetzen kann. Aus einem Wachstum der Umsatzerlöse von 1,00 % und dem Ansatz eines Wachstumsabschlags von ebenfalls 1,00 % ergibt sich implizit ein Wachstum der Aufwendungen von 1,00 %. Angesichts von Gehaltssteigerungen, die regelmäßig mindestens auf dem Niveau der allgemeinen Inflationsrate vereinbart werden, ist demzufolge anzunehmen, dass die Preise für die übrigen Produktionsfaktoren um weniger als 1,00 % steigen und/oder dass die Preissteigerungen teilweise durch Effizienzgewinne ausgeglichen werden können.

Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen halten wir die für die Bewertung von STADA angesetzte Wachstumsrate von 1,00 % (vor persönlichen Steuern) für sachgerecht.

Bei Überleitung der Ergebniswachstumsrate (brutto) auf den Wachstumsabschlag (netto) hat der Bewertungsgutachter einen Abzug für persönliche Steuern vorgenommen. Er trägt damit dem Umstand Rechnung, dass die inflationsbedingten Wertsteigerungen bei ihrer Realisierung als Kursgewinne der Besteuerung unterliegen. Ausgehend von der Annahme langer Haltedauern hat er beim Abzug der persönlichen Steuern den hälftigen Nominalsteuersatz¹⁹⁸ angesetzt. Das halten wir ebenfalls für sachgerecht.

Zusammenfassend halten wir den i.R.d. Bewertung von STADA angesetzten Wachstumsabschlag von 0,87 % (nach persönlichen Steuern) für sachgerecht.

Der Bewertungsgutachter verweist in seiner Begründung der angesetzten Wachstumsrate auch auf die erwarteten Inflationsraten in der Eurozone sowie in Großbritannien und Russland. Empirische Untersuchungen zeigen, dass unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumsraten in der Eurozone 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

¹⁹⁸ $26,375 \% * 50 \% = 13,1875 \%$.



sich – bei Veranschlagung des durchschnittlichen preisbedingten Wachstums mit rd. der Hälfte der Inflationsrate – ein thesaurierungsbereinigtes zukünftiges Wachstum von rd. 1,0 % ableiten. Somit liegt die angesetzte Wachstumsrate (brutto 1,00 %) im Bereich dieser Plausibilisierung.

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 finanzieren. Diese Investitionen erhöhen wiederum die zukünftigen Unternehmensgewinne. Das empirisch gemessene Gewinnwachstum umfasst daher sowohl inflations- als auch thesaurierungsbedingte Gewinnerhöhungen.

Beim Ertragswertverfahren setzen sich die zu diskontierenden Netto-Einnahmen der Anteilseigner 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 mit der unternehmensspezifischen Preissteigerung auf den Beschaffungs- und Absatzmärkten des zu bewertenden Unternehmens einhergehen.

Im vorliegenden Bewertungsfall entspricht der angesetzte Wachstumsabschlag von 0,87 % (nach persönlichen Steuern) nach dem von Tschöpel/Wiese/Willershausen¹⁹⁹ 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 von STADA von 4,5 %. Dieser Wert wäre für einen Vergleich mit dem durchschnittlichen Gewinnwachstum deutscher Unternehmen die geeignete Vergleichsgröße.

Der beschriebene Einfluss des thesaurierungsbedingten Wachstums wird in einem Beitrag,²⁰⁰ der deziert 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 1,00 % (brutto) auf dieser Grundlage als leicht überdurchschnittlich einzuordnen.

¹⁹⁹ Vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349 ff. und 405 ff.

²⁰⁰ 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 nach unserer Analyse von Entscheidungen von Obergerichten bis dato in einer Bandbreite von 0,0 % bis 2,1 % bewegen.

Nach einer aktuellen Studie²⁰¹ zur Analyse von 195 gesellschaftsrechtlich veranlassten Bewertungsgutachten mit Bewertungsstichtagen innerhalb eines Zeitraums von 2010 bis 2019 sank die durchschnittliche Wachstumsrate (brutto) des nachhaltigen Ergebnisses in den Jahren 2010 bis 2019 von 1,31 % auf 0,80 %. Der Median der Wachstumsraten sank von 1,25 % (2010) über 1,00 % (2011 bis 2015) auf 0,75 % (2016) und stieg zuletzt wieder auf 1,00 % (2017 bis 2019) an.

Prüfungsergebnis

Auf der Grundlage der dargestellten Überlegungen halten wir den angesetzten Wachstumsabschlag (nach persönlichen Steuern) von 0,87 % zusammenfassend für sachgerecht.

d) Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz

Zusammenfassend ergibt sich der Kapitalisierungszinssatz in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, wie folgt:

STADA Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes %	Plan			Konvergenzphase			TV
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 ff.
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Persönliche Einkommensteuer	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Basiszinssatz nach persönlichen Steuern	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Beta (verschuldet)	1,01	1,08	1,08	1,02	1,02	1,00	1,00
Risikozuschlag	5,80%	6,19%	6,07%	5,87%	5,84%	5,74%	5,74%
Eigenkapitalkosten vor Wachstumsabschlag	5,80%	6,19%	6,07%	5,87%	5,84%	5,74%	5,74%
Wachstumsabschlag							-0,87%
Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	5,80%	6,19%	6,07%	5,87%	5,84%	5,74%	4,87%

Quellen: Datengrundlage Bewertungsgutachter, S&P Global.

²⁰¹ Vgl. i-advice, Studie zur Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen, 6. Auflage 2010 bis 2019, <http://www.i-advice.de/de/wp-content/uploads/2020/03/I-ADVISE-Studie-zur-Bewertungspraxis-2019.pdf>, zuletzt abgerufen am: 10. August 2020.



6. Ableitung des Unternehmenswerts

a) Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens

Der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens von STADA zum 24. September 2020 in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, ermittelt sich wie folgt:

STADA Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen € Mio.	Plan			Konvergenzphase			TV
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 ff.
EBIT	447,0	542,9	585,5	617,0	646,0	652,5	659,0
Finanzergebnis	-77,2	-82,1	-71,6	-71,3	-52,0	-16,9	-17,0
EBT	369,7	460,7	513,9	545,7	594,0	635,6	641,9
Ertragsteuern	-77,0	-97,7	-107,4	-114,1	-124,2	-132,9	-134,2
Jahresüberschuss	292,8	363,0	406,5	431,6	469,8	502,7	507,8
+ Abschreibungen	208,0	214,1	217,2	216,6	214,6	216,7	218,9
-/+ Investitionen in das Anlagevermögen	-876,1	-212,4	-186,2	-239,9	-243,7	-246,1	-248,6
-/+ Veränderung des Nettoumlaufvermögens	-448,3	-27,8	-31,4	-19,1	-14,3	-9,2	-9,3
-/+ Veränderung der verzinslichen Verbindlichkeiten	823,7	-222,0	-266,4	-203,8	-426,4	10,9	11,0
Thesaurierung mit Verwendung	-292,8	-248,1	-266,8	-246,3	-469,8	-27,7	-28,0
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	0,0	114,9	139,6	185,3	0,0	475,0	479,7
Ausschüttung	0,0	114,9	139,6	185,3	0,0	475,0	203,1
Persönliche Steuern auf Ausschüttung	0,0	-30,3	-36,8	-48,9	0,0	-125,3	-53,6
Thesaurierung mit fiktiver Zurechnung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	276,6
Persönliche Steuern auf fiktive Zurechnung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-36,5
Netto-Einnahmen	0,0	84,6	102,8	136,5	0,0	349,7	389,7
Kapitalkosten	5,80%	6,19%	6,07%	5,87%	5,84%	5,74%	4,87%
Barwertfaktor	0,9452	0,94174	0,94281	0,94454	0,94478	0,94571	20,53086
Barwerte jeweils zum 31. Dezember	6.184,2	6.542,6	6.862,7	7.176,2	7.461,1	7.897,2	8.000,8
Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 31. Dezember 2019	6.184,2						
Aufzinsungsfaktor	1,0422						
Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 24. September 2020	6.445,4						

Quellen: Datengrundlage Bewertungsgutachter, eigene Darstellung.

b) Sonderwerte

Der Bewertungsgutachter hat Sachverhalte identifiziert, die als Sonderwert zu erfassen sind. Dabei handelt es sich zum einen um Wertbeiträge aus zwei Transaktionen, die erst kürzlich abgeschlossen worden bzw. inzwischen zumindest soweit konkretisiert sind, dass sie in der Bewertung zu berücksichtigen sind. Diese Transaktionen konnten bei Erstellung der Planungsrechnung nicht mehr angemessen verarbeitet werden.

Der Bewertungsgutachter hat für diese im Bewertungsgutachten beschriebenen Produkte bzw. Produktportfolios jeweils den Ertragswert ermittelt und den Unterschiedsbetrag zwischen Ertragswert und Kaufpreis (Akquisitionsmehrwert, Synergieeffekt) jeweils als Sonderwert angesetzt. Zur Überprüfung seiner Bewertungsergebnisse hat er verschiedene Plausibilisierungen durchgeführt und Wertbandbreiten durch eine unterschiedliche Parametrisierung der Markrisikoprämie ermittelt. In der Parametrisierung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, ergibt sich ein Wertbeitrag der Transaktionen von insgesamt € 128,5 Mio.

Darüber hinaus hat der Bewertungsgutachter die Anteile von Minderheiten an den künftigen Konzernergebnissen nicht i.R.d. Ermittlung des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens berücksichtigt, sondern ebenfalls als Sonderwert i.H.v. € -440,6 Mio. erfasst und wertmindernd berücksichtigt.

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

Der Bewertungsgutachter hat kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen identifiziert. Im Rahmen unserer Prüfung sind uns ebenfalls keine gesondert zu bewertenden nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerte bekannt geworden.

Prüfungsergebnis

Wir konnten die Begründungen für die angesetzten Sonderwerte verifizieren. Die Berechnung der Sonderwerte sind angemessen i.S.d. AktG. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist uns im Verlauf unserer Prüfung nicht bekannt geworden.

c) Unternehmenswert

Der Unternehmenswert von STADA zum Tag der beschlussfassenden HV (Bewertungsstichtag) in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, ergibt sich aus der Addition des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens (€ 6.445,4 Mio.) und der Sonderwerte (€ –312,1 Mio.), in Summe also mit € 6.133,3 Mio. Das sind umgerechnet € 98,51 je ausstehende STADA-Aktie.

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.

e) Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts von STADA sind keine besonderen Schwierigkeiten i.S.d. § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG aufgetreten.

7. Plausibilisierung des Unternehmenswerts

a) Unternehmenswert bei einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 6,5 %

Der Bewertungsgutachter hat den Unternehmenswert von STADA zum 24. September 2020 auftragsgemäß in einer Bandbreite ermittelt. Nach seinen Feststellungen liegt die Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals (Unternehmenswert) zwischen € 4.971,8 Mio. (Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 6,50 %) und € 6.133,3 Mio. (Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,75 %).

Der Unternehmenswert von STADA zum 24. September 2020 in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, beträgt € 6.133,3 Mio.

Aus einer Plausibilisierung mit der Bandbreite, die der Bewertungsgutachter ermittelt hat und die auch den Unternehmenswert bei einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 6,5 % beinhaltet, ergibt sich kein Hinweis dafür, dass die Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, nicht angemessen i.S.d. AktG wäre.

b) Unternehmenswert bei mittelbarer Typisierung

Den DVFA-Empfehlungen folgend hat der Bewertungsgutachter 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.

Nach seinen Feststellungen liegt die Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals (Unternehmenswert) zwischen € 4.724,0 Mio. (Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. 8,00 %) und € 5.952,7 Mio. (Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. 7,00 %).

Der Unternehmenswert von STADA zum 24. September 2020 in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, beträgt € 6.133,3 Mio.

Aus einer Plausibilisierung mit der Bandbreite, die der Bewertungsgutachter aus einer Bewertung vor persönlichen Steuern ermittelt hat, ergibt sich kein Hinweis dafür, dass die Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, nicht angemessen i.S.d. AktG wäre.

c) 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 Unternehmensgesamtwerts zu den Ergebniskennziffern EBITDA, EBIT und der sog. Cash Contribution²⁰² ermittelt.

EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren sind übliche Verfahren zur Plausibilisierung von fundamental ermittelten Unternehmenswerten. Der Bewertungsgutachter verwendet darüber hinaus Cash Contribution-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 2021 und 2022, 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 2021 und 2022 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-

²⁰² Die Cash Contribution ergibt sich als Differenz aus EBITDA und Investitionen in Sachanlagen („CAPEX“).

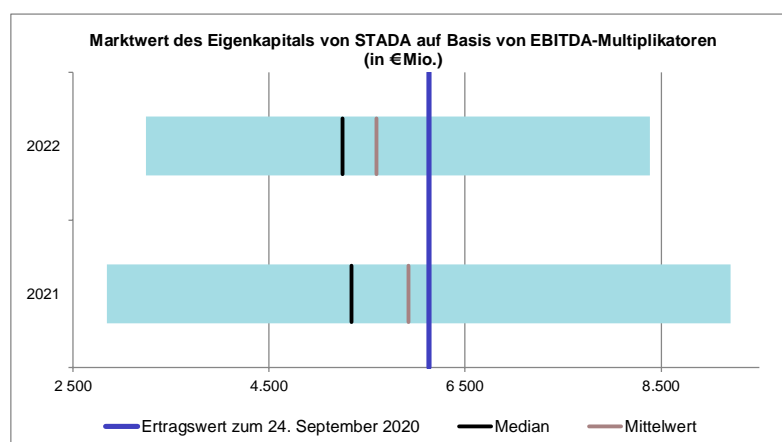
Contribution-Multiplikatoren, jeweils für die Jahre 2020 bis 2022 und 2021 bis 2022, dargestellt. Die Regressionsgeraden zeigen, dass für die Peer Group ein positiver Zusammenhang zwischen dem erwarteten EBITDA-Wachstum und den EBITDA-Multiplikatoren bzw. zwischen dem erwarteten EBIT-Wachstum und den 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 € 7.163,3 Mio. und € 7.784,0 Mio. verdichtet.

Nach Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten, der Akquisitionsfinanzierung und der Minderheiten sowie unter Berücksichtigung der Sonderwerte ergibt sich aus der Multiplikator-Betrachtung eine Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals von STADA i.H.v. € 4.711,6 Mio. bis € 5.351,3 Mio.

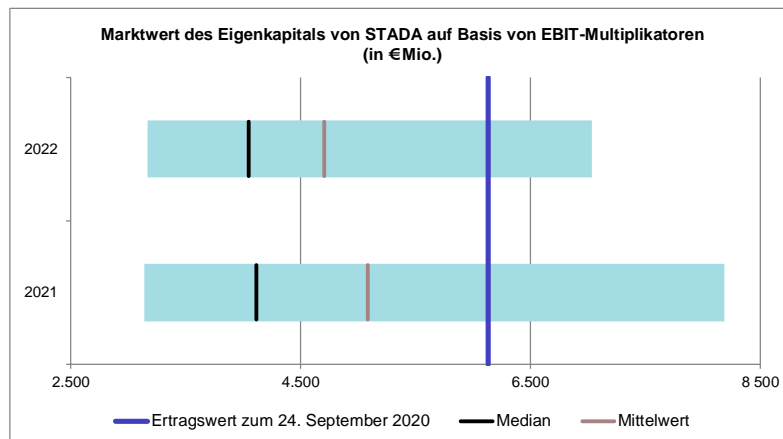
Der Bewertungsgutachter berücksichtigt bei der Multiplikatorbewertung einen Liquiditätsabschlag sowie eine Übernahmeprämie. Da er diese jeweils mit 10 % beziffert, heben sich diese Anpassungen i.R.d. Bewertung mit Multiplikatoren gegeneinander auf.²⁰³

Der Unternehmenswert von STADA zum 24. September 2020 in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, stellt sich im Vergleich zu der auf Grundlage von EBITDA-Multiplikatoren aufgespannten Bandbreite (25 %-Quartil, 75 %-Quartil) grafisch aufbereitet wie folgt dar:

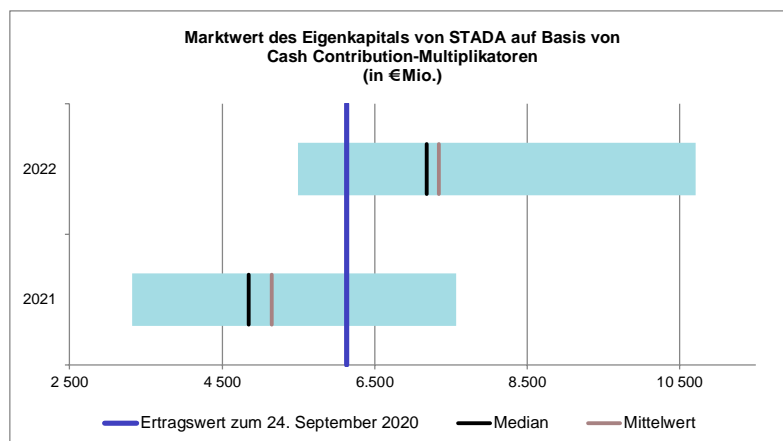


²⁰³ Derartige Zu- oder Abschläge werden in der Literatur intensiv diskutiert (vgl. Ballwieser, CF 2018, S. 61 ff.).

Der Unternehmenswert von STADA zum 24. September 2020 in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, stellt sich im Vergleich zu der auf Grundlage von EBIT-Multiplikatoren aufgespannten Bandbreite (25 %-Quartil, 75 %-Quartil) grafisch aufbereitet wie folgt dar:



Der Unternehmenswert von STADA zum 24. September 2020 in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, stellt sich im Vergleich zu der auf Grundlage von Cash Contribution-Multiplikatoren aufgespannten Bandbreite (25 %-Quartil, 75 %-Quartil) grafisch aufbereitet wie folgt dar:



Die vorstehenden Darstellungen zu den EBITDA-, EBIT- und Cash Contribution-Multiplikatoren wurden von uns zu Analysezwecken angefertigt.

Wir haben die Vorgehensweise und die Berechnungen von Value Trust inhaltlich und rechnerisch anhand der Datenbank 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 25 %-Quartil der betrachteten Transaktionen und dem Wert einer nach seiner Auffassung am besten vergleichbaren Transaktion verdichtet. Die beiden Bandbreitenwerte hat er auf das bereinigte EBITDA zum 31. Dezember 2019 der STADA angewandt.

Nach Abzug der Finanzverbindlichkeiten und Minderheiten und zuzüglich der Sonderwerte sowie unter Berücksichtigung eines Liquiditätsabschlags von 10,0 % ergibt sich eine Bandbreite für den Marktwert des Eigenkapitals von STADA i.H.v. € 5.630,9 Mio. bis € 5.817,8 Mio.

Auch diese Vorgehensweise und Berechnungen von Value Trust konnten wir inhaltlich und rechnerisch mit Hilfe der Datenbank von S&P Global ohne Beanstandungen verifizieren.

Aus einer Plausibilisierung mit einer vergleichenden Marktbewertung ergibt sich kein Hinweis dafür, dass die Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, nicht angemessen i.S.d. AktG wäre.

d) Weitere Vergleichsmaßstäbe

Der Bewertungsgutachter betrachtet neben den vorstehend von uns i.R.d. Plausibilisierung des Unternehmenswerts von STADA zum 24. September 2020 in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, bereits gewürdigten Vergleichsmaßstäbe zwei weitere denkbare Vergleichswerte.

Der auf Grundlage der von Nidda Healthcare im laufenden Jahr bezahlten Kaufpreise je STADA-Aktie (Vorerwerbspreise)²⁰⁴ mit der Anzahl der ausstehenden STADA-Aktien hochgerechnete Unternehmenswert liegt in einer Bandbreite von € 6.007,9 Mio. bis € 6.101,3 Mio.

Der auf Grundlage des volumengewichteten durchschnittlichen Börsenkurses je STADA-Aktie über einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor Ankündigung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme²⁰⁵ mit der Anzahl der ausstehenden STADA-Aktien hochgerechnete Unternehmenswert beträgt € 5.375,4 Mio.

Wir haben darüber hinaus eine weitere Plausibilisierung vorgenommen.

Der auf Grundlage der von Nidda Healthcare i.R.d. Delisting-Erwerbsangebots bezahlte Kaufpreis je STADA-Aktie (Angebotspreis) mit der Anzahl der ausstehenden STADA-Aktien hochgerechnete Unternehmenswert beträgt € 5.088,4 Mio.

Der Unternehmenswert von STADA zum 24. September 2020 in der Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, beträgt € 6.133,3 Mio.

Aus einer Plausibilisierung mit weiteren Vergleichsmaßstäben ergibt sich kein Hinweis dafür, dass die Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, nicht angemessen i.S.d. AktG wäre.

Prüfungsergebnis

Zusammenfassend ist festzustellen, dass unsere Plausibilisierungen keinen Hinweis dafür geben, dass die Bewertung, die der festgelegten Barabfindung entspricht, nicht angemessen i.S.d. AktG wäre.

²⁰⁴ 2.469.314 Aktien im Zeitraum vom 17. März 2020 bis 15. Mai 2020.

²⁰⁵ Dieser konnte von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn und Frankfurt am Main, nicht ermittelt werden, da in deren Berechnung nur solche Geschäfte eingehen könnten, die in den fraglichen Aktien an allen Börsen in Deutschland im regulierten Markt getätigt wurden. Die STADA-Aktien werden aber nicht mehr im regulierten Markt gehandelt. Die Angabe bezieht sich auf den vom Bewertungsgutachter auf Grundlage des Handels im Freiverkehr an der Börse Hamburg ermittelten volumengewichteten Durchschnittspreis.

8. Ableitung der Barabfindung

Verschiedene Aktiengattungen oder andere Gründe, nach denen der Unternehmenswert nicht proportional auf eine Aktie umzurechnen wäre, liegen nicht vor. Der Unternehmenswert von STADA zum 24. September 2020 beträgt € 6.133,3 Mio. Die zugehörige Barabfindung beträgt € 98,51 je ausstehende Aktie .

Mögliche Untergrenzen für die Bemessung der Barabfindung werden vom Bewertungsgutachter wie folgt beziffert:

- Börsenkurs: € 86,34 je Stückaktie
- Barwert der kapitalisierten Ausgleichszahlungen: Bandbreite von € 50,29 bis € 92,48 je Stückaktie

Wir haben die Ermittlung der vorstehend aufgeführten Beträge ohne Beanstandungen nachvollziehen können.

Diese Beträge liegen unter der festgelegten Barabfindung.

Deshalb kann es dahingestellt bleiben, ob der sich aus einem Handel im Freiverkehr, der ohne Veranlassung durch die oder Zustimmung der Gesellschaft vorgenommen wird, ergebende Börsenkurs im Allgemeinen bzw. im vorliegenden Bewertungsfall oder der Barwert der kapitalisierten Ausgleichszahlungen eine Untergrenze für die zu gewährende Barabfindung darstellen.

Prüfungsergebnis

Die Barabfindung wurde dementsprechend mit € 98,51 je ausstehende Aktie festgelegt. Dies halten wir aufgrund unserer Prüfung zusammenfassend für angemessen.

Sollten sich in der Zeit zwischen Abschluss unserer Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung (10. August 2020) und dem vorgesehenen Zeitpunkt der Beschlussfassung der HV von STADA über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre (24. September 2020) wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung von STADA ergeben, so wären diese bei der Bemessung der Barabfindung noch zu berücksichtigen, insbesondere soweit sich aufgrund der Veränderungen ein Wert je Stückaktie ergäbe, der die derzeit vorgeschlagene Abfindung übersteigt.

D. Abschließende Erklärung

Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir die Angemessenheit der von der Nidda Healthcare GmbH als Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft geprüft.

Wir erteilen die abschließende Erklärung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4, § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG wie folgt:

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Nidda Healthcare GmbH als Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft in Höhe von € 98,51 je ausstehende Aktie angemessen.“

Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung der STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft haben sich nicht ergeben.

Düsseldorf, den 10. August 2020

ADKL AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft


Wolfram Wagner
Wirtschaftsprüfer




Ura. Ulrich Kühnen
Wirtschaftsprüfer

3-05 O 61/20

LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN BESCHLUSS

In dem Verfahren

auf Bestellung eines sachverständigen Prüfers nach §§ 327c Abs. 2, 293c Abs. 1 AktG
der

Nidda Healthcare GmbH, vertr. d. Geschäftsführer A. Grundhöfer, c/o STADA Arzneimittel
AG, Stadastr, 2-28, 61118 Bad Vilbel

- Antragstellerin -

betreffend der Abfindung für den vorgesehenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre der
STADA Arzneimittel, Bad Vilbel (HRB 71290) Amtsgericht Frankfurt am Main)

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Dr. M. Müller am 16.6.2020 beschlossen:

Für das geplante Verfahren auf Übertragung von Aktien gegen Barabfindung (§§ 327a ff
AktG) wird die

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

zum sachverständigen Prüferin für die Angemessenheit der Barabfindung bestellt

Die Kosten dieses Verfahrens hat die Antragstellerin zu tragen.

Der Geschäftswert wird auf EURO 60.000,-- festgesetzt.

Gründe:

Das Gericht hält die bestellte Prüferin für geeignet, die Prüfung durchzuführen.

Hinderungsgründe bestehen nach der Auskunft vom 9.6.2020 bei der bestellten Prüferin 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 Gesellschaft 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 oder als E-Mail Anhang an M.Mueller@LG-Frankfurt.Justiz.Hessen.de) beizufügen.

7.

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

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.

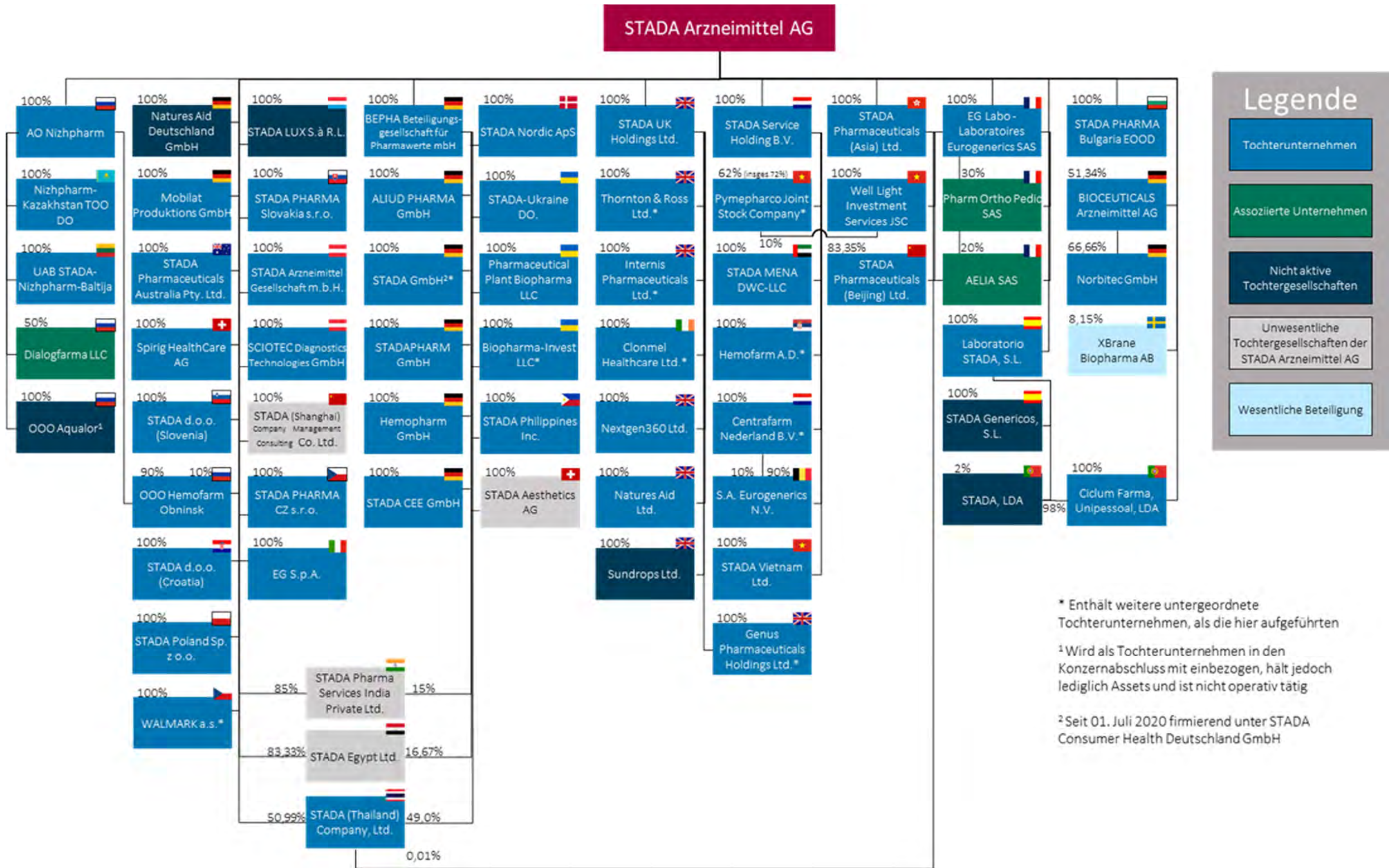
Rechtsmittelbelehrung:

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
08.06.2020	Telefon	Anwälte	Anfrage Prüfungsbereitschaft
09.06.2020	Email	Anwälte	Erteilung Unabhängigkeitserklärung zur Vorlage beim LG
18.06.2020	Email	Anwälte	Mitteilung über Bestellung
22.06.2020	Video	VT	Grundsätzliche Ansätze, Zeitplan Bewertung/Prüfung
25.06.2020	Internet	STADA	Zugang zum Datenraum
26.06.2020	Email	VT	Peer Group, Betafaktoren, Bewertungsgutachten (in Teilen)
29.06.2020	Video	alle	Kick Off (Teams, Zeitplan, weitere organisatorische Fragen)
02.07.2020	Email	VT	Planungsrechnung STADA
06.07.2020	Video	VT	Peer Group, Betafaktor
07.07.2020	Video	STADA, VT	Ist 2017 bis 2019, Plan-Ist 2017 bis 2019, Plan 2020 bis 2022
08.07.2020	Video	STADA, VT	Planungsprozess, Umsatzerlöse und EBIT 2020 bis 2022
09.07.2020	ohne	STADA	Umlaufbeschluss Vorstand zur Planung 2020 bis 2022
09.07.2020	Video	alle	Status Call
09.07.2020	Video	STADA, VT	Netto-Finanzverbindlichkeiten/Zinsen, Unternehmenssteuern, M&A-Transaktionen
10.07.2020	Video	STADA, VT	Bilanzen 2020 bis 2022
13.07.2020	ohne	STADA	Umlaufbeschluss Aufsichtsrat zur Planung 2020 bis 2022
14.07.2020	Video	alle	Status Call
14.07.2020	Video	VT	Peer Group, Betafaktor
16.07.2020	Video	VT	Peer Group, Betafaktor, Bewertungsmodell
16.07.2020	Email	VT	Bewertungsgutachten (weitere Teile)
17.07.2020	Email	VT	Indikative Wertbandbreiten
21.07.2020	Video	alle	Status Call
21.07.2020	Email	VT	Sonderwerte (teilweise)
22.07.2020	Video	VT	Bewertungsmodell
23.07.2020	Email	VT	Sonderwerte (Ergänzung)
24.07.2020	Video	STADA, VT	Ist 30.06.2020, Aktualisierung Planung 2020 (Sondereffekte), Geheimhaltungserfordernisse bei der Berichterstattung (produktbezogene Detail-Informationen)
27.07.2020	Video	alle	Status Call

Datum	Ort	Teilnehmer	Thema
28.07.2020	Video	alle	Status Call
28.07.2020	Video	alle	Status Call
28.07.2020	ohne	ohne	Nenner geprüft (vorbehaltlich Aktualisierungen)
28.07.2020	Email	VT	Bewertungsgutachten (vollständig, nur an Prüfer)
31.07.2020	Video	alle	Status Call
31.07.2020	Email	VT	Bewertungsgutachten (vollständig, an alle)
31.07.2020	Email	VT	Bewertungsmodell (finaler Stand)
04.08.2020	Email	Prüfer	Prüfungsbericht (in Teilen)
04.08.2020	ohne	ohne	Zähler geprüft
05.08.2020	ohne	Nidda Healthcare	Barabfindung (nach Erhalt Bestätigung Prüfer)
09.08.2020	Email	Prüfer	Prüfungsbericht (vollständig)
10.08.2020	Email	VT	Bewertungsgutachten (gezeichnet)
10.08.2020	Email	Nidda Healthcare	Übertragungsbericht (gezeichnet)
10.08.2020	Email	Prüfer	Prüfungsbericht (gezeichnet und gesiegelt)



Allgemeine Auftragsbedingungen

für

Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2017

DokID:

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. unrechtmäßiger 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.

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 · Tersleegenstraße 14 · 40474 Düsseldorf

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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