

Bericht  
über die Prüfung  
der Angemessenheit der Barabfindung  
für die beabsichtigte Übertragung  
der Aktien der Minderheitsaktionäre im Rahmen  
der Konzernverschmelzung der

**Linde Aktiengesellschaft, München,**

auf die

**Linde Intermediate Holding AG, München,**

gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m.  
§§ 327c Abs. 2 S. 4, 293e Abs. 1 AktG

**Abkürzungsverzeichnis**

<b>Abkürzung</b>	<b>Bezeichnung</b>
AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BB	Betriebs-Berater
BewG	Bewertungsgesetz
BewP	BewertungsPraktiker
BGH	Bundesgerichtshof
Bloomberg	Bloomberg Finance L.P., New York/USA
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CF	Corporate Finance Magazin
DB	Der Betrieb
Ebner Stolz	Ebner Stolz GmbH & Co. KG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart
EMEA	Europe, Middle East and Africa
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
EUR	Euro
EURIBOR	European Interbank Offered Rate

<b>Abkürzung</b>	<b>Bezeichnung</b>
EY	Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Stuttgart
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
FB	Finanz Betrieb
HGB	Handelsgesetzbuch
HQ	Zentrale („headquarters“)
HR	Hochrechnung
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V., Düsseldorf
IDW-FN	IDW Fachnachrichten
IFRS	International Financial Reporting Standards
KPMG	KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin
LG	Landgericht
Linde AG	Linde Aktiengesellschaft, München
Linde Intermediate	Linde Intermediate Holding AG, München
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
OP	Operatives Ergebnis („operating profit“)
Praxair	Praxair, Inc., Danbury/USA
RBU	Regional Business Unit

<b>Abkürzung</b>	<b>Bezeichnung</b>
UmwG	Umwandlungsgesetz
WM	Zeitschrift Wertpapier-Mitteilung für Wirtschafts- und Bankrecht
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpÜGAngebV	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

**Inhaltsverzeichnis**

	Seite
A. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. § 327c, § 293e AktG	6
I. Übertragungsbeschluss	6
II. Bericht des Hauptaktionärs	7
III. Prüfungsbericht	7
C. Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode	9
I. Allgemeines	9
II. Bewertungsgrundsätze	10
1. Ertragswert	10
2. Liquidationswert	11
3. Substanzwert	12
4. Börsenwert	12
5. Vergleichsorientierte Bewertung	13
6. Vorerwerbe durch die Linde Intermediate	14
III. Ergebnis	15
D. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	16
E. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen	18
I. Bewertungsobjekt	18
II. Bewertungsstichtag	20

III. Ertragswert	21
1. Analyse der Vergangenheitsergebnisse	21
2. Planungsrechnung	26
a) Planungsprozess	26
b) Plan-Ist-Vergleich	27
c) Operative Planung	30
aa) Allgemeine Planungsplausibilisierung	30
bb) Markt- und Wettbewerbsumfeld	34
cc) Ergebnis unserer Prüfungshandlungen	38
d) Finanzergebnis	38
e) Unternehmensteuern	39
f) Anteile Dritter am Jahresüberschuss	39
g) Nachhaltiges Ergebnis und nachhaltige Thesaurierung	40
3. Kapitalisierungszinssatz	41
a) Basiszinssatz	42
b) Risikozuschlag	43
aa) Marktrisikoprämie	44
bb) Betafaktor	54
c) Wachstumsabschlag	66
d) Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes	71
4. Ertragswertberechnung	71
a) Ausschüttungsquote und Dividendenbesteuerung	71
b) Veräußerungsgewinnbesteuerung	72
c) Kapitalisierung der Nettozuflüsse	75
IV. Sonderwerte	75
V. Werteffekt aus weiteren kartellrechtlich bedingten Veräußerungen	77
VI. Unternehmenswert	78
VII. Börsenkurs	78
VIII. Vergleichsorientierte Bewertung	81
IX. Sensitivitäten	82
X. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	84
F. Ermittlung der angemessenen Barabfindung	85
G. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung	86

**Anlagen**

Beschluss des Landgerichts München I vom 30. April 2018	Anlage 1
Berichtigungsbeschluss des Landgerichts München I vom 2. Mai 2018	Anlage 2
Allgemeine Auftragsbedingungen	Anlage 3

Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen  
in Höhe von  $\pm$  einer Einheit (EUR, % usw.) auftreten.

## **A. Auftrag und Auftragsdurchführung**

Auf Verlangen des Hauptaktionärs

### **Linde Intermediate Holding AG, München**

(im Folgenden auch „Linde Intermediate“),

soll die außerordentliche Hauptversammlung der

### **Linde Aktiengesellschaft, München**

(im Folgenden auch „Linde AG“ oder „Gesellschaft“),

als übertragende Gesellschaft am 12. Dezember 2018 gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. § 327a AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Linde Intermediate als Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung im Rahmen einer Konzernverschmelzung mit Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschließen.

Gemäß § 62 Abs. 1 S. 1 UmwG hat der Beschluss der Hauptversammlung über die Barabfindung innerhalb von drei Monaten nach dem Abschluss des Verschmelzungsvertrags zu erfolgen. Der Verschmelzungsvertrag zwischen der Linde Intermediate und der Linde AG soll am 1. November 2018 geschlossen werden.

Die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung ist gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Diese werden auf gemeinsamen Antrag der Linde Intermediate und der Linde AG vom Gericht ausgewählt und bestellt.

Das Landgericht München I hat uns ausgewählt und mit Beschluss vom 30. April 2018 in Gestalt des Berichtigungsbeschlusses vom 2. Mai 2018 gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 3, 293c Abs. 1 AktG zum sachverständigen Prüfer bestellt. Wir bestätigen analog § 321 Abs. 4a HGB, dass wir bei unserer Angemessenheitsprüfung die Vorschriften zur Unabhängigkeit beachtet haben.

Bei unserer Prüfung haben wir den Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (IDW S 1 i. d. F. 2008) beachtet. Ferner haben wir den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ beachtet.

Bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung hat sich der Vorstand der Linde Intermediate der sachverständigen Unterstützung durch EY bedient, die hierzu eine gutachtliche Stellungnahme abgegeben haben. Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir in die Bewertungsunterlagen Einsicht genommen.

Alle von uns erbetenen Informationen und Nachweise wurden uns vom Vorstand der Linde AG bzw. den von ihm benannten Auskunftspersonen bereitwillig erteilt. Die Vollständigkeit der erteilten Aufklärungen und Nachweise wurde uns von dem Vorstand der Linde Intermediate und dem Vorstand der Linde AG jeweils in einer schriftlichen Erklärung bestätigt.

Wir haben unsere Prüfung in den Geschäftsräumen der Linde AG, den Geschäftsräumen von EY in München sowie in unserem Büro in Stuttgart durchgeführt und am 31. Oktober 2018 abgeschlossen. Wir haben dabei unsere Prüfungstätigkeit teilweise zeitlich parallel zu den Arbeiten des Bewertungsgutachters EY durchgeführt, und dabei auf der Grundlage von Zwischenergebnissen zur Bewertung und zur Vorbereitung des Übertragungsberichts sowie den Endergebnissen geprüft und unser Prüfungsurteil unabhängig und eigenverantwortlich gefällt.

Insbesondere fanden folgende Besprechungen mit dem Bewertungsgutachter bzw. Vertretern der Linde AG statt:

<b>Datum</b>	<b>Teilnehmer</b>	<b>Inhalt</b>	<b>Ort</b>
24. Mai 2018	Linde, EY, Ebner Stolz	Kick-Off	Telefonkonferenz
26. Juni 2018	Linde, EY, Ebner Stolz	Erste Durchsprache verschiedenster Bewertungsthemen, Organisatorisches	Geschäftsräume der Linde AG, München
12. Juli 2018	Linde, EY, Ebner Stolz	Betriebsbesichtigung	Geschäftsräume der Linde AG, Leuna
17. Juli 2018	Linde, EY, Ebner Stolz	Geschäftsmodell, Planungsprozess, Finanzierung, Rechtliches	Geschäftsräume der Linde AG, München
18. Juli 2018	Linde, EY, Ebner Stolz	Betriebsbesichtigung	Geschäftsräume der Linde AG, Unterschleißheim
6. September 2018	EY, Ebner Stolz	Einführung Bewertungsmodell & Review	Geschäftsräume der Ernst & Young GmbH, München
17. September 2018	Linde, EY, Ebner Stolz	Besprechung der Planungsannahmen mit dem Leiter der RBU East Asia	Telefonkonferenz
18. September 2018	Linde, EY, Ebner Stolz	Besprechung der Planungsannahmen mit dem Leiter der RBU Central Europe	Geschäftsräume der Linde AG, München
18. September 2018	Linde, EY, Ebner Stolz	Besprechung der Planung mit dem Leiter Mergers & Acquisitions	Geschäftsräume der Linde AG, München
18. September 2018	Linde, EY, Ebner Stolz	Besprechung der Planungsannahmen mit dem CEO Gist	Geschäftsräume der Linde AG, München
19. September 2018	Linde, EY, Ebner Stolz	Besprechung der Planungsannahmen mit dem Leiter der RBU South Asia & ASEAN	Geschäftsräume der Linde AG, München
19. September 2018	Linde, EY, Ebner Stolz	Marktstudien im Kontext der Planungsplausibilisierung	Geschäftsräume der Linde AG, München
19. September 2018	Linde, EY, Ebner Stolz	Besprechung der Planungsannahmen mit dem Leiter der RBU Northern Europe	Geschäftsräume der Linde AG, München
19. September 2018	Linde, EY, Ebner Stolz	Besprechung der Planungsannahmen mit dem Leiter der RBU UK & Africa	Geschäftsräume der Linde AG, München
19. September 2018	Linde, EY, Ebner Stolz	Besprechung der Planungsannahmen mit dem Leiter der RBU Middle East & Eastern Europe	Geschäftsräume der Linde AG, München
20. September 2018	Linde, EY, Ebner Stolz	Besprechung der Planungsannahmen mit dem Leiter der RBU South Pacific	Geschäftsräume der Linde AG, München
20. September 2018	Linde, EY, Ebner Stolz	Besprechung der Planungsannahmen mit dem Leiter R&D	Geschäftsräume der Linde AG, München
20. September 2018	Linde, EY, Ebner Stolz	Besprechung der Planungsannahmen mit dem Head of Finance and Controlling des Geschäftsbereichs Engineering	Geschäftsräume der Linde AG, München
20. September 2018	Linde, EY, Ebner Stolz	Besprechung der Planungsannahmen mit dem CEO/CFO Lincare	Geschäftsräume der Linde AG, München
18. Oktober 2018	Linde, Ebner Stolz	Besprechung der Planung mit dem Finanzvorstand Linde AG	Geschäftsräume der Linde AG, München

Darüber hinaus fanden während des gesamten Zeitraums zahlreiche weitere Telefonate auf Arbeitsebene zu verschiedenen bewertungsrelevanten Themenkomplexen statt.

Die Angemessenheitsprüfung wurde im Wesentlichen durch die beiden unterzeichnenden Wirtschaftsprüfer geleitet und durchgeführt. Sie wurden dabei durch zwei weitere Senior Manager, zwei Manager sowie mehrere erfahrene Prüfungsassistenten unterstützt.

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und der voraussichtlichen Beschlussfassung der Hauptversammlung der Linde AG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Mehrheitsaktionär am 12. Dezember 2018 wesentliche Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts der Linde AG ergeben, sind diese bei der Bemessung der Barabfindung noch zu berücksichtigen.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass sich unsere Prüfungstätigkeit nicht auf die Buchführung, die Jahresabschlüsse, die Konzernjahresabschlüsse, die Lageberichte, die Konzernlageberichte oder auf die Geschäftsführung der Linde AG bezogen hat. Eine solche Überprüfung ist nicht Gegenstand der Prüfung nach § 327c Abs. 2 AktG. Die Übereinstimmung der Jahresabschlüsse sowie der Lageberichte bzw. der Konzernjahresabschlüsse und der Konzernlageberichte der Linde AG mit den maßgebenden gesetzlichen Vorschriften ist von dem bestellten Abschlussprüfer KPMG bestätigt worden.

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind die Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2017 maßgeblich, die diesem Bericht als Anlage 3 beigefügt sind.

Dieser Prüfungsbericht dient ausschließlich als Information und Entscheidungsgrundlage für die am Squeeze out im Rahmen der Konzernverschmelzung der Linde AG beteiligten Parteien und deren Berater und Rechtsanwälte sowie für das uns bestellende Gericht. Darüber hinaus darf der Bericht den Minderheitsaktionären der Linde AG in Kopie zur Verfügung gestellt werden. Für andere Zwecke darf der Bericht nicht verwendet werden.

Bezüglich der Prüfung des Verschmelzungsberichtes verweisen wir auf unseren gesonderten Verschmelzungsprüfungsbericht.

Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:

- Entwurf des Übertragungsbericht der Linde Intermediate über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Linde AG auf die Linde Intermediate sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung mit Stand vom 23. Oktober 2018 einschließlich vorangegangener Entwürfe

- Gutachtliche Stellungnahme von EY zur Ermittlung des Unternehmenswerts der Linde AG vom 25. Oktober 2018 (einschließlich vorangegangener Entwürfe) als Anlage 6 zum Übertragungsbericht
- Berichte von KPMG über die Prüfung von Jahresabschluss und zusammengefasstem Lagebericht der Linde AG nach HGB für die Geschäftsjahre 2015 bis 2017
- Berichte von KPMG über die Prüfung von Konzernjahresabschluss und zusammengefasstem Konzernlagebericht der Linde AG nach IFRS für die Geschäftsjahre 2015 bis 2017
- Bericht von KPMG über die Prüfung der sog. Carve out-Finanzzahlen des Amerikageschäfts der Linde AG für die Geschäftsjahre 2016 und 2017
- Hochrechnung für das Jahr 2018 sowie Planungsrechnung der einzelnen Bereiche der Linde AG für die Geschäftsjahre 2019 bis 2022 sowie zugrunde liegende Planannahmen
- interne Controllingauswertungen der Linde AG
- Satzung der Linde AG in der Fassung vom 7. August 2018
- Protokolle der Sitzungen des Aufsichtsrats bzw. Beschlussfassungen des Aufsichtsrats der Linde AG vom 28. September 2016 bis zum 13. September 2018 sowie Protokolle der Sitzungen des Vorstands der Linde AG vom 19. April 2016 bis zum 5. September 2018
- Handelsregisterauszug der Linde AG sowie der Linde Intermediate jeweils vom 2. Mai 2018
- Bewertungsunterlagen von EY
- öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten.

## **B. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. § 327c, § 293e AktG**

### **I. Übertragungsbeschluss**

Nach § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 1 AktG legt der Hauptaktionär die Barabfindung fest. Diese muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung berücksichtigen.

Die Linde Intermediate hat die Barabfindung für die Aktien der Minderheitsaktionäre auf EUR 188,24 je Stückaktie der Linde AG festgelegt.

Nach § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 AktG ist Voraussetzung für den Beschluss der Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär im Rahmen einer Konzernverschmelzung, dass dem Hauptaktionär 90 % (oder mehr) der Anteile am Grundkapital gehören. Das Grundkapital der Linde AG in Höhe von EUR 475.476.940,80 ist eingeteilt in 185.733.180 Stückaktien. Die Linde AG hält zum Ende der Bewertungsarbeiten eigene Anteile in Höhe von 95.109 Stückaktien. Zum 31. Oktober 2018 verfügte der Hauptaktionär entsprechend der vorgelegten Depotbescheinigung unmittelbar über 170.874.958 Aktien bzw. rund 92,0 % des gezeichneten Kapitals gemäß § 62 Abs. 1 UmwG.

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Linde AG gehen gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. § 327e Abs. 3 AktG alle Aktien der Minderheitsaktionäre der Linde AG kraft Gesetzes und ohne weiteren Übertragungsakt auf den Hauptaktionär, die Linde Intermediate, über.

Als Kompensation für den Ausschluss steht den ausgeschiedenen Minderheitsaktionären der Linde AG nach § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 AktG ein Anspruch auf eine angemessene Abfindung zu, der ausschließlich in bar zu erfüllen ist. Die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung ist gemäß § 62 Abs. 5 AktG i.V.m. § 327c Abs. 2 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.

## **II. Bericht des Hauptaktionärs**

Der Hauptaktionär der Linde AG – die Linde Intermediate – hat der Hauptversammlung der Linde AG gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.

Wir haben im Rahmen unserer Tätigkeit die im Übertragungsbericht, einschließlich der dort als Anlage 6 enthaltenen gutachtlichen Stellungnahme, und – zeitlich vorgelagert – in den Berichts- und Gutachtenentwürfen enthaltenen Angaben und Erläuterungen zur Ermittlung, Art und Höhe der Barabfindung im Hinblick auf die Angemessenheit der Barabfindung geprüft. Im Übrigen war die Prüfung der weiteren Voraussetzungen, wie insbesondere die Prüfung auf Vollständigkeit und Richtigkeit des Berichts des Hauptaktionärs oder die Beurteilung der wirtschaftlichen Zweckmäßigkeit der Übertragung der Aktien, nicht Gegenstand unseres Prüfungsauftrags.

## **III. Prüfungsbericht**

Als Prüfer berichten wir gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. § 293e, § 327c Abs. 2 AktG schriftlich über das Ergebnis unserer nach den Berufsgrundsätzen durchgeführten Prüfung.

Der Schwerpunkt der Prüfung liegt in der Beurteilung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung. Der Prüfer hat in diesem Zusammenhang zu prüfen, ob die vom Hauptaktionär – hier der Linde Intermediate – angewandten Methoden zur Ermittlung der Barabfindung angemessen sind. Insbesondere ist dabei zu untersuchen, ob die zur Ermittlung der Barabfindung durchgeführte Unternehmensbewertung den allgemein anerkannten Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen entspricht und ob die zugrunde gelegten Daten fachgerecht abgeleitet und die Zukunftsschätzungen plausibel sind.

Nach § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 293e Satz 2 AktG, 327c Abs. 2 S. 4 AktG ist der Prüfungsbericht mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die vorgeschlagene Barabfindung angemessen ist. Dabei ist anzugeben

- 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 zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und
- welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.

## **C. Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode**

### **I. Allgemeines**

Grundlage für die Festlegung der Barabfindung sind grundsätzlich die Ergebnisse einer Unternehmensbewertung, soweit nicht unter Berücksichtigung der höchstrichterlichen Rechtsprechung der höhere Börsenkurs relevant ist. Der Übertragungsbericht enthält in den Abschnitten 6.5 sowie 8 die Ausführungen zur Festlegung und Begründung der angemessenen Barabfindung.

In dem als Anlage 6 zum Übertragungsbericht beigefügten Bewertungsgutachten wird ausgeführt, dass die Bewertungsgrundsätze angewandt worden sind, die heute in der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert gelten und ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer e. V. („IDW“), insbesondere in dem IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008 (IDW S 1 i. d. F. 2008), gefunden haben. Zur Ableitung der rechnerischen Barabfindung wurde die Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren vorgenommen.

Nach herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis, der auch die von EY erstellte Bewertung folgt, ist die angemessene Barabfindung bei Ausschluss von Minderheitsaktionären aus objektivierten Unternehmenswerten abzuleiten. Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts ergibt. Im Falle gesellschaftsrechtlicher und vertraglicher Bewertungsanlässe erfolgt die Bewertung aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 31).

Wie nachfolgend im Einzelnen ausgeführt wird, halten wir die im Übertragungsbericht enthaltenen Darlegungen und Ausführungen zur angewandten Bewertungsmethode sowie zur Entscheidung über die Höhe der Barabfindung für zutreffend.

## **II. Bewertungsgrundsätze**

### **1. Ertragswert**

Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner (Nettoeinnahmen als Saldo von Ausschüttungen bzw. Entnahmen, Kapitalrückzahlungen und Einlagen). Dieser Zukunftserfolgswert ergibt sich grundsätzlich aufgrund der frei verfügbaren finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens erwirtschaftet werden können. Hinzu kommt gegebenenfalls der Liquidationswert nicht betriebsnotwendiger (neutraler) Vermögensteile. Zur Ableitung des Barwerts dieser Überschüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentiert.

Der Barwert der künftigen Überschüsse bildet somit den theoretisch richtigen Wert eines Unternehmens. Nach IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 7, kann der Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert nach dem Ertragswertverfahren oder nach den Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden. Im vorliegenden Fall wurde der Unternehmenswert der Linde AG von EY nach dem in der Praxis aktienrechtlicher Bewertungsanlässe in Deutschland am meisten verbreiteten und von der Rechtsprechung anerkannten Ertragswertverfahren ermittelt. Da bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung und des Risikogehalts der Tax Shields, sowie bei Verwendung geeigneter Formeln zur Anpassung des Betafaktors an die Kapitalstruktur, beide Verfahren zu gleichen Unternehmenswerten führen (vgl. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 101), hat der Bewertungsgutachter auf eine zusätzliche Ableitung des Unternehmenswerts nach einem Discounted-Cashflow-Verfahren zulässigerweise verzichtet.

Trotz der generellen Verbreitung des Ertragswertverfahrens ist darauf hinzuweisen, dass dieses Verfahren mit Unsicherheiten verbunden ist. Deshalb kann auch das vorliegende Gutachten von EY nicht einen mathematisch exakten oder wahren Unternehmenswert zum Stichtag ermitteln (vgl. BVerfG, 24. Mai 2012, 1 BvR 3221/10, Tz. 30 (juris); BGH, 29. September 2015, II ZB 23/14/14, Tz. 36 (bundesgerichtshof.juris); OLG München, 14. Juli 2009, 31 Wx 121/06, Tz. 10 (juris)). Die zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen sind jeweils nicht einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich (vgl. OLG Stuttgart, 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Tz. 179 (juris)).

Bei der Betrachtung möglicher Synergien hat der Bewertungsgutachter EY sachgerecht zwischen echten und unechten Synergieeffekten differenziert. Echte Synergieeffekte werden erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme (hier: verschmelzungsrechtlicher

Squeeze out) realisiert. Sogenannte unechte Synergieeffekte sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung des Squeeze out realisieren lassen (vgl. WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 120). Im Rahmen der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts sind die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten zu berücksichtigen (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 34). Dies gilt jedoch nur insoweit, als die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 60 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 10. März 2016, 26 W 14/13, Tz. 51 (BeckRS)). Echte Synergieeffekte sind im Rahmen der objektivierten Bewertung nicht zu erfassen (vgl. OLG Frankfurt, 28. März 2014, 21 W 15/11, Tz. 146 (juris); OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, AG 2011, S. 420, 421; OLG Düsseldorf, 9. September 2009, ZIP 2009, S. 2055, 2058; OLG Düsseldorf, 27. Februar 2004, AG 2004, S. 324, 327; OLG Stuttgart, 4. Februar 2000, DB 2000, S. 709, 710).

Gemäß IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 35, ist bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des dokumentierten Unternehmenskonzepts und rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Im Rahmen der Fortführungsphase (sogenannte ewige Rente) ist grundsätzlich typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativenanlage ist. Die Annahme einer kapitalwertneutralen Anlage gemäß IDW S 1 i. d. F. 2008 kann im Rahmen einer Bewertung auch wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Aktionäre abgebildet werden, die diese letztlich über Wertsteigerungen realisieren können. Hieraus resultiert aus Sicht der typisierten Anteilseigner ein Wertbeitrag aus Thesaurierung, der einer niedrigeren Belastung mit persönlichen Ertragsteuern unterliegt.

Da die Ermittlung des Unternehmenswerts aus der Sicht der Unternehmenseigner erfolgt, sind die Steuerbelastungen der Anteilseigner auf die Dividenden sowie die vom Anteilseigner realisierten Veräußerungsgewinne aus dem Unternehmen zu berücksichtigen. Für Dividendenzahlungen gilt dies allerdings nur insoweit, als diese nicht als Rückzahlung aus dem steuerlichen Einlagekonto zu bewerten sind und daher steuerfrei vereinnahmt werden können.

## **2. Liquidationswert**

Nach den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen ist der Liquidationswert alternativ zum Ertragswert zu ermitteln, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt (vgl. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 5).

Nach der Rechtsprechung kommt es auf den Liquidationswert allenfalls dann an, wenn die Absicht besteht, das Unternehmen tatsächlich zu liquidieren und die Ertragsaussichten des Unternehmens auf Dauer negativ sind (vgl. BGH, 18. September 2006, AG 2006, S. 887, 889; OLG Düsseldorf, 10. Juni 2009, 26 W 1/07, Tz. 96 f. (juris); OLG Düsseldorf, 29. Juli 2009, 26 W 1/08, Tz. 37 (juris); WP-Handbuch 2014, Bd. II, Abschnitt A Tz. 490). Beides ist hier nicht der Fall. Die Ertragsaussichten der Linde AG sind nicht dauerhaft negativ. Daher stellt der Liquidationswert für die Linde AG keinen Mindestwert dar.

Eine überschlägige Ableitung des Liquidationswerts je Aktie ergab, dass dieser unterhalb der angebotenen Barabfindung liegt.

### **3. Substanzwert**

Im Gegensatz zum Liquidationswert ist der Substanzwert sowohl für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung als auch für den Fall einer beabsichtigten Liquidation ohne Aussagewert (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6; OLG Stuttgart, 14. September 2011, 20 W 6/08, Tz. 202 (juris); OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, AG 2009, S. 667, 668; Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2016, S. 329; LG München, 14. Februar 2014, 5 HK O 16505/08, Beschlusstext S. 64; LG München, 30. Dezember 2009, 5 HK 15746/02, Der Konzern 2010, S. 188, 194). Auch bei einer anzunehmenden Liquidation ist nicht der Substanz-, sondern der Liquidationswert anzusetzen. Eine Ermittlung des Substanzwerts war daher nicht erforderlich.

### **4. Börsenwert**

Das Bundesverfassungsgericht hat in seiner DAT/ALTANA-Entscheidung vom 27. April 1999 (AG 1999, S. 566 ff.) die Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze bei der Bemessung der Abfindung im Falle des Abschlusses eines Ergebnisabführungsvertrags und bei der Eingliederung hervorgehoben, die nach ganz herrschender Meinung und Rechtsprechung des BGH (19. Juli 2010, AG 2010, S. 629, 630) auch auf Squeeze outs Anwendung findet.

Das Gebot, bei der Festsetzung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs zu berücksichtigen, gilt jedoch nicht uneingeschränkt. Eine Unterschreitung des Börsenkurses kommt dann in Betracht, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktien widerspiegelt. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktlücke der einzelne Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenkurs zu veräußern oder der Börsenkurs manipuliert worden ist (vgl. OLG Düsseldorf, 4. Oktober 2006, 26 W 7/06, DB 2006, S. 2391, 2395; LG Frankenthal, 13. August 2013,

2 HK O 120/10, Beschlusstext S. 13 f.). Eine Marktengende beim Handel mit Aktien der Linde AG liegt entsprechend den Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung nicht vor.

Nach dem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 (II ZR 18/09, AG 2010, S. 629 ff. „Stollwerck“) ist ein der angemessenen Abfindung im Rahmen eines Ausschlusses der Minderheitsaktionäre zugrunde zu legender Börsenwert der Aktie grundsätzlich auf Basis eines gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines Dreimonatszeitraumes vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zu errechnen. Der BGH hat mit diesem Beschluss seine vorherige Rechtsprechung teilweise aufgegeben und sich der überwiegenden Auffassung im Schrifttum (vgl. für alle: Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, S. 335 f.) und der Bewertungspraxis angeschlossen.

Zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung hat der Bewertungsgutachter sachgerecht den durchschnittlichen Börsenkurs als Untergrenze ermittelt.

## **5. Vergleichsorientierte Bewertung**

Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertkalkülen sogenannte Multiplikatormethoden zur Abschätzung vorläufiger Unternehmenswerte, von Wertbandbreiten oder zu Plausibilisierungszwecken. Dieses Bewertungskonzept folgt ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert anhand eines Vielfachen einer Erfolgsgröße ermittelt. Das Multiplikatorverfahren basiert dabei auf einer vergleichenden Unternehmensbewertung im dem Sinne, dass geeignete Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen oder Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Derartige Multiplikatorbewertungen stellen nur vereinfachte Wertfindungen dar, können jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle bieten (vgl. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 143; kritisch zur Aussagekraft: OLG Frankfurt 2. Mai 2011, 21 W 3/11, Tz. 83 (juris); OLG Frankfurt, 15. Februar 2010, 5 W 52/09; Tz. 105 (juris)). Der Bewertungsgutachter hat ergänzend zu der vorgenommenen analytischen Bewertung nach der Ertragswertmethode eine vergleichsorientierte Bewertung unter Verwendung von Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren durchgeführt.

Wir haben die Multiplikator-Bewertung durch EY anhand eigener Überlegungen plausibilisiert. Als Ergebnis ist festzustellen, dass der fundamentale, nach IDW S 1 i. d. F. 2008 abgeleitete Unternehmenswert innerhalb der Bandbreite der Marktbewertungen vergleichbarer Unternehmen liegt. Somit ergeben sich aus diesen Plausibilitätsüberlegungen keine Anhaltspunkte dafür, dass der ermittelte Unternehmenswert im Vergleich zum aktuellen Kapitalmarktumfeld zu gering ist.

## **6. Vorerwerbe durch die Linde Intermediate**

Das Bundesverfassungsgericht hat mit seiner Entscheidung vom 27. April 1999 festgestellt, dass die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Anteilseigentums zur Bemessung der Barabfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben können, weil sie regelmäßig weder zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderheitsaktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien eine Beziehung haben (vgl. BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566, 568). Die Erwägungen eines Mehrheitsaktionärs, der im Vorfeld und zur Vorbereitung einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme – wie z. B. im Rahmen eines Übernahmeangebots – gegebenenfalls überhöhte Preise zu akzeptieren bereit ist, seien lediglich für den Mehrheitsaktionär bestimmend, während sie für Dritte keine Bedeutung hätten. Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelinge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch. Diese Entscheidung entspricht der herrschenden Meinung in der Literatur und der höchstrichterlichen Rechtsprechung (vgl. für alle: Paulsen, in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., 2015, § 305, Tz. 82; BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632).

Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH am 15. Oktober 2009 (Rs. C 101/08, AG 2009, S. 821 ff.) getroffen. Nach Auffassung des EuGH enthält das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz, durch den die Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt sind, dass der Hauptaktionär verpflichtet ist, deren Aktien zu den gleichen Bedingungen aufzukaufen wie die, die beim Erwerb einer Beteiligung vereinbart wurden, mit der der Hauptaktionär die Kontrolle erlangt oder seine Kontrolle verstärkt wird. Die Irrelevanz von Preisen, die der Hauptaktionär bezahlt, wurde ausdrücklich vom BGH (19. Juli 2010, II ZR 18/09, AG 2010, S. 629, 632), dem OLG München (26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, Tz. 34 (BeckRS)), dem OLG Düsseldorf (12. November 2015, I-26 W 9/14, Tz. 49 (BeckRS)), dem OLG Stuttgart (4. Mai 2011, 20 W 11/08, AG 2011, S. 560, 562), dem OLG Frankfurt (24. November 2011, 21 W 7/11, Tz. 30 (juris)) sowie dem OLG Hamburg (27. März 2012, 13 W 20/09, Beschlusstext, S. 7) nochmals festgehalten (gl.A. LG München, 21. Juni 2013, 5 HK O 19183/09, Tz. 322 f. (juris) m.w.N.; a.A. LG Frankfurt, 25. November 2014, 3-05 O 43/13, Tz. 86 (juris); LG Hannover, 22. August 2012, 23 AktE 149/10 entgegen der BGH-Rechtsprechung). Zusammenfassend ist festzuhalten, dass Vorerwerbspreisen aus früheren Aktienkäufen keine Bewertungsrelevanz zukommt.

### **III. Ergebnis**

Zusammengefasst halten wir die vorgenommene Ableitung des Unternehmenswerts unter Ertragswertgesichtspunkten zur Ableitung der angebotenen Barabfindung für angemessen im Sinne des § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. § 327a AktG.

Durch die ausschließliche Verwendung des Ertragswerts (unter Einbezug von Sonderwerten) zur Ermittlung eines Ausgangspunktes für die Festlegung der Barabfindung entfällt die Berichterstattung über die Gewichtung verschiedener Methoden nach § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §327c Abs. 2 S. 4 AktG, § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG.

## **D. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung**

Die angemessene Barabfindung muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär berücksichtigen. Die Barabfindung ist angemessen, wenn sie dem vollen Wert der jeweils übertragenen Aktien entspricht. Dieser entspricht dem quotalen Wertanteil am objektivierten Gesamtwert des Unternehmens (vgl. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 13).

Der Unternehmensbewertung liegt die Planung der Linde AG für die Geschäftsjahre 2018 (Hochrechnung) bis 2022 zugrunde. Das Geschäftsjahr 2023 stellt aus bewertungstechnischer Sicht das erste Rentenjahr dar. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Planungsrechnung auf Konsistenz und Plausibilität der Annahmen untersucht (vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 5). Unsere Prüfungshandlungen haben wir dabei auf Vergangenheitsanalysen, Erläuterungen zur Planungsrechnung, Arbeitsunterlagen des Bewertungsgutachters sowie veröffentlichte marktspezifische Informationen von qualitativem Aussagewert gestützt. Die benannten Auskunftspersonen innerhalb der Linde AG haben uns die Geschäftstätigkeit sowie die Grundlagen der Planungsrechnung ausführlich erläutert. Zur Plausibilisierung der Planung haben wir ferner diverse Kennzahlen und Steigerungsraten ermittelt und diese mit vorliegenden Marktinformationen abgeglichen. Zu Einzelheiten verweisen wir auf unsere nachstehenden Ausführungen zur Planung.

Für die Vergangenheitsanalysen standen uns die Berichte über die Prüfung des Jahresabschlusses, des Lageberichts, des Konzernabschlusses und des Konzernlageberichts der Linde AG für die Geschäftsjahre 2015 bis 2017 sowie die von KPMG geprüften sog. Carve out-Finanzzahlen der im Rahmen des Zusammenschlusses mit der Praxair veräußerten Geschäftsbereiche zur Verfügung. Wesentliche Einflussfaktoren wurden uns von den Auskunftspersonen in Gesprächen ergänzend erläutert.

Zur Prüfung der Unternehmensbewertung haben wir die vom Bewertungsgutachter in elektronischer Form zur Verfügung gestellten Bewertungsmodelle sowie das Bewertungsgutachten herangezogen. Zu Einzelfragen wurde uns jeweils mündlich oder gegebenenfalls in schriftlicher Form Auskunft erteilt. Bei der Beurteilung der methodischen Vorgehensweise haben wir geprüft, ob die Grundsätze des IDW S 1 i. d. F. 2008 beachtet worden sind. Den Kapitalisierungszinssatz haben wir anhand der Arbeitsunterlagen des Bewertungsgutachters sowie öffentlich zugänglicher Kapitalmarktdaten geprüft. Auf der Grundlage der Prüfungsberichte zu den Jahresabschlüssen und der Befragung der uns benannten Auskunftspersonen haben wir untersucht, ob nicht betriebsnotwendiges Vermögen gesondert zu erfassen ist.

Bei der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung haben wir folgende Prüfungsschwerpunkte festgelegt:

- Vollständigkeit der Abbildung des Bewertungsobjekts,
- Plausibilität und Aktualität der Planungsrechnung,
- Analyse der Bereinigungen im Rahmen der Vergangenheitsanalyse,
- zutreffende Anwendung des IDW S 1 i. d. F. 2008,
- Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses und der nachhaltigen Thesaurierung,
- Zusammenstellung der Peer Group und Ableitung des Betafaktors.

Die in einzelnen Punkten bestehenden unterschiedlichen Auffassungen wurden im Verlauf der Prüfung zwischen Ebner Stolz und dem Bewertungsgutachter EY diskutiert.

Zum endgültigen Stand der Bewertungsarbeiten hat es zwischen Ebner Stolz und EY keine sich auf unser Angemessenheitsurteil auswirkende Meinungsunterschiede mehr gegeben. Dementsprechend ist unser Prüfungsbericht in keinem Punkt eingeschränkt und bestätigt in vollem Umfang die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung.

## **E. Prüfungsfeststellungen im Einzelnen**

Die in Abschnitt C. erläuterten allgemeinen Bewertungsgrundsätze bilden einen Rahmen, der im Einzelfall zu konkretisieren ist. Von der Angemessenheit der Umsetzung der allgemeinen Bewertungsgrundsätze in die konkrete methodische Vorgehensweise bei der Bewertung der Linde AG haben wir uns – wie im Folgenden erläutert – überzeugt.

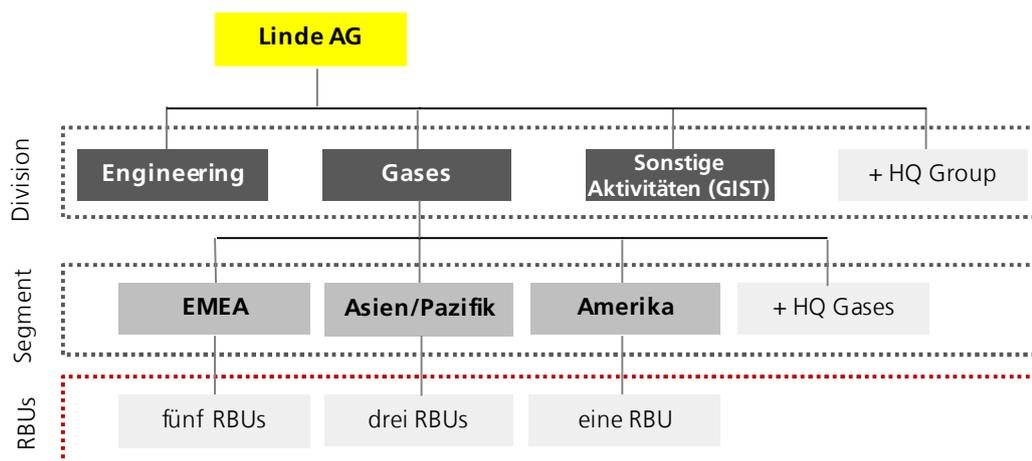
Der Unternehmenswert der Linde AG wurde vom Bewertungsgutachter unter Heranziehung des Ertragswerts zuzüglich der Sonderwerte abgeleitet. Diese konkrete Vorgehensweise ist nach unseren Feststellungen sachgerecht und bildet den Wert der Linde AG angemessen in einem Bewertungsmodell ab.

Die Durchführung der Bewertung haben wir in allen wesentlichen Schritten, insbesondere hinsichtlich der Ableitung der zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes und der Abzinsung der Überschüsse auf den Bewertungsstichtag nachvollzogen.

### **I. Bewertungsobjekt**

Unsere Prüfung bezieht sich auf die vom Hauptaktionär – der Linde Intermediate – festgelegte Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär der Linde AG. Bewertungsobjekt ist folgerichtig die Linde AG einschließlich ihrer Tochtergesellschaften und Beteiligungen.

Die Organisationsstruktur der Linde AG ist in der folgenden Grafik dargestellt:



Wir bezeichnen im Folgenden die Linde AG einschließlich ihrer verbundenen Unternehmen und Beteiligungen auch als „Linde-Gruppe“.

Die Geschäftstätigkeit der Linde-Gruppe umfasst insbesondere die Divisionen Gase und Engineering und ist somit dem globalen Industriegasemarkt zuzuordnen. Ebenso bildet der Logistikdienstleister GIST eine weitere Aktivität der Linde-Gruppe, die seit dem 30. Juni 2018 wieder unter den fortgeführten Aktivitäten ausgewiesen und auch in der Planungsrechnung enthalten ist.

Die Hauptkunden im Gaseversorgungs-geschäft sind in allen Bereichen der Industrie, des Handels, des Handwerks, in Wissenschaft und Forschung sowie Medizin vertreten. Kernprodukt ist dabei die Herstellung und der Vertrieb von Industrie-, Prozess- und Spezialgasen. Als Wettbewerbsvorteil zu anderen Technologieunternehmen wird von der Linde-Gruppe insbesondere das integrierte Geschäftsmodell genannt, wodurch sie ihren Kunden die gesamte Leistungspalette im internationalen Gase- und Anlagenbaugeschäft bieten kann.

Ein weiterer Vorteil gegenüber wichtigen Wettbewerbern stellt das unternehmensinterne, verfahrenstechnische Know-how für die Planung, die Projektierung und den Bau schlüsselfertiger Industrieanlagen mit Bezug zur Gaseproduktion dar. Dadurch kann bei allen Stufen des Produktportfolios der Division „Engineering“ auf konzerninternes Wissen zurückgegriffen werden und gleichzeitig die Abhängigkeit gegenüber Dritten gesenkt werden. Das Angebot der Engineering-Division umfasst Luftzerlegungsanlagen zur Produktion von Luftgasen wie Sauerstoff, Stickstoff und Edelgasen, Anlagen zur Erdgasverflüssigung (LNG) und -aufbereitung, Petrochemie-Anlagen sowie Anlagen zur Gewinnung von Wasserstoff, Kohlemonoxid, Synthesegas, Ammoniak und Methanol. Kleine Anlagen oder Großprojekte werden von Kunden weltweit beauftragt.

Die größte Division Gases gliedert sich in die drei Segmente EMEA (Europa, Mittlerer Osten und Afrika), Asien/Pazifik sowie Amerika. Die operative Steuerung der Geschäfte erfolgt innerhalb der drei Segmente regional strukturiert in sogenannten Regional Business Units (RBUs). In diesem Geschäftsbereich produziert und vertreibt die Linde-Gruppe Industrie- und Medizingase. Je nach Kundenwünschen werden die Industrie- und Medizingase in verschiedenen Formen zum Verbraucher transportiert oder über On-Site-Anlagensysteme bereitgestellt. Das Leistungsangebot des Bereichs „Industriegase“ reicht von den Luftgasen Sauerstoff, Stickstoff und Argon über Wasserstoff, Acetylen, Kohlenmonoxid und Kohlendioxid über Schweißschutzgase und Edelgase bis zu hochreinen Spezialgasen. Diese Gase werden im täglichen Leben nahezu überall eingesetzt, wodurch eine Vielzahl von Branchen abgedeckt werden können. Im Bereich „Healthcare“ bietet Linde Produkte und Dienstleistungen rund um die Beatmung von Patienten. Die Produktpalette umfasst medizinische Gase, Geräte, Therapien und begleitende Dienstleistungen. Diese Leistungen finden nicht nur in Krankenhäusern, sondern auch in der Langzeittherapie zuhause Anwendung (sog. „Homecare“). Darüber hinaus beliefert Linde Krankenhäuser mit den dort benötigten Gasen (sog. „Hospital Care“).

Für die Bewertung einer Unternehmensgruppe wie der Linde-Gruppe kommen grundsätzlich unterschiedliche Methoden in Betracht. Nach dem Sum of the Parts-Ansatz kann jedes Konzernunternehmen einzeln und isoliert bewertet und der Wert des Konzerns durch Addition der Einzelwerte ermittelt werden. Alternativ kann der Wert des Konzerns auch direkt als Gesamtwert auf der Grundlage konsolidierter Ergebnisse ermittelt werden. Die dritte Form stellt das sogenannte Dividendenstrommodell dar, bei dem Einnahmen aus erwarteten Beteiligungserträgen über Dividendenströme auf Ebene des Mutterunternehmens, hier der Linde AG, erfasst werden.

Die vom Vorstand der Linde AG erstellte und uns zur Verfügung gestellte Planung der Linde AG besteht aus einer Plan-Gewinn- und Verlustrechnung sowie einer korrespondierenden Planbilanz und einer Plan-Cashflow-Rechnung jeweils auf Konzernebene und bildet das Bewertungsobjekt in einer konsolidierten Planungsrechnung sachgerecht ab.

## **II. Bewertungsstichtag**

Als Bewertungsstichtag wurde der 12. Dezember 2018 gewählt. Dies ist nach § 327b Abs. 1 AktG zutreffend, da dies der Tag ist, an dem die außerordentliche Hauptversammlung der Linde AG über die Übertragung der Aktien beschließen soll.

Der Bewertungsgutachter hat im Bewertungsmodell als technischen Bewertungsstichtag den 1. Januar 2018 festgelegt. Die künftig zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse wurden jeweils zunächst auf diesen Tag abgezinst. Anschließend wurde der so ermittelte Barwert der finanziellen Überschüsse mit dem Kapitalisierungszinssatz des ersten Planjahres auf den Bewertungsstichtag 12. Dezember 2018 geometrisch (vgl. LG München, 7. Mai 2014, 5 HK O 21386/12, Beschlusstext S. 59) aufgezinst.

Unter Berücksichtigung eines Zinssatzes von 5,81 % und 346 Tagen bis zur außerordentlichen Hauptversammlung ergibt sich folgender Aufzinsungsfaktor:

$$\text{geometrische Aufzinsung: } 1,0550 = (1 + 0,0581)^{346/365}$$

Diese Vorgehensweise halten wir für sachgerecht. Wir haben uns von der rechnerischen Richtigkeit der Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag überzeugt.

Am Rande sei vermerkt, dass eine lineare Aufzinsung, bei der der Aufzinsungsfaktor mit dem Kapitalisierungszinssatz des ersten Planjahres mit dem Quotienten aus der Anzahl der Tage bis zum Bewertungsstichtag und der Anzahl der Tage des Gesamtjahres (365 Tage) multipliziert wird, nicht sachgerecht ist, weil sie unterjährige Zinseszinsseffekte nicht abbildet. Ferner muss die Festlegung eines technischen Stichtags samt Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag zu dem gleichen Ergebnis führen, wie eine direkte Diskontierung der Nettoeinnahmen auf den Bewertungsstichtag (vgl. Popp/Kunowski, Berücksichtigung von Steuern, in Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., 2015, S. 1311, 1320).

### **III. Ertragswert**

#### **1. Analyse der Vergangenheitsergebnisse**

Zur Einschätzung der vorhandenen Ertragskraft und zur Beurteilung der Plausibilität der Planungsrechnungen hat der Bewertungsgutachter EY ausgehend von den Geschäftsberichten der Linde AG für die Geschäftsjahre 2015 bis 2017 die Vergangenheitsergebnisse analysiert und Aufwendungen und Erträge soweit aufgegliedert, bereinigt und erläutert, um die in der Vergangenheit wirksamen Erfolgsursachen erkennbar zu machen.

Neben der Bereinigung der Ertragslage um Sachverhalte mit Einmalcharakter war es vorliegend von Bedeutung, organisatorische Veränderungen innerhalb der Linde-Gruppe sowie Änderungen bei den Rechnungslegungsvorschriften zu berücksichtigen. Die von EY vorgenommenen Bereinigungen gliedern sich daher in vier Teilbereiche:

- Veräußerungen von Unternehmensteilen aus regulatorischen Gründen („kartellrechtliche Disposals“),
- Berücksichtigung des Logistikdienstleisters GIST, der in einzelnen Jahren als nicht fortgeführte Aktivität bilanziert wurde,
- Änderungen bei der Bilanzierung kundenbezogener Lieferungen und Leistungen durch IFRS 15 (von der Gesellschaft als „Tolling Accounting“ bezeichnet),
- Eliminierung von Sondereffekten und Sachverhalten mit Einmalcharakter.

Ausgangspunkte für die Vergangenheitsanalysen waren die geprüften Konzernabschlüsse der Linde AG für die Geschäftsjahre 2015 bis 2017. Die unbereinigte Ertragslage stellt sich demnach wie folgt dar:

<b>Linde-Gruppe, unbereinigt</b>	2015		2016		2017	
	Ist		Ist		Ist	
	EUR Mio.	%	EUR Mio.	%	EUR Mio.	%
Umsatz	17.944	100,0	16.948	100,0	17.113	100,0
Kosten der umgesetzten Leistungen	11.575	64,5	10.847	64,0	11.274	65,9
<b>Bruttoergebnis vom Umsatz</b>	<b>6.369</b>	<b>35,5</b>	<b>6.101</b>	<b>36,0</b>	<b>5.839</b>	<b>34,1</b>
Vertriebskosten	2.711	15,1	2.387	14,1	2.375	13,9
Forschungs- und Entwicklungskosten	132	0,7	121	0,7	112	0,7
Verwaltungskosten	1.664	9,3	1.720	10,1	1.629	9,5
Sonstige betriebliche Erträge	421	2,3	467	2,8	418	2,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	252	1,4	278	1,6	216	1,3
Anteiliges Ergebnis aus ass. Unt. und JV	12	0,1	13	0,1	19	0,1
<b>EBIT</b>	<b>2.043</b>	<b>11,4</b>	<b>2.075</b>	<b>12,2</b>	<b>1.944</b>	<b>11,4</b>
Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen	1.896	10,6	1.897	11,2	1.896	11,1
<b>EBITDA</b>	<b>3.939</b>	<b>22,0</b>	<b>3.972</b>	<b>23,4</b>	<b>3.840</b>	<b>22,4</b>

Darüber hinaus lagen uns Auswertungen des Linde-Rechnungswesens zur Ertrags- und Vermögenslage des Logistikdienstleisters GIST für die Geschäftsjahre 2016 und 2017 vor. Ferner standen uns von KPMG geprüfte kombinierte Jahresabschlüsse der aus kartellrechtlichen Gründen veräußerten Geschäftseinheiten (sog. „Carve-out Financial Statements“) für die Geschäftsjahre 2016 und 2017 inklusive der zugehörigen SAP-Saldenlisten vor. Auf dieser Basis haben wir die Analysen des Bewertungsgutachters einer Plausibilitätsprüfung unterzogen.

Das Bewertungsgutachten von EY enthält auf den Seiten 53 f. Erläuterungen zu den durchgeführten Bereinigungen. Dazu hat der Bewertungsgutachter zunächst die Auswirkungen der **kartellrechtlich bedingten Veräußerungen** von Unternehmensteilen („Disposals“), die uneinheitliche Behandlung des Logistikdienstleisters GIST in den Geschäftsberichten der Linde AG sowie die Auswirkungen des sog. „Tolling Accounting“ auf Ebene der Umsatzerlöse und des Operating Profit sowie in der Bilanz bereinigt.

Gemäß den uns von der Gesellschaft vorgelegten Unterlagen betreffen die kartellrechtlich bedingten Veräußerungen folgende Unternehmenseinheiten. In vielen Fällen handelt es sich dabei nicht um die Veräußerung rechtlicher Einheiten, sondern um die Übertragung von Vermögenswerten, die zu diesem Zweck zuvor in eigens hierfür geschaffene Gesellschaften eingebracht werden:

<b>Kartellrechtlich bedingte Veräußerungen</b>		
Betroffene Einheit	Land	Umfang der Veräußerung
<b>Basisverkäufe Amerikageschäft</b>		
Linde North America, Inc.	USA	Teilbereiche
Linde Gas North America, LLC	USA	Teilbereiche
Linde, LLC	USA	Teilbereiche
Linde Energy Services, Inc.	USA	rechtliche Einheit
Linde Merchant Production, Inc.	USA	rechtliche Einheit
Linde Canada Limited	Kanada	rechtliche Einheit
Linde Gas Puerto Rico Inc.	Puerto Rico	rechtliche Einheit
General Gases of the Virgin Islands Inc.	US Virgin Islands	rechtliche Einheit
Linde Gases Ltda	Brasilien	rechtliche Einheit
Linde – BOC Gases Limitada	Brasilien	rechtliche Einheit
Remeo Medical Services S.A.S.	Kolumbien	rechtliche Einheit
Linde Colombia SA.	Kolumbien	rechtliche Einheit
Linde Energy Service S.A.S. ESP.	Kolumbien	rechtliche Einheit
<b>Weitere Verkäufe Amerikageschäft</b>		
La Porte	USA	Vermögenswerte
Clear Lake	USA	Vermögenswerte
Weitere Anlagen	USA	Vermögenswerte
<b>Weitere Verkäufe in China</b>		
Guangkong Industrial Gases Company Limited	China	rechtliche Einheit
Guangzhou Pearl River Industrial Gases Company Limited	China	rechtliche Einheit
Linde GISE Gas (Guangzhou) Co., Ltd.	China	rechtliche Einheit
Linde GISE Gas (Shenzhen) Co., Ltd	China	rechtliche Einheit

Der größte Teil der Veräußerungen (vorstehend als „Basisverkäufe Amerikageschäft“ bezeichnet) ist Teil der von KPMG geprüften Carve-out Financial Statements. EY hat für diese Gesellschaften auf die Carve-out Financial Statements zurückgegriffen und die Ertrags- und Vermögenslage der Linde-Gruppe insoweit bereinigt. Bedingt durch weitere kartellrechtliche Auflagen hat die Linde-Gruppe weitere Veräußerungen in Nordamerika vorgenommen. Diese sowie weitere im Jahr 2018

vorgenommene Veräußerungen ohne Bezug zur Praxair-Fusion hat EY ebenfalls bereinigt. Zu letzteren zählen insbesondere die im ersten Halbjahr 2018 vollzogene Veräußerung der Tega - Technische Gase und Gasetechnik GmbH sowie der im zweiten Halbjahr 2018 durchgeführte Verkauf des Remeo-Geschäfts in Deutschland. Ferner umfassen die Bereinigungen das LPG-Geschäft in Taiwan und das Iran-Gasegeschäft der Linde-Gruppe.

Seit Fertigstellung der Planungsrechnung vom 5. September 2018 haben sich weitere kartellrechtlich bedingte Veräußerungen konkretisiert. Dies betrifft weitere HyCO Anlagen und das Lasergeschäft in den USA sowie das Heliumgeschäft in China und Anlagen in Indien und Südkorea. Der hieraus resultierende Effekt auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Linde-Gruppe ab dem Jahr 2019 wurde im Rahmen einer Aktualisierung der Planungsrechnung abgebildet, die am 9. Oktober 2018 vom Vorstand bestätigt wurde.

Der Logistikdienstleister **GIST** wurde in den Linde-Geschäftsberichten der Jahre 2016 und 2017 vor dem Hintergrund von Verkaufsverhandlungen als nicht fortgeführte Aktivität ausgewiesen. Im zweiten Quartal 2018 wurden die Verkaufsverhandlungen jedoch abgebrochen. GIST ist daher auch Teil der Mittelfristplanung der Linde-Gruppe. Um eine Vergleichbarkeit der Planung mit den Vergangenheitszahlen herzustellen, hat der Bewertungsgutachter die Ertrags- und Vermögenslage der Jahre 2016 und 2017 um die auf GIST entfallenden Beträge ergänzt.

Die erstmalige Anwendung des neuen **Rechnungslegungsstandards IFRS 15** zum 1. Januar 2018 führt zu einer Verrechnung von bislang brutto erfassten Kosten mit der umsatzseitigen Kostenerstattung bei Liefer- und Leistungsverträgen, in denen die Linde-Gruppe keine Verfügungsgewalt über die bezogenen Lieferungen und Leistungen ausübt (dies betrifft vor allem Energiebezugsleistungen bei On-Site-Verträgen). Im Vergleich zu den Vorjahren resultiert hieraus ein Umsatzrückgang bei gleichzeitig korrespondierendem Rückgang der Umsatzkosten. Die Anpassung der Rechnungslegung hat insoweit keine Auswirkungen auf das operative Ergebnis. Durch die Reduzierung der Umsatzerlöse ergibt sich jedoch rein technisch eine Erhöhung der Ergebnismarge. Um eine Vergleichbarkeit der Vergangenheitszahlen mit der unter Berücksichtigung des neuen IFRS 15 erstellten Mittelfristplanung zu erreichen, hat der Bewertungsgutachter EY die historischen Umsätze entsprechend angepasst.

Wir haben uns im Rahmen unserer Arbeiten davon überzeugt, dass die von EY gewählte Vorgehensweise in allen drei Punkten angemessen ist und sachgerecht umgesetzt wurde.

Neben den vorstehend benannten technisch bedingten Anpassungen hat EY darüber hinaus auch Sachverhalte mit Einmalcharakter aus den Vergangenheitszahlen eliminiert, um die Planungsrechnung besser einordnen zu können. Die von EY vorgenommenen Bereinigungen umfassten dabei folgende Sachverhalte:

- Aufwendungen für Restrukturierungsmaßnahmen,
- Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Zusammenschluss mit Praxair,
- Erträge und Aufwendungen aus der Währungsumrechnung.

Wir haben die Überleitungsrechnungen sowie die Bereinigungen anhand der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen nachvollzogen. Zudem haben wir die Bereinigungen auf Vollständigkeit und Richtigkeit überprüft sowie die Gründe für die Entwicklung in der Vergangenheit nachvollzogen. Wir halten die von EY vorgenommenen Bereinigungen für sachgerecht.

Die von EY vorgenommenen Bereinigungen sowie die bereinigten Umsatzerlöse und operativen Ergebnisse stellen sich im Einzelnen wie folgt dar:

<b>Linde-Gruppe</b>	2015	2016	2017
	Ist	Ist	Ist
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.
<b>Umsatz unbereinigt</b>	<b>17.944</b>	<b>16.948</b>	<b>17.113</b>
Geschäftsveräußerungen	-1.820	-1.787	-1.877
GIST	0	587	580
Tolling Accounting	-382	-375	-377
<b>Umsatz bereinigt</b>	<b>15.743</b>	<b>15.374</b>	<b>15.439</b>
<b>EBITDA unbereinigt</b>	<b>3.939</b>	<b>3.972</b>	<b>3.840</b>
Aufwendungen für Restrukturierungsmaßnahmen	192	116	280
Aufwendungen im Zusammenhang mit Praxair	0	10	93
<b>Operatives Ergebnis laut Geschäftsbericht</b>	<b>4.131</b>	<b>4.098</b>	<b>4.213</b>
Geschäftsveräußerungen	-385	-390	-411
GIST	0	44	23
<b>Operatives Ergebnis, bereinigt</b>	<b>3.746</b>	<b>3.752</b>	<b>3.825</b>

Über die von EY hinaus vorgenommenen Bereinigungen wäre es nach unserer Einschätzung sinnvoll, auch solche Sachverhalte aus den Vergangenheitszahlen zu eliminieren, die aufgrund ihres Charakters typischerweise nicht planbar sind und daher auch nicht in der Planungsrechnung der Gesellschaft enthalten sind. Hierzu zählen insbesondere Teile der unter den sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen in den Geschäftsberichten der Linde AG ausgewiesenen Sachverhalte wie Erträge und Verluste aus Anlagenabgängen, Erträge und Aufwendungen aus Wechselkursdifferenzen,

Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen einschließlich der entsprechenden Zuführungsbeträge sowie Erträge aus der Änderung von Pensionsplänen. Eine weitergehende Bereinigung dieser Sachverhalte hätte keine Auswirkungen auf das Bewertungsergebnis und würde zu einer Reduzierung der adjustierten operativen Ergebnisse der Jahre 2015 bis 2017 im hohen zweistelligen bzw. niedrigen dreistelligen Millionenbereich p.a. führen.

## **2. Planungsrechnung**

### **a) Planungsprozess**

Die Planung der Linde AG umfasst eine integrierte Ergebnis-, Bilanz- und Cashflowplanung und ist nach den Grundsätzen der IFRS erstellt. Der Planungshorizont der Linde AG erstreckt sich über einen Zeitraum von vier Jahren und umfasst damit die Geschäftsjahre 2019 bis 2022. Die vorliegende Planungsrechnung basiert auf einer Hochrechnung für das aktuelle Geschäftsjahr und beinhaltet die Ist-Zahlen für das 1. Halbjahr 2018 und die an die aktuellen Erwartungen angepassten Budgetzahlen für das 2. Halbjahr (sogenannter „Outlook 6+6“).

Die Ergebnisplanung setzt sich dabei aus den Planungsrechnungen für die einzelnen regionalen Einheiten des Gase-Geschäfts und den Planungsrechnungen für die zusätzlichen Geschäftsbereiche „Engineering“ und „GIST“ zusammen. Diese Planungseinheiten (RBU = Regional Business Unit) entsprechen den operativen Steuerungseinheiten der Linde AG.

Im Zeitraum Juni bis September 2018 hat die Linde AG für das Geschäftsjahr 2019 eine detaillierte Überarbeitung der Mittelfristplanung des Vorjahres vorgenommen. Insbesondere berücksichtigt sind dabei die Kenntnisse über die finanzielle Entwicklung der jeweiligen RBUs im ersten Halbjahr 2018. Zudem sind in den Budget-Zahlen die zum Zeitpunkt der Ausarbeitung der Planungsrechnung erwarteten regulatorischen und sonstigen operativen Desinvestitionen in den jeweiligen RBUs berücksichtigt. Die Planungsrechnungen der Folgejahre 2020 bis 2022 stellen eine Fortschreibung der Budget-Zahlen 2019 dar und berücksichtigen auf Ebene der einzelnen Planungseinheiten (RBUs) Annahmen über jährliche Wachstumsraten und erwartete Margen-Entwicklungen.

Die Planung aus dem September 2018 wurde am 5. September 2018 dem Vorstand vorgelegt und von diesem bestätigt.

Anfang Oktober 2018 hat die Gesellschaft aufgrund neuerer Erkenntnisse insbesondere zu den kartellrechtlich bedingten Veräußerungen eine Überarbeitung ihrer Planungsrechnung vorgenommen. Neben der zusätzlichen Veräußerung weiterer Unternehmensteile betrifft dies auch zusätzliche

Aufwendungen im Zusammenhang mit den Veräußerungen sowie den Ergebniseffekt aus einer Abwicklung von Zinsswaps. Der finale Stand wurde am 9. Oktober 2018 vom Vorstand bestätigt.

Der Vorstand hat uns bestätigt, dass die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Planungsrechnungen der Linde AG vom 9. Oktober 2018, die zugrunde liegenden Planannahmen sowie die mit der Planung einhergehenden Erläuterungen seinen Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Erträge, Aufwendungen und Cashflows entsprechen.

Aufgrund der engen zeitlichen Nähe des neuen Planungsstands zum Ende der Bewertungsarbeiten hat sich der Bewertungsgutachter EY in Abstimmung mit dem Vorstand dazu entschlossen, im EY-Bewertungsgutachten darstellerisch weiterhin grundsätzlich auf den Planungsstand vom September 2018 abzustellen. Ergänzend hierzu hat EY die zusätzlichen Aufwendungen im Zusammenhang mit den Veräußerungen sowie den Ergebniseffekt aus einer Abwicklung der Zinsswaps unmittelbar in der Planungsrechnung berücksichtigt. Die aus zusätzlichen Veräußerungen resultierenden Umsatz-, Ergebnis- und Bilanzeffekte hat der Bewertungsgutachter hingegen in Abstimmung mit dem Vorstand als separaten (negativen) Werteffekt aus erwarteten Mindererlösen zusätzlicher kartellrechtlich bedingter Veräußerungen ausgewiesen. Wir haben uns im Rahmen unserer Prüfungsarbeiten von der Angemessenheit der Vorgehensweise des Bewertungsgutachters überzeugt und halten diese für angemessen.

## **b) Plan-Ist-Vergleich**

Der Bewertungsgutachter EY hat für die Jahre 2015 bis 2017 einen Vergleich der jeweils im November geplanten Umsätze und Ergebnisse mit den bereinigten Ist-Umsätzen und Ist-Ergebnissen für das jeweils erste Planjahr vorgenommen. EY kommt dabei zu dem Ergebnis, dass unter Berücksichtigung der konjunkturellen und gesellschaftlichen Begleitumstände die Planzahlen nahezu eingehalten wurden.

Ergänzend hierzu haben wir einen Plan-Ist-Vergleich auch für einen längerfristigen Zeitraum untersucht. Hierzu haben wir die seit dem November 2013 erstellten Mittelfristplanungen zugrunde gelegt. Soweit erforderlich haben wir Plan- oder Ist-Zahlen hinsichtlich der Umgliederung des Logistikbereichs GIST vergleichbar gemacht. Abweichend zu EY haben wir zudem durchgängig die Planzahlen unter Berücksichtigung der jeweils ursprünglich geplanten Wechselkurse zugrunde gelegt. EY stellt abweichend hierzu auf Budgetzahlen ab, die an die tatsächliche Wechselkursentwicklung angepasst wurde.

Unser Plan-Ist-Vergleich stellt sich wie folgt dar:

<b>Linde-Gruppe Umsatzerlöse</b>		Planjahr				
		2014	2015	2016	2017	2018
Jahr der Planerstellung	MTP 2014-17	-2,8%	-4,9%	-13,6%	-18,7%	
	MTP 2015-18		0,1%	-8,0%	-12,1%	-21,2%
	MTP 2016-19			-3,3%	-6,9%	-16,4%
	MTP 2017-20				3,3%	-6,0%
Ø Abw.		-2,8%	-2,4%	-8,3%	-8,6%	-14,5%

<b>Linde-Gruppe Operatives Ergebnis</b>		Planjahr				
		2014	2015	2016	2017	2018
Jahr der Planerstellung	MTP 2014-17	-0,6%	-3,3%	-12,9%	-17,8%	
	MTP 2015-18		5,2%	-2,4%	-7,2%	-16,1%
	MTP 2016-19			1,1%	-0,6%	-9,4%
	MTP 2017-20				4,0%	-3,0%
Ø Abw.		-0,6%	0,9%	-4,7%	-5,4%	-9,5%

Im ersten Planjahr zeigt sich auf Ebene der Umsatzerlöse ein gemischtes Bild. Eine systematische Über- oder Untererfüllung der Budgetziele ist jedoch nicht ersichtlich. Auf Ebene des operativen Ergebnisses ist hingegen eine tendenzielle Übererfüllung der Budgetziele für das erste Planjahr erkennbar. Dies geht insbesondere im Jahr 2015 aber maßgeblich auf eine sehr positive Wechselkursentwicklung zurück (vgl. Geschäftsbericht der Linde AG zum 31. Dezember 2015, S. 55). Würde man, wie EY, die Wechselkursentwicklung bereinigen, ergäbe sich für das Geschäftsjahr 2015 beim operativen Ergebnis eine Zielverfehlung um rund 5 % (vgl. EY-Gutachten, S. 55).

Ab dem zweiten Planjahr waren die Planabweichungen sowohl bei den Umsatzerlösen als auch beim operativen Ergebnis durchweg negativ. Dabei nahm der Grad der Zielverfehlung mit fortschreitender Entfernung zum Planungstichtag kontinuierlich zu.

Vor diesem Hintergrund sehen wir insgesamt keine Anhaltspunkte für einen zu konservativen Planansatz der Linde-Verantwortlichen.

Neben dem Plan-Ist-Vergleich für die historischen Mittelfristplanungen haben wir auch die unterjährige Entwicklung geprüft und die Halbjahreszahlen per 30. Juni 2018 der Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2018 sowie den entsprechenden Zielerreichungsgraden den vergangenen drei Vorjahreszeiträumen gegenübergestellt:

Linde-Gruppe	2015			2016		
	1. Halbjahr (Ist)	Gesamtjahr (Ist)	1. Halbjahr (Ist)	1. Halbjahr (Ist)	Gesamtjahr (Ist)	1. Halbjahr (Ist)
	EUR Mio.	EUR Mio.	in %	EUR Mio.	EUR Mio.	in %
<b>Umsatzerlöse</b>	9.036	17.944	50,4%	8.560	16.948	50,5%
<b>Operatives Ergebnis</b>	2.104	4.131	50,9%	2.017	4.098	49,2%
<b>EBIT</b>	1.025	2.235	45,9%	1.092	2.201	49,6%
<b>EBT</b>	827	1.646	50,2%	909	1.751	51,9%
<b>Jahresergebnis</b>	629	1.252	50,2%	687	1.275	53,9%
<i>Marge in % der Umsätze</i>						
<i>Operatives Ergebnis</i>	23,3%	23,0%	-0,3%	23,6%	24,2%	0,6%
<i>EBIT</i>	11,3%	12,5%	1,1%	12,8%	13,0%	0,2%
<i>EBT</i>	9,2%	9,2%	0,0%	10,6%	10,3%	-0,3%

Linde-Gruppe	2017			2018		Ø 2015-2017
	1. Halbjahr (Ist)	Gesamtjahr (Ist)	1. Halbjahr (Ist)	1. Halbjahr (Ist)	Gesamtjahr (FC 6+6)	
	EUR Mio.	EUR Mio.	in %	EUR Mio.	EUR Mio.	
<b>Umsatzerlöse</b>	8.653	17.113	50,6%	8.640	16.837	51,3%
<b>Operatives Ergebnis</b>	2.123	4.213	50,4%	2.210	4.569	48,4%
<b>EBIT</b>	1.168	2.317	50,4%	1.294	2.706	47,8%
<b>EBT</b>	863	1.679	51,4%	1.125	2.499	45,0%
<b>Jahresergebnis</b>	669	1.566	42,7%	883	1.882	46,9%
<i>Marge in % der Umsätze</i>						
<i>Operatives Ergebnis</i>	24,5%	24,6%	0,1%	25,6%	27,1%	1,6%
<i>EBIT</i>	13,5%	13,5%	0,0%	15,0%	16,1%	1,1%
<i>EBT</i>	10,0%	9,8%	-0,2%	13,0%	14,8%	1,8%

Die Umsatzerlöse des Geschäftsjahres 2018 waren zum Ende des ersten Halbjahres zu rund 51,3 % erreicht. Im Durchschnitt der vergangenen drei Jahre lag die Zielerreichung zum 30. Juni bei rund 50,5 %. Damit liegt die Linde-Gruppe zum Halbjahreszeitpunkt bezogen auf die Gesamtjahreserwartungen etwas besser als in den Vorjahren. Dies ist maßgeblich auf eine für Linde günstige Wechselkursentwicklung zurückzuführen.

Bei allen anderen Positionen, insbesondere den bewertungsrelevanten Ergebnisgrößen, liegt die Linde-Gruppe zum 30. Juni 2018 jedoch unter 50 % des jeweiligen Budgetwerts und zugleich auch hinter den Zielerreichungsgraden der Vorjahre.

Gleiches gilt im Hinblick auf die angestrebten Margen für operatives Ergebnis, EBIT und EBT. Auch hier lagen die erreichten Margen zum Halbjahr um jeweils 1,1 bis 1,8 Prozentpunkte unter Plan sowie hinter dem Zielerreichungsgrad der vergleichbaren Vorjahreszeiträume.

Auch die Analyse der Entwicklung des laufenden Geschäftsjahres zeigt (insbesondere hinsichtlich der Ergebnisgrößen) keine Anhaltspunkte für eine zu konservative Planungsrechnung.

### c) Operative Planung

#### aa) Allgemeine Planungsplausibilisierung

Die folgende Übersicht stellt die Planungsrechnung der Linde AG für die Geschäftsjahre 2018 bis 2022 auf Basis von Umsatz und operativem Ergebnis dar:

Linde-Gruppe	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	Ist	Ist	Ist	FC	Plan	Plan	Plan	Plan
	EUR Mio.							
<b>Umsatz bereinigt</b>	<b>15.743</b>	<b>15.374</b>	<b>15.439</b>	<b>16.836</b>	<b>15.305</b>	<b>15.770</b>	<b>16.372</b>	<b>17.044</b>
Wechselkursanpassung	-1.394	-900	-701	0	0	0	0	0
Anpassung um Veräußerungen	0	0	0	-1.733	0	0	0	0
<b>Umsatz für Planungsanalyse</b>	<b>14.349</b>	<b>14.474</b>	<b>14.738</b>	<b>15.104</b>	<b>15.305</b>	<b>15.770</b>	<b>16.372</b>	<b>17.044</b>
<i>Wachstum der Umsatzerlöse</i>		0,9%	1,8%	2,5%	1,3%	3,0%	3,8%	4,1%
<b>Operatives Ergebnis bereinigt</b>	<b>3.746</b>	<b>3.752</b>	<b>3.825</b>	<b>4.190</b>	<b>3.780</b>	<b>3.991</b>	<b>4.192</b>	<b>4.428</b>
Wechselkursanpassung	-325	-231	-188	0	0	0	0	0
Anpassung um Veräußerungen	0	0	0	-403	0	0	0	0
<b>Operatives Ergebnis laut EY</b>	<b>3.421</b>	<b>3.521</b>	<b>3.637</b>	<b>3.787</b>	<b>3.780</b>	<b>3.991</b>	<b>4.192</b>	<b>4.428</b>
<i>Wachstum des Operativen Ergebnis</i>		2,9%	3,3%	4,1%	-0,2%	5,6%	5,1%	5,6%
Kostensynergien (netto)	0	0	0	-30	-154	63	206	240
Korrektur Planwechselkurse	0	0	0	40	11	-14	-33	-52
Zusätzliche Kosten für Veräußerungen	0	0	0	-144	0	0	0	0
Rückaddition: Veräußerungen	0	0	0	403	0	0	0	0
Bereinigungen	0	0	0	475	0	0	0	0
<b>Operatives Ergebnis lt. Bewertung</b>	<b>3.421</b>	<b>3.521</b>	<b>3.637</b>	<b>4.531</b>	<b>3.638</b>	<b>4.040</b>	<b>4.365</b>	<b>4.616</b>
<b>OP-Marge für Bewertungszwecke</b>	<b>23,8%</b>	<b>24,3%</b>	<b>24,7%</b>	<b>30,0%</b>	<b>23,8%</b>	<b>25,6%</b>	<b>26,7%</b>	<b>27,1%</b>

Die Planungsrechnung der Linde AG ist jeweils in den Zeilen „Umsatz bereinigt“ und „Operatives Ergebnis bereinigt“ wiedergegeben.

Zur Kenntlichmachung des Einflusses von Wechselkursänderungen für die Umsatz- und Ergebnissituation der Linde-Gruppe hat der Bewertungsgutachter EY eine Umrechnung der bereinigten Vergangenheitszahlen an das Wechselkursniveau der Planung vorgenommen (in vorstehender Tabelle als „Wechselkursanpassung“ bezeichnet).

Darüber hinaus hat der Bewertungsgutachter die für das Jahr 2018 (inkl. der kartellrechtlich bedingten „Disposals“) realisierten bzw. erwarteten Veräußerungen ausschließlich zu Analysezielen aus dem Jahr 2018 eliminiert, um eine Konsistenz zu den übrigen Jahren herzustellen (in vorstehender Tabelle als „Anpassung um Veräußerungen“ bezeichnet). Wir weisen darauf hin, dass es sich hierbei nur um eine darstellerische Anpassung zu Analysezielen handelt. Im Rahmen der Unternehmenswertermittlung wurden die veräußerten Gesellschaften entsprechend ihrer Konzernzugehörigkeit im Jahr 2018 in voller Höhe berücksichtigt.

Wir haben uns von der Angemessenheit der Vorgehensweise des Bewertungsgutachters bei der Bereinigung der Vergleichszahlen überzeugt.

In Abstimmung mit dem Linde-Management hat der Bewertungsgutachter die Planung um Kostensynergien und Investitionssynergien abzüglich Implementierungskosten ergänzt. Diese sind in der Zeile „Kostensynergien (netto)“ dargestellt.

Nicht in der Zeile „Kostensynergien (netto)“ ausgewiesen sind erwartete Einsparungen aus den bereits eingeleiteten Restrukturierungsprogrammen (insb. „LIFT“), die in keinem Bezug zu dem Zusammenschluss mit Praxair stehen. Die hieraus erzielbaren Vorteile wurden bereits in der Planung der Gesellschaft vollumfänglich berücksichtigt.

Den vorstehend dargestellten und in die Bewertung eingeflossenen Beträgen der Kostensynergien liegen detaillierte Analysen der Linde- und Praxair-Verantwortlichen zugrunde und betreffen die Bereiche IT, Overlapping Countries, Shared Services, Productivity, Procurement, Engineering, Corporate & Global Functions und Capex. Darüber hinaus wurde seitens des Linde- und Praxair-Managements gemeinsam eine Aufteilung der insgesamt erwarteten Synergien auf die beiden Unternehmen vorgenommen. Die Beurteilung der Synergien umfasst dazu noch eine Ableitung der Anlaufphase der einzelnen Synergien sowie eine Einschätzung der erwarteten Kosten und deren zeitlichen Anfall. Für den Bereich Corporate & Global Functions wurden vom Bewertungsgutachter dabei keine Synergien in der Bewertung angesetzt, da es sich hierbei um echte Synergien handelt, die erst nach Durchführung des verschmelzungsrechtlichen Squeeze out realisiert werden können. Wir haben uns anhand von Aufstellungen zu den erwarteten Synergien, Abgleich mit Pressemitteilungen sowie rechtlichen Analysen der begleitenden Rechtsanwälte davon überzeugt, dass die in die Bewertung einbezogenen Synergien dem Grunde und der Höhe nach angemessen sind.

Darüber hinaus hat der Bewertungsgutachter in Abstimmung mit dem Vorstand eine Korrektur der Planwechselkurse vorgenommen (Zeile „Korrektur Planwechselkurse“). EY hat zum einen den Aufsattpunkt der Wechselkursplanung aktualisiert und aktuelle Kassakurse angesetzt. Zum anderen hat EY eine Anpassung für Inflationsunterschiede im In- und Ausland vorgenommen. Erfahrungsgemäß weisen unterschiedliche Länder Inflationsraten in verschiedener Höhe auf, was sich in der Entwicklung der Wechselkurse widerspiegelt. Höhere Inflationsraten gehen dabei mit einer Abwertung der jeweiligen Währung einher (sog. „Relative Kaufkraftparitätentheorie“).

Die Planungsrechnung der Gesellschaft unterstellt entsprechend der bei Linde üblichen Vorgehensweise für alle Planjahre konstante Wechselkurse. Da aufgrund dieser Annahme insoweit die Wirkung unterschiedlicher Inflationsraten auf den Wechselkurs zunächst unberücksichtigt bleibt, nimmt Linde für interne Bewertungen grundsätzlich eine entsprechende bewertungstechnische Korrektur vor. Gleichermaßen hat auch der Bewertungsgutachter EY den erwarteten Effekt der Inflationsdifferenzen auf die für die Linde-Gruppe relevanten Währungsrelationen in seinem Bewertungsansatz berücksichtigt. Da die Inflationserwartungen im Ausland im Durchschnitt höher als im Inland sind, ergibt sich hieraus über alle Währungspaare hinweg eine erwartete Abwertung der ausländischen Währung mit einem damit einhergehenden negativen Ergebniseffekt für die Linde-Gruppe. Die in der Zeile „Korrektur Planwechselkurse“ dargestellten Ergebniseffekte zeigen den Nettoeffekt aus der Aktualisierung der Kassakurse und der Berücksichtigung von Inflationsunterschieden.

Aufgrund der gegenüber dem Planwechselkurs von Linde zwischenzeitlich erfolgten Aufwertung vor allem des US-Dollar und des Mexikanischen Peso, führt die Aktualisierung der Kassakurse zu einem zusätzlichen erwarteten Ertrag in den Jahren 2018 und 2019. In den Folgejahren überwiegt hingegen die inflationsbedingte Abwertungstendenz der ausländischen Währungen, so dass es zu negativen Ergebnisbeiträgen aus der Wechselkursanpassung kommt.

Wir haben im Rahmen unserer Prüfungsarbeiten den vorgenommenen Ansatz nachvollzogen. Nach unserer Einschätzung ist ein alleiniges Abstellen auf Inflationsdifferenzen im In- und Ausland nur einer von mehreren möglichen Ansätzen zur Wechselkursprognose. Neben der Kaufkraftparität kommt auch der Zinsparität, die den sog. „Terminkursen“ oder „Forward Rates“ zugrunde liegt, sowie einer Vielzahl weiterer möglicher fundamentalanalytischer Kausalzusammenhänge eine Bedeutung zu. Letztere spiegeln sich in den von Finanzanalysten für ihre Wechselkursprognose verwendeten Analysemodellen wider (vgl. hierzu Schultheiß/Schultze, Wechselkurse in der Unternehmensbewertung, WPg 2018, 155, 157 ff.).

Zur Plausibilisierung der Wechselkurseffekte haben wir für die für die Linde-Gruppe wichtigsten Währungen, die zusammen rund 80 % des operativen Ergebnisses ausmachen, Prognosekurse auf Basis von Inflationsunterschieden (relative Kaufkraftparität), Terminkursen (Zinsparität) und Analystenschätzungen (Fundamentalmodelle) ermittelt. Nach unseren Ergebnissen ist die vorgenommene Wechselkursbedingte Ergebniskorrektur dem Grunde nach sachgerecht und führt der Höhe nach nicht zu einer Benachteiligung der Minderheitsaktionäre.

Bereinigt um Veräußerungen und Wechselkurseffekte sowie unter Berücksichtigung der eingeplanten Kostensynergien und der angepassten Plan-Wechselkurse ergibt sich ein kontinuierlicher Anstieg der Umsatzerlöse. Die Wachstumsraten in 2018 (2,5 %) und 2019 (1,3 %) liegen dabei auf dem historischen Niveau der Jahre 2016 (0,9 %) und 2017 (1,8 %). Das etwas geringere Wachstum des Jahres 2019 geht dabei vor allem auf die zurückhaltende Investitionspolitik der vergangenen Jahre zurück. In den Folgejahren geht die Planungsrechnung von einem deutlich stärkeren Umsatzanstieg mit Wachstumsraten von 3,0 % (2020), 3,8 % (2021) und 4,1 % (2022) aus. Insgesamt liegt die durchschnittliche Umsatzwachstumsrate im Planungszeitraum (CAGR 2017-2022) mit 3,0 % p.a. deutlich über dem historischen Wachstumstrend (CAGR 2015-2017: 1,3 % p.a.). Wesentliche Wachstumsregionen liegen im Industriegasebereich insbesondere in Süd- und Ostasien sowie in Osteuropa und im Mittleren Osten. Darüber hinaus erwartet die Gesellschaft ein erhebliches Wachstum im US-amerikanischen Healthcare-Geschäft („Lincare“), das auch auf Zukäufe zurückgeht, sowie im Bereich Electronics.

Auch hinsichtlich des operativen Ergebnisses ist eine deutliche Verbesserung festzustellen. Mit Ausnahme des Jahres 2019, das durch hohe Implementierungskosten zur Realisierung späterer Synergien gekennzeichnet ist, steigt die OP-Marge im Planungszeitraum kontinuierlich an und liegt deutlich über dem historischen Niveau. Im Hinblick auf den Übergang von 2018 auf 2019 darf darüber hinaus nicht unbeachtet gelassen werden, dass das laufende Geschäftsjahr in erheblichem Maße von Sachverhalten mit Einmalcharakter beeinflusst ist, durch die das operative Ergebnis signifikant positiver ausfällt als ohne diese Effekte. Neben den erwarteten Kostensynergien geht der deutliche Anstieg der OP-Marge auch auf erwartete Optimierungen im Produktionsprozess sowie die bereits implementierten Restrukturierungsprogramme (insb. „LIFT“) zurück.

## **bb) Markt- und Wettbewerbsumfeld**

### Marktumfeld

Zur Analyse des Markt- und Wettbewerbsumfelds der Linde AG haben wir sowohl auf Marktstudien für die relevanten Märkte der Linde AG als auch auf die erwartete Entwicklung der Peer Group-Unternehmen Bezug genommen.

Der internationale Währungsfonds prognostizierte im April 2018 ein Wachstum der Weltwirtschaft in Höhe von 3,9 % für die Jahre 2018 und 2019. Insbesondere für die Schwellen- und Entwicklungsländer wird nach wachstumsschwächeren Jahren von einer Zunahme der Wachstumsraten ausgegangen. Für die entwickelten Volkswirtschaften wird vor dem Hintergrund der expansiven Geldpolitik der US Notenbank als auch im Euroraum ein stabiles Wachstum erwartet. Langfristig wird hingegen von einem Rückgang der Wachstumsraten ausgegangen. Ursächlich sind abnehmende Überkapazitäten, negative Auswirkungen der expansiven Geldpolitik, die Alterung der Bevölkerung, der US Handelskonflikt als auch der hohe Grad der Staatsverschuldung. Wann gegenläufige Effekte eintreten ist ungewiss<sup>1</sup>. Die EZB geht im März 2018 davon aus, dass sich das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet fortsetzen wird. Allerdings erwartet die EZB, dass sich das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 2,5 % im Jahr 2017 auf 1,7 % im Jahr 2020 verlangsamen wird. Hintergrund sind nachlassende wachstumsfördernde Einflüsse von geldpolitischen Maßnahmen, ein erwarteter Anstieg des Vorsichtssparens sowie der Rückgang des Beschäftigungswachstums angesichts des zunehmenden Fachkräftemangels<sup>2</sup>.

Vor dem Hintergrund, dass im Wachstum des BIP das Wachstum des Dienstleistungssektors inbegriffen ist, die Linde AG hingegen aufgrund ihres Geschäftsmodells stark vom industriellen Wachstum abhängig ist, bildet das Wachstum der Industrieproduktion einen wesentlichen Indikator für die künftige Umsatzentwicklung der Linde AG. Das britische Wirtschaftsforschungsinstitut Oxford Economics erwartet im Juli 2018 ein Wachstum der weltweiten Industrieproduktion im Vergleich zum Vorjahr in Höhe von 3,7 % für das Jahr 2018 und 3,2 % für das Jahr 2019. Langfristig wird korrespondierend zur Prognose des BIP ein Rückgang der jährlichen Wachstumsraten auf 2,6 % erwartet<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> IWF, World Economic Outlook, April 2018.

<sup>2</sup> EZB, Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März 2018, S. 1.

<sup>3</sup> IHS MarkIT, 2018.

Die Linde AG ist innerhalb der verarbeitenden Gewerbe der chemischen Industrie zuzuordnen, welche die Herstellung chemischer Produkte durch die Verarbeitung von Rohstoffen wie Luft, Wasser, Erdgas, Öl, Metallen und Mineralien zum Gegenstand hat. Ein Großteil der Produkte der chemischen Industrie wird dabei in anderen Branchen und Industriezweigen weiterverarbeitet. Für die Jahre 2018 bis 2021 erwartet die Marktforschungsgruppe The Business Research Company auf Grundlage von Daten des Verbands der europäischen chemischen Industrie (Cefic) ein durchschnittliches Wachstum in Höhe von 3,3 % (CAGR)<sup>4</sup>. Neben zunehmenden M&A-Aktivitäten begründet das globale Wirtschaftswachstum, aufgrund der starken Abhängigkeit der Chemiebranche von anderen Industrien, den wesentlichen Treiber des Wachstums der Chemiebranche<sup>5</sup>.

In Abhängigkeit der spezifischen Marktabgrenzung innerhalb der Chemiebranche, bspw. in Grund-, Spezial- und Konsumchemikalien, werden für die untergeordneten Teilmärkte der Chemieindustrie stark abweichende Wachstumsraten erwartet. So erwartet der Informationsdienstleister IHS Markit für den Markt der Grundchemikalien ein im Vergleich zum Gesamtbranchenwachstum deutlich höheres Wachstum von durchschnittlich 7,8 % (CAGR) über den Zeitraum 2018 bis 2022<sup>6</sup>. Zu dem Markt der Grundchemikalien zählen insbesondere Petrochemikalien, Polymere und basische anorganische Verbindungen, welche vorwiegend in großen Mengen an weitere verarbeitende Industrien veräußert werden. Die Geschäftstätigkeit der Linde AG ist überwiegend dem Industriegasemarkt zuzuordnen, welcher einen Teilbereich des Marktes der Grundchemikalien darstellt. Im Industriegasemarkt werden Unternehmen zusammengefasst, welche organische und anorganische Gase in großen Mengen herstellen, die in einer Vielzahl von industriellen Herstellungsprozessen zur Anwendung kommen. Für den Markt der Industriegase erwartet The Business Research Company ein Marktwachstum in Höhe von 4,4 % (CAGR) über den Zeitraum 2018 bis 2021.<sup>7</sup>

Nach den uns erteilten Auskünften der Planungsverantwortlichen der Linde-Gruppe sind jedoch auch die spezifischer abgegrenzten Marktstudien des Industriegasemarkts für die Plausibilisierung der Planung ungeeignet. Hintergrund ist auskunftsgemäß, dass die Abgrenzung der betrachteten Märkte regelmäßig nicht mit den von Linde angebotenen Leistungen übereinstimmt als auch, dass das tatsächlich zu erwartende Wachstum aufgrund des sehr lokalen Gase-Geschäfts stark regions- und kundenspezifisch ist und infolge von der zumeist länderbezogenen Perspektive der Marktstudien regelmäßig abweichen wird. Seitens der Linde-Verantwortlichen wurde oftmals die geringe Qualität einer ganzen Reihe verfügbarer Studien betont. Angesichts dieser Einwände können die vorliegenden Marktstudien nur ein grober Anhaltspunkt für die erwartete Entwicklung bieten. Einen direkten zahlenmäßigen Abgleich zur Unternehmensplanung erlauben sie u.E. nicht.

---

<sup>4</sup> The Business Research Company, Industrial Gas Global Market Report 2018, Including: Hydrogen; Carbon Dioxide; Nitrogen; Oxygen Covering, 2018.

<sup>5</sup> Business Research Company, Industrial Gas Market Global Report, 2017.

<sup>6</sup> IHS MarkIT, 2018.

<sup>7</sup> Business Research Company, Industrial Gas Market Global Report, 2018.

### Wettbewerbsumfeld

Aus den in der Datenbank des Finanzdienstleisters Bloomberg hinterlegten Analystenschätzungen ergeben sich für die Vergleichsunternehmen des Gase-Bereichs die in der folgenden Tabelle dargestellten erwarteten **Umsatzwachstumsraten**. Dabei haben wir die Analystenschätzungen der Umsatzerlöse der Vergleichsunternehmen mit vom Kalenderjahr abweichendem Geschäftsjahr den Planjahren 2018 bis 2020 der Linde AG zugeordnet.

	Wachstumsrate der Umsatzerlöse				
	2016	2017	2018	2019	2020
Air Liquide	10,9%	12,2%	1,6%	5,5%	5,1%
Praxair	-2,2%	8,6%	6,7%	5,8%	5,9%
Air Products and Chemicals	-4,1%	9,1%	9,0%	6,9%	11,8%
Taiyo Nippon Sanso	6,3%	-2,2%	6,8%	7,7%	5,3%
<b>Mittelwert</b>	<b>2,7%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,5%</b>	<b>7,0%</b>
<b>Linde AG</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,7%</b>	<b>3,0%</b>

Die hohen Wachstumsraten von Air Liquide in den Jahren 2016 und 2017 sind der Airgas-Übernahme geschuldet. Eine Bereinigung war mangels Daten nicht möglich. Für das Geschäftsjahr 2017 weist der Geschäftsbericht der Air Liquide allerdings ein bereinigtes Wachstum von 2,9 % aus, das deutlich unter den dargestellten 12,2 % liegt.

Die vorstehend dargestellten Umsatzwachstumsraten liegen im Planungszeitraum deutlich über den von Linde geplanten Zuwächsen. Gleichwohl erachten wir die Analystenschätzung ausschließlich auf der Basis von organischem Wachstum für nicht plausibel. So wachsen etwa die für den Industriegasemarkt relevanten makroökonomischen Kenngrößen (insb. Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion) – wie vorstehend dargestellt – deutlich schwächer als die von den Finanzanalysten geschätzten Planumsätze der Peer Group-Unternehmen. Nach unserer Einschätzung ist dies auf die Erwartung weiterer Zukäufe zurückzuführen. Dafür spricht, dass die Wachstumsraten auf einem ähnlich hohen Niveau wie in der Vergangenheit liegen, wobei diese von den Peer Group-Unternehmen aber ebenfalls nur durch externe Zukäufe erreicht werden konnten. Da in der für die Bewertung zugrunde gelegten Planung aber (mit Ausnahme kleinerer Akquisitionen im Healthcare-Segment in Nordamerika) keine Unternehmenserwerbe abgebildet sind, sind die dargestellten Wachstumsraten u.E. insoweit nicht vergleichbar. Darüber hinaus spielen aufgrund des begrenzten geografischen Radius der Gase-Standorte insbesondere auch regionale Unterschiede eine Rolle bei der Erzielung von Wachstum. Wir teilen daher die Auffassung von EY, die von einer nur unzureichenden Vergleichbarkeit und Aussagekraft des Peer Group-Vergleichs in Bezug auf die Umsatzwachstumsraten ausgehen und auf eine entsprechende Darstellung insoweit verzichtet haben.

Aus den historischen Ergebnisrechnungen der Peer Group Unternehmen und den in der Datenbank des Finanzdienstleisters Bloomberg hinterlegten Analystenschätzungen ergeben sich für die Vergleichsunternehmen die in der folgenden Tabelle dargestellten **EBITDA-Margen**. Dabei haben wir die Analystenschätzungen den Geschäftsjahren der Linde AG zugeordnet.

	EBITDA-Marge					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Air Liquide	25,2%	25,6%	23,6%	25,6%	26,3%	26,7%
Praxair	32,2%	32,3%	32,2%	33,4%	33,2%	32,7%
Air Products and Chemicals	26,7%	31,8%	28,0%	35,0%	36,2%	36,7%
Taiyo Nippon Sanso	14,0%	15,2%	16,2%	16,2%	17,4%	19,0%
<b>Minimum</b>	<b>14,0%</b>	<b>15,2%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,2%</b>	<b>17,4%</b>	<b>19,0%</b>
<b>Mittelwert</b>	<b>24,5%</b>	<b>26,2%</b>	<b>25,0%</b>	<b>27,5%</b>	<b>28,3%</b>	<b>28,8%</b>
<b>Maximum</b>	<b>32,2%</b>	<b>32,3%</b>	<b>32,2%</b>	<b>35,0%</b>	<b>36,2%</b>	<b>36,7%</b>
<b>EBITDA-Marge (ber.) Linde AG</b>	<b>23,9%</b>	<b>24,3%</b>	<b>24,6%</b>	<b>25,2%</b>	<b>23,7%</b>	<b>25,6%</b>

Die Peer Group-Unternehmen weisen sowohl in der Vergangenheit als auch im Planungszeitraum eine hohe Margenbandbreite auf. Hinsichtlich der EBITDA-Marge liegt die Linde AG im Planungszeitraum wie auch im Vergangenheitszeitraum innerhalb der Peer Group-Bandbreite, wenn auch leicht unter dem Peer Group-Durchschnitt. Dies ist nach unserer Einschätzung vor allem auf den bei der Linde AG im Wettbewerbervergleich höchsten Anteil an Engineering-Geschäft zurückzuführen, das deutlich geringere operative Margen aufweist als das Gase-Geschäft. Am ehesten vergleichbar erscheint uns insoweit Air Liquide als ebenfalls europäisches Unternehmen mit einem signifikanten Engineering-Geschäft. Gemessen hieran bewegen sich die EBITDA-Margen der Linde-Gruppe auf einem vergleichbaren Niveau, wobei insbesondere zu berücksichtigen ist, dass das Jahr 2019 bei der Linde-Gruppe stark durch Implementierungskosten aus dem Zusammenschluss mit Praxair belastet ist. Die erwarteten Kostensynergien wirken sich vor allem in den Jahren ab 2021 margenerhöhend aus.

Wir halten die Entwicklung der geplanten EBITDA-Marge daher für plausibel. Insbesondere ergeben sich aus unseren Analysen keine Hinweise darauf, dass die Planung der Linde AG hinter den Markterwartungen an vergleichbare Unternehmen zurückbleibt.

**cc) Ergebnis unserer Prüfungshandlungen**

Auf Basis der um einmalige bzw. außerordentliche Effekte bereinigten normalisierten Vergangenheitszahlen haben wir die Planung untersucht. Dabei haben wir insbesondere die Entwicklung der Umsatzerlöse sowie des operativen Ergebnisses geprüft. Die im Bewertungsgutachten (Abschnitt 2.3) getroffenen Aussagen zur Branchenentwicklung in den relevanten Zielmärkten der Linde AG wurden uns im Rahmen unserer Diskussionen mit dem Management der Linde AG bestätigt. Wir haben die Annahmen der Planung mit den vorhandenen verfügbaren marktspezifischen Informationen abgeglichen und das Management bezüglich Marktgegebenheiten, Konkurrenten und Geschäftsstrategie der Linde AG befragt.

Wir halten die Planung für plausibel und auf der Grundlage des bestehenden Unternehmenskonzepts sowie des Marktumfelds für nachvollziehbar abgeleitet.

**d) Finanzergebnis**

Das Finanzergebnis wurde von EY auf Grundlage der Gewinn- und Verlustrechnung und Bilanzplanung anhand einer Cashflow-Planung unter Berücksichtigung der von der Gesellschaft erwarteten Finanzerträge und -aufwendungen sowie der im Detailplanungszeitraum angesetzten Ausschüttungsquote berechnet.

Ausgangspunkt der Finanzplanung zur Bestimmung des Finanzergebnisses waren die zinstragenden Forderungen und Verbindlichkeiten zum 31. Dezember 2017.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir das Zinsergebnis im Rahmen eines eigenen Bewertungsmodells, auf Grundlage der bestehenden Finanzierungsstruktur, des zukünftig erwarteten Kapitalbedarfs bzw. -überschusses und der Ausschüttungsannahmen der Linde AG anhand einer integrierten Gewinn- und Verlustrechnung sowie Bilanz- und Cashflowplanung nachvollzogen.

Gemäß dem Stichtagsprinzip sind solche finanziellen Überschüsse, die den Eigentümern des Unternehmens bereits zugeflossen sind, beziehungsweise deren Verwendung festgelegt wurde, nicht mehr für die Ableitung des Unternehmenswerts zu berücksichtigen. Beschlossene Dividenden bzw. Dividendenzahlungen mindern das Ergebnis und damit die Ertragschancen der Gesellschaft (vgl. OLG Hamburg, 11. April 2003, AG 2003, S. 441 ff; LG Frankfurt, 4. Juli 2006, 3-5 O 52/05, Beschlusstext S. 10). Im Umkehrschluss stehen damit sämtliche potenziellen Dividendenansprüche, über die noch nicht beschlossen wurde, den Aktionären zu und gehen folglich in die Ertragswertberechnung ein.

Die bereits im Laufe des Geschäftsjahres 2018 geleistete Dividendenzahlung von je EUR 7,00 pro Stückaktie ist sachgerecht in der Ausgangsbilanz bei den Wertpapieren und flüssigen Mitteln sowie beim Gewinnvortrag gekürzt.

In den Finanzerträgen sind die Guthabenverzinsung der flüssigen Mittel, Zinsen aus Pensionsvermögen und Finanzierungsleasing sowie sonstige Zinserträge, etwa aus Steuern und Derivaten, enthalten. Die Zinssätze wurden entsprechend der Planung der Gesellschaft angesetzt. Der Guthabenzinssatz für liquide Mittel beträgt 0,2 %. Die Finanzaufwendungen umfassen die Verzinsung der Anleihen und Pensionsverpflichtungen sowie weitere Zinsbestandteile. Die Sollzinssätze liegen zwischen 1,7 % und 2,4 % p.a. Sie wurden aus den bestehenden Zinskonditionen nachvollziehbar abgeleitet.

Das Zinsergebnis wurde angemessen ermittelt.

#### **e) Unternehmensteuern**

Die Besteuerung der Linde AG erfolgte nach dem gegenwärtigen Stand des Unternehmensteuerrechts. Die Ertragsteuern berücksichtigen die Gewerbe- und Körperschaftsteuer, den Solidaritätszuschlag zur Körperschaftsteuer, die auf die inländischen Erträge anfallen sowie die ausländischen Unternehmensteuern.

Die Ermittlung der Unternehmensteuern erfolgt mittelfristig mit dem erwarteten durchschnittlichen Konzernsteuersatz von rund 24 %. Dieser liegt deutlich unter dem in der Vergangenheit zu beobachtenden, um latente Steuern bereinigten Steuersatz und beinhaltet bereits die nutzungsfähigen Verlustvträge. Aufgrund der integrierten Erfassung der Verlustvträge in dem Ertragswert ist der Ansatz eines Sonderwerts zur Vermeidung einer Doppelerfassung bei der Bewertung der Linde AG ausgeschlossen (vgl. Peemöller/Popp, BB 1997, S. 303 ff.; Popp, BB 1999, S. 1154 ff.).

Die Unternehmensteuern sind sachgerecht abgeleitet.

#### **f) Anteile Dritter am Jahresüberschuss**

Grundsätzlich sind gemäß dem Grundsatz der Vollkonsolidierung die Planergebnisse von Gesellschaften, an welchen – aus Sicht der Linde AG – Minderheiten beteiligt sind, vollständig in der Konzerngewinn- und -verlustrechnung zu berücksichtigen. Zur Ableitung der den Minderheitsgesellschaftern zustehenden finanziellen Überschüsse wurde folglich das Jahresergebnis um jene Teile korrigiert, die außenstehenden Gesellschaftern zustehen. Wir haben die Ableitung der auf Dritte entfallenden

Gewinnanteile nachvollzogen. Die Anteile Dritter am Jahresüberschuss wurden sachgerecht berücksichtigt.

### g) Nachhaltiges Ergebnis und nachhaltige Thesaurierung

Die nachfolgende Übersicht ergänzt die vorstehend bereits dargestellte Detailplanung um das nachhaltige Ergebnis (kurz: „Terminal Value“; TV):

Linde-Gruppe	2018 FC EUR Mio.	2019 Plan EUR Mio.	2020 Plan EUR Mio.	2021 Plan EUR Mio.	2022 Plan EUR Mio.	2023 ff. TV EUR Mio.
Umsatzerlöse	16.836	15.305	15.770	16.372	17.044	17.215
Operatives Ergebnis	4.531	3.638	4.040	4.365	4.616	4.662
<b>OP-Marge für Planungsanalyse</b>	<b>26,9%</b>	<b>23,8%</b>	<b>25,6%</b>	<b>26,7%</b>	<b>27,1%</b>	<b>27,1%</b>

Für die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses (2023 ff.) ist der Bewertungsgutachter grundsätzlich von einem Wachstum im Vergleich zu 2022 in Höhe der unterstellten nachhaltigen Wachstumsrate ausgegangen. Dabei hat er jedoch einzelne Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung modifiziert.

Für die Umsatzerlöse ab dem Jahr 2023 hat der Bewertungsgutachter ein jährliches Wachstum in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate unterstellt. Aufgrund der langen Vorlaufzeiten führen Investitionen bei Linde typischerweise erst nach einem zeitlichen Versatz von einigen Jahren zu zusätzlichen Umsatzerlösen. Entsprechend führen die in den letzten Planjahren getätigten Wachstumsinvestitionen erst nach dem Ende der Detailplanungsphase zu zusätzlichen Umsatzerlösen. Um diesem Umstand Rechnung zu tragen, hat der Bewertungsgutachter die erwarteten zusätzlichen Zahlungsüberschüsse aus den Wachstumsinvestitionen der letzten Planjahre bei der Ermittlung des nachhaltigen Investitionsniveaus mindernd berücksichtigt. Dadurch ist sichergestellt, dass die Wertbeiträge der Erweiterungsinvestitionen des gesamten Detailplanungszeitraums im Unternehmenswert berücksichtigt sind.

Die operative Ergebnismarge hat der Bewertungsgutachter unverändert aus dem letzten Planjahr in die Rentenphase übernommen. Vor dem Hintergrund der konjunkturellen Zyklen, denen die Linde AG aufgrund ihrer Nähe zur allgemeinen volkswirtschaftlichen Entwicklung unterliegt, halten wir diesen Ansatz für ambitioniert. Die nachhaltig angesetzte EBITDA-Marge übersteigt sämtliche in der Vergangenheit erzielten Margen deutlich.

Darüber hinaus hat der Bewertungsgutachter EY die nachhaltigen Reinvestitionen gegenüber dem Detailplanungszeitraum angepasst. Im Detailplanungszeitraum enthalten die Investitionsbeträge sowohl Erhaltungsinvestitionen als auch Erweiterungsinvestitionen. In der Rentenphase wird jedoch von solchen Kapazitätserweiterungen abstrahiert. Die nachhaltigen Investitionen umfassen somit inhaltlich ausschließlich Ersatzinvestitionen zum Erhalt der zum Ende des Detailplanungszeitraums bestehenden Substanz (vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Abschnitt A., Tz. 437) und liegen daher deutlich unter den Investitionsbeträgen des Detailplanungszeitraums.

Wir haben die Ermittlung der nachhaltigen Investitionen geprüft und uns zudem durch Gespräche mit dem Vorstand der Linde AG und mit Führungskräften aus den Bereichen Planung und Bewertung von deren Angemessenheit überzeugt.

Den Steuervorteil aus dem sukzessiven Abschmelzen der Abschreibungen auf das nachhaltige Niveau im Zeitraum nach Ende der Detailplanungsphase hat der Bewertungsgutachter bei der nachhaltigen Steuerquote annuitätisch berücksichtigt. Darüber hinaus liegt die nachhaltige Steuerquote unter derjenigen im Detailplanungszeitraum, da der Bewertungsgutachter im Zeitraum der ewigen Rente die in den ersten Planjahren auftretenden Effekte aus der Veränderung latenter Steuern sowie steuerlicher Sondersachverhalte sachgerecht nicht fortgeschrieben hat.

Das unterstellte nachhaltige Wachstum der Nettoeinnahmen bedingt auch eine Weiterentwicklung der Posten der Planbilanz sowie der Plan-Gewinn- und Verlustrechnung im Zeitraum der ewigen Rente. Zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums hat der Bewertungsgutachter in der ewigen Rente eine Thesaurierung in Höhe des planerisch erforderlichen Betrags berücksichtigt (vgl. OLG Frankfurt, 5. März 2012, 21 W 11/11 AG 2012, S. 417, 419; OLG Karlsruhe, 15. November 2012, 12 W 66/06, Tz. 126 ff.; Stellbrink, Der Restwert in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 230). Diese Mittel verbleiben dauerhaft im Unternehmen und dienen der Erwirtschaftung von Wachstum und damit der Unternehmenswertsteigerung nach dem letzten Planjahr.

Die Ableitung des nachhaltig ausschüttbaren Ergebnisses erfolgte nach unserer Auffassung sachgerecht.

### **3. Kapitalisierungszinssatz**

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage, die dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist (IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 114).

Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und einen von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderten Risikozuschlag zerlegen.

#### **a) Basiszinssatz**

Der Bewertungsgutachter EY hat den risikolosen Basiszinssatz entsprechend den Empfehlungen des FAUB aus der Zinsstrukturkurve für deutsche Staatsanleihen abgeleitet.

Auf Basis der veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank ergab sich zum Ende unserer Prüfungsarbeiten über einen Dreimonatszeitraum unter Berücksichtigung einer Wachstumsrate von 1,0 % p.a. ein einheitlicher Basiszinssatz von rund 1,25 %.

Entsprechend der Empfehlung des FAUB (vgl. IDW-FN 2005, S. 555 ff.) wurde der einheitliche Basiszinssatz auf 1/4-Prozentpunkte kaufmännisch gerundet. Dies hat auch Zustimmung in der Rechtsprechung gefunden (vgl. OLG Karlsruhe, 1. April 2015, 12a W 7/15, Tz. 80 (juris); OLG Saarbrücken, 11. Juni 2014, 1 W 18/13, AG 2014, S. 866, 868; OLG Karlsruhe, 15. November 2012, 12 W 66/06, Tz. 149 (juris)). Festzuhalten ist, dass die aktuelle berufsständische Empfehlung zur Rundung auf 1/4-Prozentpunkte weder einseitig zu Lasten einer Partei noch willkürlich, d. h. ohne sachlichen Grund ist. Gründe für die Rundung sind (1) der Ausgleich von möglichen Schätzfehlern, da es sich bei der Svensson-Methode um ein Schätzverfahren handelt (vgl. 86. Sitzung des AKU, IDW-FN 2005, S. 555, 556) und (2) der Ausgleich von geringfügigen Veränderungen des Basiszinssatzes im Nachkommabereich während des Bewertungsprozesses, vor allem aber in dem Zeitraum zwischen der Beendigung der Bewertungs- respektive Prüfungsarbeiten und dem Tag der Hauptversammlung (vgl. Popp, WPg 2016, S. 926, 929).

Dieser Basiszinssatz wurde um typisierte Ertragsteuern gekürzt (25,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag). Die Nachsteuergröße beläuft sich auf rund 0,92 %.

Wir haben die Berechnungen nachvollzogen und gelangen für einen Dreimonatszeitraum bis zum Ende unserer Prüfungsarbeiten zu einem gerundeten Basiszinssatz vor Steuern von 1,25 %.

Wir halten die Verwendung eines risikolosen, nachhaltigen Basiszinssatzes von 1,25 % vor Steuern bzw. rund 0,92 % nach Steuern für angemessen. Zu den Folgewirkungen des im langfristigen Vergleich sehr niedrigen Zinsniveaus auf die geforderte Eigenkapitalrendite verweisen wir auf den nachstehenden Abschnitt zur Risikoprämie.

Im Hinblick auf die Überprüfung der Höhe des Basiszinssatzes weisen wir vorsorglich darauf hin, dass es sich um eine auf einen Stichtag bezogene Größe und keinen nur für einen einzelnen Stichtag erhobenen Wert handelt (vgl. LG Hamburg, 29. Juni 2015, 412 HKO178/12, Tz 102 (justizportal Hamburg); LG München I; 14. Februar 2014, 5 HKO 16505/08, Beschlusstext S. 33). Ferner endet der Dreimonatszeitraum am Tag vor der Hauptversammlung, dem 11. Dezember 2018 (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 42 (juris)). Es ergibt sich aus der Natur einer am Vormittag beginnenden Hauptversammlung, dass Parameter wie Börsenkurse oder Zinsstrukturzahlen, die erst nach Ablauf des Handelstages festgestellt und veröffentlicht werden, nicht in die Wertfindung einzubeziehen sind.

## **b) Risikozuschlag**

Bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das allgemeine Verhalten des Marktes abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen. Die Risikoprämie kann mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden. Trotz teilweisem Vorbehalt ist festzuhalten, dass diesem Kapitalmarktmodell in der nationalen und internationalen Bewertungspraxis überragende Akzeptanz zukommt und es ein hohes Maß an Vergleichbarkeit und Rechtssicherheit erzeugt (vgl. für alle: Paulsen, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 4. Aufl., 2015, § 305 Tz. 115 ff.).

Die Verwendung des CAPM bzw. des Tax-CAPM wird von der ganz überwiegenden Mehrzahl der Gerichte und Literaturstimmen als sachgemäß erachtet und ist die vorherrschende Methode zur Ableitung eines objektivierten Risikozuschlags (vgl. WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel C, Tz. 123; Dörschell et al, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, 2012, S. 27 f.). Die Verwendung des CAPM bzw. des Tax-CAPM entspricht auch der gefestigten oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung (vgl. OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/161, Beschlusstext S. 21; OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 136/16, Beschlusstext, S. 9; OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12, Tz. 105 (BeckRS)).

Soweit an der Anwendbarkeit des CAPM vereinzelt Kritik geübt wird, stellt diese i.d.R. darauf ab, dass auch beim CAPM eine Reihe von Parametern durch Einschätzungen des Bewertungsgutachters gefüllt werden müssen. Dies gilt indes gleichermaßen für alle anderen Kapitalmarktmodelle, unabhängig von deren Komplexität. Der Vorteil des CAPM liegt jedoch gerade darin, dass die relevanten Parameter in der wissenschaftlichen Forschung wie auch in der praktischen und juristischen Befassung mittlerweile deutlich herausgearbeitet und ausführlich diskutiert wurden. Schon dadurch ist die Anwendung des CAPM einer bloßen Ad-hoc-Schätzung ohne theoretische Fundierung überlegen.

Auch kann wohl konstatiert werden, dass zum heutigen Zeitpunkt kein anderes Kapitalmarktmodell existiert (vgl. kritisch zur Arbitrage Pricing Theory und dem Mehrfaktorenmodell von Fama/French: LG München I, 28. März, 2014, 5 HK O 18925/08, Beschlusstext S. 44 f.; LG München I, 14. Februar 2014, 5 HKO 16505/08, Beschlusstext S. 43 ff., sowie zum Dividend Discount Model: OLG Frankfurt, 30. August 2008, 21 W 14/11, Tz. 64 ff.), das dem CAPM überlegen ist.

Da Aktienrenditen und Risikoprämien grundsätzlich durch Ertragsteuern beeinflusst werden, erfolgt eine realitätsnähere Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erweitert. Hierdurch kann insbesondere die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Veräußerungsgewinnen abgebildet werden.

Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und dem auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikozuschlag nach Ertragsteuern zusammen. Die komplexe Größe des unternehmensspezifischen Risikozuschlags wird hierbei in zwei empirisch beobachtbare bzw. ableitbare Faktoren, die Marktrisikoprämie und den Betafaktor, zerlegt.

#### **aa) Marktrisikoprämie**

Für die Ableitung der Höhe der Marktrisikoprämie spielen verschiedene Gesichtspunkte eine Rolle.

#### **Beobachtungszeitraum**

Hinsichtlich des Beobachtungszeitraums ist eine Abwägung zwischen der Aktualität der Daten (was für einen kürzeren Zeitraum spricht) und deren Aussagekraft (was für einen längeren Zeitraum spricht) zu treffen. Grundsätzlich gilt: Je mehr Beobachtungspunkte vorliegen, desto genauer ist die Schätzung (vgl. Pratt/Grabowski, *Cost of Capital*, 2008, S. 96). Lange Zeiträume können allerdings dazu führen, dass Sondersachverhalte, die zukünftig nicht wieder zu erwarten sind, in der Schätzung berücksichtigt werden. Ferner könnten bei langen Zeiträumen systematische Änderungen der Marktrisikoprämie übersehen werden. Bei kurzen Zeiträumen besteht hingegen die Gefahr, dass einzelnen Ereignissen ein zu hohes Gewicht zukommt oder dass durch systematische Veränderungen im Zinsniveau (bspw. der seit einigen Jahren anhaltende kontinuierliche Rückgang im Zinsniveau mit den daraus resultierenden Kursgewinnen festverzinslicher Wertpapiere) die Marktrisikoprämieschätzung verzerrt wird (vgl. Pratt/Grabowski, *Cost of Capital*, 2008, S. 98-100). Eine Reihe von Autoren spricht sich daher dafür aus, den Beobachtungszeitraum Mitte/Ende der 1950er-Jahre beginnen zu lassen (vgl. Stehle, *WPg* 2004, S. 906, 920; Pratt/Grabowski, *Cost of Capital*, 2008, S. 100). Diese

Auffassung ist teilweise auf Kritik gestoßen (vgl. Wenger, AG Sonderheft 2005, S. 9, 13). Nach Auffassung des OLG Stuttgart ist es indes nicht zwingend, die Jahre vor 1960 aus dem Beobachtungszeitraum auszuklammern (vgl. 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Tz. 337 (juris); gl.A. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 48 (juris); kritisch zu Studien, die bis in die 1950-iger Jahre zurückgehen: OLG Düsseldorf, 28. August 2014, 26 W 9/12, Tz. 135 (juris)). Da die für historische Zeiträume gemessene Marktrisikoprämie ein Schätzer für die zukünftige Marktrisikoprämie darstellt und damit eine Vielzahl möglicher Umweltentwicklungen abdecken muss, halten wir es für sachgerecht, einen sehr langfristigen historischen Zeitraum heranzuziehen, um möglichst viele Umweltentwicklungen (der Vergangenheit) in die Marktrisikoprämieschätzung einzupreisen.

### **Mittelwertbildung**

Im Hinblick auf die Fragestellung, ob die Marktrisikoprämie mittels **arithmetischem** oder **geometrischem Mittelwert** berechnet werden sollte, besteht in der Literatur für Zwecke der Unternehmensbewertung eine Tendenz zugunsten des erstgenannten (so auch Stehle, WPg 2004, S. 906, 910; Pratt/Grabowski, Cost of Capital, 2008, S. 96). Auch nach Auffassung des BGH dürfte das arithmetische Mittel für die Bewertung zukünftiger Renditen grundsätzlich der bessere Maßstab sein (vgl. BGH, 27. Januar 2015, EnVR 37/13, Tz. 31 (www.bundesgerichtshof.juris)). Die Vorzugswürdigkeit des arithmetischen Mittels wird in der Literatur maßgeblich mit Schätzfehlern bei der Mittelwertbildung begründet. In der Literatur konnte gezeigt werden, dass bei den für Unternehmensbewertungen relevanten Abzinsungsvorgängen unter der Annahme stochastischer Unabhängigkeit (hierzu sogleich) sowohl das arithmetische als auch das geometrische Mittel der historischen Renditen immer unter dem wahren (unbeobachtbaren) Mittelwert liegen (vgl. etwa Stehle, WPg 2004, S. 906, 919; Ruiz de Vargas, DB 2012, S. 813, 817; Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2012, S. 103; Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., 2009, S. 223 f.; jeweils mit Verweis auf die Studien von Blume, Journal of the American Statistical Association 1974, S. 634-638; Cooper, European Financial Management 1996, S. 157-167). Da das geometrische Mittel per Definition aber immer kleiner als das arithmetische Mittel ausfällt, ist dieser Schätzfehler beim geometrischen Mittel zwangsläufig größer (vgl. Munkert, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 235). Mit anderen Worten: Bei stochastischer Unabhängigkeit der Aktienkurse ist das arithmetische Mittel „genauer“ (so auch Ruiz de Vargas, WPg 2012, S. 813, 816). Stochastische Unabhängigkeit bedeutet dabei, dass die Aktienkursentwicklungen verschiedener Perioden keine systematischen Beziehungen zueinander aufweisen oder anders ausgedrückt, dass aus der Aktienkursentwicklung einer Periode nicht auf die Entwicklung einer Folgeperiode geschlossen werden kann (sog. Random Walk-Hypothese). Auf effizienten Märkten – die auch vom CAPM unterstellt werden – ist dies eine sachgerechte Annahme. Ballwieser/Hachmeister kommen in diesem Zusammenhang zu folgendem Ergebnis: „Nach der Literatur ist das arithmetische Mittel richtig, wenn man das einperiodige CAPM der Renditeberechnung zugrundelegt, es

für mehrere Perioden anwendet und unabhängige und identisch verteilte Renditen zu erwarten sind“ (Ballwieser/Hachmeister, Unternehmensbewertung, 5. Aufl., 2016, S. 107).

Tatsächlich verweisen einige Autoren jedoch darauf, dass in der Praxis eine schwache negative Autokorrelation der Aktienrenditen vorliegen soll (vgl. etwa Munkert, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 236; Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., 2009, S. 223). Dies bedeutet, dass zu einem gewissen Grad die Aktienkursentwicklung einer Periode tendenziell auf eine gegenläufige Entwicklung in der Folgeperiode schließen lasse. In diesem Fall wären sowohl das arithmetische als auch das geometrische Mittel verzerrte Schätzer, allerdings wären beide erneut nach unten verzerrt (d. h. die wahre Marktrisikoprämie liegt höher; vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2012, S. 113). Auch in diesem Fall wäre demnach das (höhere) arithmetische Mittel überlegen (so auch Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2012, S. 113 unter Verweis auf die oben zitierte Studie von Cooper).

Demzufolge ist es sachgerecht, das weniger verzerrte arithmetische Mittel der historischen Marktrisikoprämie für die Ableitung des Diskontfaktors, also für Zwecke der Abzinsung im Rahmen der Unternehmensbewertung, zugrunde zu legen.

Weil der Meinungsstreit, ob das arithmetische oder geometrische Mittel der zugrunde zu legende Wert ist, bislang in der Wissenschaft gleichwohl nicht entschieden ist, hat eine vermittelnde Lösung Eingang in die Schätzung der Marktrisikoprämie in der obergerichtlichen Rechtsprechung gefunden. Die dort geschätzten Werte, die ungefähr in der Mitte der Bandbreite der je nach Steuersystem vom FAUB empfohlenen Werte liegen, sind aus dem arithmetischen und geometrischen Mittel gebildete Mittelwerte.

Dies gilt auch für das LG München I. Das LG München I sieht einerseits in der Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios kein hinreichend taugliches Kriterium. Da andererseits aber auch das geometrische Mittel zu Verzerrungen des Unternehmenswerts führt, geht die 5. Kammer für Handelssachen in ständiger Rechtsprechung von Werten aus, die zwischen diesen beiden Extremen liegen (vgl. LG München I, 29. August 2018, 5 HK 16585/15, S. 97 f.).

### **Empirische Mittelwerte**

Betrachtet man ferner die Bandbreite an Vorsteuermarktrisikoprämien, so wird in ständiger Rechtsprechung der 5. Kammer für Handelssachen des LG München I eine Bandbreite zwischen 4,90 % und 10,43 % auf Basis des arithmetischen Mittels und einer Bandbreite zwischen 1,70 % und 6,80 % auf Basis des geometrischen Mittels zitiert (vgl. LG München I, 31. Juli 2015, 5 HK O 16371/13, Tz. 289 (juris); 6. März 2015, 5 HK O 662/13; 28. Mai 2014, 5 HK O 22657/12; 7. Mai 2014, 5 HK O 21386/12; 14. Februar 2014, 5 HK O 16505/08; 6. November 2013, 5 HK O 2665/12; 28. Juni 2013, 5 HK O 18685/11).

Offensichtlich geht der geometrische Wert von 1,70 % auf eine Studie von Dobberke (Die Bank, 1993, S. 343-346) zurück, der einen Zeitraum von 1967 bis 1993 untersucht hat. Angesichts des mit 27 Jahren relativ kurzen Beobachtungszeitraums, vor allem aber aufgrund des Abstands zum Bewertungsstichtag, ist diese Studie als veraltet anzusehen. Ähnliches gilt für das arithmetische Mittel von 4,90 %, das offensichtlich auf die Studie von Göppl/Herrmann/Kirchner (Risk Book, German Stocks 1976-1995, Risk, Return and Liquidity, 1996) zurückgeht und mit 1976 bis 1995 einen mit 20 Jahren noch kürzeren Zeitraum umfasst. Die jeweils oberen Werte der Bandbreite (6,80 % bzw. 10,43 %) scheinen auf die Studie von Conen/Väth (Die Bank 1993, S. 642-647) zurückzugehen, die einen Zeitraum von 1949 bis 1988 (40 Jahre) umfasst. Auch diese Studie ist ohne auf weitere Details einzugehen als veraltet einzustufen.

Betrachtet man neuere Untersuchungen, so können diese als reine Fortschreibungen auf den Datenreihen CDAX-Performanceindex sowie REXP oder anhand anderer Datenquellen aufgebaut sein. Weiter ist zu differenzieren, ob die Angaben sich auf Vor- oder Nachsteuerwerte erstrecken und ob die Berechnungen nach dem geometrischen oder dem arithmetischen Mittel erfolgen.

In den Kurs und Performance-Zeitreihen des CDAX sind Körperschaftsteuergutschriften der Jahre 1977 bis 2001 nicht enthalten, die sich damals aus dem körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahren ergaben. Erfolgt hierfür keine Korrektur, wird die hieraus abgeleitete Aktienrendite und folglich die Marktrisikoprämie unterschätzt.

Bei der Arbeit von Stehle/Schmidt aus dem Jahr 2015 handelt es sich nicht um eine bloße Fortschreibung von Indexdaten, sondern vielmehr wurde die Datenreihe überarbeitet. Dies gilt speziell im Hinblick auf die Korrektur historischer Rückrechnungen unter Einschluss der bislang vernachlässigten KSt-Gutschriften. Für den Zeitraum von 1954 bis 2013 beläuft sich das **geometrische Mittel der Marktrisikoprämie vor Steuern auf 6,08 %**. Da in dem Tabellenwerk Nr. 6 (S. 469) nur geometrische Mittelwerte dargestellt sind, für die Unternehmensbewertung aber das arithmetische Mittel bedeutsam ist (S. 431), haben wir basierend auf den von Stehle/Schmidt verwendeten Datenreihen anhand der angegebenen Aktienrenditen das arithmetische Mittel für den Zeitraum von 1954 bis

2013 mit 13,77 % erhoben. Aus Vereinfachungsgründen haben wir hiervon das arithmetische Mittel des seitens Stehle/Schmidt definierten risikofreien Zinssatzes (1954-2013) mit 4,75 % in Abzug gebracht, so dass sich eine **arithmetische Marktrisikoprämie vor Steuern von rund 9,02 %** ergibt.

### **Zuschlag nach § 203 BewG**

Das LG München I sowie das OLG München haben in der Vergangenheit erkannt, dass § 203 Abs. 1 BewG (in der Fassung vor 2016) zwar nur im vereinfachten Ertragswertverfahren zur Anwendung gelangt, die darin zum Ausdruck gekommene Grundsatzentscheidung und Wertung des Gesetzgebers aber nicht gänzlich außer Acht gelassen werden kann (vgl. LG München I, 8. Februar 2017, 5 HK 7347/15. Tz. 124 (juris); LG München I, 31. Juli 2015, 5 HK O 16371/13. Tz. 300 (juris); OLG München, 5. Mai 2015, 31 Wx 366/13, Tz. 81 (juris); OLG München, 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, Tz. 21 (juris)). In einer neueren Entscheidung des OLG München wird nunmehr die Argumentationsrichtung gewechselt und ausgeführt, dass aus der Wertung des § 203 BewG i.d.F. 2016 der Ansatz einer höheren Marktrisikoprämie nicht ausgeschlossen sei, weil die Bewertung im vereinfachenden Ertragswertverfahren nicht mit der Bewertung nach der Ertragswertmethode gleichgesetzt werden könne (vgl. OLG München, 30. Juni 2018, 31 Wx 122/161, Beschlusstext, S. 22).

Dabei sind jedoch verschiedene Gesichtspunkte zu berücksichtigen: Zunächst regelt § 203 Abs. 1 BewG weder einen „Risikozuschlag“ noch eine „Marktrisikoprämie“. Dieser pauschale Zuschlag berücksichtigt neben dem Unternehmensrisiko auch sämtliche sonstige Korrekturposten, insbesondere den Wachstumsabschlag (vgl. Bericht des Finanzausschusses zum ErbStRG, 26. November 2008, BT-Drs. 16/11107, S. 24). Unabhängig davon ist zu bedenken, dass der in § 203 Abs. 1 BewG geregelte Zuschlag von 4,5 % Ende des Jahres 2008 – und damit weit vor dem Bewertungsstichtag – eingeführt worden ist.

Der Bundestag hat am 29. September 2016 dem Kompromissvorschlag des Vermittlungsausschusses zur Reform des Erb- und Schenkungssteuergesetzes zugestimmt. Der hiernach ab dem 1. Juli 2016 anzusetzende Kapitalisierungsfaktor von 13,75 gemäß § 203 BewG entspricht einem Kapitalisierungszinssatz von rund 7,27 %. Der Gesetzgeber hat insoweit gerade nicht daran festgehalten, den Kapitalisierungsfaktor unter Einbezug eines Zuschlags von ehemals 4,5 % zu ermitteln (vgl. OLG Düsseldorf, 30. April 2018, 26 W 4/16, Beschlusstext S. 25).

Nach Auffassung des LG München I (30. Juni 2017, 5 HK 13182/15, Beschlusstext S. 118) kann aus dem Kapitalisierungsfaktor von 13,75 kein zwingender Rückschluss auf die Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern gezogen werden. Dem ist zuzustimmen, da weder die alte noch die neue Fassung des BewG eine Aussage zur Höhe der Marktrisikoprämie als solche enthalten und es sich zudem bei dem Kapitalisierungsfaktor um eine Größe vor Einkommensteuer handelt. Ausgehend von dem

für 2016 geltenden steuerrechtlichen Basiszinssatz von 1,10 % und einem Zuschlag von pauschal 4,50 % und damit einem Kapitalisierungszinssatz von 5,60 % entspricht dies einer Erhöhung der Renditeforderung von rund 29,9 % beim vereinfachten Ertragswertverfahrens gem. §§ 199 ff. BewG. Der Gesetzesänderung kommt insoweit Indizwirkung für die Abbildung der fortdauernden Auswirkungen der Finanzmarktkrise zu.

### **FAUB-Stellungnahme vom 19. September 2012**

Im Zusammenhang mit der Finanzmarkt- und Staatschuldenkrise und deren anhaltenden Auswirkungen hält der FAUB es in seinem Hinweis vom 19. September 2012 (vgl. IDW-FN 2012, S. 568 f.) für sachgerecht, derzeit bei der Bemessung der **Marktrisikoprämie von einer Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 % (nach persönlichen Steuern)** auszugehen.

Wir verweisen in diesem Zusammenhang auf eine aktuelle Veröffentlichung zur Empfehlung des FAUB des IDW betreffend die Erhöhung der Bandbreite für die Marktrisikoprämie (vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, Die Marktrisikoprämie im Niedrigzinsumfeld, WPg 2018, 806 ff.). Mit der Veröffentlichung wird der Kritik Rechnung getragen, die Empfehlung des FAUB sei nicht ausreichend begründet worden.

Der Inhalt des Beitrags lässt sich wie folgt zusammenfassen:

Die derzeitige, nun schon seit fast zehn Jahren andauernde Kapitalmarktsituation ist im historischen Vergleich ungewöhnlich. Sie wird geprägt durch sehr niedrige, teils sogar negative Zinsen für (risikolose) Staatsanleihen. Diese sind maßgeblich von geldpolitischen Rahmenbedingungen, insbesondere dem Anleihekaufprogramm der EZB und der damit verbundenen Ausweitung der Geldmenge, sowie einer Fluchtbewegung in sichere Anlagen, wie deutsche Staatsanleihen, beeinflusst.

Bei unveränderter Übernahme der früheren quantitativen Empfehlung des FAUB zur Marktrisikoprämie würde der historisch niedrige Basiszinssatz zu dem Ergebnis führen, dass die Gesamtrendite (Summe aus Marktrisikoprämie und Basiszinssatz) erheblich gesunken ist. Dieses Ergebnis passt indes nicht zu den empirisch am Kapitalmarkt beobachtbaren Verhältnissen.

Die Gesamrendite ist – anders als die Marktrisikoprämie – am Kapitalmarkt beobachtbar. Allerdings gibt es kein Anlageinstrument, auf dessen Basis sich analog zu Staatsanleihen eine unmittelbare Schätzung der Gesamrendite ableiten ließe. Der FAUB verfolgt insoweit mehrere konzeptionelle Ansätze. Alle Ansätze haben Stärken und Schwächen und keinem einzigen kann daher eindeutig der Vorzug gegeben werden. Aus diesem Grund nimmt der FAUB eine möglichst breite Perspektive ein und betrachtet beispielsweise unterschiedliche vergangenheitsorientierte Ansätze (unterschiedliche Zeiträume, unterschiedliche Referenzanlagen, unterschiedliche Mittelwertbildung), unterschiedliche zukunftsorientierte Ansätze, nationale und internationale Ansätze, usw.

Nach der Auffassung des FAUB zeigen die Ergebnisse aus unterschiedlichen methodischen Überlegungen, nämlich

- die Betrachtung historisch gemessener Aktienrenditen,
- die Betrachtung langfristiger realer Aktienrenditen,
- die Verwendung von ex-ante Analysen impliziter Kapitalkosten sowie
- das CAPM ohne risikofreie Kreditaufnahme,

dass die Gesamrendite nicht in dem Ausmaß gesunken ist, in dem ein Rückgang des Basiszinssatzes zu beobachten ist und folglich die Marktrisikoprämie gestiegen ist.

Dazu nachfolgend im Einzelnen:

Die vom FAUB durchgeführten ex-post Analysen ergeben keinen Hinweis, dass der gesunkene Basiszinssatz mit einem gleichförmigen Absinken der langfristigen Gesamrendite einhergegangen wäre. Im Umkehrschluss ergeben sich daher höhere „ex-post“-Marktrisikoprämien von rund 7 % (geometrisch) bis rund 10 % (arithmetisch). Die ex-post Ergebnisse stützen also die Empfehlung des FAUB und sprechen für einen weiteren Aufwärtstrend.

Die ex-ante Analyse impliziter Kapitalkosten kommt ebenfalls zu dem Ergebnis, dass die Marktrisikoprämie seit dem Jahr 2010 nachhaltig gestiegen ist. Für Ende 2017 ergibt sich eine implizite Marktrisikoprämie von etwa 7 % (vor Steuern). Die Deutsche Bundesbank kommt zu sehr vergleichbaren Werten. Am Rande sei angemerkt, dass in dem Wirtschaftsbericht 4/2018 der EZB, S. 95, explizit hervorgehoben wurde, dass die Eigenkapitalkosten von Nichtbanken im Euroraum in den letzten Jahren relativ hoch geblieben und insbesondere nicht analog den Fremdfinanzierungskosten gesunken sind. Je nach Modell beläuft sich die geschätzte Marktrisikoprämie im Euroraum derzeit zwischen rund 8,0 % und knapp 7,0 % – vor Steuern (vgl. ebenda, S. 106; blaue Linie für Euroraum):



Diesen Befund spiegelt auch die Empfehlung der österreichischen Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Wirtschaftsprüfer wider. In deren Empfehlung vom 17. Oktober 2017 wird, ausschließlich gestützt auf implizite Kapitalkostenmessungen, eine Bandbreite der impliziten Gesamtrendite zwischen 7,5 % und 9,0 % abgeleitet. Die der Bewertung zugrunde zu legende Marktrisikoprämie ergibt sich hiernach durch Abzug des stichtagsbezogenen Basiszinssatzes. Die Empfehlung der Arbeitsgruppe orientiert sich an impliziten Aktienrenditen und damit auch impliziten Marktrisikoprämien (vgl. Bertl, WPg 2018, S. 805). Bei einer Orientierung an der Obergrenze kann sich bei dem derzeit niedrigen Basiszinsniveau eine Marktrisikoprämie ergeben, die deutlich über dem vom deutschen FAUB empfohlenen Niveau (5,5 % bis 7,0 %) liegt (vgl. Rabel, BewP 2018, S. 2, 3).

Der FAUB hat sich auch mit dem Vorwurf befasst, bei der Ermittlung impliziter Kapitalkosten würde tautologisch von Aktienpreisen auf Kapitalkosten geschlossen. Nach der Auffassung des FAUB ist dieser Vorwurf nicht berechtigt. Eine Tautologie läge vor, wenn ein bereits bekanntes Ergebnis derart verwendet wird, dass es aufgrund der verwendeten Modelllogik wieder reproduziert werden muss. Tatsächlich soll bei der Bestimmung impliziter Kapitalkosten nicht der bereits bekannte Börsenwert der einzelnen dazu verwendeten Unternehmen bestimmt werden. Vielmehr wird über die Durchschnittsbildung über eine Vielzahl von Unternehmen – beispielsweise des gesamten CDAX – die Gesamtrendite des Kapitalmarkts bestimmt. Die Empfehlung zur Erhöhung der Marktrisikoprämie erfolgt aus einer Gesamtschau und berücksichtigt in theoretischer wie inhaltlicher Sicht den Umstand eines höheren Risikos bei Aktieninvestitionen gegenüber risikolosen bzw. staatlich abgesicherten Anlageformen. Die Höhe der Marktrisikoprämie ist regelmäßiger Tagesordnungspunkt bei FAUB Sitzungen. Die Bandbreitenempfehlung wurde seit 2012 unverändert aufrechterhalten und in der jüngsten Sitzung am 12. September 2018 abermals bestätigt.

### **Rechtsprechung**

Abschließend ist festzuhalten, dass die vom Bewertungsgutachter angesetzte **Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,5 %** nach unserer Auffassung zutreffend ist. Eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,5 % nach Steuern wurde bislang auch von den Landgerichten Stuttgart, Hannover, Kiel, Koblenz, Köln und Hamburg bestätigt (vgl. LG Koblenz, 7. August 2017, 4 HK O 97/14, Beschlusstext S. 38; LG Stuttgart, 12. Mai 2017, Az. 31 O 61/13, Beschlusstext S. 23; LG Hannover, 24. Januar 2017, Az. 26 O 106/15, Beschlusstext S. 30; LG Hamburg, 11. Januar 2017, Az. 415 HKO 27/15, Beschlusstext S. 15; LG Stuttgart, 22. August 2016, 31 O 1/13, Beschlusstext S. 22; LG Köln, 22. März 2016, 91 O 30/14, Beschlusstext S. 32; LG Hamburg, 23. Februar 2016, 403 HKO 152/14, S. 11 (BeckRS); LG Koblenz, 10. September 2015, 4 HK O 166/12, Beschlusstext S. 41; LG Hamburg, 12. Juni 2015, Az. 403 HKO 43/14, Beschlusstext S. 18; LG Kiel, 21. April 2015, 16 O 75/12, Beschlusstext S. 44 ff. (6,0 %); LG Koblenz, 17. März 2015, Az. 4 HK O 166/12, Beschlusstext S. 45; LG Hannover, 25. Februar 2015, 23 AktE 7/13, Beschlusstext, S. 18 f.; LG Hamburg, 26. September 2014, 403 HKO 19/13, S. 10 (BeckRS).

Konsequenterweise haben das OLG Hamburg (30. Juni 2016, 13 W 75/14, Beschlusstext S. 19), das OLG Celle (17. Juni 2016, 9 W 42/16, Beschlusstext S. 5) sowie das OLG Dresden (16. August 2016, 8 W 244/17, Beschlusstext S. 23) den Ansatz von 5,5 % der Vorinstanz jeweils bestätigt. Das OLG Frankfurt sieht unter Bezugnahme auf die FAUB-Empfehlung vom 19. September 2012 ebenfalls eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern als sachgerecht an (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, S. 11 (Iareda); vgl. hierzu auch: Rölike, DB 2017, S. 713). Insbesondere obliegt es demnach weder der Gesellschaft noch dem Gericht, umfassende wissenschaftliche Studien zur Marktrisikoprämie durchzuführen, die letztendlich ohnehin nicht zweifelsfrei zu ermitteln wäre; jedenfalls

„wenn der Verband der Wirtschaftsprüfer und damit der maßgeblichen Experten auf dem fraglichen Gebiet eine Bandbreite bekannt gibt, die zwar gegebenenfalls diskussionswürdig, aber zumindest nicht abwegig erscheint“ (vgl. OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12, Tz. 108 (BeckRS)). Auch das OLG Düsseldorf, 30. April 2018, 26 W 4/16, Leitsatz, Tz. 39 ff. (BeckRS), betont, dass es im Regelfall angemessen sei, den Empfehlungen des FAUB zu folgen und die Marktrisikoprämie innerhalb der empfohlenen Bandbreite (hier mit 5,5 % nach Steuern) festzusetzen.

### **Verdichtung einer Bandbreitenempfehlung auf den Mittelwert**

Sofern die Rechtsprechung auf die Bandbreitenempfehlung des FAUB zurückgreift, ist diese auf eine Punktschätzung zu verdichten. Nach unserer Erfahrung erfolgt diese Verdichtung in aller Regel auf den Mittelwert.

Auch eine Reihe von Oberlandesgerichten hat sich in jüngerer Zeit für den Ansatz des Mittelwerts der FAUB-Bandbreitenempfehlung ausgesprochen (vgl. OLG Düsseldorf, 30. April 2018, 26 W 4/19, Beschlusstext S. 24; OLG Düsseldorf, 22. März 2018, 26 W 20/14, Beschlusstext S. 58; OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15; Tz. 73 (BeckRS); OLG Hamburg, 30. Juni 2016, 13 W 75/14, Beschlusstext S. 19; OLG Frankfurt, 29. Januar 2016, 21 W 70/15, Tz. 65 (BeckRS)). Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass das OLG München – im Kontext der aktuellen Bandbreitenempfehlung des FAUB aus dem Jahr 2012 – eine Orientierung erstinstanzlicher Entscheidungen am unteren Rand der Bandbreite im Rahmen des richterlichen Schätzungsermessens bestätigt hat (vgl. OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/161, Beschlusstext S. 21 f.; OLG München, 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, Tz. 109 (BeckRS)).

Gründe für die Annahme einer Marktrisikoprämie am oberen Rand der Bandbreite können vor allem in einer in der jüngeren Vergangenheit beobachtbaren erhöhten Unsicherheit am Kapitalmarkt und der damit zum Ausdruck kommenden gestiegenen Risikoaversion liegen, wie dies den Empfehlungen des FAUB zu den Auswirkungen der aktuellen Kapitalmarktsituation auf die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes vom 10. Januar 2012 zugrunde lag (vgl. IDW Fachnachrichten 2/2012, S. 122). Anhaltspunkte für die Annahme einer Marktrisikoprämie am unteren Rand der Bandbreite können spiegelbildlich hierzu u.a. bei einer geringeren Unsicherheit am Kapitalmarkt und einer gesunkenen Risikoaversion gegeben sein (vgl. auch: Großfeld/Egger/Tönnes, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2016, S. 250). Bezogen auf den vorliegenden Bewertungsstichtag sind keine außergewöhnlichen Unsicherheiten an den Aktienmärkten greifbar, die eine Orientierung am unteren Rand geboten erscheinen lassen.

## **Ergebnis**

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die vom Bewertungsgutachter nach gutachterlichem Ermessen festgesetzte Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,5 % angemessen ist.

## **bb) Betafaktor**

Die durchschnittliche Risikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des jeweils zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Dieses unternehmensspezifische Risiko wird nach dem CAPM wie nach dem Tax-CAPM im sogenannten Betafaktor ausgedrückt. Abweichungen des tatsächlichen künftigen Zahlungsstroms vom Erwartungswert des künftigen Zahlungsstroms stellen Risiken für die Anteilseigner dar (vgl. Franken/Schulte, BewP 2012, S. 92, 93).

Bei dem CAPM handelt es sich um ein auf der Portfoliotheorie basierendes Modell des Kapitalmarktes. Entsprechend wird unterstellt, dass Anleger in der Lage sind, durch den Erwerb von Beteiligungen an verschiedenen Unternehmen ihre Risikoposition zu vermindern („**Diversifikation**“). Daher wird zwischen dem sogenannten „**systematischen Risiko**“, das sich durch Diversifikation nicht vermindern lässt, und dem sogenannten „**unsystematischen Risiko**“ unterschieden. Da sich durch das unsystematische Risiko bedingte Schwankungen von Zahlungsströmen verschiedener Unternehmen ausgleichen, bleibt der Zahlungsstrom aus dem Marktportfolio hinsichtlich dieses unsystematischen Risikos unbeeinflusst. Nach dem CAPM abgeleitete Risikoprämien enthalten daher nur eine Kompensation für das im Betafaktor erfasste systematische, nicht weiter diversifizierbare Risiko. Dabei dürfen unsystematische Risiken nicht mit unternehmensspezifischen und systematische Risiken nicht mit gesamtwirtschaftlichen Risiken gleichgesetzt werden (vgl. Zeidler et a., BewP 2012, S. 134). Vielmehr reagieren Unternehmen auf makroökonomische Risikotreiber unterschiedlich stark und gegebenenfalls mit unterschiedlichen Vorzeichen, mithin kommt es zu ganz unterschiedlichen, unternehmensindividuellen Reaktionen auf die Risikotreiber (vgl. Franken/Schulte, BewP 2012, S. 92, 97) und damit zu einem unterschiedlich hohen systematischen Risiko, das im Betafaktor zu reflektieren ist.

Das bewertungsrelevante, systematische Risiko eines Unternehmens lässt sich weiter unterteilen in das **operative Risiko**, d. h. das der Geschäftstätigkeit innewohnende Risiko, und das **Kapitalstrukturrisiko**. Letzteres basiert auf der Tatsache, dass mit zunehmendem Verschuldungsgrad die Schwankung der an die Anteilseigner fließenden Überschüsse zunimmt.

Der Betafaktor wird mittels Regressionsanalysen aus Kapitalmarktdaten abgeleitet. Er ergibt sich rechnerisch als Steigungsmaß einer Regressionsgeraden, die so durch eine „Punktwolke“ aus Renditepaaren von Unternehmensrenditen und Marktrenditen gelegt wird, dass die Abstände der Punkte von dieser Regressionsgeraden minimal sind. Die Ermittlung des Betafaktors erfolgt dabei anhand

einer linearen Regression der unternehmensspezifischen Aktienkursrendite (= zu erklärende Variable) auf die Rendite des Aktienindex als Approximation der Markttrendite (= erklärende Variable).

Der Betafaktor drückt inhaltlich aus, wie sich das Risiko des bewerteten Unternehmens zum Marktrisiko verhält. Ist der Betafaktor 1, so entspricht das Risiko dem Marktdurchschnitt; ein Betafaktor von kleiner als 1 bedeutet, dass das zu bewertende Unternehmen einem geringeren Risiko ausgesetzt ist. Bei einem Betafaktor von größer als 1 ist das Unternehmen entsprechend einem Risiko ausgesetzt, welches oberhalb des Marktdurchschnitts liegt.

Neben der rein rechnerischen Ableitung des Steigungsmaßes stellt sich die Frage nach der Aussagekraft der Regressionsanalyse. Bei regelmäßig mit Bewertungsfragen beschäftigten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften hat sich deshalb in den letzten Jahren die statistische Güteanalyse im Sinne einer vorgeschalteten Filteruntersuchung durchgesetzt. Bildlich gesprochen kann bei einer stark streuenden Punktwolke die Regressionsgerade nicht genau bestimmt werden, da auch eine leicht gedrehte Gerade ein nahezu ebenso gutes Abbild repräsentiert. Um die Güte einer Regression zu messen, werden unterschiedliche statistische Maße verwendet, die darüber Aufschluss geben sollen, wie „gut“ im Sinne von „statistisch aussagekräftig“ die abgeleiteten Regressionsergebnisse sind. Hierbei kommen im Wesentlichen das Bestimmtheitsmaß ( $r^2$ ) und der sogenannte T-Test zur Anwendung. Ferner können zur Güteanalyse des Betafaktors auch Geld-Brief-Spannen ausgewertet werden, da diese einen Eindruck von der Aussagekraft der zugrundeliegenden Aktienkurse erlauben.

### **Bestimmtheitsmaß ( $r^2$ )**

Ein Indikator für die statistische Aussagefähigkeit der Regressionsgleichung ist das **Bestimmtheitsmaß** ( $r^2$ ). Es gibt an, wie viel Prozent der Aktienkursrendite durch die Indexrendite erklärt wird. Im CAPM ist die Rendite der zu bewertenden Aktie vollständig durch die Entwicklung des Marktportfolios erklärt, da lediglich das systematische Risiko bepreist wird. Der Betafaktor misst dementsprechend die Schwankung der Aktienkursrendite relativ zur Schwankung der Markttrendite. In diesem Idealfall eines  $r^2$  von 1 liegen alle Beobachtungspunkte auf einer Geraden, die mit der Regressionsgeraden übereinstimmt. Allgemein stellt sich die Frage, wie geringere Ausprägungen von  $r^2$  zu interpretieren sind. Ein  $r^2$  unter 1 bedeutet, dass ein (oft sehr hoher) Anteil der in der Stichprobe beobachteten Aktienkursstreuung nicht durch die Marktentwicklung, sondern durch andere Einflussfaktoren erklärbar ist (vgl. Dörschell et al., Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, 2012, S. 177; Dörschell et al., WPg 2008, S. 1152, 1160).

Üblicherweise werden bei Betaberechnungen aus empirischen Daten Bestimmtheitsmaße im einstelligen Prozentbereich bis hin zu rund 50 % (entsprechend 0,50) erzielt. Hinsichtlich des Bestimmtheitsmaßes hat das OLG Stuttgart festgestellt, dass diese bei Werten von 0,051 bzw. 0,054 sehr nahe an Null liegen und damit keine ausreichende Signifikanz aufweisen (vgl. OLG Stuttgart, 18. Dezember 2009, 20 W 2/08, Tz. 247 (juris); gl. A. OLG Frankfurt, 29. April 2011, 21 W 13/11, Tz. 77 (juris) bei einem  $r^2$  von 0,02). Selbst bei Werten von 0,07 bzw. 0,11 wird vom OLG Stuttgart die statistische Güte als zu gering für eine Verwendung des unternehmenseigenen Betas eingestuft (vgl. OLG Stuttgart, 22. September 2009, 20 W 20/06, AG 2010, S. 42, 45). Generell gibt es keine eindeutige Untergrenze für eine statistische Aussagefähigkeit des Bestimmtheitsmaßes.

### **T-Test**

Neben der Beurteilung des Bestimmtheitsmaßes bietet sich der T-Test zur Prüfung der statistischen Signifikanz an. Der T-Test ist ein statistisches Verfahren zur Überprüfung von Hypothesen. Dabei wird stark vereinfacht gesprochen untersucht, ob das stets anhand einer Stichprobe für einen Mehrjahreszeitraum (i. d. R. zwei oder fünf Jahre) ermittelte Beta statistisch einen gesicherten Zusammenhang zwischen der Rendite der Aktie und der Rendite des Index widerspiegelt. Ein statistischer Zusammenhang zwischen Aktienkurs- und Marktrendite kann bei diesem Verfahren allerdings immer nur mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit (der sogenannten Konfidenzwahrscheinlichkeit, typischerweise 95 % oder 99 %) vermutet werden.

In Abhängigkeit von der geforderten Konfidenzwahrscheinlichkeit und der Anzahl der Renditekombinationen zwischen Index und Aktie gibt es Tabellenwerke, die den geforderten T-Wert enthalten. Ist der im Einzelfall berechnete Absolutwert der Prüfgröße (T-Wert) größer als der Tabellenwert der t-Verteilung (T-kritisch), dann wird mit einer hohen Wahrscheinlichkeit von einem statistisch gesicherten Zusammenhang ausgegangen. Anders ausgedrückt bedeutet dies, dass die Wahrscheinlichkeit, die beobachtete Punktwolke zu erhalten, ohne dass dabei die Marktrendite einen Einfluss auf die Aktienkursrendite hat, unter 5 % bzw. 1 % liegt (vgl. Dörschell et al., WPg 2008, S. 1152, 1160).

### **Geld-Brief-Spanne**

Der Betafaktor soll den Zusammenhang zwischen den Renditen der Aktie und den Renditen des Marktes abbilden. Unabdingbare Voraussetzung für die Prognoseeignung einer mittels Regression für den Betafaktor abgeleiteten Wertindikation ist, dass sich die Aktie sachlich und zeitlich unverzerrt an Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpasst. Würden sich die Aktienrenditen dagegen zeitlich verzögert anpassen, kann der statistisch ermittelte Betafaktor den Zusammenhang

zwischen Aktienrendite und Marktrendite nicht zutreffend widerspiegeln (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2012, S. 167).

Als Maßstab für eine gegebene unverzerrte Anpassungsfähigkeit werden in der Literatur verschiedene Liquiditätsmaße wie der Free Float, das Handelsvolumen und die Geld-Brief-Spanne diskutiert. In der Literatur gibt es bislang keinen Konsens darüber, ab welcher absoluten Höhe der Geld-Brief-Spanne eine ausreichende Liquidität des Marktes nicht mehr gegeben ist (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2012, S. 175). Die Liquiditätsklasse 1 für Designated Sponsors im Xetra-Handel liegt bei maximal 2,5 % (vgl. Deutsche Börse AG, Designated Sponsor Guide, Version 10.1., Punkt 4.2). Nach Auffassung des OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 34 (BeckRS), bestehen bei einer deutlich über 2 % liegenden Geld-Briefspanne erhebliche Bedenken hinsichtlich der Liquidität der Aktie. Nicht ausreichend seien 2,37 % (vgl. OLG Frankfurt, 19. Januar 2016, 21 W 70/15, Tz. 69 (BeckRS)). Das LG München I, 2. Dezember 2016, 5 HK 4781/15, Tz. 147 (juris), sieht die Obergrenze für den Bid-Ask-Spread bei 1,0 % bis maximal 1,25 %. Bei darüber liegenden Werten soll der Kurs zu träge auf Kapitalmarktinformationen reagieren, da die Transaktionskosten durch hohe Bid-Ask-Spreads zu hoch seien (vgl. LG München I, 30. Juni 2017, 5 HK 13182/15, Beschlusstext, S. 120). Bei einem über der zu definierenden Obergrenze liegenden Bid-Ask-Spread sei die Heranziehung eines Betafaktors abzulehnen.

Sowohl die Aktie der Linde AG als auch die Aktien der von uns zur Plausibilisierung herangezogenen Peer Group-Unternehmen weisen in den der jeweiligen Betaberechnung zugrundeliegenden Zeiträumen allesamt eine unter 1,0 % liegende Geld-Brief-Spanne auf und verfügen daher über eine ausreichende Liquidität.

### **Raw und Adjusted Beta**

Das direkt aus den (Kurs-)Renditen mittels Regression abgeleitete Beta wird häufig auch als „Raw Beta, verschuldet“ bezeichnet. Wird dieses mittels einer Gewichtungformel mit einem Gesamtmarktbeta von 1 in Beziehung gesetzt, spricht man von einem sog. „Adjusted Beta, verschuldet“.

Sofern die am Markt gemessenen Betafaktoren adjustiert werden, setzt die Adjustierungsformel an den verschuldeten Betafaktoren an. Aus dem „Raw Beta, verschuldet“ wird das „Adjusted Beta, verschuldet“. Erst nachfolgend wird das Unlevern vorgenommen. Der verschuldete Betafaktor dient als Maß des systematischen Risikos der Eigenkapitalgeber unter Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos aus der Fremdfinanzierung und beläuft sich definitionsgemäß für den Gesamtmarkt auf 1,0.

Bei der Adjustierung wird die Tatsache genutzt, dass empirische Studien für eine Vielzahl von Aktienmärkten und Zeiträumen ergeben haben, dass Betafaktoren sich im Zeitablauf zum Marktdurchschnitt und damit zum Marktbetafaktor von 1 entwickeln (vgl. Blume, *Journal of Finance*, 1971, Vol. 26, No. 1, S. 1 ff.; Zimmermann, *Schätzung und Prognose von Betawerten*, 1997, S. 241 m.w.N.).

Aus ökonomischer Sicht kann dies damit begründet werden, dass Unternehmen im Zeitablauf durch Wachstum und Diversifizierung ihr Risiko streuen und somit Betawerte tendenziell gegen 1 konvergieren. Dieser Effekt kann am operativen Risiko und/oder einer Anpassung der Verschuldungsgrades ansetzen. In der Literatur wird diese Eigenschaft von Betafaktoren auch unter dem Begriff der „autoregressiven Tendenz“ diskutiert. Sie bewirkt, dass der verschuldete Betafaktor einer Aktie in der Folgeperiode näher am Mittelwert aller Aktien liegt, als in den vorangegangenen Perioden. Unter dem Mittelwert liegende Werte tendieren somit nach oben, über dem Mittelwert liegende Werte nach unten. Durch eine autoregressive Anpassung (bspw. nach Blume) kann die **Bandbreite der Streuung** der Betafaktoren verringert werden (vgl. Zimmermann, *Schätzung und Prognose von Betawerten*, 1997, S. 247).

Statistische Schätzungen weisen stets bestimmte Unsicherheiten auf. Eine Adjustierung hin zur Marktreferenz (Wert 1), kann ähnlich wie die Durchschnittsbildung und Rundung beim Svensson Verfahren, entsprechende Unsicherheiten ausgleichen. Insoweit können **Über- oder Unterschätzungen** des Betafaktors durch die Blume-Anpassung deutlich reduziert werden (vgl. Scheld, *Fundamental Beta*, 2013, S. 78).

Für eine Anpassung von Raw Betas wird auch die Berechnungssystematik ins Feld geführt. Die in der fernerer Vergangenheit liegenden fundamentalen Veränderungen des Unternehmens sind im Rahmen der Ex-Post-Beta-Schätzung bereits berücksichtigt worden. Dagegen sind die aus den jüngsten fundamentalen Veränderungen resultierenden Risiken nur unzureichend berücksichtigt (vgl. Rosenberg/Guy, *Financial Analysts Journal* 1976, S. 62, 63). Mit anderen Worten ist eine Anpassung der empirisch aus Vergangenheitsdaten gewonnenen Raw Betas notwendig, um die zukünftig zu erwartenden Trends zu antizipieren (vgl. Timmreck, *FB 2002*, S. 300, 304). Dabei wird eine Anpassung des Raw Beta hin zum Marktdurchschnitt (Wert 1) als gerechtfertigt angesehen. Der Adjustierung wird demzufolge die Aufgabe zugewiesen, eine adäquate **Zukunftsorientierung** zu gewährleisten (vgl. Scheld, *Fundamental Beta*, 2013, S. 76 f.).

Das Adjusted Beta entsprechend der Blume-Anpassung stellt im Finanzbereich die am häufigsten genutzte Beta-Definition dar (vgl. Scheld, *Fundamental Beta*, 2013, S. 77). Dieses Verfahren, bei dem das raw Beta mit 0,667 (=2/3) multipliziert und 0,333 hinzuaddiert wird, hat dabei den Rang einer Konvention. Ein anderes Verfahren stellt die Anpassung nach Vasicek dar (vgl. Vasicek, *A Note on Using Cross-Sectional Information in Bayesian Estimation of Security Betas*, *The Journal of*

Finance, 1973, S. 1233 ff.; befürwortend: OLG Düsseldorf, 24. April 2013, VI-3 Kart 65/08, S. 28 (BeckRS)). Bei der Adjustierung nach Vasicek werden verschuldete Raw Betas verstärkt in Richtung eines bekannten Referenzwertes (z.B. des Marktdurchschnittes) gewichtet, je größer der Standardfehler der Betaschätzung ist.

Der Bewertungsgutachter verwendet Raw Betas. Bewertungsmethodisch handelt es sich bei der Verwendung von Adjusted- und Raw-Betafaktoren um gleichermaßen akzeptierte wie praktizierte Vorgehensweisen (vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel A, Tz. 410). Auch der Rechtsprechung ist nicht zu entnehmen, dass einer der Methoden gegenüber der anderen ein genereller Vorrang eingeräumt und insoweit eine einheitliche Position vertreten wird (vgl. LG München I, 28. April 2017, 5 HK O 26513/11, S. 21 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13, Tz. 58 (BeckRS); OLG Karlsruhe, 23. Juli 2015, 12a W 4/15, Tz. 66 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 51 (juris)). Für Zwecke der Netzregulierung hat sich der BGH für die Adjustierung nach Vasicek ausgesprochen (vgl. BGH, 27. Januar 2015, EnVR 37/13, Tz. 10 (www.bundesgerichts-hof.juris)). In einer jüngeren Entscheidung hat das OLG München ausgeführt, dass die Adjustierung nicht abzulehnen sei (vgl. OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16, Beschlusstext S. 23 i.V.m. LG München I, 20. November 2015, 5 HK O 5593/14, Beschlusstext, S. 84). Im Ergebnis gleicher Ansicht für die umstrittene Frage hat das LG München I die Adjustierung nach der Blume-Anpassung nicht beanstandet (vgl. LG München I, 29. August 2018, 5 HK 16585/15, Beschlusstext S. 112 ff.).

Die Berücksichtigung von Raw Betas durch den Bewertungsgutachter ist somit grundsätzlich angemessen.

### **Zeitraum der Betaberechnung**

Eine Abwägung der Aktualität und der statistischen Signifikanz ist für die Festlegung des Zeitraums der Betaberechnung notwendig. Ein erhöhter Stichprobenumfang erhöht aus statistischer Sicht die Ergebnisgenauigkeit. In der Praxis werden überwiegend Beobachtungszeiträume von fünf Jahren mit monatlichen und zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen verwendet (OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 80 (juris); OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09, Tz. 63 (juris)).

Tendenziell spricht die Aktualität für einen kürzeren Zeitraum von z. B. zwei Jahren (vgl. OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, Tz. 214 (juris); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 80 (juris); LG Frankfurt, 2. September 2010, 3-5 O 279/08, Beschlusstext S. 27). Lange Zeiträume, in denen abnormale Kursschwankungen durch Strukturbrüche stattgefunden haben, die u. a. durch einen Börsengang oder ein Squeeze out-Verfahren hervorgerufen wurden, sind für die Berechnung des Betafaktors ungeeignet (vgl. OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08, Tz. 204 (juris)). Korrespondierend zur zeitlichen Abgrenzung des Börsenkurses ist nach Auffassung des OLG Stuttgart (vgl. Vorlagebeschluss, 18. Dezember 2009, 20 W 2/08, 4. Leitsatz und Beschlusstext Tz. 239; BGH, 19. Juli 2010, AG 2010, S. 629 ff.) ein unternehmenseigener Betafaktor aufgrund historisch beobachteter Kurse im Zeitraum nach der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme grundsätzlich ungeeignet. Vielmehr wird gefordert, dass die Messperiode für die Ermittlung des **unternehmenseigenen Betafaktors** am **Tag der Bekanntmachung der Maßnahme** enden muss (gl. A. OLG Karlsruhe, 13. Mai 2013, 12 W 77/07 (13), Tz. 36 (juris); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 80 (juris)).

Mit der Ad-Hoc-Mitteilung vom 25. April 2018 hat die Linde AG den beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre angekündigt. Damit endet der Zeitraum für die Bestimmung des unternehmenseigenen Betafaktors spätestens am vorhergehenden Tag, dem 24. April 2018.

### **Originärer Betafaktor der Linde AG**

Für börsennotierte Unternehmen wie die Linde AG kann ein – historischer – Betafaktor unmittelbar aus Kapitalmarktdaten ermittelt werden. Dabei ist generell festzuhalten, dass der im Rahmen des CAPM einzusetzende Betafaktor kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein ebenfalls durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert ist (vgl. OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 72 (juris)).

Der Bewertungsgutachter verwendet den originären Betafaktor der Linde AG ermittelt über einen Zweijahreszeitraum mit wöchentlichen Renditeintervallen. Der Berechnung des Bewertungsgutachters liegen Kursdaten des Finanzdienstleisters Bloomberg zugrunde. Die Betafaktoren wurden mittels linearer Regression der Aktienrenditen der Linde AG gegen die Renditen des CDAX abgeleitet. Bei der Ermittlung der Betafaktoren hat der Bewertungsgutachter das Raw Beta herangezogen.

Im Ergebnis hat der Bewertungsgutachter für den originären Betafaktor der Linde AG aufgrund seiner Analysen auf der Basis wöchentlicher Renditen für den Zweijahreszeitraum bis zum 20. April 2018 (Freitag vor der Ad-Hoc-Mitteilung) einen statistisch signifikanten, unverschuldeten Betafaktor von 0,73 ermittelt. Der Untersuchungszeitraum des Bewertungsgutachters endet am 20. April 2018. Damit sind die der Ermittlung des Betafaktors zugrundeliegenden beobachteten Kursdaten der Linde

AG frei von möglichen Verzerrungen im Zusammenhang mit der Ankündigung des beabsichtigten Squeeze outs.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir den originären Betafaktor der Linde AG auf der Basis eines zweijährigen Beobachtungszeitraums bei wöchentlichen Renditeintervallen sowie ergänzend auf der Basis eines fünfjährigen Beobachtungszeitraums bei monatlichen Renditeintervallen untersucht.

Nach unseren Analysen ergeben sich für die betrachteten Untersuchungszeiträume und Intervalle folgende statistisch signifikante Betafaktoren der Linde AG.

Name	Index	Renditen- beobachtung	R <sup>2</sup>		Levered Beta	Unlevered Beta
Linde AG	CDAX Index	2 Jahre wöchentlich	0,39	raw	0,93	0,76
Linde AG	CDAX Index	2 Jahre wöchentlich	0,39	adjusted	0,95	0,78
Linde AG	CDAX Index	5 Jahre monatlich	0,45	raw	0,85	0,72
Linde AG	CDAX Index	5 Jahre monatlich	0,45	adjusted	0,90	0,75
<b>Mittelwert</b>						<b>0,75</b>

Im Ergebnis halten wir den vom Bewertungsgutachter EY angesetzten Betafaktor von 0,73 zur Bemessung des operativen Risikos der Linde AG für angemessen.

### **Betafaktor der Peer Group**

Der Bewertungsgutachter hat zur Plausibilisierung des originären Betafaktors der Linde AG zudem einen Peer Group-Betafaktor auf Basis einer Vergleichsgruppe börsennotierter Vergleichsunternehmen ermittelt. Der Rückgriff auf Peer Group-Betafaktoren wird auch von der Rechtsprechung anerkannt (vgl. OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13, Tz. 56 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 51f. (juris); OLG Karlsruhe, 22. Juni 2015, 12a W 5/15, Tz. 60 (juris); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 72 (juris); OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 3/09, Beschlusstext S. 50; OLG Frankfurt, 21. Dezember 2010, 5 W 15/10, Tz. 81 (juris); OLG Stuttgart, 17. März 2010, 20 W 9/08, Tz. 163 (juris); OLG Stuttgart, 18. Dezember 2009, 20 W 2/08, Tz. 235, 254 (juris); OLG Düsseldorf, 27. Mai 2009, 26 W 5/07, Beschlusstext S. 43). Dies gilt auch hinsichtlich des Einbezugs ausländischer Unternehmen (vgl. OLG Hamburg, 18. September 2015, 13 W 44/14, Beschlusstext S. 12), OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, 26 W 8/10, Tz. 64 (juris); OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 2/07, Tz. 224 (juris); OLG Düsseldorf, 27. Mai 2009, 26 W 5/07, Beschlusstext S. 43).

Der Bewertungsgutachter EY hat hierzu die wesentlichen Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren auf das Geschäftsmodell der Linde AG untersucht. Anhand dieser Kriterien wurde für jeden der betrachteten Geschäftsbereiche der Linde AG eine Gruppe potenzieller Vergleichsunternehmen identifiziert, welche in vergleichbaren Haupttätigkeitsfeldern aktiv sind. EY kommt dabei zu dem Ergebnis, dass sowohl der gewichtete Durchschnitt als auch der gewichtete Median der einzelnen Segment Peer Groups deutlich oberhalb des originären Betafaktors liegen.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir zur Plausibilisierung des originären Betafaktors der Linde AG eine ergänzende Analyse der Betafaktoren einer Peer Group aus vergleichbaren börsennotierten Unternehmen auf der Basis zweijähriger Beobachtungszeiträume bei wöchentlichen Renditeintervallen vorgenommen. Dabei haben wir die Peer Group des Bewertungsgutachters angepasst und um weitere Vergleichsunternehmen ergänzt.

Zur Bereinigung der unternehmensspezifischen Betafaktoren der Peer Group um Kapitalstruktureffekte ist es grundsätzlich berufsüblich, die in der Vergangenheit beobachteten Betafaktoren der verschuldeten Peer Group-Unternehmen vom Bewertungsgutachter in unverschuldete Betafaktoren umzurechnen (sogenanntes „Unlevern“), um eine Vergleichbarkeit mit dem operativen Risikoprofil des Bewertungsobjekts herstellen zu können (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 58 (juris); OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, 26 W 8/10, Tz. 63 (juris); OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 3/09, AG 2011, S. 205, 209; OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09, Tz. 60 (juris); OLG Stuttgart, 18. Dezember 2009, 20 W 2/08, Tz. 86 (juris)).

Auf Basis wöchentlicher Renditeintervalle über einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren ergeben sich die folgenden Betafaktoren (der Betrachtungszeitraum für die Ermittlung der Betafaktoren endet am 14. September 2018).

Name	Index	R <sup>2</sup>	Levered Beta (raw)	Unlevered Beta (raw)	Levered Beta (adj.)	Unlevered Beta (adj.)
<b>GASES</b>						
Air Liquide SA	SBF250R Index	0,72	1,19	0,89	1,13	0,85
Air Products & Chemicals Inc	DWCFT Index	0,45	0,94	0,89	0,96	0,91
Praxair Inc	DWCFT Index	0,46	1,10	0,93	1,07	0,91
Taiyo Nippon Sanso Corp	NDDLJN Index	0,46	1,58	1,05	1,39	0,92
<b>Mittelwert</b>				<b>0,94</b>		<b>0,90</b>
<b>Median</b>				<b>0,91</b>		<b>0,91</b>
Gewichtung				73%		73%
<b>ENGINEERING</b>						
Tecnicas Reunidas SA	MADX Index	0,08	0,57	0,57	0,71	0,71
Maire Tecnimont SpA	TITLMSE Index	0,19	0,95	0,92	0,97	0,94
Chiyoda Corp	NDDLJN Index	0,18	1,27	1,27	1,18	1,18
JGC Corp	NDDLJN Index	0,38	1,49	1,49	1,33	1,33
Toyo Engineering Corp	NDDLJN Index	0,08	0,78	0,78	0,85	0,85
Hangzhou Hangyang Co Ltd	SZCOMP Index	0,31	1,52	1,37	1,35	1,22
Samsung Engineering Co Ltd	KOSPI Index	0,13	1,36	0,99	1,24	0,90
<b>Mittelwert</b>				<b>1,05</b>		<b>1,02</b>
<b>Median</b>				<b>0,99</b>		<b>0,94</b>
Gewichtung				6%		6%
<b>HEALTHCARE</b>						
Hill-Rom Holdings Inc	DWCFT Index	0,17	0,85	0,71	0,90	0,74
Walgreens Boots Alliance Inc	DWCFT Index	0,20	0,90	0,84	0,93	0,87
CVS Health Corp	DWCFT Index	0,13	0,93	0,80	0,95	0,82
Invacare Corp	DWCFT Index	0,07	1,13	1,02	1,09	0,99
Fisher & Paykel Healthcare Corp Ltd	NZSE Index	0,29	1,41	1,41	1,27	1,27
ResMed Inc	DWCFT Index	0,32	1,16	1,14	1,10	1,09
Amedisys Inc	DWCFT Index	0,04	0,62	0,61	0,75	0,74
Inogen Inc	DWCFT Index	0,13	1,11	1,11	1,08	1,08
<b>Mittelwert</b>				<b>0,96</b>		<b>0,95</b>
<b>Median</b>				<b>0,93</b>		<b>0,93</b>
Gewichtung				20%		20%
<b>LOGISTICS</b>						
MARR SpA	TITLMSE Index	0,21	0,50	0,45	0,67	0,59
Kuehne + Nagel International AG	SSIRT Index	0,30	0,71	0,71	0,81	0,80
DSV A/S	KAXGI Index	0,23	0,80	0,76	0,87	0,82
Wincanton PLC	ASXTR Index	0,20	1,27	1,00	1,18	0,93
<b>Mittelwert</b>				<b>0,73</b>		<b>0,79</b>
<b>Median</b>				<b>0,73</b>		<b>0,81</b>
Gewichtung				1%		1%
<b>Gewichteter Median</b>				<b>0,95</b>		<b>0,91</b>
<b>Gewichteter Mittelwert</b>				<b>0,92</b>		<b>0,91</b>

Es ergibt sich auf Basis von raw Betas ein durchschnittlicher gewichteter Median von 0,95 sowie ein durchschnittlicher gewichteter Mittelwert von 0,92. Auf Basis von adjusted Betas ergibt sich ein durchschnittlicher gewichteter Median von 0,91 und ein durchschnittlicher gewichteter Mittelwert von 0,91.

Ferner haben wir für die von uns angepasste Peer Group die Betafaktoren für einen fünfjährigen Beobachtungszeitraum auf der Basis monatlicher Renditen bis zum 31. August 2018 ermittelt.

Name	Index	R <sup>2</sup>	Levered Beta (raw)	Unlevered Beta (raw)	Levered Beta (adj.)	Unlevered Beta (adj.)
<b>GASES</b>						
Air Liquide SA	SBF250R Index	0,67	1,08	0,85	1,05	0,83
Air Products & Chemicals Inc	DWCFT Index	0,47	1,06	0,94	1,04	0,93
Praxair Inc	DWCFT Index	0,49	1,07	0,89	1,05	0,87
Taiyo Nippon Sanso Corp	NDDLJN Index	0,29	1,17	0,76	1,11	0,72
<b>Mittelwert</b>				<b>0,86</b>		<b>0,84</b>
<b>Median</b>				<b>0,87</b>		<b>0,85</b>
Gewichtung				73%		73%
<b>ENGINEERING</b>						
Tecnicas Reunidas SA	MADX Index	0,32	0,94	0,94	0,96	0,96
Maire Tecnimont SpA	TITLMSE Index	0,25	1,18	1,03	1,12	0,98
Chiyoda Corp	NDDLJN Index	0,15	0,87	0,87	0,91	0,91
JGC Corp	NDDLJN Index	0,26	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>Mittelwert</b>				<b>0,96</b>		<b>0,96</b>
<b>Median</b>				<b>0,97</b>		<b>0,97</b>
Gewichtung				6%		6%
<b>HEALTHCARE</b>						
Hill-Rom Holdings Inc	DWCFT Index	0,21	0,90	0,70	0,93	0,72
Walgreens Boots Alliance Inc	DWCFT Index	0,18	1,01	0,94	1,01	0,93
CVS Health Corp	DWCFT Index	0,18	0,97	0,86	0,98	0,87
Invacare Corp	DWCFT Index	0,25	2,42	2,25	1,95	1,81
Fisher & Paykel Healthcare Corp Ltd	NZSE Index	0,28	1,33	1,32	1,22	1,21
ResMed Inc	DWCFT Index	0,15	0,87	0,86	0,92	0,90
Amedisys Inc	DWCFT Index	0,07	1,10	1,07	1,06	1,04
<b>Mittelwert</b>				<b>1,14</b>		<b>1,07</b>
<b>Median</b>				<b>0,94</b>		<b>0,93</b>
Gewichtung				20%		20%
<b>LOGISTICS</b>						
MARR SpA	TITLMSE Index	0,20	0,49	0,44	0,66	0,59
Kuehne + Nagel International AG	SSIRT Index	0,52	0,95	0,94	0,96	0,96
DSV A/S	KAXGI Index	0,09	0,38	0,38	0,59	0,56
Stobart Group Ltd	ASXTR Index	0,21	1,48	1,38	1,32	1,23
<b>Mittelwert</b>				<b>0,79</b>		<b>0,84</b>
<b>Median</b>				<b>0,69</b>		<b>0,78</b>
Gewichtung				1%		1%
<b>Gewichteter Median</b>				<b>0,92</b>		<b>0,89</b>
<b>Gewichteter Mittelwert</b>				<b>0,89</b>		<b>0,88</b>

Es ergibt sich auf Basis von raw Betas ein durchschnittlicher gewichteter Median von 0,92 sowie ein durchschnittlicher gewichteter Mittelwert von 0,89. Auf Basis von adjusted Betas ergibt sich ein durchschnittlicher gewichteter Median von 0,89 und ein durchschnittlicher gewichteter Mittelwert von 0,88.

Der Gesamtschau folgend halten wir den vom Bewertungsgutachter EY angesetzten originären Betafaktor von 0,73 auch vor dem Hintergrund der analysierten Peer Group-Betafaktoren zur Bemessung des operativen Risikos der Linde AG für angemessen.

### **c) Wachstumsabschlag**

Im Rahmen der Ertragswertermittlung ist für die Fortführungsphase ein Wachstumsabschlag festzulegen. Der Bewertungsgutachter hat den Wachstumsabschlag mit gerundet 1,0 % festgelegt.

Den von dem Bewertungsgutachter angesetzten Wachstumsabschlag haben wir anhand von Preisindizes des Statistischen Bundesamtes sowie anhand von Prognosen von Bankanalysten und des Internationalen Währungsfonds über die Entwicklung der Verbraucherpreise in Deutschland auf Plausibilität geprüft. Die Inflationsrate für Deutschland wird unter Bezugnahme auf den Verbraucherpreisindex (Basis 2010 = 100) wie folgt angegeben:

<b>Statistisches Bundesamt - Stand des Verbraucherpreisindex Deutschland (Basis 2010 =100)</b>		<b>Durchschnittliche Veränderung</b>
August 2015	107,2	
August 2018	111,7	1,38%
<b>Schätzungen von Bankanalysten - Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland</b>		<b>Durchschnittliche Veränderung</b>
<b>2018</b>		
Untergrenze der Schätzungen	1,60%	
Obergrenze der Schätzungen	2,10%	1,80%
<b>2019</b>		
Untergrenze der Schätzungen	1,20%	
Obergrenze der Schätzungen	2,20%	1,80%
<b>2020</b>		
Untergrenze der Schätzungen	1,20%	
Obergrenze der Schätzungen	2,10%	1,80%
<b>Schätzungen des Internationalen Währungsfonds - Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland</b>		<b>Durchschnittliche Veränderung</b>
<b>2018</b>		1,63%
<b>2019</b>		1,67%
<b>2020</b>		2,14%
<b>2021</b>		2,42%
<b>2022</b>		2,58%
<b>2023</b>		2,72%
<b>Inflationserwartung abgeleitet aus der Verzinsung inflationsgeschützter deutscher Staatsanleihen</b>		<b>Inflationserwartung</b>
10-jährige Staatsanleihen		1,30%
15-jährige Staatsanleihen		1,32%
30-jährige Staatsanleihen		1,64%

Unter Berücksichtigung der Verbraucherpreisentwicklung des vergangenen Dreijahreszeitraums ergibt sich eine jährliche Erhöhung der Verbraucherpreise um rund 1,38 %. Schätzungen von Bankanalysten für die Veränderung der Konsumentenpreise in den Jahren 2018 bis 2020 bewegen sich

für Deutschland laut einer Übersicht des Finanzdienstleisters Bloomberg in einem Bereich von 1,20 % bis 2,20 %. Der Internationale Währungsfonds erwartet für die Jahre 2018 und 2019 einen Anstieg der Verbraucherpreise auf Werte von unter 2 % p.a., für die Folgejahre ab 2020 liegen die Erwartungen auf einem etwas höheren Niveau. Aus der Verzinsung inflationsgeschützter deutscher Staatsanleihen lassen sich zukünftige Inflationserwartungen von unter 2 % ableiten.

Bei der Bemessung des Wachstumsabschlags ist stets auf die Verhältnisse des jeweiligen Unternehmens abzustellen. Insoweit können und werden Wachstumsraten bei den Entwicklungen der zukünftigen Ertragsüberschüsse verschiedener Unternehmen naturgemäß voneinander abweichen. Nach einer Untersuchung von Widmann/Schieszl/Jeromin (FB 2003, S. 800 ff.) beträgt das durchschnittliche Gewinnwachstum unabhängig von Konjunkturzyklen 45 % bis 50 % der durchschnittlichen Preissteigerungsrate. Das nur unterdurchschnittliche Gewinnwachstum wird durch die Untersuchung von Stellbrink (Der Restwert in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 125 f.) bestätigt. Die Auffassung, wonach der Wachstumsabschlag im Allgemeinen niedriger sein muss als die Inflationsrate, spiegelt die zutreffende herrschende Meinung wider (vgl. Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2016, S. 267; WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C Tz. 127; ablehnend zu anderen Studien: OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 63 (juris); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 114 (juris); OLG Stuttgart, 8. Juli 2011, 20 W 14/08, Tz. 279 f. (juris)). Dies liegt daran, dass auch die Beteiligung an einem Unternehmen nicht völlig inflationssicher ist (vgl. OLG München, 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, Tz. 26 (juris); OLG Düsseldorf, 11. April 1988, 19 W 32/86, WM 1988, S. 1052, 1059; OLG Düsseldorf, 12. Februar 1992, 19 W 3/91, AG 1992, S. 200, 204). Der Wachstumsabschlag bezweckt auch nicht einen unbedingten Inflationsausgleich (vgl. OLG Karlsruhe, 12. September 2017, 12 W 1/17, Tz. 83 (BeckRS), OLG Stuttgart, 19. März 2008, 20 W 3/06, AG 2008, S. 510, 515).

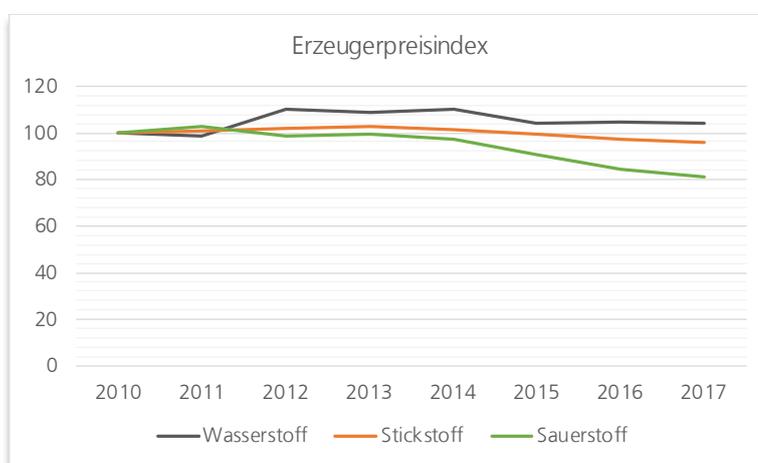
Als ersten Anhaltspunkt für die nachhaltige Wachstumsrate ergibt sich hiernach bei einem durchschnittlichen jährlichen Anstieg des Verbraucherpreisindex von rund 1,38 % im Dreijahreszeitraum August 2015 bis August 2018 sowie die anderen Schätzungen und einem darauf bezogenen Gewinnwachstum von 45 % bis 50 % eine Wachstumsrate von knapp unter 1 %.

Grundsätzlich ist für die Wachstumsaussichten neben der allgemeinen Entwicklung der Branche für Industriegase auch die Wettbewerbsposition der Linde-Gruppe innerhalb dieses Marktes zu berücksichtigen. Da der Wachstumsabschlag angibt, mit welcher durchschnittlichen Steigerung des Überschusses in der Zukunft gerechnet wird, können die Wachstumsraten des Ergebnisses innerhalb des Detailplanungszeitraums nicht ohne weiteres als Wachstumsabschlag beim Kapitalisierungszins verwendet werden (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 62 (juris)).

Den vom Bewertungsgutachter angesetzten Wachstumsabschlag von 1,0 % haben wir vor dem Hintergrund der bestehenden Markt- und Wettbewerbssituation exemplarisch anhand verschiedener Indikatoren wie folgt plausibilisiert.

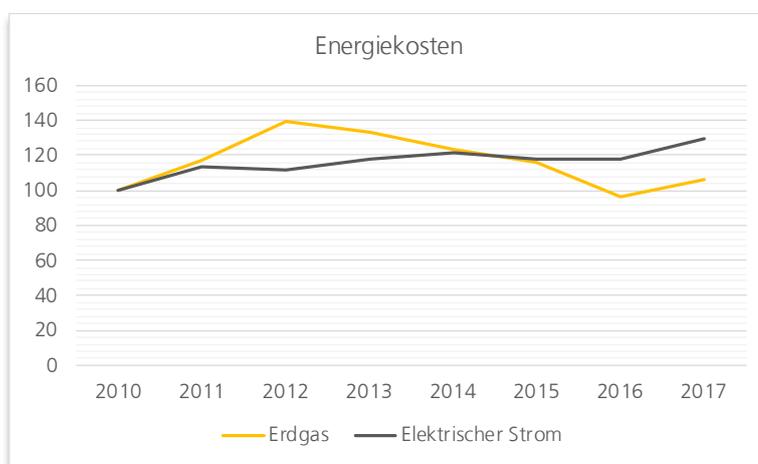
Die Linde AG ist mittlerweile seit über 130 Jahren aktiv und ist (ohne Berücksichtigung des Zusammenschlusses mit Praxair) nach Air Liquide der zweitgrößte Gasehersteller der Welt. Die Gesellschaft agiert auf einem verteilten Markt und weist in vielen Regionen hohe Marktanteile auf. Dennoch und ungeachtet der nur geringen Anzahl internationaler Gasehersteller steht die Gesellschaft in ihrem Marktsegment weltweit unter erheblichem Wettbewerbsdruck, zumal die Produkte der Wettbewerber oftmals austauschbar sind. In vielen Ländern spielen lokale Wettbewerber eine wichtige Rolle, was auch Ausfluss der hohen Ortsgebundenheit der hergestellten Gase ist.

Die Preise dreier von Linde hergestellten Gase wiesen über einen längeren Zeitraum hinweg betrachtet in der Vergangenheit kein Wachstum auf; tendenziell ist sogar eher von rückläufigen Preisen auszugehen:



Quelle: Statistisches Bundesamt; eigene Darstellung.

Auf der Kostenseite spielen neben den Personalkosten vor allem steigende Energiekosten eine wichtige Rolle zur Beurteilung der Ertragskraft der Linde-Gruppe. Während die Kosten für Erdgas im historischen Betrachtungszeitraum starken Schwankungen unterworfen waren, sind die Kosten für elektrischen Strom kontinuierlich angestiegen:



Quelle: Statistisches Bundesamt; eigene Darstellung.

Auch wenn die Linde-Gruppe Energiepreissteigerungen zumindest im Tonnage-Geschäft in der Regel durch vertragliche Vereinbarungen an ihre Kunden weiterleiten kann, stellen diese im Bulk-Geschäft eine Herausforderung dar, durch die die Linde-Gruppe zu stetigen Produktivitätssteigerungen gezwungen ist.

Ein Wachstumsabschlag von 1,0 % ist daher vor dem Hintergrund der langfristig zu erwartenden gesamtwirtschaftlichen Entwicklung sowie der Marktpositionierung der Linde AG angemessen.

Auch ein Vergleich mit dem Ergebnis einer empirischen Studie, wonach der durchschnittliche Wachstumsabschlag in Squeeze out-Fällen in einer Bandbreite zwischen 0,5 % und 1,0 % liegt (vgl. Hachmeister et al., WPg 2009, S. 1234, 1245), belegt, dass im vorliegenden Fall ein angemessenes Wachstum unterstellt wird. Angesetzt und anerkannt werden regelmäßig Wachstumsabschläge unter der allgemeinen Inflationserwartung (vgl. ausführlich mit umfangreichen Nachweisen aus der Rechtsprechung Ruthardt/Hachmeister, DB 2014, S. 193, 197-202). Empirische Auswertungen der Höhe der Wachstumsabschläge in Spruchverfahren zeigen unterschiedliche Höhen in Abhängigkeit der Branche. Häufig werden Wachstumsabschläge zwischen 0,5 % und 1,0 % angesetzt; im Mittel liegen die angesetzten Wachstumsabschläge bei etwa 1 % (vgl. Ruthardt/Hachmeister, DB 2014, S. 193, 199).

Die Wachstumsrate selbst bleibt steuerlich unkorrigiert.

Wir halten die Ableitung der angesetzten Wachstumsrate für angemessen.

#### **d) Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes**

Die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes für die Detailplanungs- und Fortführungsphase wurde sachgerecht vorgenommen. Wir haben uns von der zutreffenden finanzmathematischen Berechnung überzeugt.

Rein vorsorglich weisen wir darauf hin, dass die Veränderung einzelner, jeweils für sich vertretbarer Einzelwerte für den Basiszins, die Marktrisikoprämie, den Betafaktor oder den Wachstumsabschlag zu einem insgesamt unrealistischen Kapitalisierungszinssatz und in der Folge zu einer unrealistischen Abfindung führen kann (vgl. OLG Frankfurt, 24. November 2011, 21 W 7/11, Tz. 40 (juris)). Eine Meistbegünstigung für methodische Einzelfragen innerhalb der Ertragswertermittlung ist darüber hinaus auch verfassungsrechtlich nicht geboten, wie das OLG Stuttgart (vgl. 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Tz. 188 (juris)) ausführt.

### **4. Ertragswertberechnung**

Aufbauend auf der im Bewertungsgutachten erläuterten Planungsrechnung wurde der Ertragswert wie folgt abgeleitet:

#### **a) Ausschüttungsquote und Dividendenbesteuerung**

Die Planung der Gesellschaft geht von einer Ausschüttung aller unter Berücksichtigung einer konstanten Kassenhaltung nicht erforderlichen Zahlungsmittel aus. Eine explizite Ausschüttungspolitik besteht auskunftsgemäß jedoch nicht. Der Bewertungsgutachter hat eine vollständig Ausschüttung der über den operativen Kassenbestand hinausgehenden nicht betriebsnotwendigen Zahlungsmittel unterstellt. In Abstimmung mit der Gesellschaft hat der Bewertungsgutachter eine im Zeitablauf steigende Ausschüttungsquote angenommen. Diese hat er jedoch rechnerisch nicht auf das Periodenergebnis nach Minderheitenanteil, sondern auf den ausschüttungsfähigen Überschuss angewendet. Entsprechend dient diese Ausschüttungsquote nur zur Aufteilung des ausschüttungsfähigen Überschusses in die Ausschüttung und den Wertbeitrag aus Thesaurierung zur Ermittlung der persönlichen Steuern.

Die rechnerische Ausschüttungsquote der Gesellschaft in der Detailplanungsphase (bezogen auf das Konzernergebnis) variiert dabei zwischen 11 % und 33 %.

Da rechtliche Restriktionen einer solchen Dividendenpolitik nicht entgegenstehen, ist gegen eine Übernahme dieser Ausschüttungsplanung nichts einzuwenden. Diese Auffassung wird auch vom OLG Frankfurt geteilt, das es ablehnt, eine unternehmerische Einzelentscheidung wie die Ausschüttungspolitik der Geschäftsführung dahingehend zu überprüfen, ob sie sich gewinnmaximierend auswirkt (vgl. OLG Frankfurt, 5. März 2012, 21 W 11/11, AG 2012, S. 417, 419; OLG Frankfurt, 29. April 2011, 21 W 13/11, Tz. 58 (juris); OLG Frankfurt, 9. Februar 2010, 5 W 33/09; ZIP 2010, S. 279, 731).

Da ein ausreichender ausschüttbarer Gewinn entsprechend § 27 Abs. 1 KStG vorliegt, resultieren keine steuerfreien Rückzahlungen. Eine diesbezügliche Anpassung kann daher unterbleiben.

Im Zeitraum der ewigen Rente liegt die vom Bewertungsgutachter angesetzte nachhaltige Ausschüttungsquote von 50 % in der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens (vgl. Wagner/Saur/Willershausen, WPg 2008, S. 733, die auf durchschnittliche Ausschüttungsquoten zwischen 40 % und 60 % verweisen). Darin wird ein Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens abgebildet, das äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist (vgl. Gorny/Rosenbaum, WPg 2004, S. 861, 863; OLG Düsseldorf, 11. Mai 2015, 26 W 2/13, Tz. 47 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 37 (juris); OLG Frankfurt, 18. Dezember 2014, 21 W 34/12, Tz. 57 (juris); OLG Frankfurt, 29. April 2011, 21 W 13/11, Tz. 62 (juris)). Die nicht ausgeschütteten Beträge werden mit Ausnahme der notwendigen Thesaurierung für das Bilanzwachstum als Wertbeitrag aus Thesaurierung zugerechnet.

Die geplanten Ausschüttungen wurden um persönliche Steuern in Höhe von 25 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag reduziert.

Insgesamt sind die vom Bewertungsgutachter EY angesetzten Ausschüttungsbeträge bzw. -quoten plausibel begründet und nachvollziehbar abgeleitet.

## **b) Veräußerungsgewinnbesteuerung**

Seit dem Jahr 2009 sind die Auswirkungen der Abgeltungsteuer für Veräußerungsgewinne zu berücksichtigen. Die Abbildung der Höhe der effektiven Abgeltungsteuer auf Veräußerungsgewinne hängt sowohl von der zu unterstellenden Haltedauer, der thesaurierungsbedingten Wertentwicklung beim Bewertungsobjekt als auch der Alternativanlage ab (vgl. Wiese, WPg 2007, S. 368, 375). Zur Bestimmung des Zeitpunktes der Veräußerungsbesteuerung und des daraus resultierenden marktdurchschnittlichen Veräußerungsgewinnsteuersatzes sind Typisierungen vorzunehmen (vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 29 (juris)).

Eine Besteuerung sämtlicher realisierter Veräußerungsgewinne ist zwar erst für Unternehmensanteile vorgesehen, die nach dem 31. Dezember 2008 erworben werden, gleichwohl dürfte sich die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen in dem Preisbildungsprozess am Kapitalmarkt zumindest bereits seit dem 1. Januar 2009 niederschlagen, da seither der vorübergehend noch steuerfreien Realisierung von Kursgewinnen durch Veräußerung von „Altbeständen“ von vor dem 1. Januar 2009 erworbenen Aktien ein Erwerb durch Anteilseigner gegenübersteht, welche die Veräußerungsgewinnbesteuerung ihrerseits preismindernd berücksichtigen werden. Entscheidend ist hierbei auch, dass es primär nicht um die Höhe der Veräußerungsgewinnbesteuerung der konkreten Abfindung nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses, sondern um die – vorgelagerte – Berechnung des Ertragswertes bei unendlicher Lebensdauer des Unternehmens als solche geht.

Nach der Diskussion im Berufsstand ist davon auszugehen, dass eine typisierende Annahme einer **effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung** in Höhe von **12,5 %** zuzüglich Solidaritätszuschlag (13,1875 %) sachgerecht ist (vgl. Zeidler/Schöniger/Tschöpel, FB 2008, S. 281; Wagner/Saur/Willershausen, WPg 2008, S. 736; OLG München, 5. Mai 2015, 31 Wx 366/13, Tz. 74 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 29 (juris); OLG München, 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, Tz. 16 (juris); OLG Stuttgart, 15. Oktober 2013, 20 W 3/13, Tz. 116 (juris); OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10; Tz. 186 (juris); OLG München, 7. Februar 2013, 31 Wx 122/12, Beschlusstext S. 10). Die zu **Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen** in der ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter dementsprechend anstelle mit der nominellen Steuerlast von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag mit einer effektiven Steuer in Höhe von 13,1875 % belastet.

Des Weiteren sind sog. **inflationsbedingte Veräußerungsgewinne** bei der Ableitung der Nettoeinnahmen zu berücksichtigen. Der Hintergrund sei kurz erläutert: Ausgangspunkt ist die Steuerpflicht auf Veräußerungsgewinne. Aus Vereinfachungsgründen beschränkt sich die Überlegung i. d. R. auf die Phase der ewigen Rente. Rein finanzmathematisch steigt der Unternehmenswert nominal in der ewigen Rente Jahr für Jahr in Höhe der unternehmensspezifischen Inflationsrate; dies gilt auch unter der Annahme einer Vollausskehrung (fiktiven Vollausschüttung) der geplanten Ergebnisse. Wird typisierend von einer nicht unendlichen Haltedauer der Anteilseigner ausgegangen, werden auch diese inflationsbedingten (Schein-)Kursgewinne nach der typisierten Haltedauer realisiert und unterliegen dann der effektiven Abgeltungsteuer zzgl. SolZ (vgl. mit weiterführenden Nachweisen WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 453 f.) Alternativ ist rechentechnisch ein Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im Nenner möglich (vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, 349, 356; Jonas/Wieland-Blöse, Berücksichtigung von Steuern, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch, § 15 Fn. 4). Im Rahmen des Tax-CAPM wird die Marktrisikoprämie aus Aktienrenditen abgeleitet. Diese wiederum werden aus der langfristigen nominalen, d. h. inflationsbeeinflussten Steigerung von Aktienindices abgeleitet. Die jährliche Veränderung des Indexstandes setzt sich zusammen aus Dividenden- und Kursrenditen der einbezogenen Aktien. Bei der Überleitung der Vor-ESt-Aktienrendite in eine Nach-ESt-Aktienrendite (vgl. WPH Edition:

Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 396) wird der auf die Dividendenrendite entfallende Teil der nominellen Abgeltungsteuer unterworfen. Der Differenzbetrag zwischen Aktienrendite und Dividendenrendite entspricht der Kursrendite. Am Markt historisch beobachtbare bzw. erwartete Aktienkursentwicklungen, mithin Kursrenditen, stellen nominale Größen dar. Insofern sind inflationsbedingte Kurssteigerungen in diese Größe „eingepreist“ (vgl. zur Analyse inflationsbereinigter Realrenditen vgl. Castedello et al., WPg 2018, 806, 812 ff.). Wird nun im Rahmen des Tax-CAPM bei der Ermittlung der Nach-EST-Marktrisikoprämie die Kursrendite um den effektiven Veräußerungsgewinnsteuersatz vermindert, werden bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes implizit auch die inflationsbedingten Kursveränderungen bzw. (Schein-)<sup>8</sup> Kursgewinne erfasst. Um die Steuer- bzw. Verfügbarkeitsäquivalenz zwischen Bewertungsobjekt und Alternativanlage sicherzustellen, ist dann die effektive Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen auch bei der Ertragswertermittlung zu erfassen. Die Berücksichtigung der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen ist u.E. in der Bewertungspraxis weit verbreitet und wurde in Spruchverfahren als sachgerecht bestätigt (vgl. LG Düsseldorf, 15. Januar 2018, 31 O 5/13; LG Koblenz, 7. August 2017, 4 HK O 79/14; LG München I, 30. Juni 2017, 5 HK 13182/15; LG München I, 28. April 2017, 5 HKO 26513/11; LG München I, 25. April 2016, 5 HK 20672/14; LG Koblenz, 10. September 2015, 4 HKO 166/12; LG Kiel, 21. April 2015, 16 O 75/12).

Rein vorsorglich weisen wir darauf hin, dass die These, wonach die Besteuerung des nachhaltigen, inflationsbedingten Wachstums nicht der vorherrschenden Praxis in der Unternehmensbewertung entspreche, unter Bezugnahme auf Tz. 453 der WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, unzutreffend ist und die dortigen Ausführungen verkürzt und verzerrend darstellt. Vollständig lautet das Zitat:

„zum anderen stellen auch rein inflationsbedingte Unternehmenswertsteigerungen im Kalkül der ewigen Rente basierend auf einer fiktiven Vollausschüttung künftige Veräußerungsgewinne dar, die grundsätzlich den gleichen steuerlichen Belastungen unterliegen wie thesaurierungsbedingte operative Unternehmenswertsteigerungen. Dies hat Auswirkungen auf die bisherige in der Praxis dominierende Vorgehensweise, bei der der Kapitalisierungszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern um einen – nicht um Steuereinflüsse gekürzten – Wachstumsabschlag  $w$  gekürzt wird und eine Steuerlast auf die inflationsbedingten Veräußerungsgewinne regelmäßig nicht berücksichtigt wird.“ (Unterstreichung d.V.).

(WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 453; wortgleich: WP-Handbuch 2014, Bd. II, Teil A. Tz. 398).

---

<sup>8</sup> Nominelle Vermögenswertsteigerungen bewirken bei der Veräußerung Scheingewinne, d. h. der steuerpflichtige Nominalgewinn ist nur ein Teil oder gar kein realer Gewinn.

Der Bewertungsgutachter EY hat den Abzug der Veräußerungsgewinnbesteuerung sachgerecht berücksichtigt.

### **c) Kapitalisierung der Nettozuflüsse**

Die Kapitalisierung der erwarteten Nettoausschüttungen einerseits und der fiktiv unmittelbaren Zurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung andererseits haben wir nachvollzogen.

Für die Diskontierung der jährlichen Ausschüttungen ist der Bewertungsgutachter davon ausgegangen, dass die Ausschüttungen zum Jahresende erfolgen. Die Ausschüttungsbeträge wurden folglich im Bewertungsmodell vom Ende des jeweiligen Geschäftsjahres zunächst auf den technischen Bewertungsstichtag (1. Januar 2018) abgezinst und anschließend auf den Bewertungsstichtag aufgezinst. Diese Vorgehensweise deckt sich mit der Rechtsprechung des OLG Stuttgart, das auch hinsichtlich des Wertbeitrags aus Thesaurierung darauf verweist, dass die Unternehmensbewertung nicht alleine auf tatsächliche Zahlungszuflüsse abstellt (vgl. OLG Stuttgart, 19. März 2008, 20 W 3/06, AG 2008, S. 510, 515). Die Diskontierung des Wertbeitrags aus Thesaurierung in der ewigen Rente erfolgte gleichermaßen.

Der prognostizierte Ausschüttungsbetrag für das erste Planjahr ist folglich auf den Beginn des Geschäftsjahres 2018 abzuzinsen. Entsprechend wird mit den weiteren Planergebnissen verfahren, so dass sich der Ertragswert als Wertkomponente auf den technischen Bewertungsstichtag, also den Beginn des ersten Planjahres 2018, darstellt. In einem zweiten Schritt erfolgt die Aufzinsung auf den unterjährigen Bewertungsstichtag (vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 631).

Die Phasenmethode wurde nach unserer Überzeugung sachgerecht angewendet. Wir haben uns durch Kontrollrechnungen von der finanzmathematischen Richtigkeit des Ertragswerts überzeugt.

## **IV. Sonderwerte**

### **Grundstücke und Gebäude**

Die Linde-Gruppe verfügt weltweit über nicht betriebsnotwendige Grundstücke und Gebäude, die nicht in der Planungsrechnung berücksichtigt wurden. Es handelt sich hierbei auskunftsgemäß ausnahmslos um Immobilien, für die eine Veräußerung bereits beschlossen oder angedacht ist.

Der Bewertungsgutachter EY hat für die nicht betriebsnotwendigen Grundstücke und Gebäude einen Sonderwert in Höhe der wahrscheinlichkeitsgewichteten Verkaufserlöse unter Berücksichtigung des Buchwerts als Wertuntergrenze angesetzt.

Auf den entstehenden Buchgewinn hat EY sachgerecht Unternehmensteuern abgezogen. Die aufgrund der unterstellten Veräußerung der nicht betriebsnotwendigen Grundstücke und Gebäude ceteris paribus höheren Einkünfte wurden um die typisierte Einkommensteuer vermindert.

### **Übrige Finanzanlagen**

Die Linde AG besitzt zum einen Beteiligungen an verschiedenen Gesellschaften, welche nicht konsolidiert oder zu Anschaffungskosten bilanziert werden und in den Planungsrechnungen nicht über Beteiligungserträge berücksichtigt werden. Der Bewertungsgutachter hat diese Beteiligungen zu ihrem jeweiligen anteiligen Wert des Eigenkapitals mit EUR 18 Mio. als Sonderwert angesetzt. Wir haben im Rahmen unserer Arbeiten geprüft, dass die Überschüsse dieser Gesellschaften in einem sinnvollen Verhältnis zu den angesetzten Sonderwerten stehen. Ein Abzug von Unternehmensteuern ist nicht erfolgt.

Darüber hinaus sind in den übrigen Finanzanlagen Wertpapiere mit einem Buchwert von EUR 38 Mio. enthalten, die zum Zeitwert bilanziert werden. Der Bewertungsgutachter hat entsprechend den Buchwert als Sonderwert angesetzt. Auch hier erfolgte kein Abzug von Unternehmensteuern.

Die aufgrund der unterstellten Veräußerung der übrigen Finanzanlagen ceteris paribus höheren Einkünfte wurden um die typisierte Einkommensteuer vermindert.

Wir haben die vom Bewertungsgutachter gewählte Vorgehensweise nachvollzogen und halten diese für angemessen.

### **Wertpapiere und zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte**

Die Linde-Gruppe besitzt zum Stichtag Wertpapiere, für die in Höhe von EUR 17 Mio. keine Erträge berücksichtigt wurden. Der Bewertungsgutachter hat daher den Buchwert dieser Wertpapiere als Sonderwert angesetzt. Da die betreffenden Wertpapiere zu Zeitwerten bilanziert werden, ist dies sachgerecht. Die darüber hinaus gehenden, im Konzernabschluss der Linde AG zum 30. Juni 2018 ausgewiesenen Wertpapiere wurden planerisch zur Bezahlung der Dividende für 2017 verwendet und stehen damit nicht als Sonderwert zur Verfügung.

In geringem Umfang von rund EUR 5 Mio. verfügt die Linde AG über zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte, die nicht in der Planungsrechnung berücksichtigt wurden. Es handelt sich hierbei um Geschäftsanteile an der Remeo Deutschland, die im August 2018 veräußert wurden. Der Bewertungsgutachter hat diese Anteile mit ihrem Buchwert angesetzt.

Die aufgrund der unterstellten Veräußerung der Wertpapiere und zur Veräußerung gehaltenen Vermögenswerte ceteris paribus höheren Einkünfte wurden um die typisierte Einkommensteuer vermindert.

#### **Sonstiges nicht betriebsnotwendiges Vermögen**

Nach Auskunft des Vorstands der Linde AG verfügt die Gesellschaft über kein sonstiges nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Auch nach unserer Beurteilung aufgrund der bei der Erstellung des Bewertungsgutachtens gewonnenen Erkenntnisse liegen keine Anhaltspunkte für die Existenz von sonstigem nicht betriebsnotwendigem Vermögen vor.

#### **V. Werteffekt aus weiteren kartellrechtlich bedingten Veräußerungen**

Den Werteffekt der in der Planungsrechnung vom 9. Oktober 2018 abgebildeten zusätzlichen kartellrechtlich bedingten Veräußerungen hat der Bewertungsgutachter bei der Ermittlung des Unternehmenswerts gesondert berücksichtigt. Hierzu hat der Bewertungsgutachter eine Differenzenbetrachtung auf Ebene der Zahlungsüberschüsse nach Steuern vorgenommen. Der angesetzte negative Wertbeitrag entspricht insofern dem Barwert der infolge der zusätzlichen Veräußerungen resultierenden residualen Veränderungen der Zahlungsüberschüsse nach Steuern und berücksichtigt somit bereits die Zuflüsse aus der Kaufpreiszahlung.

Wir haben die Ermittlung dieses Werteffekts nachvollzogen sowie darüber hinaus sowohl die vollständige Wertermittlung auf Basis der Planungsrechnung vom 5. September 2018 als auch die vollständige Wertermittlung auf Basis der Planungsrechnung vom 9. Oktober 2018 geprüft und erachten den angesetzten Werteffekt als angemessen.

## **VI. Unternehmenswert**

Unter Bezugnahme auf die Darstellung im Bewertungsgutachten ergibt sich insgesamt für die Linde AG zum Bewertungsstichtag 12. Dezember 2018 ein aus dem Ertragswert und unter zusätzlicher Berücksichtigung der Sonderwerte abgeleiteter Unternehmenswert von rund EUR 34.944 Mio. Dies entspricht einem anteiligen Wert je Aktie in Höhe von EUR 188,24.

Wir haben die Berechnung des Werts je Aktie nachvollzogen. Er ist zutreffend abgeleitet.

## **VII. Börsenkurs**

Nachfolgend werden die Anforderungen der Rechtsprechung an die Relevanz des Börsenkurses der Linde AG als Wert für die Festlegung einer angemessenen Barabfindung anhand verschiedener Kriterien untersucht.

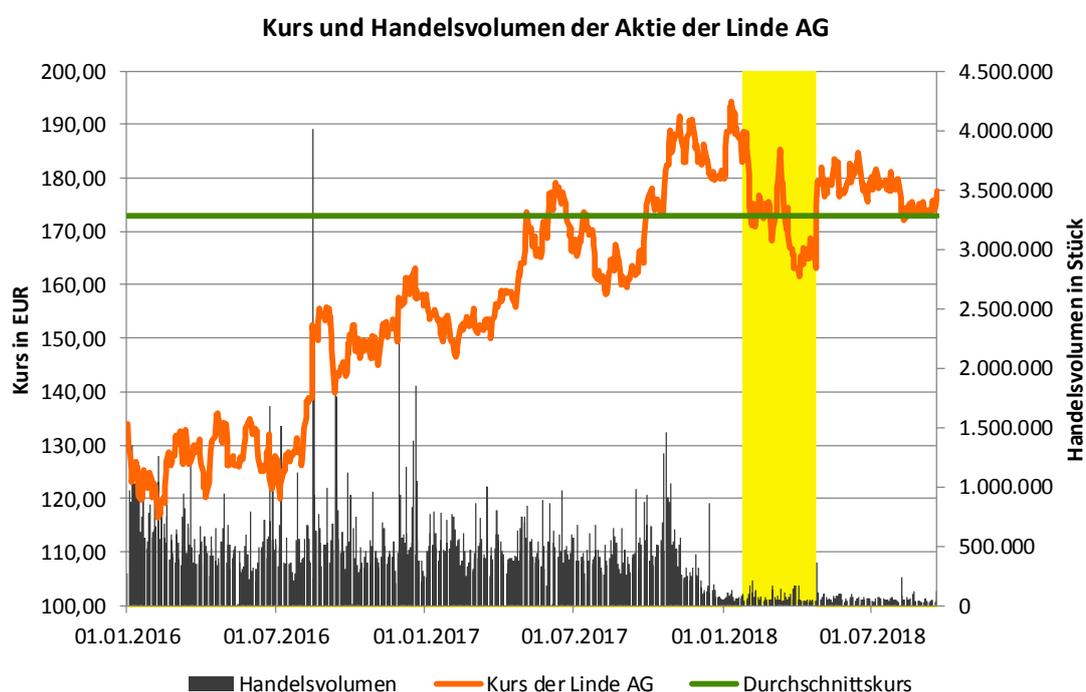
Nach dem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 (II ZB 18/09, AG 2010, S. 629 ff. „Stollwerck“) ist im Rahmen eines Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert grundsätzlich auf Basis eines gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines Dreimonatszeitraumes **vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme** zu errechnen. Der BGH hat mit diesem Beschluss seine bisherige Rechtsprechung teilweise aufgegeben und sich der überwiegenden Auffassung im Schrifttum (vgl. für alle: Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, S. 335 f.) und der Bewertungspraxis angeschlossen.

Niederschlag hat diese Auffassung auch in § 5 Abs. 1 WpÜGAngebotV gefunden, der bestimmt, dass die im Fall eines Übernahmeangebots angebotene Gegenleistung mindestens dem durchschnittlichen Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots entsprechen muss.

Mit der Ad-hoc Mitteilung vom 25. April 2018 hat die Linde AG den beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Linde AG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung nach § 62 Abs. 1 und Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG angekündigt.

Entsprechend der Beschreibung der Vorgehensweise auf der Internetseite der BaFin hat der Bewertungsgutachter auf den Dreimonatszeitraum bis zum Tag **vor** der Veröffentlichung des beabsichtigten Squeeze outs abgestellt. Damit endet der Dreimonatszeitraum am Dienstag, den 24. April 2018. Wir halten diese Vorgehensweise für angemessen.

Folgendes Schaubild zeigt die Kursentwicklung sowie das Handelsvolumen der Aktie der Linde AG bis zum Ende der Prüfungsarbeiten. Hervorgehoben ist der Dreimonatszeitraum vor dem Tag der Bekanntgabe der Absicht, einen Squeeze out durchzuführen. Außerdem wird der Dreimonats-Durchschnittskurs zum 24. April 2018 in Höhe von EUR 172,79 dargestellt:



### **Anpassung des Börsenkurses**

Einschränkend hat der BGH in seinem o.a. Beschluss ausgeführt, dass der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen sei, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt.

Zwischen der oben genannten Ad-hoc-Mitteilung (25. April 2018) und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 12. Dezember 2018 werden rund 7,7 Monate liegen.

Grundsätzlich wird ein Zeitraum von weniger als sechs Monaten nicht als ein „längerer Zeitraum“ im Sinne der Stollwerck-Rechtsprechung angesehen (vgl. OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, AG 2011, S. 420, 422; Bungert, BB 2010, S. 2227, 2229; Bückner, NZG 2010, S. 967, 970; Bungert/Wettich, BB 2010, S. 2227, 2229, sehen noch keinen längeren Zeitraum bei sieben Monaten; Decher, ZIP 2010, S. 1673, 1675, sieht einen längeren Zeitraum erst ab siebeneinhalb Monaten als gegeben; eine Zusammenstellung findet sich bei Ruthardt/Hachmeister, CF 2014, S. 174, 183). Der BGH hat einen „längeren Zeitraum“ in dem entschiedenen Fall ab einer Dauer von siebeneinhalb Monaten angenommen (vgl. AG 2010, S. 629, 632). Das OLG Saarbrücken sieht in einem Zeitraum von sechseinhalb Monaten noch keinen längeren Zeitraum (vgl. OLG Saarbrücken, 11. Juni 2014, 1 W 18/13, AG 2014, S. 866, 867 f.). Rein rechnerisch liegt die Zeitspanne zwischen dem Tag der Ad-hoc-Mitteilung und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung somit leicht über den in der Rechtsprechung genannten Zeiträumen.

Der Bewertungsgutachter EY führt in Abschnitt 6.6 seines Gutachtens aus, dass im vorliegenden Fall eine Hochrechnung des Börsenkurses gleichwohl nicht geboten ist. Er begründet seine Einschätzung damit, dass die Grundlage für die Hochrechnung des Börsenkurses darin zu sehen sei, dass „dilatorisches Betreiben eines Squeeze out-Verfahrens“ im Sinne einer Verzögerung der Maßnahme ohne sachlichen Grund verhindert werden soll. Der Bewertungsgutachter stellt dabei vor allem den Ausnahmecharakter der Börsenkurshochrechnung in den Mittelpunkt seiner Argumentation. Nach einer Analyse des vorliegenden Sachverhalts kommt EY zu dem Ergebnis, dass bei der Linde AG kein der Rechtsprechung entsprechender Ausnahmefall vorliege und der vorliegende Squeeze out „aufgrund der Konzernstruktur, zu berücksichtigender Synergien, dem Einfluss kartellrechtlich bedingter Veräußerungen sowie der Vielzahl involvierender Beratungs- und Prüfungsprozesse“ nicht mit dem vom BGH und der übrigen Rechtsprechung „normalen und üblichen“ Prüfungen vergleichbar sei.

Nach unserer Einschätzung sind die von EY vorgetragene Argumente grundsätzlich nachvollziehbar. Letztlich ist eine Entscheidung darüber aber aus folgenden Gründen nicht notwendig:

Mit Blick auf die zum Bewertungsstichtag vorzunehmende Aktualisierung der Bewertung bzw. der aktualisierten Überprüfung der Angemessenheit des festgelegten Barabfindungsbetrages ist aufgrund des Verböserungsverbot wie in einem späteren Spruchverfahren festzuhalten, dass eine stichtagsbezogene Fortschreibung des Börsenkurses „nach unten“, die zu einer Wertfeststellung unter dem ursprünglichen Abfindungsangebot zu Lasten der Antragsteller führen würde, nicht zulässig ist. In dieser Konstellation könnte es dahingestellt bleiben, ob im Falle der Linde AG ein längerer Zeitraum im Sinne der Stollwerck-Entscheidung des BGH gegeben ist.

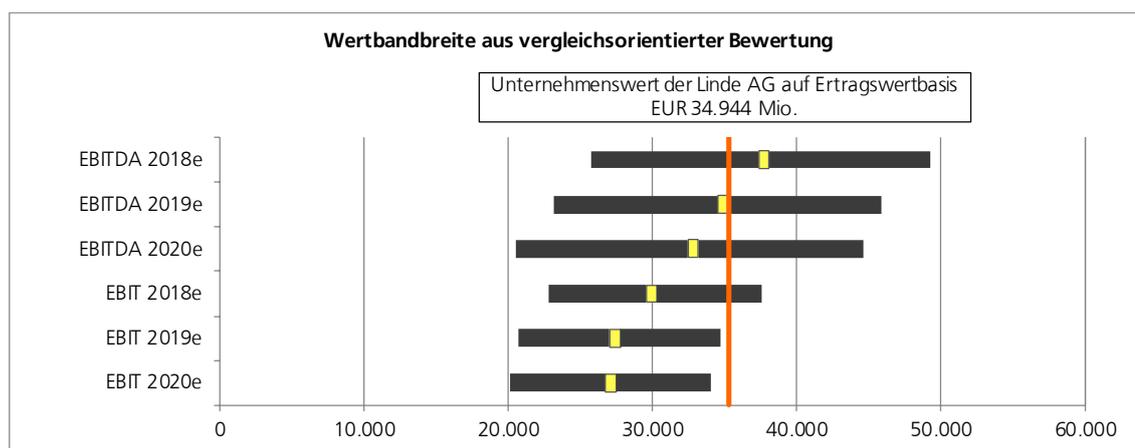
Im Rahmen unserer Arbeiten haben wir geprüft, ob eine Hochrechnung des Börsenkurses vom Tag der Ankündigung des Squeeze outs bis zum Ende unserer Prüfungsarbeiten zu einem über dem Ertragswert der Linde AG liegenden Wert führen würde. Dies ist nicht der Fall.

### VIII. Vergleichsorientierte Bewertung

Die Bewertungspraxis kennt neben den Kapitalwertkalkülen sogenannte Multiplikatormethoden zur Abschätzung vorläufiger Unternehmenswerte, von Wertbandbreiten oder zu Plausibilisierungszwecken. Dieses Bewertungskonzept folgt ebenso wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung, jedoch wird der Unternehmenswert anhand eines Vielfachen einer Erfolgs- oder Bestandsgröße ermittelt. Das Multiplikatorverfahren basiert dabei auf einer vergleichenden Unternehmensbewertung in dem Sinne, dass geeignete Vielfältiger aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen oder Transaktionen abgeleitet und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden.

Derartige Multiplikator-Bewertungen stellen nur vereinfachte Wertfindungen dar, können jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle bieten (vgl. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 143).

Wir haben sowohl die Ableitung der vergleichsorientierten Bewertung des Bewertungsgutachters überprüft, als auch eine eigene vergleichende Ermittlung auf Basis von Trading Multiplikatoren auf der Grundlage von Daten des Informationsdienstleisters Bloomberg vorgenommen. Dabei haben wir abweichend zu EY eine Gewichtung der einzelnen Segment-Peer Groups anhand deren durchschnittlichem operativen Ergebnis des Planungszeitraums vorgenommen. Grafisch stellen sich die Wertrelationen wie folgt dar:



Als Ergebnis dieser Plausibilisierungsüberlegungen ist festzustellen, dass der fundamentale, nach IDW S 1 i.d.F. 2008 abgeleitete Unternehmenswert innerhalb der Marktbewertungen vergleichbarer Unternehmen liegt. Im Ergebnis ergeben sich aus diesen Plausibilitätsüberlegungen keine Anhaltspunkte dafür, dass der von EY ermittelte Unternehmenswert im Vergleich zum aktuellen Kapitalmarktumfeld zu gering ist (kritisch zur Aussagekraft von Multiplikatorwerten allgemein: OLG Frankfurt, 2. Mai

2011, 21 W 3/11, Tz. 83 juris (insoweit nicht abgedruckt in AG 2011, S. 828 ff.); OLG Frankfurt, 15. Februar 2010, AG 2010, S. 798, 802 bzw. zur Irrelevanz bei der Überprüfung des Ertragswerts: OLG München, 9. September 2014, 31 Wx 128/14, Beschlusstext S. 6).

## IX. Sensitivitäten

Zur Überprüfung des Einflusses der Veränderung von Parametern auf den Wert je Aktie haben wir Sensitivitätsrechnungen des Bewertungsgutachters nachvollzogen und um eigene Sensitivitätsanalysen ergänzt. Als Parameter haben wir hierzu die Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes – Basiszinssatz, Marktrisikoprämie sowie Betafaktor – ausgewählt, da diese Bewertungsparameter den Wert in besonderem Maße beeinflussen.

Wir weisen vorsorglich darauf hin, dass die nachstehende Sensitivitätsüberlegung und die hieraus rechnerisch abgeleiteten Werte nur zu Informationszwecken der abzufindenden Minderheitsaktiönäre und des uns bestellenden Landgerichts dienen. Die sich rechnerisch ergebenden Werte sind nicht dahingehend zu interpretieren, dass sie für sich eine angemessene Barabfindung darstellen und somit in Widerspruch zu unserem Prüfungsurteil stehen.

### Basiszinssatz/Wachstumsabschlag-Matrix

Den Basiszinssatz vor Steuern haben wir in einer Bandbreite von 0,90 % bis 1,75 % variiert. Den Wachstumsabschlag haben wir in einer Bandbreite von 0,5 % bis 1,5 % variiert.

Wert je Aktie in EUR		Basiszinssatz				
		0,90%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
Wachstumsabschlag	0,50%	182,25	178,53	169,75	161,67	154,19
	0,75%	192,24	188,15	178,53	169,70	161,57
	1,00%	203,38	198,85	188,24	178,55	169,66
	1,25%	215,85	210,81	199,04	188,35	178,59
	1,50%	229,92	224,27	211,13	199,26	188,48
Veränderung des Werts je Aktie bei Veränderung des Basiszinssatzes (Wachstumsabschlag = 1,00 %)		8,0%	5,6%	0,0%	-5,1%	-9,9%

Bezogen auf den angesetzten Wachstumsabschlag von 1,00 % führt beispielsweise eine Verminderung des Basiszinssatzes auf 1,00 % zu einer rechnerischen Erhöhung des Werts je Aktie um rund 5,6 %.

### Basiszinssatz/Marktrisikoprämien-Matrix

Die Marktrisikoprämie nach Steuern haben wir in einer Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 % variiert.

Wert je Aktie in EUR		Marktrisikoprämie				
		5,00%	5,25%	5,50%	5,75%	6,00%
<b>Basiszinssatz</b>	0,90%	228,69	215,40	203,38	192,45	182,48
	1,00%	223,16	210,40	198,85	188,32	178,70
	1,25%	210,30	198,75	188,24	178,63	169,81
	1,50%	198,66	188,15	178,55	169,73	161,62
	1,75%	188,07	178,47	169,66	161,55	154,05

Veränderung des Werts je Aktie bei Veränderung der Marktrisikoprämie (Basiszinssatz = 1,25 %)	11,7%	5,6%	0,0%	-5,1%	-9,8%
---	-------	------	------	-------	-------

Bezogen auf den angesetzten Basiszinssatz von 1,25 % führt beispielsweise eine Verminderung der Marktrisikoprämie auf 5,0 % zu einer rechnerischen Erhöhung des Werts je Aktie um rund 11,7 %.

### Betafaktor/Marktrisikoprämien-Matrix

Den Betafaktor haben wir in einer Bandbreite von 0,65 bis 0,80 variiert. Die nachstehende Tabelle zeigt den jeweiligen Wert je Aktie.

Wert je Aktie in EUR		Betafaktor				
		0,65	0,70	0,73	0,75	0,80
<b>Marktrisikoprämie</b>	5,00%	240,08	220,68	210,30	203,83	189,07
	5,25%	227,15	208,65	198,75	192,58	178,50
	5,50%	215,38	197,70	188,24	182,34	168,88
	5,75%	204,62	187,69	178,63	172,98	160,09
	6,00%	194,75	178,50	169,81	164,39	152,03

Veränderung des Werts je Aktie bei Veränderung des Betafaktors (Marktrisikoprämie = 5,50 %)	14,4%	5,0%	0,0%	-3,1%	-10,3%
---	-------	------	------	-------	--------

Bezogen auf die angesetzte Marktrisikoprämie von 5,50 % führt beispielsweise eine Erhöhung des Betafaktors auf 0,75 zu einer rechnerischen Verminderung des Werts je Aktie um rund 3,1%. Eine Verringerung des Betafaktors auf 0,70 führt zu einer Erhöhung des Werts je Aktie um rund 5,0 %.

#### **X. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung**

Aufgrund unserer Kenntnis der einschlägigen Teile des Übertragungsberichts des Hauptaktionärs, der uns erteilten Auskünfte und der Besprechungen mit dem Vorstand, der durch den Hauptaktionär beauftragten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, die diesen bei der Wertermittlung unterstützt hat, sowie der Durchsicht der dem abgeleiteten Ergebnis zugrunde liegenden Planungsrechnung und sonstigen Unterlagen stellen wir fest, dass bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der Linde AG keine besonderen Schwierigkeiten aufgetreten sind.

## **F. Ermittlung der angemessenen Barabfindung**

Die Ausgangswerte für die Ermittlung der Barabfindung sind in der als Anlage 6 zum Übertragungsbericht beigefügten gutachtlichen Stellungnahme von EY ausführlich dargestellt.

Aus dem Unternehmenswert in Höhe von rund EUR 34.944 Mio. wurde vom Bewertungsgutachter ein Wert je Aktie in Höhe von gerundet EUR 188,24 abgeleitet.

Der Börsenkurs war als Mindestbemessungsgrundlage für die Barabfindung nicht relevant.

Der Hauptaktionär der Linde AG hat die Höhe der Barabfindung auf

**EUR 188,24**

je Aktie festgelegt.

Die festgelegte Barabfindung ist aus unserer Sicht angemessen.

**G. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit  
der festgelegten Barabfindung**

„Nach unseren Feststellungen ist aus den vorstehend dargelegten Gründen die Barabfindung, die im Rahmen des Squeeze outs den ausscheidenden Aktionären der Linde Aktiengesellschaft, München, infolge der Übertragung der Aktien gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG gewährt wird, in Höhe von EUR 188,24 je nennwertlose Stückaktie angemessen.“

Stuttgart, 31. Oktober 2018



Ebner Stolz GmbH & Co. KG  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft

  
Dr. Matthias Popp  
Wirtschaftsprüfer

  
Alexander Sobanski  
Wirtschaftsprüfer



**Landgericht München I**

Justizgebäude Lenbachplatz 7  
80316 München

**5 HK O 5973/18**

**B e s c h l u s s**

vom 30.4.2018:



1. Auf Antrag der

**Linde Intermediate Holding AG**

Klosterhofstraße 1  
80331 München

bestellt der Vorsitzende der 5. Kammer für Handelssachen beim LG München I gem. § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327 c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4, 293 c Abs. 1 AktG

**Ebner Stolz Mönning Bachen**

Wirtschaftsprüfer Steuerberater Rechtsanwälte Partnerschaft mbB

Herr Dr. Matthias Popp

Kronenstraße 30  
70174 Stuttgart

zum Prüfer für die Überprüfung der Angemessenheit einer zu gewährenden Barabfindung an die Aktionäre der Linde AG, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts – Registergericht – München HRB 169850.

2. Auf gemeinsamen Antrag der

**Linde Intermediate Holding AG**

Klosterhofstraße 1  
80331 München

und der

**Linde AG**

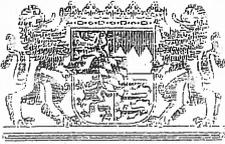
Klosterhofstraße 1  
80331 München

bestellt der Vorsitzende der 5. Kammer für Handelssachen beim LG München I gem. §§ 60, 10 UmwG

**Ebner Stolz Mönning Bachen**

Wirtschaftsprüfer Steuerberater Rechtsanwälte Partnerschaft mbB

Herr Dr. Matthias Popp



Kronenstraße 30  
70174 Stuttgart

zum Prüfer des Verschmelzungsvertrages zwischen diesen beiden Gesellschaften.

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

### **G r ü n d e :**

Die von der Hauptaktionärin bzw. den am Verschmelzungsvertrag beteiligten Gesellschaften benannte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist für die Prüfung geeignet. Hinderungsgründe bestehen nicht. Es konnte daher der Anregung gefolgt werden, diese Wirtschaftsprüfungsgesellschaft aus den von der Antragstellerin benannten drei Wirtschaftsprüfungsgesellschaften durch das Gericht auszuwählen.

Dr. Krenek  
Vorsitzender Richter  
am Landgericht

# Landgericht München I

Az.: 5 HK O 5973/18



In dem Verfahren

- 1) **Linde Intermediate Holding AG**, vertreten durch den Vorstand, Klosterhofstraße 1, 80331 München  
- Antragstellerin -
- 2) **Linde AG**, vertreten durch den Vorstand, Klosterhofstraße 1, 80331 München  
- Antragstellerin -

Verfahrensbevollmächtigte zu 1:

Rechtsanwälte **Sullivan & Cromwell LLP**, Neue Mainzer Straße 52, 60311 Frankfurt am Main

Verfahrensbevollmächtigte zu 2:

Rechtsanwälte **Hengeler Mueller**, Leopoldstraße 8-10, 80802 München

wegen Bestellung eines Prüfers

erlässt das Landgericht München I - 5. Kammer für Handelssachen - durch Vorsitzenden Richter am Landgericht Dr. Krenek am 02.05.2018 folgenden

## Beschluss

Der Beschluss vom 30.4.2018 wird dahingehend berichtigt, dass zum Prüfer unter Ziffern 1. und 2. jeweils bestellt wird.

**Ebner Stolz GmbH & Co. KG**

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft

Kronenstraße 30

70174 Stuttgart

gez.

Dr. Krenek  
Vorsitzender Richter am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift  
München, 02.05.2018

Spensberger, JAng  
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle  
Durch maschinelle Bearbeitung beglaubigt  
- ohne Unterschrift gültig

# Allgemeine Auftragsbedingungen

## für

### Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2017

DokID:

Alle Rechte vorbehalten. Ohne Genehmigung des Verlages ist es nicht gestattet, die Vordrucke ganz oder teilweise nachzudrucken bzw. auf fotomechanischem oder elektronischem Wege zu vervielfältigen und/oder zu verbreiten.  
© IDW Verlag GmbH · Tersteegenstraße 14 · 40474 Düsseldorf

#### 1. Geltungsbereich

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

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

#### 2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

#### 3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

#### 4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

#### 5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

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

#### 6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

#### 7. Mängelbeseitigung

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

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

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

#### 8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

#### 9. Haftung

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

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

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

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

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

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

## 10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

## 11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 12. Elektronische Kommunikation

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

## 13. Vergütung

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

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

## 14. Streitschlichtungen

Der Wirtschaftsprüfer ist nicht bereit, an 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.