



Prüfungsbericht

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

der

Pulsion Medical Systems SE
Feldkirchen

auf die

MAQUET Medical Systems AG
Rastatt



Management Summary	Abschnitt	Seite												
Bewertungsstichtag und Bewertungsmethode														
Bewertungsstichtag 17. Oktober 2025 (Tag der Hauptversammlung von PULSION)	C.IV	24												
Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 unter Verwendung der Ertragswertmethode	C.V	24												
Planung von PULSION														
Planungsrechnung von PULSION für Zwecke der Unternehmensbewertung geeignet	D.II.1	39												
Planung der Gesellschaft nachvollziehbar und plausibel	D.II.3	41												
Zu kapitalisierende Nettoeinnahmen														
Planung der Gesellschaft vom Bewertungsgutachter sachgerecht in eine vollständig integrierte Planungsrechnung überführt und um eine Grobplanungs- sowie Fortführungsphase ergänzt	D.II.4 D.II.5	45 46												
Nettoeinnahmen auch insgesamt fachgerecht vom Bewertungsgutachter abgeleitet	D.II.6	49												
Parameter des Kapitalisierungszinssatzes in der Fortführungsphase														
- Kapitalisierungszinssatz fachgerecht vom Bewertungsgutachter abgeleitet - Die Parameter des Kapitalisierungszinssatzes in der Fortführungsphase ergeben sich wie folgt:	D.III	50												
<table><tr><th>Parameter PULSION</th><th>Wert</th></tr><tr><td>Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)</td><td>2,21%</td></tr><tr><td>Unverschuldeter Betafaktor</td><td>0,90</td></tr><tr><td>Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)</td><td>5,25%</td></tr><tr><td>Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)</td><td>5,54%</td></tr><tr><td>Nachhaltige Wachstumsrate</td><td>1,00%</td></tr></table>	Parameter PULSION	Wert	Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)	2,21%	Unverschuldeter Betafaktor	0,90	Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)	5,25%	Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)	5,54%	Nachhaltige Wachstumsrate	1,00%		
Parameter PULSION	Wert													
Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)	2,21%													
Unverschuldeter Betafaktor	0,90													
Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)	5,25%													
Verschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern, nachhaltig)	5,54%													
Nachhaltige Wachstumsrate	1,00%													
Unternehmenswert														
- Unternehmenswert (zum 17. Oktober 2025) T€ 169.570 - Unternehmenswert sachgerecht abgeleitet und der Höhe nach plausibel, anteiliger Unternehmenswert € 20,57 je Stückaktie	D.IV.3	68												
Angemessenheit der Barabfindung														
Börsenkurs (3M-VWAP) € 16,13 je Stückaktie	E	70												
Barwert der Ausgleichszahlungen € 16,07 je Stückaktie	H	76												
Barabfindung € 20,57 je Stückaktie auf Basis des anteiligen Unternehmenswerts angemessen	H	76												

Inhalts- und Anlagenverzeichnis

	<u>Seite</u>
A. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
B. Gegenstand, Art und Umfang der Angemessenheitsprüfung	7
C. Übergreifende Prüfungsfeststellungen	8
I. Methoden zur Ermittlung einer angemessenen Abfindung	8
II. Bewertungsgrundsätze und -methoden	11
1. Zukunftserfolgswert	12
2. Liquidationswert und Substanzwert	15
3. Vereinfachte Preisfindungen	16
4. Gezahlte Kaufpreise und Börsenkurse	17
III. Prüfungsvorgehen	19
IV. Bewertungsstichtag	24
V. Angewandte Bewertungsmethoden	24
VI. Bewertungsobjekt	26
1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	26
2. Wirtschaftliche Grundlagen	31
a) Geschäftsmodell und Unternehmensstrategie	31
b) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage	32
c) Markt- und Wettbewerbsanalyse	34
3. Wesentliche Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzepts	38
D. Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1	39
I. Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts	39
II. Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen	39
1. Aufbau der Planungsrechnung und Planungsprozess	39
2. Analyse der Planungstreue	40
3. Analyse der Planung des operativen Ergebnisses (EBIT)	41
a) Übersicht	41
b) Umsatzerlöse	41
c) Operatives Ergebnis (EBIT)	43
d) Gesamtwürdigung	44
4. Ableitung des Jahresüberschusses	45
5. Grobplanungs- und Fortführungsphase	46
6. Nettoeinnahmen nach persönlichen Ertragsteuern	49
III. Kapitalisierungszinssatz	50
1. Basiszinssatz	50
2. Risikozuschlag	53
a) Erfassung des Risikos	53
b) Marktrisikoprämie	55
c) Betafaktor	57
ca) Methodische und praktische Anwendungsfragen	57
cb) Originärer Betafaktor von PULSION	60
cc) Auswahl einer Gruppe von Vergleichsunternehmen	61
cd) Betafaktor für die Bewertung von PULSION	63
3. Wachstumsabschlag	64
4. Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz	67
IV. Ableitung des Unternehmenswerts bei einer Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1	67
1. Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens	67
2. Sonderwerte	68
3. Unternehmenswert bei einer Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1	68
4. Sensitivitätsanalysen	69
5. Vergleich mit dem Liquidationswert	69
E. Bewertung mit dem Börsenkurs	70
F. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	73
G. Plausibilisierung des Unternehmenswerts	74
H. Ableitung der Barabfindung	76
I. Abschließende Erklärung	78

- Anlage 1** Beschluss des Landgerichts München I – 5. Kammer für Handelssachen – zur Bestellung des sachverständigen Prüfers
- Anlage 2** Allgemeine Auftragsbedingungen

Aus Gründen der besseren Lesbarkeit wird im Allgemeinen das generische Maskulinum verwendet. Weibliche und anderweitige Geschlechteridentitäten sind dabei ausdrücklich mitgemeint, soweit es für die Aussage erforderlich ist. Wir weisen ebenfalls darauf hin, dass bei der Verwendung von gerundeten Beträgen und Prozentangaben aufgrund kaufmännischer Rundungen Differenzen auftreten können.

Abkürzungs- und Symbolverzeichnis

€	Euro
%	Prozent
§	Paragraph
&	Und
3M-VWAP	Gewichteter durchschnittlicher inländischer Börsenkurs einer Aktie während der letzten drei Monate vor einer Veröffentlichung
a.a.O.	Am angegebenen Ort
AB	Aktiebolag (schwedische Gesellschaftsform, die der deutschen Aktiengesellschaft weitgehend entspricht)
Abs.	Absatz
Adjusted Beta	Angepasstes Beta (gemäß Blume)
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
APAC	Asia Pacific (Wirtschaftsraum Asien Pazifik)
Art.	Artikel
Außenstehende Aktionäre	Alle übrigen Aktionäre von PULSION im Sinne der §§ 304, 305 AktG (also nicht der Vertragspartner des Unternehmensvertrags)
B.V.	Besloten Vennootschap (niederländische Gesellschaftsform, die der deutschen Aktiengesellschaft weitgehend entspricht)
BB	BetriebsBerater (Zeitschrift)
BeckRS	Elektronische Entscheidungsdatenbank in beck-online (publizistische Verwendung Verlag C.H.BECK)
Betafaktor	Systematisches Risiko (Marktrisiko) nach dem Capital Asset Pricing Model
Bewertungsgutachter	KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Bewertungsobjekt	Pulsion Medical Systems SE
BewertungsPraktiker	Zeitschrift
Bewertungsstichtag	Tag der Hauptversammlung von PULSION, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre Beschluss fassen soll (17. Oktober 2025)
BGAV	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag im Sinne des § 291 Abs. 1 Satz 1 AktG
BGAV MAQUET/PULSION	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen PULSION als beherrschter Gesellschaft und MAQUET als herrschendem Unternehmen
BGH	Bundesgerichtshof, Karlsruhe
BGHZ	Sammlung der Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen (Zeitschrift)
Bid-Ask-Spread	Geld-Brief-Spanne
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BörsG	Börsengesetz
BVerfG	Bundesverfassungsgericht, Karlsruhe
BVerfGE	Sammlung der Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts (Zeitschrift)

bzw.	Beziehungsweise
CAGR	Compound Annual Growth Rate (geometrischer Durchschnitt der jährlichen Wachstumsrate)
CAPM	Capital Asset Pricing Model (Kapitalmarktmodell, welches auf der Portfoliotheorie aufbaut)
CDAX	Composite DAX (marktbreitesten deutscher Aktienindex, der alle an der Frankfurter Wertpapierbörse im General Standard und Prime Standard notierten Aktien enthält)
Co.	Compagnie (Hinweis auf Vorliegen eines Gesellschaftsverhältnisses) bzw. Corporation oder Company (im US-amerikanischen Kontext)
D.C.	District of Columbia
DAX	Deutscher Aktienindex (Bezeichnung für den deutschen Aktienindex, der die 40 größten Unternehmen – gemessen an der Marktkapitalisierung und dem Orderbuchumsatz – enthält)
dejure	Rechtsinformationssystem
Detailplanungsphase	Geschäftsjahre 2025 bis 2027
Downlisting	Widerruf der Zulassung zum regulierten Markt
e.V.	Eingetragener Verein
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern), auch „operatives Ergebnis“
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization of Goodwill (Ergebnis vor Zinsen, Ertragsteuern, Abschreibungen und Amortisation von Geschäfts- oder Firmenwerten)
EG	Europäische Gemeinschaft
EU	Europäische Union
EMEA	Europe, Middle East and Africa (Wirtschaftsraum Europa, Arabien (Naher Osten) und Afrika)
EUR	Euro (Währungscode nach ISO 4217)
EZB	Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main
f.	Folgende (Seite)
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
ff.	Folgende (Seiten, Jahre)
Fortführungsphase	Übergangsjahr 2034 und ewige Rente 2035 ff.
Gesellschaft	Pulsion Medical Systems SE
GETINGE	Getinge AB, Göteborg/Schweden
GETINGE Konzern	GETINGE gemeinsam mit den von ihr nach § 17 AktG abhängigen Unternehmen
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Grobplanungsphase	Geschäftsjahre 2028 bis 2033
Gutachtliche Stellungnahme	Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Pulsion Medical Systems SE und zur angemessenen Barabfindung im Rahmen des geplanten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung

Hauptaktionärin	MAQUET Medical Systems AG
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister, Abteilung B
Hrsg.	Herausgeber
HV	Hauptversammlung
i.d.F.	In der Fassung
i.V.m.	In Verbindung mit
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IDW-FN	IDW-Fachnachrichten (Zeitschrift; heute IDW Life)
IDW ES 17	Entwurf eines IDW Standards: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen
IDW Life	Mitglieder-Magazin des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW Praxishinweis 2/2017	IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW Praxishinweis 2/2017)
IDW S 1	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008) vom 2. April 2008
IFRS	International Financial Reporting Standards
Inc.	Incorporated (angelsächsische Gesellschaftsform, der AG vergleichbar)
ISIN	International Securities Identification Number (internationale Wertpapierkennnummer)
ISO 4217	Von der Internationalen Organisation für Normung publizierte Norm für Währungs-Kurzzeichen zur eindeutigen Identifizierung im internationalen Zahlungsverkehr
IT	Informationstechnologie
KG	Kommanditgesellschaft
KPMG	KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin
KSt	Körperschaftsteuer
KStG	Körperschaftsteuergesetz
lit.	Littera (Lateinisch für Buchstabe)
LLC	Limited Liability Company (US-amerikanische Gesellschaftsform, in der Eigenschaften einer Kapitalgesellschaft mit denen einer Personengesellschaft vereinigt sind)
Ltd.	Limited (englische Gesellschaftsform, der GmbH vergleichbar)
m.w.N.	Mit weiteren Nachweisen
MAQUET	MAQUET Medical Systems AG, Rastatt
MAQUET Solna	Maquet Critical Care AB, Solna/Schweden
MDAX	Mid-Cap-DAX (deutscher Aktienindex, der die 50 größten Unternehmen – gemessen an der Marktkapitalisierung und dem Orderbuchumsatz – enthält, die auf die 40 Unternehmen des DAX folgen)
Minderheitsaktionäre	Übrige Aktionäre (Minderheitsaktionäre) im Sinne des § 327a AktG
Mio.	Million (en)
MSCI World	Weltweiter Aktienindex

MüKoAktG	Münchener Kommentar zum AktG, 6. Auflage, Band 5 (§§ 278-328 AktG, SpruchG), München 2023, bzw. 5. Auflage, Band 7 (Europäisches Aktienrecht), München 2021
n.a.	Nicht verfügbar (not available) bzw. Angabe nicht sinnvoll
n.F.	Neue Fassung
Nr.	Nummer
OEM	Original Equipment Manufacturer (Originalausrüstungshersteller)
OLG	Oberlandesgericht
openJur	Rechtsprechungsdatenbank
operatives Ergebnis	EBITDA
p.a.	Per annum (pro Jahr)
Peer	Vergleichsunternehmen
Peer Group	Gruppe von (börsennotierten) Vergleichsunternehmen
Phase der ewigen Rente	Geschäftsjahre ab 2035 (auch TV)
plc	Public limited company (Rechtsform in angelsächsisch geprägten Rechtsräumen)
Prof.	Professor
Prunus Medical	Shenzhen Prunus Medical Co., Ltd., Shenzhen/China
PULSION	Pulsion Medical Systems SE
PULSION-Aktie(n)	Nennwertlose, auf den Inhaber lautende Stückaktie(n) der Pulsion Medical Systems SE mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von (jeweils) € 1,00
Put-Option	Verkaufsoption
Raw Beta	Betafaktor ermittelt auf Basis historischer Daten
Rz.	Randziffer
S&P Global	S&P Global Market Intelligence LLC (vormals S&P Global Capital IQ), ein Geschäft der S&P Global Inc., New York City, New York/USA
S.	Seite
SE	Societas Europaea (Europäische Gesellschaft)
SEAG	Gesetz zur Ausführung der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE)
SE-VO	Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE)
StInvSofortPG	Gesetz für ein steuerliches Investitionssofortprogramm (StInvSofortPG)
Squeeze-out	Ausschluss der Minderheitsaktionäre
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats (Stärken, Schwächen, Chancen und Gefahren; Instrument zur strategischen Planung, entwickelt von der Harvard Business School)
t-Test	Statistischer Hypothesentest
TV	Terminal Value (Phase der ewigen Rente)
ÜJ	Übergangsjahr (2034)

Übertragungsbericht	Übertragungsbericht der MAQUET Medical Systems AG als Hauptaktionärin der Pulsion Medical Systems SE über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Pulsion Medical Systems SE auf die MAQUET Medical Systems AG sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG
Unlevered Beta	Betafaktor für ein unverschuldetes Unternehmen
US	United States (of America)
USA	United States of America (Vereinigte Staaten von Amerika)
USD	US-Dollar (Währungscode nach ISO 4217)
usw.	Und so weiter
vgl.	Vergleiche
WM	Wertpapier Mitteilungen (Zeitschrift)
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WPH	Wirtschaftsprüfer-Handbuch
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebV	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 (WpÜG-Angebotsverordnung)
z.B.	Zum Beispiel
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis

A. Auftrag und Auftragsdurchführung

Die MAQUET Medical Systems AG, Rastatt,¹ ein mittelbares Tochterunternehmen der Getinge AB, Göteborg/Schweden,² als Hauptaktionärin der

Pulsion Medical Systems SE, Feldkirchen,³

beabsichtigt, die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der PULSION auf die MAQUET gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung in der für den 17. Oktober 2025 geplanten außerordentlichen Hauptversammlung der PULSION beschließen zu lassen.

Eine deutsche SE unterliegt nach der Verweisungsnorm des Art. 9 Abs. 1 lit. c) Ziff. ii) der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE)⁴ dem allgemeinen deutschen Aktienrecht, soweit nicht andere Bestimmungen Vorrang haben.⁵ Eine SE deutschen Rechts unterliegt dem deutschen Konzernrecht, welches in gleicher Weise anzuwenden ist wie im Fall einer deutschen AG.⁶ Somit gelten insbesondere die Regelungen des AktG auch für die SE.⁷

Die Hauptversammlung einer AG kann auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär beschließen.⁸

Als Gegenleistung für die Übertragung ihrer Aktien ist den Minderheitsaktionären eine angemessene Barabfindung zu gewähren. Der Hauptaktionär legt die Höhe der Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung fest.⁹

Nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung ist eine Barabfindung dann angemessen, wenn sie dem Minderheitsaktionär eine volle wirtschaftliche Kompensation für den Verlust seiner Unternehmensbeteiligung verschafft, wobei sicherzustellen ist, dass die Aktionäre nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Maßnahme erhalten hätten.¹⁰ Der Wert der Unternehmensbeteiligung ergibt sich aus einer Bewertung des Unternehmens im Ganzen. Zusätzlich ist zu beachten, dass eine Barabfindung in bestimmten Fällen nur dann angemessen ist, wenn eine über dem anteiligen Unternehmenswert liegende Mindestabfindung angeboten wird.

Die Hauptaktionärin hat die KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Berlin,¹¹ beauftragt, die Höhe des Unternehmenswerts von PULSION zum 17. Oktober 2025 und der angemessenen Barabfindung je nennwertlose, auf den Inhaber lautende Stückaktie der Pulsion Medical Systems SE mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils € 1,00¹² zu ermitteln.

¹ „MAQUET“ oder „Hauptaktionärin“.

² „GETINGE“; gemeinsam mit den von ihr nach § 17 AktG abhängigen Unternehmen „GETINGE Konzern“.

³ „PULSION“, „Gesellschaft“ oder „Bewertungsobjekt“.

⁴ „SE-VO“.

⁵ Vgl. dazu MüKoAktG, Schäfer, Art. 9 SE-VO, Rz. 2, 15 ff. Wir führen in diesem Bericht diese Verweisungsnorm nicht jeweils gesondert an, sondern beziehen uns unmittelbar auf die für deutsche Aktiengesellschaften geltenden Bestimmungen.

⁶ Vgl. MüKoAktG, Ego, Anhang zu Art. 9 SE-VO, Rz. 25.

⁷ Aus Darstellungsgründen verzichten wir darauf, diese Verweisungsnorm im Folgenden bei Hinweisen auf das AktG anzuführen.

⁸ § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG. Dieses Rechtsinstitut wird vereinfachend und dem angelsächsischen Begriff folgend auch als aktienrechtlicher „Squeeze-out“ bezeichnet.

⁹ § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG.

¹⁰ Vgl. insbesondere BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 („DAT/Altana“), 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, S. 289 ff., und BGH, Beschluss vom 12. März 2001 („DAT/Altana“), II ZB 15/00, BGHZ 147, S. 108 ff.

¹¹ „KPMG“ oder „Bewertungsgutachter“.

¹² „PULSION-Aktie“.

KPMG hat am 27. August 2025 eine „Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Pulsion Medical Systems SE und zur angemessenen Barabfindung im Rahmen des geplanten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre“¹³ vorgelegt.

Der „Übertragungsbericht der MAQUET Medical Systems AG als Hauptaktionärin der Pulsion Medical Systems SE über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Pulsion Medical Systems SE auf die MAQUET Medical Systems AG sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) der Verordnung über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG“¹⁴ enthält die Gutachtliche Stellungnahme in vollständiger Fassung als dessen Anlage 3. MAQUET macht sich die Ausführungen und das Ergebnis der Gutachtlichen Stellungnahme inhaltlich vollständig zu Eigen.

Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.¹⁵

MAQUET hat beim zuständigen Landgericht den Antrag gestellt, einen sachverständigen Prüfer zu bestellen. Mit Beschluss vom 16. Mai 2025¹⁶ hat das Landgericht München I – 5. Kammer für Handelssachen – uns¹⁷ zum Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung ausgewählt und bestellt. Wir hatten dem Gericht zuvor versichert, dass gesetzliche Ausschlussgründe¹⁸ nicht vorliegen. Wir können demzufolge bestätigen, dass wir die Vorschriften zur Unabhängigkeit beachtet haben.¹⁹ MAQUET hat uns daraufhin beauftragt, die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären von PULSION zu gewährenden Barabfindung zu prüfen.

Der Bestellungsbeschluss enthält keine Vorgaben zur Prüfungsdurchführung und Berichterstattung über die Prüfung. Soweit bestimmte Fragestellungen in sich oftmals einer aktien- oder umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahme anschließenden gerichtlichen Überprüfungen typischerweise diskutiert werden, greifen wir diese an geeigneter Stelle auf.

Gegenstand unserer Prüfung ist die Angemessenheit der Barabfindung, die MAQUET als Hauptaktionärin der Gesellschaft ausweislich ihres schriftlichen Berichts an die Hauptversammlung von PULSION festgelegt hat.²⁰

Eine Prüfung des Übertragungsberichts auf Vollständigkeit und Richtigkeit gehört nicht zu den Aufgaben des Angemessenheitsprüfers. Die Verantwortung für den ordnungsgemäßen Inhalt des Übertragungsberichts liegt bei dem Vorstand der Hauptaktionärin. Wir weisen ferner ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Jahresabschlüsse und Lageberichte oder der Geschäftsführung von PULSION vorgenommen haben. Solche Prüfungen sind ebenfalls nicht Gegenstand unserer Prüfung. Die Übereinstimmung der vorgelegten geprüften Abschlüsse mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften ist vom Abschlussprüfer uneingeschränkt bestätigt worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Abschlüsse

¹³ „Gutachtliche Stellungnahme“.

¹⁴ „Übertragungsbericht“.

¹⁵ § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG.

¹⁶ Aktenzeichen 5 HK 6348/25; vgl. Anlage 1.

¹⁷ Zuständig: Wirtschaftsprüfer Wolfram Wagner.

¹⁸ §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293d Abs. 1 Satz 1 AktG i.V.m. §§ 319 Abs. 1 bis 4, 319b Abs. 1 HGB.

¹⁹ § 321 Abs. 4a HGB analog.

²⁰ § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG.

und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir insoweit daher von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

Bei der Auftragsdurchführung haben wir die für Bewertungen relevanten Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf,²¹ beachtet. Das sind insbesondere der IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008) vom 2. April 2008²² und der IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW Praxishinweis 2/2017).²³ Daneben haben wir auch weitere fachliche Hinweise²⁴ des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW²⁵ berücksichtigt.

Der IDW S 1 ist das zentrale Dokument, in dem dargestellt ist, wie Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten. Gerichte werden durch die Verlautbarungen des IDW nicht gebunden. Die Empfehlungen des IDW S 1 sind ihnen gleichwohl eine wesentliche Erkenntnisquelle, um beurteilen zu können, ob die jeweilige Vorgehensweise, wie ein Unternehmenswert „fundamentalanalytisch“ ermittelt worden ist, im konkreten Einzelfall methodisch einwandfrei ist.²⁶

Der Börsenkurs wird von der höchstrichterlichen Rechtsprechung grundsätzlich auch als geeignete Methode zur Bestimmung des Unternehmenswerts und der Ableitung von Kompensationsleistungen²⁷ angesehen, sofern bestimmte Vorgaben erfüllt sind. Zumindest ist er regelmäßig als Desinvestitionspreis für die Bestimmung der Untergrenze einer Barabfindung zu beachten. Um diesen rechtlichen Vorgaben bei der Beurteilung der Angemessenheit von Kompensationsleistungen Rechnung zu tragen, hat der FAUB am 14. Mai 2025 den Entwurf eines IDW Standards: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW ES 17)²⁸ verabschiedet. Der Entwurf beinhaltet eine noch nicht abschließend abgestimmte Berufsauffassung. Gleichwohl empfiehlt der FAUB, die dort dargestellten Grundsätze auch vor seiner Verabschiedung bereits anzuwenden. Wir sind dieser Empfehlung gefolgt.

Wir haben unsere Prüfungstätigkeit am 16. Mai 2025 und somit vor Abschluss der Bewertungsarbeiten aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Angemessenheitsprüfungen üblich und durch die höchstrichterliche Rechtsprechung anerkannt.²⁹ Sie ist begründet in der Notwendigkeit, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein Prüfungsurteil abzugeben.

²¹ „IDW“.

²² „IDW S 1“. Der am 7. November 2024 verabschiedete Entwurf einer Neufassung des IDW Standards: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW ES 1 n.F.) ist gemäß seiner Vorbemerkung noch nicht anzuwenden.

²³ „IDW Praxishinweis 2/2017“.

²⁴ Wie beispielsweise „Auswirkungen der Ausbreitung des Coronavirus auf Unternehmensbewertungen“ vom 25. März 2020 sowie „Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen“ vom 20. März 2022.

²⁵ „FAUB“.

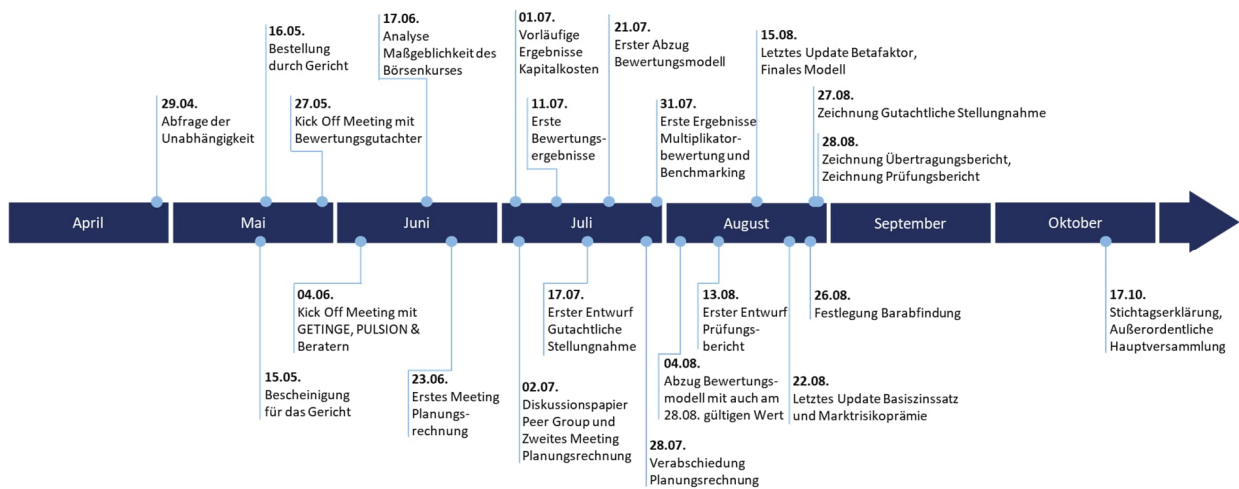
²⁶ Vgl. z.B. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 („Stinnes“), II ZB 23/14, AG 2016, S. 135 ff.

²⁷ Anteile an anderen Unternehmen, Abfindungen, jährliche Ausgleichszahlungen.

²⁸ „IDW ES 17“.

²⁹ Vgl. BGH, Beschluss vom 18. September 2006 („DSL Holding“), II ZR 225/04, BB 2006, S. 2543 ff.

Der Verlauf der Bewertungs- und Prüfungsarbeiten lässt sich in grafischer Form anhand seiner „Meilensteine“ wie folgt darstellen:



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

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

Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:

- Übertragungsbericht
- Gutachtliche Stellungnahme
- Aktuelle Satzung der Pulsion Medical Systems SE (Fassung vom 15. Mai 2014) und Handelsregisterauszug (Abruf vom 8. August 2025)
- Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag³⁰ zwischen PULSION als beherrschtes Unternehmen und MAQUET als herrschender Gesellschaft vom 3. Juli 2014³¹
- Protokolle über die Sitzungen des Verwaltungsrats von PULSION für die Geschäftsjahre 2022 bis 2024 und bis zum 7. Juli 2025
- Berichte über die Prüfung des nach den Vorschriften des HGB aufgestellten Jahresabschlusses und Lageberichts von PULSION für die Geschäftsjahre 2022 bis 2024 einschließlich des jeweils als Anlage beigefügten und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Jahresabschlusses und Lageberichts
- Planungsrechnung³² von PULSION für die Jahre 2025 bis 2027³³
- Präsentationen und Aufgliederungen von PULSION und GETINGE zum Geschäftsmodell und der Strategie sowie zu Einzelheiten der vorgelegten Planungsrechnung und zu Entwicklungen der Vergangenheit
- Auszüge aus den Arbeitspapieren des Bewertungsgutachters und das zur Wertableitung verwendete Bewertungsmodell³⁴
- Informationen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld von PULSION

³⁰ „BGAV“. Die Beschlussfassung erfolgte in der HV von PULSION am 14. August 2014.

³¹ „BGAV MAQUET/PULSION“.

³² Planung der Gewinn- und Verlustrechnung („GuV“) bis zum Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern („EBIT“, auch „operatives Ergebnis“), der Investitionen und wesentlicher Posten der Bilanz.

³³ „Detailplanungsphase“

³⁴ Wir haben das Bewertungsmodell als sogenannte Wertekopie zu unseren Akten genommen.

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

Darüber hinaus haben wir auf weitere öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten, zurückgegriffen. Bei der Ermittlung von Kapitalmarktdaten haben wir uns vor allem auf die vom Finanzinformationsdienstleister S&P Global Market Intelligence LLC (vormals S&P Global Capital IQ), ein Geschäft der S&P Global Inc., New York City, New York/USA,³⁵ gelieferten Daten gestützt.

Zwischen dem Bewertungsgutachter und uns bestanden keine divergierenden Auffassungen. Prüfungsfeststellungen wurden vom Bewertungsgutachter berücksichtigt.

Die geschäftsführenden Organe von PULSION und MAQUET haben uns gegenüber mit heutigem Datum jeweils eine berufsübliche Vollständigkeitserklärung abgegeben und darin schriftlich versichert, dass die Erläuterungen und Auskünfte, die für die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt worden sind.

Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung (28. August 2025) und dem geplanten Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der PULSION über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre (17. Oktober 2025), der den Bewertungsstichtag bestimmt,³⁶ wesentliche Veränderungen gegenüber den Annahmen bei Zeichnung der Gutachtlichen Stellungnahme bzw. dieses Prüfungsberichts ergeben, wären solche bei der Bemessung der angemessenen Barabfindung zu berücksichtigen. Diesbezüglich werden wir am Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung von PULSION Erklärungen zur Aktualisierung der Vollständigkeitserklärungen einholen und eine Stichtagserklärung zur Angemessenheit der Barabfindung erteilen.

Über das Ergebnis unserer Angemessenheitsprüfung erstatten wir gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG in sinngemäßer Anwendung des § 293e AktG den folgenden Bericht.

Der vorliegende Prüfungsbericht ist ausschließlich für die oben genannten Zwecke erstellt. Dies umfasst die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschlussfassenden Hauptversammlung von PULSION³⁷ und die Vorlage beim jeweils zuständigen Gericht.³⁸

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

³⁵ „S&P Global“.

³⁶ Vgl. § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG.

³⁷ Einschließlich dessen Veröffentlichung auf den Internetseiten der Gesellschaft oder für sonstige Veröffentlichungen, Auslagen und Maßnahmen im Zusammenhang mit der Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung.

³⁸ Auch in sich etwa der beschlussfassenden Hauptversammlung anschließenden Gerichtsverfahren wie insbesondere Anfechtungsklagen, Freigabeverfahren und Spruchverfahren.

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind – auch im Verhältnis zu Dritten – die als Anlage 2 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2024 maßgeblich. Für unsere Verantwortlichkeit gegenüber den an der Übertragung beteiligten Gesellschaften und ihren Anteilshabern gelten §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293d Abs. 2 AktG, 323 HGB.

B. Gegenstand, Art und Umfang der Angemessenheitsprüfung

Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG ist bei einem aktienrechtlichen Squeeze-out die Angemessenheit der Barabfindung zu prüfen. Die Vorschriften für den aktienrechtlichen Squeeze-out³⁹ verweisen im Übrigen vor allem auf die Bestimmungen, die für den Abschluss von Unternehmensverträgen zum Schutz der Minderheiten erlassen worden sind – und die sinngemäß anzuwenden sind.⁴⁰

Gegenstand der Prüfung ist bei einem aktienrechtlichen Squeeze-out allein die Angemessenheit der Barabfindung,⁴¹ nicht jedoch das Vorliegen der Gewährleistung eines Kreditinstituts, der Beteiligung des Hauptaktionärs von mindestens 95 %, der Rechtmäßigkeit des Übertragungsberichts, die steuerlichen Folgen oder die Solvenz des Hauptaktionärs. Der Prüfer hat die Ermittlung der Höhe der Barabfindung nachzuvollziehen und zu erklären, ob er die so ermittelte Abfindung für angemessen hält.⁴²

Der zu erstattende⁴³ Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung angemessen ist.⁴⁴ Dabei ist anzugeben,⁴⁵

- 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 festgelegten Barabfindung und der ihnen zugrundeliegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.

³⁹ § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG.

⁴⁰ §§ 293d, 293e AktG.

⁴¹ § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG.

⁴² Vgl. MüKoAktG, Grunewald, § 327c, Rz 11.

⁴³ § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 1 AktG.

⁴⁴ § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.

⁴⁵ § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG.

C. Übergreifende Prüfungsfeststellungen

I. Methoden zur Ermittlung einer angemessenen Abfindung

Beim Ausschluss von Minderheitsaktionären oder dem Abschluss eines Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrags ist Minderheits- bzw. außenstehenden Aktionären eine angemessene Kompensation (Abfindung bzw. Ausgleichszahlung) für die Aufgabe ihres Eigentums an der Aktie bzw. die Verminderung ihrer Rechte in einem Vertragskonzern zu gewähren.

Nach den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre und der Rechtsprechung zu aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen⁴⁶ und entsprechend der Bewertungspraxis ist der Wert des Unternehmens die geeignete Basis zur Ermittlung des Werts eines Anteils an diesem Unternehmen und damit zur Bestimmung einer Abfindung. Maßgebend ist danach der Wert des Unternehmens als Ganzes. Damit wird dem von der Rechtsprechung entwickelten Postulat der Abfindung zum vollen Wert der Beteiligung entsprochen.

Eine bestimmte Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts ist rechtlich nicht vorgegeben. Die angewandte Methode muss allerdings in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und in der Praxis gebräuchlich sein.⁴⁷ Nach den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre und der Rechtsprechung zu aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen wird die Schätzung des „vollen wirklichen“ Werts im Allgemeinen mit Hilfe einer fundamentalen Unternehmensbewertung vorgenommen.

Bei Unternehmen, deren Anteile an Börsen gehandelt werden, kann der Börsenkurs nach der neueren Rechtsprechung des BGH unter bestimmten Umständen eine Fundamentalbewertung ersetzen.⁴⁸ Allerdings können im Einzelfall gewichtige Argumente gegen eine aus dem Börsenkurs abgeleitete Wertbestimmung sprechen.

Von der Frage einer Berücksichtigung des Börsenkurses als Methode zur Bewertung eines Unternehmens bzw. eines Unternehmensanteils zu unterscheiden ist die Frage, ob der Börsenkurs als Untergrenze einer Barabfindung zu berücksichtigen ist.

Basierend auf der höchstrichterlichen Rechtsprechung darf bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen von börsennotierten Unternehmen der Börsenkurs jedenfalls nicht unberücksichtigt bleiben.⁴⁹ Nachdem dies zunächst für den Fall des Abschlusses von Unternehmensverträgen entschieden worden war,⁵⁰ hat das BVerfG inzwischen klargestellt, dass die in den vorgenannten Beschlüssen formulierten Grundsätze und Vorgaben entsprechend auch für Verschmelzungen heranzuziehen sind, somit einen allgemeingültigen Charakter haben.⁵¹

⁴⁶ Vgl. insbesondere BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 („DAT/Altana“), 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, a.a.O., und BGH, Beschluss vom 12. März 2001 („DAT/Altana“), II ZB 15/00, a.a.O.

⁴⁷ Vgl. BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 („Nestlé Deutschland“), II ZB 25/14, AG 2017, S. 790 ff.

⁴⁸ Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 („TLG/WCM“), II ZB 12/21, openJur 2023, 4380, und Beschluss vom 31. Januar 2024 („Vodafone/Kabel Deutschland“), II ZB 5/22, openJur 2024, 4211.

⁴⁹ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 („DAT/Altana“), 1 BvR 1613/94, a.a.O., BGH, Beschluss vom 12. März 2001, („DAT/Altana“), a.a.O., und vom 19. Juli 2010, („Stollwerck“), II ZB 15/00, openJur 2010, 11922.

⁵⁰ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 („DAT/Altana“), 1 BvR 1613/94, a.a.O.

⁵¹ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 26. April 2011 („Deutsche Telekom/T-Online“), 1 BvR 2658/10, openJur 2012, 133638, und vom 24. Mai 2012 („Daimler-Benz/Chrysler“), 1 BvR 3221/10, openJur 2013, 26198.

Aus rechtlichen Erwägungen kann der Börsenkurs nach der bisherigen Rechtsprechung als Preis der Aktie zumindest als Untergrenze für die Bemessung einer Kompensationsleistung herangezogen werden. Insofern ist ein Desinvestitionspreis maßgeblich. Bei diesem handelt es sich um den Preis, zu dem eine einzelne Aktie – nicht ein Aktienpaket oder gar das Unternehmen als Ganzes – unter Abstraktion von der Strukturmaßnahme am Markt hätte veräußert werden können. Zur Bestimmung der Untergrenze einer Abfindung durch einen Börsenkurs kommt es lediglich darauf an, ob tatsächlich eine Veräußerung zu diesem Kurs möglich war.

Bei der Umrechnung des ermittelten gesamten Unternehmenswerts auf eine Aktie sind eventuelle Besonderheiten des jeweiligen Bewertungsobjekts⁵² gegebenenfalls durch eine von der quotalen Aufteilung abweichende Aufteilung des Unternehmenswerts zu berücksichtigen.

Die bei einem Ausschluss der Minderheitsaktionäre geschuldete Abfindung kann sich darüber hinaus auch aus dem Barwert der Ausgleichszahlungen ergeben, die nach einem zum Zeitpunkt des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre bestehenden Unternehmensvertrag zu leisten sind. Da der Ausgleichsanspruch nur die Aussicht auf Dividende ersetzt, nicht aber den Anteil an der Vermögenssubstanz, stellt dieser Barwert regelmäßig nur den Mindestwert der Abfindung dar.⁵³

Sofern von einem Fortbestand des Unternehmensvertrags auszugehen ist, sind die bei Abschluss des Vertrags fixierten Ausgleichszahlungen für die Restlaufzeit des Unternehmensvertrags anstelle der sich aus den zum Zeitpunkt der Beschlussfassung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre erwarteten Zuflüsse für die Aktionäre, wie sie sich ohne den bestehenden Unternehmensvertrag ergeben würden, zu berücksichtigen. Wenn die konkrete Unternehmensplanung keine Anhaltspunkte für eine Vertragsbeendigung bietet und auch sonst keine Umstände dafürsprechen, kann nach Auffassung des BGH eine ewige Laufzeit des Unternehmensvertrags anzunehmen sein.⁵⁴ Bei der Berechnung des Barwerts der Ausgleichszahlungen ist dann zu unterstellen, dass diese für einen unendlichen Zeitraum gezahlt werden.

Die zu erwartenden Zahlungen sind mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Zinssatz sollte mit der Rendite einer zur bestehenden Investition adäquaten Alternativanlage hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein. Diese Rendite lässt sich nach dem Capital Asset Pricing Model⁵⁵ in eine risikolose Verzinsung (Basiszinssatz) und eine Risikoprämie zerlegen.

Für die Bemessung der Risikoprämie haben sich in der Praxis – in Abhängigkeit davon, ob der Unternehmensvertrag eine Verkaufsoption⁵⁶ für die Minderheitsaktionäre vorsieht – zwei Wege etabliert:

- Ohne Put-Option: Hälfte des durchschnittlichen Risikozuschlags, der für die Übernahme des vollen unternehmerischen Risikos anzusetzen ist⁵⁷
- Mit Put-Option: Risikoaufschlag einer verzinslichen Verbindlichkeit des Schuldners der Ausgleichszahlungen bzw. eines eventuellen Garanten mit höherer Bonität

⁵² Z.B. unterschiedliche Aktiengattungen.

⁵³ Vgl. BGH, Beschluss vom 15. September 2020 („Wella“), II ZB 6/20, AG 2020, S. 949 ff.

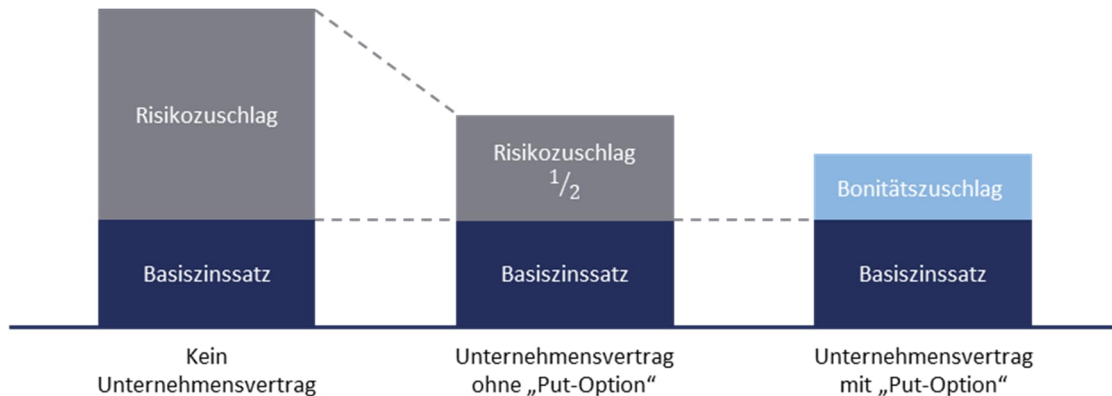
⁵⁴ Im entschiedenen Fall bei einem Squeeze-out nach den Regelungen der §§ 327a ff. AktG, also einem sogenannten aktienrechtlichen Squeeze-out.

⁵⁵ „CAPM“.

⁵⁶ „Put-Option“.

⁵⁷ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12. November 2015 („Grohe Beteiligungs/Grohe“), 26 W 9/14, openJur 2015, 21081.

Diese Zusammenhänge lassen sich grafisch wie folgt veranschaulichen:



Der Ansatz des hälftigen Risikozuschlags ist dadurch begründet, dass die festen Ausgleichszahlungen während der Laufzeit des Vertrags nicht dem unternehmerischen Risiko der Gesellschaft ausgesetzt sind. Das Risiko der außenstehenden Aktionäre beschränkt sich vielmehr auf die folgenden Aspekte:

- Bonitätsrisiko des Schuldners der Ausgleichszahlungen während der Laufzeit des Unternehmensvertrags
- Volles unternehmerische Risiko der Gesellschaft nach Beendigung des Unternehmensvertrags
- Darüber hinaus Risiko einer Minderung der Substanz und Ertragskraft der Gesellschaft während der Laufzeit des Vertrags durch nachteilige Weisungen („Aushöhlung“)

In dem Sonderfall, bei dem im Unternehmensvertrag ein befristetes Veräußerungsrecht im Fall der Kündigung des Vertrags eingeräumt wurde (Put-Option), erhalten die außenstehenden Aktionäre während der Laufzeit eine feste Ausgleichszahlung und bei Beendigung des Vertrags optional den Wert, den die Aktie bei Abschluss des Vertrags hatte. In diesem Fall bestimmt sich das Risiko der außenstehenden Aktionäre ausschließlich anhand der Bonität des Schuldners der Ausgleichszahlungen bzw. eines eventuellen Garanten mit höherer Bonität.

Auf die Berücksichtigung von Preisen, die ein Mehrheitsaktionär für Anteile des zu bewertenden Unternehmens an andere Aktionäre gezahlt hat („Vorerwerbspreise“), besteht verfassungsrechtlich bei der Bemessung der Barabfindung kein Anspruch.⁵⁸

⁵⁸ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 („DAT/Altana“), a.a.O.

II. Bewertungsgrundsätze und -methoden

Die Anwendung einer bestimmten Bewertungsmethode ist weder nach dem Verfassungsrecht noch nach dem einfachen Recht vorgegeben.

Der Wert eines Unternehmens ergibt sich regelmäßig aus dem Nutzen, den das Unternehmen insbesondere aufgrund seiner im Bewertungszeitpunkt vorhandenen materiellen Substanz, seiner Innovationskraft, seiner Produkte und Stellung am Markt, seiner inneren Organisation sowie seines Managements in Zukunft erbringen kann. Unter der Voraussetzung, dass ausschließlich finanzielle Ziele verfolgt werden, wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, durch Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.

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

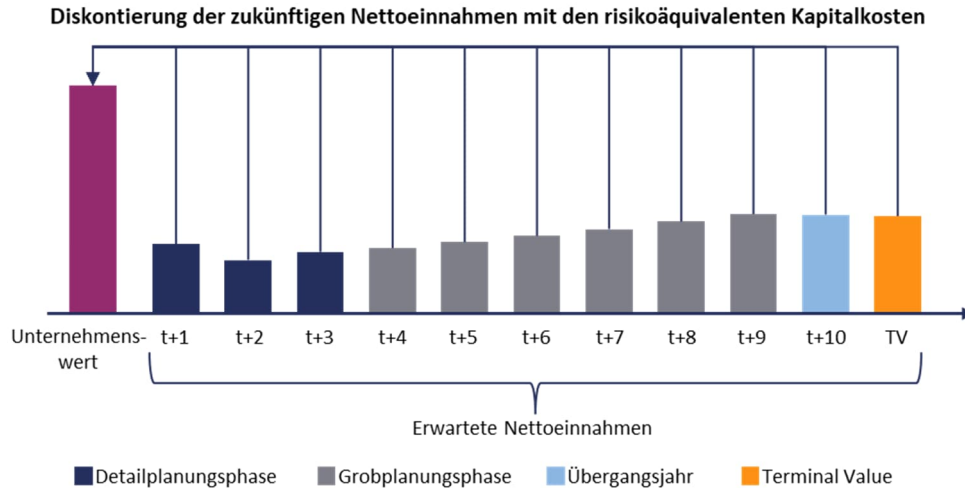
Der fundamentale Unternehmenswert ist nach den Grundsätzen des IDW S 1 im Einklang mit der deutschen Rechtsprechung und der langjährigen Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Bewertungsanlässen als ein von den individuellen Wertvorstellungen betroffener Parteien unabhängiger Wert (objektivierter Unternehmenswert) und unter unmittelbarer Berücksichtigung der Besteuerung der Anteilseigner („nach persönlichen Steuern“) zu ermitteln.⁵⁹

Der objektivierte Unternehmenswert ergibt sich in der Regel als typisierter und intersubjektiv nachprüfbarer sogenannter Zukunftserfolgswert aus der Sichtweise eines inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Anteilseigners bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept. Die nachfolgende Darstellung soll allgemeine Bewertungsgrundsätze beschreiben, bezieht sich in der konkreten Ausgestaltung aber ausschließlich auf den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1.

⁵⁹ Vgl. IDW S 1, Rz. 29.

1. Zukunftserfolgswert

Der Zukunftserfolgswert entspricht dem Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner,⁶⁰ was sich wie folgt veranschaulichen lässt:⁶¹



Der Zukunftserfolgswert kann nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden.⁶² Beide Verfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) basieren.⁶³

Der Ertragswert ermittelt sich als der mit dem Kapitalisierungszinssatz abgezinste Barwert der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse. Diese Überschüsse werden aus den künftigen Ertragsüberschüssen des betriebsnotwendigen Vermögens sowie den finanziellen Ergebnissen aus Veräußerungen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens bzw. den Wertansätzen anderer gesondert bewerteter Vermögenswerte abgeleitet.⁶⁴

Eine sachgerechte Anwendung des Kapitalwertkalküls setzt voraus, dass Zähler (Einnahmen der Anteilseigner) und Nenner (Kapitalisierungszinssatz) der Bewertungsgleichung unter anderem hinsichtlich Unsicherheit, Breite und zeitlicher Struktur äquivalent sein müssen (Äquivalenzprinzip). Dem zentralen Grundsatz der Risikoäquivalenz kann entweder mit der Sicherheitsäquivalenzmethode oder mit der Risikozuschlagsmethode Rechnung getragen werden. Da die Bezifferung von Sicherheitsäquivalenten insbesondere im Hinblick auf eine Typisierung von Anteilseignern bis dato nicht überzeugend gelöst werden konnte, hat sich die Risikozuschlagsmethode – zumindest bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten – in Wissenschaft, Rechtsprechung und Bewertungspraxis durchgesetzt.⁶⁵

Im Hinblick auf die Problematik einer eindeutigen Abgrenzung sollte bei der Risikozuschlagsmethode nicht zwischen unternehmensspezifischen und allgemeinen Risiken unterschieden werden, sondern das

⁶⁰ Vgl. IDW S 1, Rz. 4.

⁶¹ Die Länge von Detail- und Grobplanungsphase in diesem Beispiel ist illustrativ.

⁶² Vgl. IDW S 1, Rz. 7.

⁶³ Vgl. IDW S 1, Rz. 101.

⁶⁴ Vgl. IDW S 1, Abschnitt 7.2.

⁶⁵ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, Düsseldorf 2018, Kapitel A, Rz. 210 ff. Dabei steht der Begriff „Breite“ für die absolute Höhe und das künftige Wachstum der Überschüsse sowie die zugehörigen Währungen und die Besteuerung.

gesamte Risiko ausschließlich im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden. Im Zähler der Bewertungsgleichung sind deshalb stets (realistische) Erwartungswerte der finanziellen Überschüsse bzw. der Einnahmen der Anteilseigner anzusetzen.⁶⁶

Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar.⁶⁷ Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsbeurteilungen.⁶⁸ Dabei sind im Rahmen einer objektivierten Bewertung nur die Überschüsse zu berücksichtigen, die aus zum Bewertungsstichtag bereits eingeleiteten Maßnahmen resultieren und/oder aus einem hinreichend dokumentierten und konkretisierten Unternehmenskonzept hervorgehen.⁶⁹ Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen und/oder aufgrund veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig andere sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zu berücksichtigen.

Im Rahmen der Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse ist zu beurteilen, ob und gegebenenfalls in welchem Umfang Synergieeffekte zu berücksichtigen sind. Unter Synergieeffekten versteht man die Veränderungen der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen. Der IDW S 1 unterscheidet in seiner aktuellen Fassung zwischen echten und unechten Synergien.

Echte Synergien betreffen Veränderungen, die erst infolge der Maßnahme, die Anlass der Bewertung ist (z.B. ein aktienrechtlicher Squeeze-out), realisierbar sind. Unechte Synergieeffekte sind auch ohne den Bewertungsanlass realisierbar. Nach der aktuellen Fassung des IDW S 1 sind bei einer objektivierten Bewertung nur die unechten Synergien zu berücksichtigen und diese auch nur dann, wenn die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind und nur soweit sie auf das Bewertungsobjekt entfallen.⁷⁰

Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts⁷¹ und rechtlicher Restriktionen, z.B. regulatorischer Vorgaben, tatsächlich für Ausschüttungen zur Verfügung stehen.⁷²

Soweit die Planung zwei oder drei Phasen unterscheidet, ergibt sich für die erste Phase⁷³ eine Aufteilung der Überschüsse in Ausschüttungen und in thesaurierte Mittel einschließlich deren Verwendung aus der Planungsrechnung des Unternehmens selbst. Sofern für die Verwendung thesaurierter Beträge keine Planungen vorliegen und auch die Investitionsplanung keine konkrete Verwendung vorsieht, ist eine sachgerechte Prämisse zur Mittelverwendung zu treffen. Unterliegen die thesaurierungsbedingten Wertzuwächse einer Veräußerungsgewinnbesteuerung, ist dies bei der Bewertung zu berücksichtigen.⁷⁴

⁶⁶ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kapitel A, Rz. 332.

⁶⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 68.

⁶⁸ Vgl. IDW S 1, Rz. 72.

⁶⁹ Vgl. IDW S 1, Rz. 32.

⁷⁰ Vgl. IDW S 1, Rz. 33 f.

⁷¹ Einschließlich der Planung von Ausschüttungen.

⁷² Vgl. IDW S 1, Rz. 35.

⁷³ Die sogenannte „Detailplanungsphase“.

⁷⁴ Vgl. IDW S 1, Rz. 36.

Für die zweite und dritte Phase⁷⁵ ist typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens zu dem der Alternativanlage äquivalent ist. Für die Wiederanlage thesaurierter Mittel wird dabei angenommen, dass diese entweder durch eine kapitalwertneutrale Anlage zum Kapitalisierungszinssatz vor Ertragsteuern der Gesellschaft oder wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der Thesaurierungen bei den Anteilseignern abgebildet werden kann.⁷⁶

Der Wert eines Unternehmens wird durch die Höhe der frei verfügbaren Nettozuflüsse an den Investor bestimmt. Diese Nettozuflüsse sind nach den Empfehlungen des IDW unter Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens und der aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden Ertragsteuern der Unternehmenseigner zu ermitteln.⁷⁷ Wegen der Wertrelevanz persönlicher Ertragsteuern sind anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte erforderlich.⁷⁸

Bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen wird bei der (unmittelbaren) Typisierung – im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung – von den steuerlichen Verhältnissen einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen und nicht wesentlich beteiligten natürlichen Person ausgegangen. Im Rahmen der Typisierung sind sachgerechte Annahmen zur persönlichen Besteuerung der Nettozuflüsse aus dem Bewertungsobjekt bzw. aus der Alternativanlage zu treffen.

Im derzeit geltenden System der Abgeltungsteuer unterliegen die Einkünfte des typisierten Anteilseigners aus Dividenden und Veräußerungsgewinnen infolge von Wertsteigerungen (Kursgewinnen) – ebenso wie dessen Zinseinkünfte – einem einheitlichen kombinierten Nominalsteuersatz von 26,375 %.⁷⁹ Für ausgeschüttete Gewinne ergibt sich die daraus resultierende effektive Steuerbelastung unmittelbar aus einem Abzug der nominellen Steuerbelastung.

Aufgrund des Zinseffektes ist die effektive Steuerbelastung thesaurierungsbedingter Veräußerungsgewinne von der persönlichen Haltedauer des Anteilseigners abhängig. Nach Ansicht des FAUB ist es sachgerecht, bei Abschätzung des effektiven persönlichen Steuersatzes für Veräußerungsgewinne von langen Haltedauern und einer entsprechend geringeren effektiven Steuerbelastung der thesaurierten Gewinne auszugehen.

Der FAUB empfiehlt, von einer effektiven Steuerbelastung in Höhe des hälftigen Nominalsteuersatzes auszugehen.⁸⁰ Als effektive Steuerbelastung thesaurierungsbedingter Veräußerungsgewinne ist demzufolge derzeit ein Steuersatz von 13,1875 % anzusetzen.

Der zur Ableitung des Barwerts der Nettozuflüsse anzusetzende Kapitalisierungszinssatz stellt die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten bestmöglichen Alternativanlage dar.⁸¹ Diese Rendite lässt sich nach dem CAPM in eine risikolose Verzinsung (Basiszinssatz) und eine von

⁷⁵ Die sogenannte „Grobplanungsphase“ und die sogenannte „Fortführungsphase“.

⁷⁶ Vgl. IDW S 1, Rz. 37.

⁷⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 28 ff.

⁷⁸ Vgl. IDW S 1, Rz. 43 ff.

⁷⁹ Einkommensteuer einschließlich Solidaritätszuschlag; die Kirchensteuer wird nicht berücksichtigt.

⁸⁰ Für Bewertungsstichtage ab dem 1. Januar 2009; vgl. FAUB, IDW-FN 2007, S. 443 ff.

⁸¹ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kapitel A, Rz. 331.

den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen.

Bei einer Bewertung unter unmittelbarer Berücksichtigung von Ertragsteuern sind ertragsteuerliche Einflüsse auf Ebene der Anteilseigner nach dem Äquivalenzprinzip auch im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen.

Zur Erfassung von Wachstumseffekten in Form stetig wachsender finanzieller Überschüsse nach Ende der – gegebenenfalls um eine Grobplanungsphase ergänzten – Detailplanungsphase wird der Kapitalisierungszinssatz um einen Wachstumsabschlag gemindert.

Ein gegebenenfalls vorhandenes nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist im Rahmen der Unternehmensbewertung grundsätzlich gesondert neben dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens zu berücksichtigen. Es umfasst solche Vermögensgegenstände, die frei veräußert werden könnten, ohne dass davon der eigentliche Unternehmenszweck berührt wird. Eine Berücksichtigung als Sonderwert kommt auch für andere Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, in Betracht.

2. Liquidationswert und Substanzwert

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

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

3. Vereinfachte Preisfindungen

Zur Plausibilisierung einer auf internen Unternehmensdaten beruhenden Unternehmensbewertung können vergleichende Analysen auf Basis von öffentlichen Kapitalmarktdaten oder von Transaktionen vorgenommen werden. Derartige vereinfachte Preisfindungen können nach IDW S 1 nicht an die Stelle einer „fundamentalanalytischen“ Unternehmensbewertung treten.⁸²

Die Plausibilisierung eines Unternehmenswerts erfolgt nach dieser Vorgehensweise anhand eines mittels Multiplikators bestimmten Vielfachen einer Erfolgs- oder Bestandsgröße bzw. einer branchenspezifischen Kennzahl. Geeignete Multiplikatoren werden entweder aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen⁸³ oder aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet.

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

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

Die durch vergleichende Analysen ermittelten Verhältniszahlen lassen sich somit nur eingeschränkt auf das Bewertungsobjekt übertragen. Eine Multiplikator-Bewertung ermöglicht es in der Regel gleichwohl, das Bewertungsergebnis durch Vergleich mit den ermittelten Bandbreiten einer abschließenden Gesamtwürdigung zu unterziehen.

⁸² Vgl. IDW S 1, Rz. 143 f.

⁸³ „Peers“; gemeinsam „Peer Group“.

4. Gezahlte Kaufpreise und Börsenkurse

Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können – sofern Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt und hinreichende Zeitnähe gegeben sind – zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen. Sie ersetzen aber nach der Auffassung des IDW in der Regel keine Unternehmensbewertung.⁸⁴

Auch Vorerwerbspreise, die ein Großaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einer Strukturmaßnahme entrichtet, spielen für die Bemessung der angemessenen Abfindung bzw. des angemessenen Ausgleichs in der Regel keine Rolle. Nur in besonders gelagerten Ausnahmefällen können diese von Gerichten bei der Schätzung des Unternehmenswerts herangezogen werden.⁸⁵

Aus rechtlichen Erwägungen kann der Börsenkurs nach der bisherigen Rechtsprechung als Preis der Aktie zumindest als Untergrenze für die Bemessung einer Kompensationsleistung herangezogen werden. Insofern ist ein Desinvestitionspreis maßgeblich.⁸⁶

Während das Ausmaß der Informationseffizienz und die damit verbundene angemessene Bepreisung bzw. „richtige“ Bewertung durch den Markt bei der Bestimmung der Untergrenze einer Abfindung nicht maßgeblich ist, lässt sich der Unternehmenswert aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht nur dann zweifelsfrei aus Börsenkursen ableiten, wenn der Kapitalmarkt streng informations- und allokatationseffizient ist.

Soweit für Unternehmensanteile Börsenkurse vorliegen, sind diese allerdings gemäß IDW S 1 zur Plausibilitätsbeurteilung der nach anerkannten wirtschaftswissenschaftlichen Methoden ermittelten fundamentalen Unternehmenswerte heranzuziehen. Hierbei sind besondere Einflüsse, die sich möglicherweise auf die Börsenpreisbildung ausgewirkt haben, sorgfältig zu analysieren und darzustellen.⁸⁷

In der Vergangenheit hat die Rechtsprechung allerdings mehrfach entschieden, dass bei börsennotierten Gesellschaften für Bewertungszwecke im Rahmen von aktien- oder umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen bei Vorliegen bestimmter Voraussetzungen allein auf den Börsenkurs abgestellt werden und eine Abfindung oder eine Wertrelation anhand der Börsenkurse der beteiligten Unternehmen ermittelt werden kann. Dies hat der BGH in zwei weiteren Entscheidungen ausdrücklich bestätigt.⁸⁸

Danach kann der Rückgriff auf den Börsenkurs eines Unternehmens eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts sein. Die Berücksichtigung des Börsenkurses beruhe auf der Annahme, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlägt. Eine strenge Allokations- und Informationseffizienz sei nicht

⁸⁴ Vgl. IDW S 1, Rz. 13. Inzwischen hält der FAUB den Vergleich mit dem objektivierten Unternehmenswert nicht mehr für zwingend, wenn sämtliche Beurteilungskriterien für die Beantwortung der Frage, ob der Preis (Börsenkurs) dem „wahren Wert“ entspricht, in vollem Umfang erfüllt werden (vgl. IDW ES 17, Rz. 39).

⁸⁵ Vgl. dazu OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 13. September 2021 („ANZAG“), 21 W 38/15, AG 2022, S. 83 ff.

⁸⁶ Vgl. Abschnitt C.I.

⁸⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 15.

⁸⁸ Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 („TLG/WCM“), II ZB 12/21, a.a.O., und BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 („Vodafone/Kabel Deutschland“), II ZB 5/22, a.a.O.

erforderlich. Wenn im Einzelfall von einer effektiven Informationsbewertung durch den Markt nicht ausgegangen werden kann, könne der Unternehmenswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.

In der Rechtsprechung werden Kriterien für die Beurteilung der Frage diskutiert, ob sich aus beobachteten Börsenkursen im jeweiligen Einzelfall der „wahre Wert“ einer Beteiligung ableiten lässt. Aus der Sicht der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und der betriebswirtschaftlichen Praxis sind in Bezug auf diese Frage umfassende ökonomische Analysen und weitergehende Handlungen für die Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen erforderlich.⁸⁹

IDW ES 17 führt zu dieser Frage sechs Beurteilungskriterien und ihre Ausprägungen im Einzelnen auf. Die Ausprägungen werden für jedes dieser Kriterien nach einem Ampelsystem bewertet. Liegt mindestens bei einem Beurteilungskriterium eine rote Ausprägung vor, darf der Börsenkurs nicht als alleiniger Maßstab für den „wahren“ Wert herangezogen werden. Maßgeblich ist in diesem Fall der objektivierte Unternehmenswert. Sofern bei mindestens einem Beurteilungskriterium eine gelbe Ausprägung vorliegt, ist die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts in jedem Fall erforderlich. Nur wenn die Ausprägungen aller Beurteilungskriterien als grün angesehen werden, kann der Börsenkurs ohne zwingenden Vergleich mit dem objektivierten Unternehmenswert maßgeblich als Indikation für den „wahren“ Wert herangezogen werden.⁹⁰

Die Beurteilungskriterien und ihre Ausprägungen ergeben sich im Einzelnen wie folgt:⁹¹

- Struktur der Anteilseigner
 - Atomistische Struktur
 - Faktische Beherrschung durch einen oder eine Gruppe gemeinsam handelnder Anteilseigner
 - Vertragliche Beherrschung (§ 291 AktG)
- Liquidität des Aktienhandels⁹²
 - Mindestens vergleichbar mit der üblichen Liquidität von Unternehmen der liquidesten deutschen Aktienindizes DAX oder MDAX
 - Liquidität nicht vergleichbar mit der üblichen Liquidität von Unternehmen der liquidesten deutschen Aktienindizes DAX oder MDAX
 - Kriterien von § 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG oder § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV erfüllt
- Marktabdeckung⁹³
 - Breite und aktuelle Marktabdeckung und Prognosen mit relativ geringer Spannweite
 - Aktuelle Marktabdeckung, aber deutliche Abweichungen zwischen den Prognosen
 - Keine Beobachtung durch Analysten oder keine aktuellen Analystenprognosen

⁸⁹ Vgl. Vorbemerkung zu IDW ES 17.

⁹⁰ Vgl. IDW ES 17, Rz. 36 ff.

⁹¹ Vgl. IDW ES 17, Rz. 40 ff.

⁹² Gemessen z.B. anhand des relativen Bid-Ask-Spread, des relativen und absoluten Handelsvolumens pro Tag, des Handelsumsatzes pro Tag oder der Anzahl der Handelstage.

⁹³ Sammlung und Würdigung von Informationen über das Unternehmen und das Marktumfeld sowie Publikation der daraus gewonnenen Einschätzungen durch professionelle Marktbeobachter, wie z.B. Analysten, Ratingagenturen oder institutionelle Marktteilnehmer.

- Umfang der Berichterstattung
 - Wertpapier im regulierten Markt oder in einem vergleichbaren ausländischen Börsensegment notiert, so dass höchste Berichterstattungspflichten gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern bestehen oder freiwillige Veröffentlichung in einem vergleichbaren Umfang und in einer vergleichbaren zeitlichen Nähe zu den dortigen Berichterstattungspflichten
 - Handel des Wertpapiers im Freiverkehr – nach Antrag und Zustimmung des Emittenten
 - Handel des Wertpapiers im Freiverkehr – ohne Antrag oder Zustimmung des Emittenten
- Stichtagsprinzip
 - Operative und finanzielle Struktur des Unternehmens und wirtschaftliche Rahmenbedingungen zwischen Referenzzeitraum für den Börsenkurs und Bewertungsstichtag nicht deutlich verändert
 - Operative und finanzielle Struktur oder wirtschaftliche Rahmenbedingungen zwischen Referenzzeitraum für den Börsenkurs und Bewertungsstichtag deutlich verändert⁹⁴
- Kursbeeinflussung
 - Keine offensichtlichen Anhaltspunkte für eine nicht durch die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartung der Investoren beeinflusste Börsenkursentwicklung
 - Offensichtliche Anhaltspunkte für eine nicht durch die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartung der Investoren beeinflusste Börsenkursentwicklung
 - Behördlich oder gerichtlich festgestellte Verstöße gegen die Vorschriften der Marktmissbrauchsverordnung⁹⁵

In der Literatur ist der IDW ES 17 bereits mehrfach kommentiert worden.⁹⁶ Teils wird die Auffassung vertreten, ein Ampelsystem mit sechs gleichwertigen Beurteilungskriterien ginge deutlich über die Anforderungen des BGH hinaus. Wir sind ebenfalls der Auffassung, dass die sechs Kriterien nicht gleichgewichtig nebeneinanderstehen. Bei der Bildung eines Gesamturteils ist zu würdigen, dass einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung durch den Kapitalmarkt und einer uneingeschränkten Verkehrsfähigkeit vor allem durch die Beurteilungskriterien Liquidität des Aktienhandels, Umfang der Berichterstattung und Abwesenheit einer Kursbeeinflussung Rechnung getragen wird.

III. Prüfungsvorgehen

Der Bewertungsgutachter trägt der gesellschaftsrechtlichen Rechtsprechung Rechnung, indem er zunächst beurteilt, welche der grundsätzlich geeigneten Bewertungsmethoden in diesem Fall den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet.

Bei der Überprüfung, ob der Börsenkurs maßgeblich als Indikation für den „wahren“ Wert der Beteiligung herangezogen werden kann, sind die Beurteilungskriterien des IDW ES 17 zugrunde zu legen. Bei der Gesamtbeurteilung haben wir der unterschiedlichen Bedeutung und der jeweiligen Ausprägung der einzelnen Kriterien Rechnung getragen.

Zur Bestimmung des Fundamentalwerts hat er den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 als Ertragswert unter unmittelbarer Berücksichtigung der persönlichen Steuern ermittelt. Bei unserer Prüfung haben wir uns umfassend mit dieser Bewertung auseinandergesetzt und dabei auch reflektiert, ob

⁹⁴ Ein unternehmensbezogener Anhaltspunkt dafür ist, wenn die Gesellschaft zwischen dem Börsenkurstichtag und dem Bewertungsstichtag eine Ad-hoc-Mitteilung, für die die Vermutung einer kursbeeinflussenden Tatsache gilt, zu einem Unternehmensereignis herausgegeben hat.

⁹⁵ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinie 2003/124/EG und 2004/72/EG der Kommission.

⁹⁶ Vgl. z.B. Ruthardt, AG 2025, S. 557 ff., und Decher, AG 2025, S. 572 ff.

der Liquidationswert als Untergrenze eines fundamental ermittelten Unternehmenswerts im vorliegenden Bewertungsfall relevant ist.

Aufgrund der Tatsache, dass das Ergebnis der Ermittlung eines Unternehmenswerts nur eine Schätzung sein kann, hat der Bewertungsgutachter darüber hinaus zur Plausibilisierung des ermittelten Unternehmenswerts auch andere Wert- und Preismaßstäbe herangezogen. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir diese ebenfalls nachvollzogen und mit Hilfe dieser Bewertungen im Sinne einer Plausibilisierung verifiziert, ob die alternativen Wert- und Preismaßstäbe die Bewertungsergebnisse der nach der Rechtsprechung relevanten Bewertungsmethode stützen.

Wir haben bei unserer Prüfung allerdings einen Schwerpunkt darin gesetzt zu verifizieren, ob die Ableitung des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 sachgerecht durchgeführt worden ist.

In diesem Zusammenhang haben uns die Vertreter von PULSION bzw. KPMG mündlich wie schriftlich insbesondere die folgenden Themenkomplexe dargelegt:

- Geschäftstätigkeit von PULSION einschließlich des Markt- und Wettbewerbsumfelds
- In der Vergangenheit erzielte und für die Zukunft geplante operative Ergebnisse
- Ermittlung von Finanzergebnis und Unternehmenssteuern
- Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses unter Berücksichtigung einer Grobplanungsphase⁹⁷
- Bewertungsansatz und Stand der laufenden Bewertungsarbeiten

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

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

Schwerpunkte unserer Prüfung des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 waren die folgenden Fragestellungen:

- Plausibilität der vorgelegten Planungsrechnung
- Sachgerechte Übernahme der Planungsrechnung in das Bewertungsmodell
- Sachgerechte Ableitung der Nettoeinnahmen in der Detailplanungsphase und ihrer Fortschreibung in einer Grobplanungsphase
- Stichhaltige Begründung des nachhaltigen Ergebnisses und der nachhaltigen Nettoeinnahmen
- Sachgerechte Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes
- Angemessene und insgesamt sachgerechte Anwendung der Bewertungsmethodik
- Identifizierung und gegebenenfalls sachgerechte Einbeziehung von gesondert zu bewertenden Sachverhalten, wie z.B. nicht betriebsnotwendigem Vermögen

⁹⁷ Geschäftsjahre 2028 bis 2033.

Neben diesen inhaltlichen Schwerpunktsetzungen haben wir bei unserer Prüfung des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 Schwerpunkte nach der wertmäßigen Bedeutung einzelner Bestandteile des Ergebnisses bzw. der Nettoeinnahmen gesetzt.

Bei der Plausibilisierung der vorgelegten Planungsrechnung haben wir den IDW Praxishinweis 2/2017 beachtet. Die Maßstäbe für Plausibilität ergeben sich danach wie folgt:

Rechnerische und formelle Plausibilität		Maßstäbe für Plausibilität Materielle, interne Plausibilität		Materielle, externe Plausibilität	
Rechnerische Konsistenz	Annahme Konsistenz	Erläuterungen des Managements	Unternehmensanalyse (einschließlich Vergangenheitsanalyse)	Marktanalyse	Analyse der Wettbewerber
Fehlerfreiheit der Berechnungen innerhalb der Teilpläne und zwischen den Teilplänen	Würdigung der Konsistenz der Annahmen innerhalb einzelner Teilpläne sowie zwischen Teilplänen	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung mit den Erläuterungen	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung mit den Ist-Entwicklungen in der Vergangenheit und den Unternehmenspotenzialen zum Stichtag	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung z.B. mit volkswirtschaftlichen Prognosen, Absatzmarktanalysen etc.	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung z.B. mit Ist-Zahlen und Analystenschätzungen

Quelle: IDW Praxishinweis 2/2017.

Die Analyse der Vergangenheitsdaten stellt danach eine Grundlage zur materiellen, internen Plausibilisierung der jeweiligen Planungsrechnung dar. Wir haben uns davon überzeugt, dass wesentliche voraussichtlich nicht wiederkehrende bzw. nicht planbare Ergebniseinflüsse der Vergangenheit bei der Ermittlung der Planergebnisse als solche nicht fortgeschrieben worden sind. Zu diesem Zweck haben wir die Abschlüsse und Prüfungsberichte für den betrachteten Vergleichszeitraum der Vergangenheit⁹⁸ analysiert.

Zur Einschätzung der Qualität des Planungswesens haben wir uns den Planungsprozess erläutern lassen. Aufgrund des Geschäftsmodells von PULSION wegen der Einbeziehung von PULSION in den GETINGE Konzern und des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen PULSION als beherrschter Gesellschaft und MAQUET als herrschendem Unternehmen wird auf Ebene von PULSION regelmäßig keine vollständige Planung erstellt. Die Führung, Steuerung und Kontrolle der operativen Entwicklung von PULSION erfolgt stattdessen anhand mehrerer sogenannter „finanzieller Leistungsindikatoren“ wie den Kosten für Forschung und Entwicklung und – neben weiteren operativen Kosten – den Kosten für Produktmanagement und Verwaltung.

Die Planungsrechnung wurde daher anlassbezogen für die Zwecke der Ermittlung des Unternehmenswerts und der angemessenen Barabfindung anlässlich des Squeeze-outs erstellt und enthält eine Plan-GuV für die Posten des operativen Ergebnisses (EBIT), eine Investitionsplanung und eine Planung ausgewählter Bilanzposten. Insofern handelt es sich nicht um eine vollständig integrierte Planungsrechnung. Der Bewertungsgutachter hat die Planungsrechnung entsprechend ergänzt.

Die Qualität des Planungswesens lässt sich üblicherweise auch anhand einer retrospektiven Analyse der Planungsrechnungen der Vergangenheit beurteilen. Die Planungstreue konnte im vorliegenden Fall nicht beurteilt werden, da PULSION aus den oben genannten Gründen keine für Bewertungszwecke geeigneten und damit im Rahmen eines Plan-Ist-Vergleichs analysierbaren Planungsrechnungen erstellt.

⁹⁸ Geschäftsjahre 2022 bis 2024.

Die prospektive Einschätzung einer konkreten Planungsrechnung greift im Regelfall sowohl auf die (bereinigten) Ist-Zahlen der Vergangenheit und damit auf Trends in der Unternehmensentwicklung (Zeitvergleich, materielle interne Plausibilität) als auch auf Ist- und Prognosewerte für die relevanten Märkte und Wettbewerber (Branchenvergleich; materielle externe Plausibilität) zurück. Wir haben durch entsprechende Vergleiche mit Hilfe von Kennzahlen bzw. Verhältniszahlen analysiert, ob die Planzahlen für die Geschäftsjahre 2025 bis 2027 die weitere Entwicklung von PULSION mit heutigem Kenntnisstand plausibel abbilden.

Die Planung der Gesellschaft fokussiert auf der Planung des operativen Ergebnisses, ergänzt um Investitionen und ausgewählte Posten der Bilanz. Der Bewertungsgutachter hat die von PULSION vorgelegte Planungsrechnung in seinem Bewertungsmodell in eine integrierte Planungsrechnung überführt. Dabei hat er in Abstimmung mit der Gesellschaft Annahmen zur Finanzierung und den Unternehmenssteuern getroffen und eine vollständige Bilanzplanung unter Verwendung von abgestimmten Annahmen zur Ausschüttungspolitik erstellt.

Aufgrund des BGAV MAQUET/PULSION ist die Gesellschaft dazu verpflichtet, grundsätzlich ihren ganzen Gewinn an MAQUET abzuführen. Unterstellt man eine unendliche Laufzeit des BGAV MAQUET/PULSION, wären die künftigen Ausschüttungen und der daraus abgeleitete Unternehmenswert vollständig MAQUET zuzurechnen.

Aus diesem Grund hat der Bewertungsgutachter insoweit von den tatsächlichen Verhältnissen abstrahiert⁹⁹ und die Höhe der Ausschüttungen anhand des marktüblichen Ausschüttungsverhaltens unter Berücksichtigung der Gesellschafterstruktur und des Finanzbedarfs von PULSION bestimmt. Wir haben die zugrundeliegenden Überlegungen nachvollzogen und die Berechnungen der sich auf dieser Grundlage ergebenden persönlichen Ertragsteuern und der resultierenden Nettoeinnahmen der Aktionäre verifiziert.

Zudem haben wir geprüft, ob die vorgelegte Planungsrechnung vollständig und richtig in das Bewertungsmodell übernommen und sachgerecht ergänzt worden ist. Dabei haben wir auch verifiziert, ob das Bewertungsmodell insgesamt methodisch konsistent ist.

Da das prognostizierte Ergebnis im letzten Jahr der Detailplanungsphase (2027) noch nicht dem nachhaltig im Durchschnitt erwartbaren Ergebnis entspricht, hat der Bewertungsgutachter ein für das Ergebnis nachhaltig zu erwartendes Niveau abgeleitet. Durch Zwischenschaltung einer Grobplanungsphase von weiteren sechs Jahren (2028 bis 2033) hat er das Ergebnis normalisiert und unter Verwendung einer Wachstumsrate für zukünftige unternehmensspezifische Inflations- und Effizienzerwartungen in die Fortführungsphase (Übergangsjahr 2034 und ewige Rente 2035 ff.) überführt. Wir haben die sich auf dieser Grundlage ergebenden Nettoeinnahmen der Aktionäre verifiziert. Dabei haben wir auch die Ergebnisse der vom Bewertungsgutachter durchgeführten Sensitivitätsanalyse¹⁰⁰ gewürdigt.

Der Bewertungsgutachter hat den Kapitalisierungszinssatz unter Verweis auf die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativinvestition ermittelt. Wir haben die

⁹⁹ Ebenso für die Unternehmenssteuern, für deren sachgerechte Berücksichtigung ebenfalls eine von den rechtlichen Verhältnissen abweichende wirtschaftliche Betrachtungsweise erforderlich ist. Im Übrigen ist nicht von den tatsächlichen Verhältnissen zu abstrahieren.

¹⁰⁰ Simulation einer mehrwertigen Planung durch Variation wesentlicher Werttreiber des operativen Ergebnisses.

Ableitung der einzelnen Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes methodisch wie inhaltlich verifiziert und mit den zugehörigen Beobachtungen von Kapitalmarktdaten abgestimmt.

KPMG hat den sich auf dieser Grundlage ergebenden Ertragswert zum technischen Bewertungsstichtag (31. Dezember 2024) auf den rechtlichen Bewertungsstichtag, den geplanten Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung von PULSION (17. Oktober 2025), aufgezinst. Wir haben diese Berechnung ebenfalls nachvollzogen.

Der Bewertungsgutachter hat die Ersparnisse von persönlichen Steuern aus Einlagenrückgewähr aus Darstellungsgründen nicht im Ertragswert erfasst, sondern mit ihrem Barwert als Sonderwert gesondert ausgewiesen. Wir haben diesen verifiziert. Weitere Sachverhalte, die im Rahmen einer Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, namentlich insbesondere nicht betriebsnotwendiges Vermögen, hat der Bewertungsgutachter nicht identifiziert. Wir haben uns davon überzeugt, dass diese Einschätzung zutreffend ist.

Um dem Umstand Rechnung zu tragen, dass die Ermittlung eines Unternehmenswerts immer nur eine Schätzung sein kann, hat KPMG den so ermittelten objektivierten Unternehmenswert einer Sensitivitätsbetrachtung unterzogen. Wir haben diese Berechnungen verifiziert.

Der Bewertungsgutachter hat den Liquidationswert von PULSION im Rahmen seiner Gutachtlichen Stellungnahme nicht abgeleitet. Wir haben die dazu angestellten Überlegungen und die sich daraus ergebende Schlussfolgerung, dass der Fortführungswert über dem Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegt, verifiziert.

KPMG hat den nach dem Ertragswertverfahren fundamental ermittelten Unternehmenswert unter anderem durch eine vergleichende Marktbewertung anhand von Multiplikatoren plausibilisiert. Wir haben die dazu vorgenommenen Erhebungen und Berechnungen nachvollzogen und das Ergebnis ebenfalls einer Würdigung unterzogen.

Der Bewertungsgutachter hat den so ermittelten Unternehmenswert quotaal auf eine Aktie umgerechnet und sich mit der Frage auseinandergesetzt, ob der Börsenkurs einen geeigneten Bewertungsmaßstab im Sinne der Rechtsprechung bzw. nach den Grundsätzen des IDW ES 17 darstellt oder ob der Börsenkurs zumindest als Desinvestitionspreis die Untergrenze der zu gewährenden Barabfindung markiert. Wir haben die diesbezüglichen Überlegungen und Berechnungen verifiziert.

Zudem hat der Bewertungsgutachter den Barwert der nach dem BGAV MAQUET/PULSION geschuldeten Ausgleichszahlungen als mögliche weitere Untergrenze der angemessenen Barabfindung berechnet. Wir haben auch die diesbezüglichen Überlegungen und Berechnungen verifiziert.

Die Höhe der angemessenen Barabfindung ist unter Berücksichtigung der Verhältnisse zum Bewertungsstichtag (17. Oktober 2025) festzustellen. Gegenüber den heute bekannten Verhältnissen können sich bis zum Bewertungsstichtag noch wertrelevante Änderungen ergeben. Wir werden am Tage der über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschlussfassenden Hauptversammlung verifizieren, welche Barabfindung zu diesem Zeitpunkt als angemessen anzusehen ist.

Dabei wird zum einen zu überprüfen sein, ob sich die Erwartungen in Bezug auf die künftige Geschäftsentwicklung von PULSION gegenüber dem heutigen Erkenntnisstand verändert haben. Zum anderen wird zu überprüfen sein, ob sich die Verhältnisse am Kapitalmarkt zwischenzeitlich verändert haben.

IV. Bewertungsstichtag

Als rechtlicher Bewertungsstichtag gilt im Sinne der „Informationsabgrenzungsfunktion des Bewertungsstichtags“ der Tag der Hauptversammlung von PULSION, also der 17. Oktober 2025.¹⁰¹

Als technischen Bewertungsstichtag im Sinne der „Wertabgrenzungsfunktion des Bewertungsstichtags“ hat der Bewertungsgutachter auf den 31. Dezember 2024 abgestellt. Damit trägt er dem Umstand Rechnung, dass das vor dem 17. Oktober 2025 erzielte Ergebnis des Geschäftsjahres 2025 – aufgrund der Rechnungslegung und Planung in jährlichen Perioden – unterjährig nicht hinreichend sicher abgegrenzt sowie festgestellt werden kann.

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

Die Wertbeiträge aus Ausschüttungen (Dividenden) und Thesaurierungen werden mit den periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätzen auf den technischen Bewertungsstichtag (31. Dezember 2024) ab- und auf den rechtlichen Bewertungsstichtag (17. Oktober 2025) aufgezinst.

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

Prüfungsergebnis

Der Bewertungsstichtag (17. Oktober 2025) steht in Einklang mit § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG.

V. Angewandte Bewertungsmethoden

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

KPMG hat den Unternehmenswert der herrschenden Auffassung entsprechend als objektivierten Unternehmenswert, also nach Maßgabe der Sichtweise eines typisierten Anteilseigners, ermittelt. Bei diesem typisierten Anteilseigner wird von einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen, natürlichen Person ausgegangen, die aufgrund ihres geringen Aktienbesitzes weder finanzielle noch unternehmenspolitische

¹⁰¹ § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG.

Einflussnahme ausüben kann. Sogenannte unechte Synergieeffekte waren bei der Bewertung von PULSION nicht zu berücksichtigen, da die Vorteile einer Zusammenarbeit zwischen den Unternehmen des GETINGE Konzerns und PULSION bereits seit vielen Jahren genutzt werden und demzufolge auch in der Planungsrechnung berücksichtigt sind.

Der Bewertungsgutachter hat den Liquidationswert von PULSION im Rahmen der Gutachtlichen Stellungnahme nicht abgeleitet, da die Gesellschaft unbefristet fortgeführt werden soll und ferner davon auszugehen sei, dass der Ertragswert aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würde. Das halten wir für zutreffend. Demzufolge ist es auch nach unserer Auffassung nicht erforderlich, den Liquidationswert von PULSION im Detail herzuleiten.

Zur Plausibilisierung seiner Ergebnisse aus der Unternehmensbewertung hat der Bewertungsgutachter den ermittelten Unternehmenswert von PULSION mit einer vergleichenden Marktbewertung anhand von Börsenmultiplikatoren und mit weiteren Überlegungen überprüft. Wir haben die dazu vorgenommenen Erhebungen und Berechnungen nachvollzogen und die Ergebnisse der Plausibilisierungen ebenfalls einer Würdigung unterzogen. Zudem hat der Bewertungsgutachter eine von der Rechtsprechung geforderte Gesamtschau anhand der vorgenannten sowie weiterer Wert- und Preismaßstäbe vorgenommen.

Der Bewertungsgutachter hat sich auch mit der Frage auseinandergesetzt, ob der Börsenkurs der PULSION-Aktie einen geeigneten Bewertungsmaßstab im Sinne der aktuellen Rechtsprechung des BGH und der Mindestkriterien des IDW ES 17 darstellt. Da die Mindestkriterien des IDW ES 17 und die von der Rechtsprechung entwickelten ökonomischen Voraussetzungen und die Kriterien für eine effektive Informationsbewertung nicht erfüllt werden, vertritt KPMG die Auffassung, dass der Börsenkurs der PULSION-Aktie als alleinige Schätzgrundlage für die Ermittlung des Unternehmenswerts nicht geeignet ist. Wir halten diese Schlussfolgerung für zutreffend.

KPMG hat anhand des 3M-VWAP der PULSION-Aktie und des Barwerts der nach dem BGAV MAQUET/PULSION geschuldeten Ausgleichszahlungen geprüft, ob eine Untergrenze für die Barabfindung zu beachten ist. Eine Untergrenze für die Barabfindung ist nicht zu beachten, da der anteilige Fundamentalwert höher ist.

Prüfungsergebnis

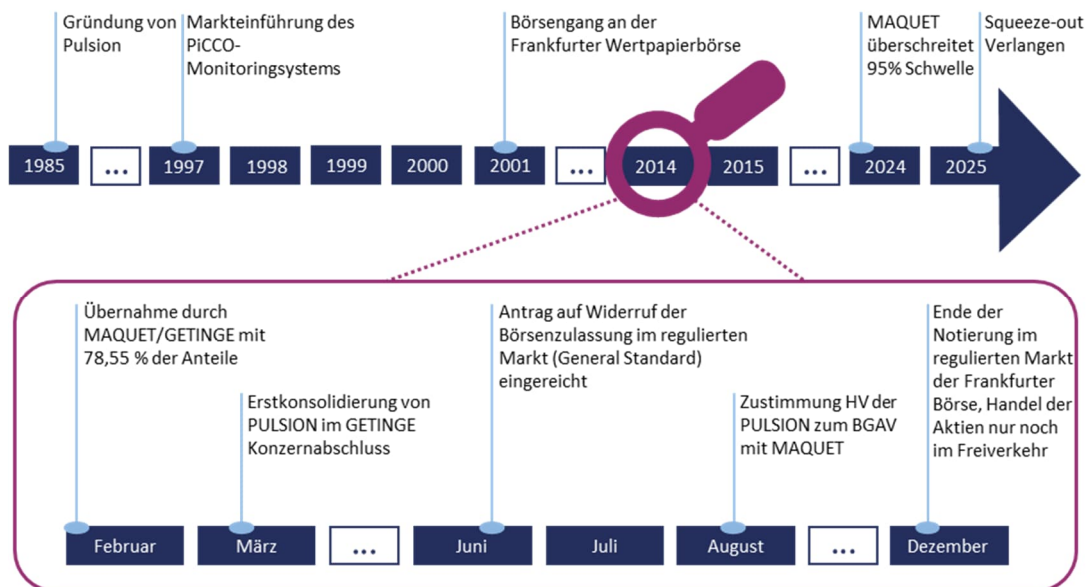
Wir halten die Vorgehensweise, zur Ermittlung des Unternehmenswerts von PULSION das Ertragswertverfahren als objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 heranzuziehen, für sachgerecht. Auch eine zusätzliche Bewertung mit dem Börsenkurs bzw. die Überprüfung der ermittelten Werte mit weiteren Bewertungsmethoden entspricht den Grundsätzen, wie Wirtschaftsprüfer die Vorgaben der Rechtsprechung zur Anwendung von Bewertungsmethoden umsetzen.

VI. Bewertungsobjekt

1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

Die Pulsion Medical Systems SE hat ihren Sitz in Feldkirchen und ist im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 192563 eingetragen. Ihre Geschäftsanschrift lautet: Hans-Riedl-Straße 21, 85622 Feldkirchen.

Die Historie von PULSION lässt sich grafisch wie folgt veranschaulichen:



Nach § 2 Abs. 1 der Satzung ist Gegenstand des Unternehmens die Entwicklung, die Herstellung und der Vertrieb von medizinischen Geräten, medizinischen Einmal-Artikeln, Diagnostika und Therapeutika sowie der Erwerb von Gesellschaften, Gesellschaftsbeteiligungen oder des Vermögens von Gesellschaften oder sonstigen Dritten, die auf diesem Gebiet oder auf einem sich überschneidenden oder vergleichbaren Gebiet tätig sind.

Das Geschäftsjahr von PULSION entspricht dem Kalenderjahr.

Das voll eingezahlte Grundkapital der Gesellschaft beträgt € 8.250.000,00 und ist in 8.250.000 nennwertlose, auf den Inhaber lautende, gattungsgleiche Stückaktien (Aktien ohne Nennbetrag) mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von € 1,00 je Aktie eingeteilt. Nach den Angaben im Übertragungsbericht hält PULSION 5.086 eigene Anteile.

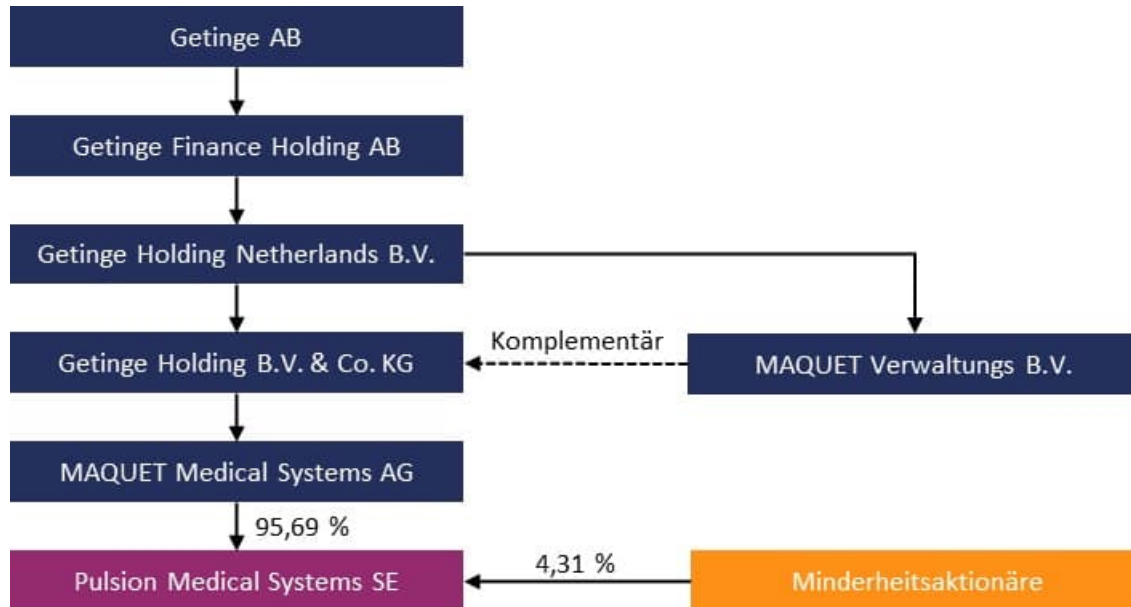
Bis zum Widerruf der Zulassung zum regulierten Markt¹⁰² im Jahr 2014 war die PULSION-Aktie¹⁰³ im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) gelistet und wurde an den Börsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München und Stuttgart im Freiverkehr gehandelt. Seitdem wird die PULSION-Aktie nur noch im Freiverkehr an der Börse München ohne Antrag und Veranlassung von PULSION gehandelt.

¹⁰² „Downlisting“.

¹⁰³ ISIN: DE 0005487904.

Nach den Angaben im Übertragungsbericht hält MAQUET unmittelbar 7.889.909 PULSION-Aktien. Das entspricht einer Beteiligung von 95,69 % am stimmberechtigten Grundkapital¹⁰⁴ von PULSION. Die übrigen stimmberechtigten PULSION-Aktien (355.005 Stück) befinden sich angabegemäß im Streubesitz.

Über die nachfolgende Beteiligungskette ist PULSION ein mittelbares Tochterunternehmen der an der Börse Stockholm notierten GETINGE:¹⁰⁵



Der GETINGE Konzern ist in der Medizintechnik tätig und über eine Vielzahl von Unternehmen weltweit vertreten. Im Geschäftsjahr 2024 hat er mit rund 11.800 Mitarbeitern einen Umsatz von SEK 34.759 Mio.¹⁰⁶ und ein operatives Ergebnis (EBITDA) von SEK 5.275 Mio.¹⁰⁷ erzielt, was einer Marge von 15,0 % entspricht. GETINGE segmentiert ihr Geschäft in folgende Hauptgeschäftsbereiche:

- Acute Care Therapies – Produkte und Lösungen für die Intensiv- und Notfallmedizin, insbesondere Beatmungsgeräte, Herz-Lungen-Maschinen und andere lebenswichtige Systeme, die in kritischen Versorgungssituationen eingesetzt werden und die Versorgung des Körpers mit Sauerstoff sicherstellen sollen
- Life Science – Vorreinigung, Reinigung und Desinfektion, Sterilisation für medizinisches Equipment sowie Verbrauchsmaterialien und Management steriler Versorgung, zudem Produkte für die Biowissenschaften
- Surgical Workflows – Produkte und Dienstleistungen für den Operationssaal

¹⁰⁴ Gezeichnetes Kapital abzüglich der nicht stimmberechtigten, als eigene Anteile gehaltenen Aktien.

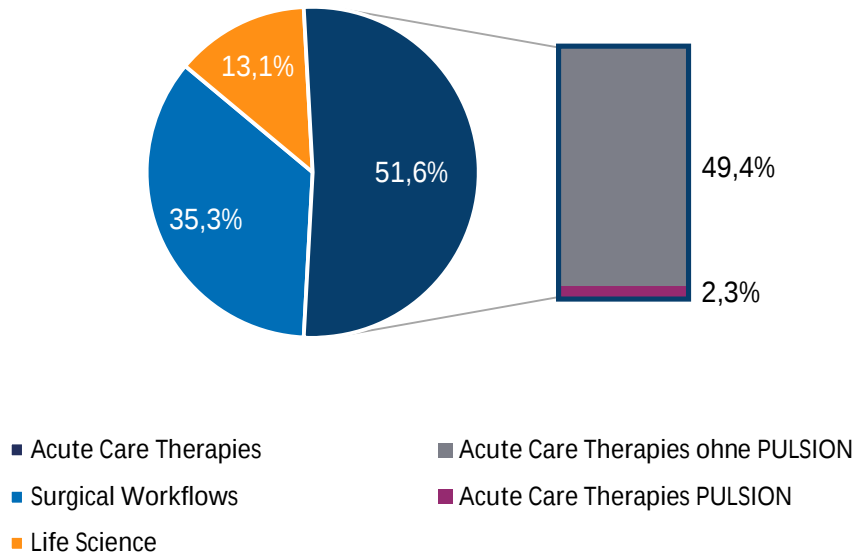
¹⁰⁵ Beteiligungshöhe jeweils 100 % – mit Ausnahme der Beteiligungen an PULSION (siehe Grafik) bzw. des Komplementärs ohne Beteiligung.

¹⁰⁶ Umgerechnet mit dem von GETINGE im Konzernabschluss verwendeten Umrechnungskurs entspricht dies € 3.034 Mio.

¹⁰⁷ Umgerechnet mit dem von GETINGE im Konzernabschluss verwendeten Umrechnungskurs entspricht dies € 460 Mio.

Die Umsatzerlöse des GETINGE Konzerns verteilen sich im Geschäftsjahr 2024 wie folgt auf die Segmente:¹⁰⁸

GETINGE Konzern – Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2024 nach Segmenten



Innerhalb der Segmente sind einzelne Gesellschaften jeweils für eine bestimmte Produktkategorie verantwortlich. Diese Verantwortlichkeit umfasst grundsätzlich die Bereiche Fertigung, Logistik, Einkauf und Lagerhaltung, Forschung und Entwicklung sowie Produktmanagement und Regulatorik. PULSION ist Kompetenzzentrum für Advanced Patient Monitoring. Die Gesellschaft entwickelt und produziert Monitore, Katheter und Verbrauchsmaterial.

Die Konzernfunktion Einkauf, Logistik und Stammdatenmanagement unterstützt die operativ tätigen Gruppenunternehmen dabei, Skaleneffekte und Synergien zu erzielen, beispielsweise durch die Festlegung bevorzugter Lieferanten, die Entwicklung einer globalen Logistik- und Lagerstruktur oder die Verbesserung der Geschäftsprozesse.

Lokale Vertriebs- und Serviceeinheiten sind für den Vertrieb in den verschiedenen Vertriebsregionen verantwortlich. Darüber hinaus werden die operativen Einheiten des GETINGE Konzerns durch weitere zentrale Konzernfunktionen unterstützt, wie z.B. Human Resources & Nachhaltigkeit, Recht & Compliance, Qualitätskonformität, Regulierungs- und Medizinangelegenheiten sowie Marketingkommunikation.

PULSION verkauft ihre Produkte fast ausschließlich an die Maquet Critical Care AB, Solna/Schweden,¹⁰⁹ die über ein Distributionszentrum in den Niederlanden verfügt. MAQUET Solna verkauft die Produkte innerhalb des GETINGE Konzerns an internationale Vertriebsgesellschaften weiter, von denen der Endkunde wiederum die Produkte bezieht.

¹⁰⁸ Vgl. Geschäftsbericht 2024 des GETINGE Konzerns. Wir haben den Anteil von PULSION vereinfachend auf Basis der um Einmaleffekte bereinigten Umsatzerlöse aus dem Jahresabschluss von PULSION für das Geschäftsjahr 2024 berechnet.

¹⁰⁹ „MAQUET Solna“.

Die konzerninternen Lieferungen und Leistungen werden angabegemäß zu marktüblichen Konditionen abgewickelt. Die Distributions- und Vertriebsgesellschaften erhalten für ihre Tätigkeit nach den getroffenen Vereinbarungen eine Vergütung, die sich aus einer angestrebten Marge auf die externen Umsatzerlöse berechnet. PULSION verkauft ihre Produkte zum extern erzielten Marktpreis abzüglich dieser Marge und trägt damit das Risiko etwaiger Marktpreisschwankungen. Die konzerninternen Lieferungen und Leistungen werden zu Verrechnungspreisen abgewickelt, die in einer für steuerliche Zwecke erstellten umfassenden Verrechnungspreisdokumentation niedergelegt sind. Die dort aufgeführten konzerninternen Verträge betreffen insbesondere Beratungs- und Vertriebsleistungen, IT-Dienstleistungen und -produkte, Verwaltungsarbeiten, Markenrechte und das Cash-Pooling.

Die Zugehörigkeit von PULSION zum GETINGE Konzern geht auf die Übernahme im Jahr 2014 zurück. Infolge des Abschlusses eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags im selben Jahr hat PULSION die Leitung ihrer Gesellschaft MAQUET unterstellt. Die Geschäftsführung von PULSION obliegt allerdings weiterhin dem geschäftsführenden Direktor. PULSION ist nach dem Unternehmensvertrag verpflichtet, während der Vertragsdauer ihren ganzen Gewinn an MAQUET abzuführen, während diese zur Verlustübernahme verpflichtet ist.

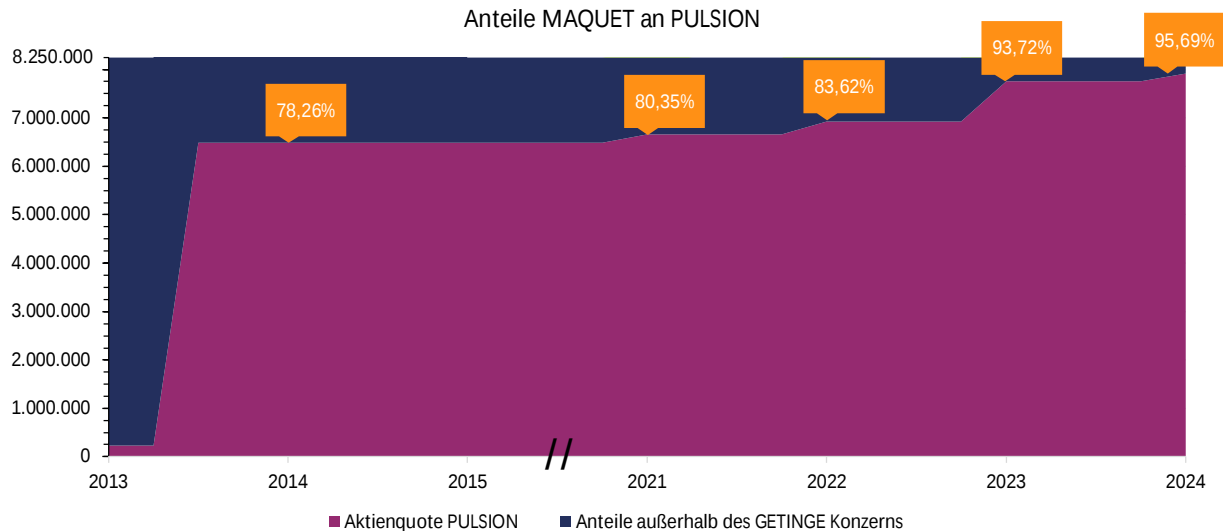
Nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Abschlusses des Vertrages wurde den außenstehenden Aktionären von PULSION im BGAV MAQUET/PULSION eine jährliche Ausgleichszahlung von brutto € 1,02 bzw. eine Barabfindung von € 17,03 je PULSION-Aktie gewährt. Die außenstehenden Aktionäre bzw. der im anschließenden Spruchverfahren bestellte gemeinsame Vertreter der nicht an diesem Verfahren beteiligten Aktionäre hielten die vertraglich festgelegten Kompensationsleistungen nicht für angemessen.

Das Landgericht München I hat diesbezüglich entschieden,¹¹⁰ dass die Barabfindung auf € 18,27 je PULSION-Aktie zu erhöhen sei. Die jährliche Ausgleichszahlung sei nicht zu erhöhen gewesen, da ein erhöhter Betrag innerhalb einer Bandbreite angemessener Beträge gelegen habe. Gegen diesen Beschluss hatten einige Antragsteller Beschwerde und die Antragsgegnerin MAQUET Anschlussbeschwerde eingelegt.

Das OLG München hat den Beschwerden in Bezug auf die Barabfindung nicht abgeholfen, die jährliche Ausgleichszahlung aber auf brutto € 1,04 je PULSION-Aktie erhöht.

¹¹⁰ Vgl. Landgericht München I, Beschluss vom 25. April 2016 („BGAV MAQUET/PULSION“), 5 HK 20572/14, n.v.

Seit der Übernahme von PULSION, dem Abschluss des BGAV MAQUET/PULSION und dem Downlisting der PULSION-Aktie sind mehr als zehn Jahre vergangen. Inzwischen ist PULSION vollständig in den GETINGE Konzern integriert und MAQUET hat ihre Beteiligung an PULSION wie folgt auf über 95 % erhöht:



Am 15. Mai 2025 hat MAQUET das förmliche Verlangen nach §§ 327a ff. AktG, auf der geplanten außerordentlichen Hauptversammlung von PULSION am 17. Oktober 2025 einen Beschluss über die Übertragung der Anteile der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung herbeizuführen, an PULSION übermittelt. PULSION hat dies noch am selben Tag öffentlich bekannt gemacht.

Zwischen PULSION als Organgesellschaft und der Getinge Holding B.V. & Co. KG, Rastatt, als Organträgerin besteht eine ertragsteuerliche Organschaft. PULSION selbst zahlt Ertragsteuern nur auf die jährliche Ausgleichszahlung an die außenstehenden Aktionäre.¹¹¹

Zum 31. Dezember 2024 waren weder körperschaftsteuerliche noch gewerbsteuerliche Verlustvorträge vorhanden. Das steuerliche Einlagekonto¹¹² von PULSION zum 31. Dezember 2024 ist auf T€ 1.081 aus dem für das Vorjahr festgestellten Wert fortgeschrieben worden.

¹¹¹ Vgl. § 16 KStG.

¹¹² Vgl. § 27 Abs. 2 KStG.

2. Wirtschaftliche Grundlagen

a) Geschäftsmodell und Unternehmensstrategie

PULSION gehört zu den führenden Herstellern von medizinischen Diagnose-, Überwachungs- und Therapiesteuerungssystemen für lebenswichtige Körperfunktionen von Intensivpflegepatienten und in der perioperativen¹¹³ Medizin. Innerhalb des GETINGE Konzerns übernimmt PULSION als Teil des Produktbereichs Critical Care die Forschung, Entwicklung und Zulassung von Produkten für das hämodynamische¹¹⁴ Monitoring sowie die Unterstützung der Vertriebsgesellschaften des GETINGE Konzerns, die die Produkte von PULSION an Krankenhäuser und Kliniken vermarkten.

Das Geschäftsmodell von PULSION ist auf die Erzielung von wiederkehrenden Umsätzen mit Verbrauchsgüterartikeln ausgerichtet, die mit rund 86 % der Umsatzerlöse von PULSION im Vergleich zu den mit den Monitoring-Plattformen erzielten Umsatzerlösen eine herausragende Bedeutung haben. Voraussetzung für den Verkauf der Verbrauchsgüterartikel ist allerdings der Einsatz einer mit diesen kompatiblen Monitoring-Plattform. Das können die von PULSION selbst vermarkteten Plattformen sein, aber auch Geräte, die von Drittanbietern stammen.

PULSION selbst verkauft pro Jahr 600 bis 800 Monitore. Diese werden von den Krankenhäusern und Kliniken über einen Zeitraum von sieben bis 20 Jahren eingesetzt. Derzeit bietet PULSION die folgenden drei Monitoring-Plattformen an:

- PiCCO2-Plattform – Einsatz in der Intensivmedizin, Patentschutz der PiCCO-Technologie bis spätestens Ende 2027 ausgelaufen
- PulsioFlex-Plattform – Einsatz in der perioperativen Medizin
- PulsioCare-Plattform – im Jahr 2024 eingeführter Nachfolger der PulsioFlex-Plattform, der die Technologien PiCCO und ProAQT in einem einzigen Monitor integriert

Der Verkauf der CeVOX- und LiMON-Technologie wurde im Geschäftsjahr 2024 eingestellt, da eine Anpassung an europäische regulatorische Anforderungen als unwirtschaftlich angesehen wurde.

Folgende Katheter und Sonden werden von PULSION für die derzeit betriebenen Monitoring-Plattformen bzw. Technologien eingesetzt:

- PiCCO-Katheter
 - Überwachung des Herz-Kreislauf-Systems von Intensivpatienten und Steuerung der Therapie
 - Kalibrierbar und damit gut geeignet für die längerfristige Überwachung von Patientenzuständen
- ProAQT-Sensoren
 - Vereinfachte Version der PiCCO-Technologie für den Einsatz im Operationssaal bei Risikopatienten und Risikoeingriffen
 - Minimalinvasiv, kann auch durch Pflegepersonal an einem Standard-Radialis-Katheter¹¹⁵ installiert werden

¹¹³ Zeit vor, während und nach einer Operation.

¹¹⁴ Die Hämodynamik beschreibt den Blutfluss in den Blutgefäßen in Abhängigkeit von den verantwortlichen Kräften.

¹¹⁵ Katheter, der über die Speichenarterie am Handgelenk eingeführt wird, um verschiedene Verfahren im kardiovaskulären Bereich durchzuführen.

Angesichts des für das Frühjahr 2026 geplanten Umzugs von Feldkirchen in neue Büroräumlichkeiten in das nahegelegene Dornach und zur Vereinfachung der Logistikprozesse soll das derzeit noch in Feldkirchen belegene Lager in das Zentrallager von MAQUET Solna in den Niederlanden verlagert werden. Die Aktivitäten zur Verlagerung wurden bereits 2024 durch einen teilweisen Verkauf von Lagerbeständen begonnen.

b) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

Der Bewertungsgutachter nimmt eine Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von PULSION auf Grundlage der nach den Vorschriften des HGB aufgestellten Jahresabschlüsse der Geschäftsjahre 2022 bis 2024 vor.

Die Erläuterungen des Bewertungsgutachters zur Vermögens- und Finanzlage lassen sich wie folgt zusammenfassen bzw. ergänzen:

- Mittelverwendung (Vermögenslage) wesentlich vom Umlaufvermögen (kurzfristig) geprägt
 - Anlagevermögen im Wesentlichen aktivierte Entwicklungsaufwendungen für die Monitoring-Plattformen, die über fünf bis elf Jahre abgeschrieben werden
 - Vorräte wegen des im Geschäftsjahr 2024 begonnenen Abverkaufs der Lagerbestände von PulsioFlex-Monitoren rückläufig – trotz gegenläufigen Lageraufbaus im Zuge der Produktion der neuen Pulsiocare Monitore
 - Forderungen gegen verbundene Unternehmen als größter Posten der Aktivseite der Bilanz aus Lieferungen und Leistungen an die Vertriebsseinheiten des GETINGE Konzerns und aus Cash Pooling¹¹⁶
- Mittelherkunft (Finanzlage) von Eigenkapital (langfristig) und zuletzt auch von Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen (kurzfristig) geprägt
 - Eigenkapitalquote mit zuletzt rund 53 % vergleichsweise sehr hoch, vollständige Ausschüttung des Ergebnisses vor Gewinnabführung aufgrund von Ausschüttungssperren eingeschränkt
 - Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen zuletzt erhöht, im Saldo aber weiterhin Forderungsüberhang gegenüber Unternehmen des GETINGE Konzerns

Die Ausführungen des Bewertungsgutachters zur Ertragslage lassen sich wie folgt zusammenfassen bzw. ergänzen:

- Umsatzerlöse erheblich auf T€ 39.988 (2024) gestiegen
 - Anstieg im Geschäftsjahr 2024 durch Lagerverkäufe infolge der Verlagerung von Fertigerzeugnissen in die Niederlande zur MAQUET Solna¹¹⁷ geprägt, was sich auch in den Geschäftsjahren 2025 und 2026 noch fortsetzen wird¹¹⁸
 - Anteil der Verbrauchsmaterialien zuletzt deutlich auf 85,9 % (2024) gestiegen, wobei die PiCCO Katheter mit 40,6 % der Umsatzerlöse (2024) einen deutlich höheren Anteil an den Umsatzerlösen von PULSION ausmachen als die ProAQT Sensoren (23,8 %) und die übrigen Verbrauchsmaterialien (21,5 %)
 - Umsatzerlöse aus dem Verkauf von Monitoren ohne eindeutigen Trend, wobei das Geschäftsjahr 2024 insbesondere vom Auslaufen des PulsioFlex Systems und den erstmalig mit Monitoren des Pulsiocare Systems erzielten Umsatzerlösen geprägt ist

¹¹⁶ Die Salden werden auf der Grundlage von Marktzinssätzen verzinst, wobei PULSION wegen der mit dem Cash Pooling verbundenen Kosten einen Habenzinssatz erhält, bei dem eine Marge von 0,1 Prozentpunkten abgezogen wird und einen Sollzins zu entrichten hat, bei dem eine Marge von 0,6 Prozentpunkten aufgeschlagen wird.

¹¹⁷ Vgl. Abschnitt C.VI.2.a).

¹¹⁸ Sondereffekt auf die Umsatzerlöse 2024.

- Über einen längeren Betrachtungszeitraum (2015 bis 2024) Rückgang des Anteils der in Deutschland erzielten Umsatzerlöse auf 18,1 %, insbesondere zugunsten einer Erhöhung des Anteils der in China als dem inzwischen bedeutendsten Absatzmarkt erzielten Umsatzerlöse auf 27,0 %
- Neben diesen beiden Ländermärkten die Region Europa, Arabien (Naher Osten) und Afrika¹¹⁹ (ohne Deutschland) mit insgesamt 39,8 % Anteil an den Umsatzerlösen von PULSION im Geschäftsjahr 2024 sowie der Wirtschaftsraum Asien-Pazifik¹²⁰ (ohne China) mit einem Anteil von 11,6 % von Bedeutung für PULSION
- Herstellungskosten im Geschäftsjahr 2023 infolge der außerplanmäßigen Abschreibungen aus der Einstellung der NICCI-Produktlinie¹²¹ außerordentlich gestiegen
 - Bruttoergebnismarge deshalb im Geschäftsjahr 2023 auf 34,6 % eingebrochen, im Geschäftsjahr 2024 auch infolge der Lagerverkäufe¹²² auf 60,7 % überproportional wieder gestiegen
 - Vergleichsweise hohe Bruttoergebnismarge insbesondere aus dem Verkauf von Verbrauchsmaterialien, die im Geschäftsjahr 2024 mit rund 63 % deutlich profitabler als das Geschäft mit der Hardware waren (Bruttoergebnismarge 2024 rund 28 %)
- Vertriebskosten angesichts des Verkaufs über die Vertriebsgesellschaften des GETINGE Konzerns von untergeordneter Bedeutung und im Wesentlichen Personalkosten für Mitarbeiter, die im Zusammenhang mit der Erstellung von klinischen Studien und zu Schulungszwecken tätig sind
- Allgemeine Verwaltungskosten zuletzt rückläufig und im Wesentlichen auf die Miete für die Räumlichkeiten in Feldkirchen sowie Personalkosten entfallend
- In der GuV ausgewiesene Forschungs- und Entwicklungskosten erheblich durch schwankende Aktivierungen von Eigenleistungen geprägt, nach Bereinigungen um die Aktivierungen und den für Dritte geleisteten Aufwendungen zuletzt (2024) rückläufig
- EBIT infolge der dargestellten Einmaleffekte zuletzt (2024) auf T€ 15.172 und EBIT-Marge auf 37,9 % gestiegen
- Zinsergebnis infolge durchschnittlich höherer Aktivsalden und infolge der allgemeinen Zinsentwicklung gestiegener Zinssätze auf T€ +359 gestiegen
- Unternehmenssteuern infolge des BGAV MAQUET/PULSION von untergeordneter Bedeutung
- Gewinnabführung infolge der vorstehend im Einzelnen dargestellten Entwicklungen auf T€ 14.936 gestiegen

Um eine bessere Vergleichbarkeit der Planperioden mit der betrachteten Vergangenheit herzustellen, ist es in der Bewertungspraxis üblich, die Ergebnisse der Vergangenheit in Bezug auf Sachverhalte mit einmaligem bzw. nicht wiederkehrendem Charakter sowie auf außerordentliche oder periodenfremde Posten zu analysieren.

Der Bewertungsgutachter hat sich bei den von ihm vorgenommenen Bereinigungen darauf beschränkt, Effekte auf das EBIT zu bereinigen, da die übrigen Posten einer Plan-GuV einer vergleichenden Betrachtung und Plausibilisierung anhand der Entwicklungen in der Vergangenheit zumeist nicht zugänglich sind.

Bei seiner Bereinigung hat er die veröffentlichte GuV um die vorstehend angeführten Sondereffekte und einige weitere, materiell aber weniger wesentliche, Sondereffekte bereinigt. Infolge der Bereinigungen zeigt sich das EBIT (bereinigt) im Geschäftsjahr 2023 deutlich besser als das im Jahresabschluss der Gesellschaft ausgewiesene EBIT (unbereinigt), und das im Geschäftsjahr 2024 erzielte EBIT (bereinigt) nicht so hoch (EBIT unbereinigt) wie es die Konventionen der Rechnungslegung fordern. Mit Blick auf die EBIT-

¹¹⁹ „EMEA“.

¹²⁰ „APAC“.

¹²¹ Sondereffekt auf die Herstellungskosten 2023.

¹²² Sondereffekt auf die Herstellungskosten 2024.

Marge zeigt sich eine stabilere Entwicklung, mit einer – auch auf bereinigter Basis erheblichen – Verbesserung auf 39,2 % (EBIT-Marge 2023 bereinigt) und einem Rückgang im Geschäftsjahr 2024 auf 34,0 % (EBIT-Marge bereinigt).

Im Rahmen unserer Prüfung konnten wir die vorgenommenen Bereinigungen ohne Beanstandungen verifizieren.

Prüfungsergebnis

Die durchgeführten Bereinigungen tragen dazu bei, dass bei der Planungsanalyse auch auf die Entwicklungen der gesellschaftseigenen Vergangenheit zurückgegriffen werden kann.

c) Markt- und Wettbewerbsanalyse

Marktübersicht

In dem gesamten Markt für Medizintechnik ist PULSION im Teilsegment für medizinische Monitore auf die Entwicklung und Fertigung von hämodynamischen Monitoren und dem dafür erforderlichen Verbrauchsmaterial spezialisiert.

Der Markt für hämodynamische Monitore umfasst Produkte, die für die Messung bzw. Überwachung der neurologischen, hämodynamischen und kardialen Funktionen eines Patienten eingesetzt werden. Diese Geräte werden in fast allen Bereichen von Krankenhäusern und Pflegeeinrichtungen eingesetzt. Bei medizinischen Eingriffen mit Patientenüberwachungsmonitoren werden Sensoren, Oberflächenelektroden oder Oximetriesensoren am Patienten angebracht.

Hämodynamisches Monitoring umfasst einige Methoden zur Überwachung der Herz-Kreislauf-Funktion und des Blutflusses im Körper, die von einfachen, nicht-invasiven bis hin zu komplexen invasiven Techniken reichen. Die verschiedenen Verfahren lassen sich wie folgt den vorgenannten Techniken zuordnen:¹²³

Nicht-invasive Techniken	Invasive Techniken
▪ Blutdruckmessung mit Manschette ▪ Pulsoxymetrie ▪ Elektrokardiogramm ▪ Kapnometrie und Kapnographie ▪ Transthorakale Echokardiographie ▪ Puls-Konturanalyse ▪ Venöse Oxymetrie	▪ Arterielle Blutdruckmessung mittels Katheter ▪ Zentralvenöse Katheter ▪ Pulmonalarterienkatheter ▪ Thermodilution ▪ Transösophageale Echokardiographie ▪ Nahinfrarotspektroskopie

Die aktuellen Technologien von PULSION sind den invasiven Verfahren zuzurechnen – von minimal-invasiv¹²⁴ (ProAQT) bis zu invasiv (PiCCO).

¹²³ Kapnometrie und Kapnographie = Verfahren zur Messung des Kohlenstoffdioxid-Gehalts der ausgeatmeten Luft; Pulmonalarterienkatheter = Katheter für die Messung des Drucks im rechten Vorhof des Herzens und in der Pulmonalarterie sowie dem Herzzeitvolumen; Puls-Konturanalyse = invasives Verfahren zur Beurteilung des Herzminutenvolumens; Pulsoxymetrie = nicht-Invasives Verfahren, mit dem die Sauerstoffsättigung des arteriellen Blutes und die Herzfrequenz ermittelt werde; Thermodilution = Verfahren zur Bestimmung des Herzminutenvolumens, das den Blutfluss durch das Herz misst; Transösophageale Echokardiographie = invasive Herz-Ultraschall-Untersuchung über die Speiseröhre bis nahe an das Herz; transthorakale Echokardiographie = nicht-Invasive Herz-Ultraschall-Untersuchung über den Brustkorb; venöse Oxymetrie = invasives Verfahren zur Messung der Sauerstoffsättigung im venösen Blut; zentralvenöse Katheter = Katheter, die in eine herznahe größere Körpervene eingeführt werden.

¹²⁴ Eingriff mit möglichst geringer Gewebeverletzung.

In geographischer Hinsicht werden die Produkte von PULSION in erster Linie in der Region EMEA, insbesondere Deutschland, sowie in der Region APAC, insbesondere China, verkauft. Die übrigen Absatzgebiete sind von untergeordneter Bedeutung, auch der größte Markt für medizinische Produkte, die USA. Der Bewertungsgutachter fokussiert seine Analysen also insbesondere auf die genannten wesentlichen Teilmärkte.

Generell wird die Größe des relevanten Marktes von der Bevölkerungsanzahl und vor allem von der Altersstruktur bestimmt. Als Megatrend ist die steigende Lebenserwartung zu sehen, die in allen relevanten Märkten von Bedeutung ist. Zudem wird die Größe des jeweiligen Marktes auch von wirtschaftlichen Faktoren wie der Dynamik in der Entwicklung der wirtschaftlichen Leistung und der Finanzierung von medizinischen Leistungen bestimmt.

Makroökonomische Entwicklungen

Nach Jahren der Stabilität mit einem verhaltenen Wachstumstrend in Europa hatte die COVID-19-Pandemie einen wirtschaftlichen Einbruch und nachfolgende erste Aufholprozesse zur Folge. Letztere sind durch Ereignisse wie dem russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine und die im Wesentlichen dadurch bedingte Erhöhung der Energiepreise und letztlich der Inflation bei nahezu allen Gütern und Dienstleistungen schnell zum Erliegen gekommen. Die Straffung des geldpolitischen Kurses der Europäischen Zentralbank, Frankfurt am Main,¹²⁵ dämpfte die Konjunktur zusätzlich. Aber auch die Zinssenkungen der EZB ab September 2024 haben die Wachstumsraten im Euro-Raum bislang noch nicht substanziell erhöhen können.

Angesichts der tendenziell steigenden Lebenserwartung und einer im Durchschnitt nicht reproduktiven Geburtenrate verschiebt sich die Alterspyramide kontinuierlich nach oben. Der Alterung der Bevölkerung und einer damit einhergehenden abnehmenden Bestandsbevölkerung wirkt allerdings der Zuzug von Personen aus Ländern außerhalb Europas entgegen, so dass die Bevölkerungszahl in Europa in den letzten Jahren weiterhin gestiegen ist.

Die vorgenannten Trends sowie das generell hohe Wohlstandsniveau, eine gute gesundheitliche Versorgung sowie die steigende Nachfrage nach medizinischen Leistungen und Pflege – insbesondere bei altersbedingten Erkrankungen – lassen erwarten, dass medizintechnische Produkte in Europa weiterhin einem stabilen Wachstumstrend folgen.

In China zeigte sich über viele Jahre ebenfalls ein stabiler Wachstumstrend – allerdings auf deutlich höherem Niveau als in den reifen europäischen Volkswirtschaften. Die COVID-19-Pandemie hatte hier einen geringeren wirtschaftlichen Einbruch als in Europa zur Folge, so dass auch die Aufholprozesse weniger ausgeprägt waren. Zudem haben strukturelle Probleme und andere Ursachen zur Folge, dass die früher erreichten Wachstumsraten in China auf absehbare Zeit nicht mehr erzielbar sein werden.

Auch in China steigt die Lebenserwartung tendenziell und ist die Geburtenrate nicht reproduktiv, so dass sich die Alterspyramide ebenfalls nach oben verschiebt – zeitlich etwas versetzt zu der Entwicklung in

¹²⁵ „EZB“.

Europa. Im Gegensatz zu Europa sinkt die Wohnbevölkerung in China aber seit einigen Jahren, da China keinen vergleichbaren positiven Wanderungssaldo aufweist.

Angesichts des inzwischen erreichten Wohlstandsniveaus und des andauernden Trends weiteren Aufholens gegenüber den europäischen Ländern, eines ähnlichen demographischen Trends und dem steigenden Bedarf an medizinischer Versorgung und Diagnostik – insbesondere bei altersbedingten Erkrankungen – ist auch für China davon auszugehen, dass medizintechnische Produkte weiterhin einem stabilen Wachstumstrend folgen.

Marktsegmentierung

In dem gesamten Markt für medizinische Monitore sind die Produkte von PULSION den Teilmärkten Multi-Parameter Vital Signs¹²⁶ (Anteil im Jahr 2023: 22,7 %) und Cardiac Output Monitoring¹²⁷ (Anteil im Jahr 2023: 7,8 %) zuzurechnen. Angesichts der Einführung der Technologie Pulsiocare im Geschäftsjahr 2024 sind aktuelle Daten für den Anteil von PULSION am Teilmarkt Multi-Parameter Vital Signs nicht verfügbar. Im oligopolistischen Teilmarkt Cardiac Output Monitoring ist der GETINGE Konzern¹²⁸ der zweitgrößte Wettbewerber.

Die wesentlichen Wettbewerber in diesem Markt ergeben sich wie folgt:¹²⁹

Cardiac Output Monitoring nach Wettbewerbern (2023)



Markt für hämodynamische Monitore

Über den Zehn-Jahres-Zeitraum 2024 bis 2033 soll der Markt für hämodynamische Monitore im Durchschnitt (CAGR)¹³⁰ um 6,6 % p.a. wachsen, wobei sich das regionale Wachstum bei den in der Gutachtlichen Stellungnahme aufgeführten Regionen in einem engen Korridor zwischen 6,2 % und 7,1 % bewegt.

Das erwartete Wachstum wird durch die hohe Prävalenz chronischer Erkrankungen wie Herz-Kreislauf-Leiden, Diabetes, und Adipositas getrieben. Besonders betroffen von diesen Leiden sind die Bevölkerung in europäischen Ländern und zunehmend auch in China. In diesen Regionen wird das Marktwachstum

¹²⁶ Gleichzeitige Überwachung mehrerer Vitalparameter, welche oftmals unter anderem Herzfrequenz, Blutdruck, Sauerstoffsättigung, Atmung und Körpertemperatur umfassen.

¹²⁷ Überwachung des Herzzeitvolumens.

¹²⁸ Also einschließlich PULSION.

¹²⁹ Vgl. Marktstudie "Europe Market Report Suite for Patient Monitoring Equipment: With Impact of COVID-19", iDATA Research Inc., Burnaby, British Columbia/Kanada, 2024.

¹³⁰ Compound Annual Growth Rate (geometrischer Durchschnitt der jährlichen Wachstumsrate).

zusätzlich durch eine gut ausgebaute Gesundheitsinfrastruktur, staatliche Investitionen und die schnelle Einführung innovativer Technologien gestützt.

In der Region EMEA soll der Markt für hämodynamische Monitore kontinuierlich weiterwachsen und über den Zeitraum von 2024 bis 2033 mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 6,6 % im Jahr 2033 ein Volumen von USD 731 Mio. erreichen. Der Teilmarkt für invasive und minimal-invasive Technologien soll sich erwartungsgemäß leicht überdurchschnittlich mit 6,7 % p.a. (CAGR) von USD 274 Mio. auf USD 491 Mio. entwickeln.

In der Region APAC sind die Größenverhältnisse und Wachstumsraten vergleichbar. Der Anteil des Teilmarkts für invasive und minimal-invasive Technologien ist dort etwas größer, so dass dieser auf USD 568 Mio. im Jahr 2033 wachsen soll.

Wettbewerbsvergleich

Der Bewertungsgutachter hat börsennotierte Unternehmen identifiziert, die ein ähnliches Geschäftsmodell wie PULSION haben bzw. vergleichbaren Chancen und Risiken ausgesetzt sind. Er segmentiert diese Vergleichsunternehmen in eine Gruppe direkter Wettbewerber von PULSION („Tier 1“) und die weitere Gruppe „Große Konzerne/OEM“¹³¹ („Tier 2“). In der Gutachtlichen Stellungnahme sind diese¹³² und der Grund für eine hohe Vergleichbarkeit mit PULSION ausführlich beschrieben sowie anhand von Zahlen- und weiteren qualitativen Angaben¹³³ weiter erläutert.

Im Vergleich zu der Mehrzahl dieser Unternehmen ist PULSION (stand-alone betrachtet) mit bereinigten Umsatzerlösen im Geschäftsjahr 2024 von € 35,4 Mio. deutlich kleiner. Die bereinigte EBIT-Marge von PULSION ist im Geschäftsjahr 2024 mit 34,0 % allerdings die höchste erzielte Marge. Der GETINGE Konzern ist hinsichtlich seiner Größe und Marge im Mittelfeld der direkten Wettbewerber von PULSION zu verorten.

Diese Aussagen gelten insbesondere auch für die folgenden drei am besten mit PULSION vergleichbaren Wettbewerber:

- Baxter International, Inc., Deerfield, Illinois/USA
- Edwards Lifesciences Co., Irvine, Kalifornien/USA¹³⁴
- ICU Medical, Inc., San Clemente, Kalifornien/USA

¹³¹ Original Equipment Manufacturer (Originalausrüstungshersteller).

¹³² Die Unternehmen der Peer Group Tier 2 in der Anlage 3 zur Gutachtlichen Stellungnahme.

¹³³ Land des Unternehmenssitzes, Zielmärkte, Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2024, umgerechnet in EUR Mio., Umsatzwachstum im Geschäftsjahr 2024 in %, EBIT im Geschäftsjahr 2024, umgerechnet in EUR Mio., EBIT-Marge im Geschäftsjahr 2024 in %.

¹³⁴ Dies gilt nur bis zum Verkauf der Produktgruppe Critical Care an Becton, Dickinson and Company, Franklin Lake, New Jersey/USA, ein Unternehmen, welches ab diesem Zeitpunkt als Tier 2 eingestuft ist.

3. Wesentliche Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzepts

Der Bewertungsgutachter fasst seine umfassende Analyse der wirtschaftlichen Grundlagen von PULSION in einer SWOT-Analyse,¹³⁵ in der er auch einige zusätzliche Aspekte anführt, zusammen. Diese lässt sich verdichtet wie folgt darstellen:

Stärken	Schwächen
▪ Langjährige Erfahrung und sehr hohe Reputation bei hämodynamischer Überwachung ▪ Nutzung der Vertriebskanäle des GETINGE Konzerns mit der Möglichkeit des Cross-Sellings ▪ Lock-in Effekt: bei Verwendung der Plattformen Zwang zum Einkauf der Verbrauchsartikel bei PULSION	▪ Im Vergleich zu Wettbewerbern weniger diversifiziertes Produktportfolio ▪ Keine Zulassung der PULSION-Plattformen im nordamerikanischen Markt ▪ Bislang kein nicht-invasives System von PULSION etabliert
Chancen	Risiken
▪ Wachstumschancen nach Einführung der Multiparameter-Plattform Pulsiocare im Jahr 2024 ▪ Wachstumschancen für den Gesundheitssektor und medizinische Monitore durch Alterung der Bevölkerung ▪ Funktionale Weiterentwicklung der Monitorsysteme durch permanente Forschung an neuen Technologien ▪ Erkennen von Kundenbedürfnissen durch die bestehenden strategischen Partnerschaften zu Vertretern aus Wissenschaft, Kliniken, Ärztekammern und Beiräten	▪ Wachsender Druck auf die Preise durch hohe Wettbewerbsintensität und Kostendruck im Gesundheitswesen ▪ Erhöhtes Risiko von Nachahmerprodukten mit negativen Folgewirkungen auf Umsatzerlöse und Margen durch das Auslaufen der Patente, auf denen die PiCCO-Technologie beruht ▪ Bevorzugung nationaler Anbieter in China ▪ Mangelnde Verwertbarkeit der Ergebnisse von kostenintensiven Projekten in Forschung und Entwicklung

Wie in vorstehender Auflistung erkennbar wird, stehen sich Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken von PULSION in den für sie relevanten Märkten in einem ausgewogenen Verhältnis gegenüber. Die Stärken lassen ein profitables Wachstum erwarten. Die Risiken zeigen, dass eine solche Entwicklung Gefahren – insbesondere mit Blick auf die Ergebnismargen – ausgesetzt ist.

¹³⁵ Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats (Stärken, Schwächen, Chancen und Gefahren; Instrument zur strategischen Planung, entwickelt von der Harvard Business School).

D. Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1

I. Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts

Bewertungsobjekt ist PULSION. Weitere Unternehmen sind nicht in die Bewertung einzubeziehen, da PULSION keine Beteiligungen hält. Der Unternehmenswert von PULSION ergibt sich aus dem Ertragswert zuzüglich eines Sonderwerts für das steuerliche Einlagekonto.

II. Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen

1. Aufbau der Planungsrechnung und Planungsprozess

Der reguläre Planungsprozess von PULSION ist durch den GETINGE Konzern vorgegeben. Angesichts einer ausgelagerten Vertriebsfunktion, durch die PULSION nur wenig Einfluss auf die Umsatzerlöse und Ergebnisse hat, und vor dem Hintergrund des bestehenden BGAV MAQUET/PULSION erstellt PULSION keine vollständige integrierte Planungsrechnung über mehrere Jahre.

Vielmehr erstellt PULSION im Rahmen des üblichen Berichterstattungs- und Budgetierungsprozesses für das jeweils nachfolgende Geschäftsjahr Budgets für die sogenannten finanziellen Leistungsindikatoren, mit denen die Führung, Steuerung und Kontrolle von PULSION vorgenommen wird. Das sind die Forschungs- und Entwicklungskosten sowie die operativen Kosten.¹³⁶

Für Zwecke der Ermittlung des Unternehmenswerts von PULSION und zur Ableitung einer angemessenen Barabfindung musste dementsprechend eine Planungsrechnung anlassbezogen erstellt werden. Ausgehend von der Planung des GETINGE Konzerns für den Produktbereich Critical Care hat PULSION eine Planung der Umsatzerlöse über einen Zeitraum von drei Jahren (2025 bis 2027) entwickelt, in der die Besonderheiten der Produkte und Absatzregionen von PULSION berücksichtigt sind. Neben den erwarteten regionsspezifischen Marktentwicklungen bei der hämodynamischen Überwachung berücksichtigt die vorgelegte Planung auch Sondereffekte wie den andauernden Abverkauf von Lagerbeständen, den weiteren Auslauf von Patenten sowie das erwartete Eintreten eines neuen Wettbewerbers in China.

Darüber hinaus hat das Management die erforderlichen Herstellungskosten sowie die operativen Kosten geplant. Letztere basieren auf den im regulären Berichterstattungs- und Budgetierungsprozesses für das Geschäftsjahr 2025 budgetierten Kosten, wobei aktuelle Erkenntnisse berücksichtigt worden sind. Die Kosten des Geschäftsjahres 2025 wurden für die zwei Folgejahre fortgeschrieben. Die Planung der Kosten berücksichtigt im Übrigen auch bilanzielle Aspekte wie z.B. die erwartete Aktivierungsquote für Entwicklungskosten. Darüber hinaus wurden wesentliche Posten der Bilanz sowie die Investitionen in das Anlagevermögen geplant.

Die vorgelegte Planungsrechnung ist nach den Grundsätzen des HGB erstellt worden. Nach Bekanntmachung des abstrakten Übertragungsverlangens hat PULSION die der Bewertung zugrunde gelegte Planung

¹³⁶ Letztere umfassen insbesondere die Kosten für das Produktmanagement und die Verwaltung.

erstellt. Der geschäftsführende Direktor von PULSION hat die Planungsrechnung am 28. Juli 2025 verabschiedet und am selben Tag vom Verwaltungsrat genehmigen lassen.¹³⁷

2. Analyse der Planungstreue

In der Bewertungspraxis wird die Validität von Planungsrechnungen regelmäßig anhand eines Vergleichs von Plan- und Ist-Zahlen verifiziert.

Da PULSION aus nachvollziehbaren Gründen seit der Übernahme und dem Abschluss des BGAV MAQUET/PULSION keine Unternehmensplanungen mehr erstellt, ist ein solcher Vergleich nicht möglich. Es wird lediglich im Lagebericht der Gesellschaft eine kritische Würdigung der Einhaltung von budgetierten finanziellen Leistungsindikatoren vorgenommen.

Vollständige Mehrjahresplanungen oder wenigstens Mehrjahresplanungen für diese Budgetposten sind somit nicht verfügbar. Eine Analyse der Planungstreue auf Basis von Soll-Ist-Vergleichen war daher nicht möglich.

Prüfungsergebnis

Aus der Einschätzung, ob der regelmäßige Planungsprozess Grundsätzen ordnungsgemäßer Planung entspricht und der Verifizierung der Ergebnisse des Planungsprozesses durch einen Soll-Ist-Vergleich können im vorliegenden Bewertungsfall keine Erkenntnisse für die Prüfung gewonnen werden. Prüfungssicherheit lässt sich im vorliegenden Fall ausschließlich aus der Plausibilisierung der für die Bewertung verwendeten Planungsrechnung gewinnen.

Der Bewertungsgutachter hat die von PULSION erstellte Planung des operativen Ergebnisses (EBIT) unter Berücksichtigung der von PULSION erstellten Investitionsplanung und Planung ausgewählte Bilanzposten in eine vollständig integrierte Planungsrechnung¹³⁸ überführt.

Bei der Planung der Unternehmenssteuern hat der Bewertungsgutachter von dem bestehenden BGAV MAQUET/PULSION abstrahiert.

¹³⁷ Zwischenzeitlich liegt der Monatsabschluss zum 31. Juli 2025 vor. Auf dieser Grundlage hat PULSION die Hochrechnung für das laufende Geschäftsjahr überprüft. In dem Monatsabschluss sind höhere Umsatzerlöse und ein höheres EBIT ausgewiesen, als sich bei einer zeitanteiligen Verrechnung der Plangrößen für das gesamte Geschäftsjahr ergeben würden. Hintergrund ist ein Sondereffekt aus Warenverkäufen an die MAQUET Solna, die dort zu einem Lageraufbau geführt haben. Unter der Annahme, dass der Lageraufbau in den kommenden Monaten des Jahres 2025 bzw. zu Beginn des Jahres 2026 wieder zurückgeführt wird, hebt sich der Sondereffekt kurzfristig wieder auf, so dass auf Basis der Hochrechnung keine Anpassung der Planung für das Jahr 2025 für Bewertungszwecke erforderlich war.

¹³⁸ GuV, Bilanz und Kapitalflussrechnung.

3. Analyse der Planung des operativen Ergebnisses (EBIT)

a) Übersicht

Im Vergleich zur Vergangenheit stellt sich die Planung des operativen Ergebnisses von PULSION – ergänzt um ausgewählte Kennzahlen – insgesamt wie folgt dar:

PULSION GuV T€	Ist			Detailplanung			CAGR	
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2022/24	2024/27
Umsatzerlöse	29.659	35.795	39.988	42.997	39.506	40.594	16,1%	0,5%
Herstellungskosten zur Erzielung der Umsatzerlöse	14.380	23.394	15.787	18.043	17.292	16.752	4,8%	2,0%
Bruttoergebnis vom Umsatz	15.279	12.401	24.200	24.954	22.214	23.842	25,9%	-0,5%
Vertriebskosten	1.093	1.360	1.080	1.255	1.345	1.378	-0,6%	8,5%
Allgemeine Verwaltungskosten	4.435	4.850	4.201	4.549	4.750	4.836	-2,7%	4,8%
Forschungs- und Entwicklungskosten	2.494	1.847	3.843	5.890	5.985	6.098	24,1%	16,6%
Sonstiges betriebliches Ergebnis	132	402	96	38	38	38	-14,7%	-26,8%
EBIT	7.389	4.746	15.172	13.297	10.171	11.568	43,3%	-8,6%
Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	2.012	9.662	1.118	1.885	2.085	2.135	-25,5%	24,1%
EBITDA	9.402	14.408	16.290	15.182	12.256	13.703	31,6%	-5,6%
In % der Umsatzerlöse								
Herstellungskosten zur Erzielung der Umsatzerlöse	48,5%	65,4%	39,5%	42,0%	43,8%	41,3%		
Bruttoergebnis vom Umsatz	51,5%	34,6%	60,5%	58,0%	56,2%	58,7%		
Vertriebskosten	3,7%	3,8%	2,7%	2,9%	3,4%	3,4%		
Allgemeine Verwaltungskosten	15,0%	13,5%	10,5%	10,6%	12,0%	11,9%		
Forschungs- und Entwicklungskosten	8,4%	5,2%	9,6%	13,7%	15,2%	15,0%		
Sonstiges betriebliches Ergebnis	0,4%	1,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%		
EBIT	24,9%	13,3%	37,9%	30,9%	25,7%	28,5%		
Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	6,8%	27,0%	2,8%	4,4%	5,3%	5,3%		
EBITDA	31,7%	40,3%	40,7%	35,3%	31,0%	33,8%		

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

b) Umsatzerlöse

Die im Jahr 2024 erzielten und die für das Jahr 2025 erwarteten Umsatzerlöse sind nicht unerheblich durch die Verlegung des Vorratslagers zur MAQUET Solna beeinflusst. Auf bereinigter Basis, also ohne diese Einmaleffekte, ergeben sich Umsatzerlöse von T€ 34.517 (2024) bzw. T€ 38.647 (2025). Das erhebliche Wachstum der Umsatzerlöse im Zeitraum 2022 bis 2024 (CAGR 16,1 %) würde sich dann auf 7,9 % vermindern und das geringe Wachstum im Zeitraum 2024 bis 2027 (CAGR 0,5 %) auf 5,6 % erhöhen.

In Kenntnis dieses Sondereffekts und auf Grundlage entsprechend bereinigter Umsatzerlöse ergibt sich eine Zeitreihe über die Jahre 2022 bis 2027 mit einer kontinuierlichen Entwicklung, die – auch unter Berücksichtigung der Entwicklungen in den relevanten Märkten – als plausibel anzusehen ist.

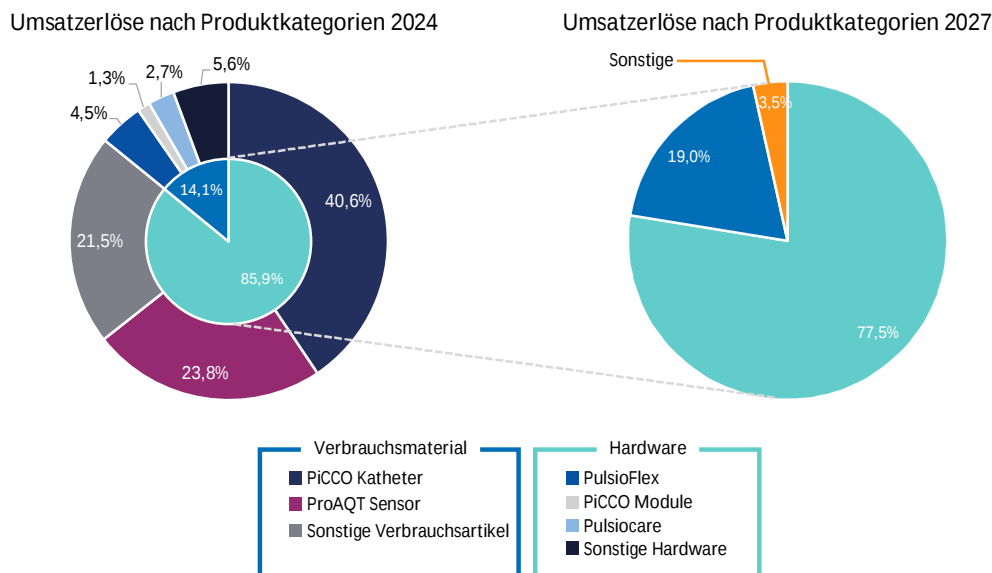
Ab dem Geschäftsjahr 2026 erwartet die Gesellschaft aufgrund des Auslaufens weiterer Patente eine sukzessive Verminderung der mit Kathetern der PiCCO-Technologien erzielten Umsatzerlöse,¹³⁹ da sie damit rechnet, dass ein neuer chinesischer Wettbewerber¹⁴⁰ kurzfristig in China – dem Hauptabsatzmarkt von PULSION für Produkte auf Basis dieser Technologien – die Marktzulassung für mit den PiCCO-Technologien vergleichbare Katheter erhalten wird. Einen ebenfalls denkbaren Eintritt dieses Wettbewerbers in den europäischen Markt hat PULSION in der vorgelegten Planung nicht berücksichtigt.

Diese Erodierung der Umsatzbasis wird durch das Hochfahren von Produktion und Vermarktung der im Jahr 2024 eingeführten PulsioCare-Plattform und generelle Wachstumsaussichten mehr als ausgeglichen.

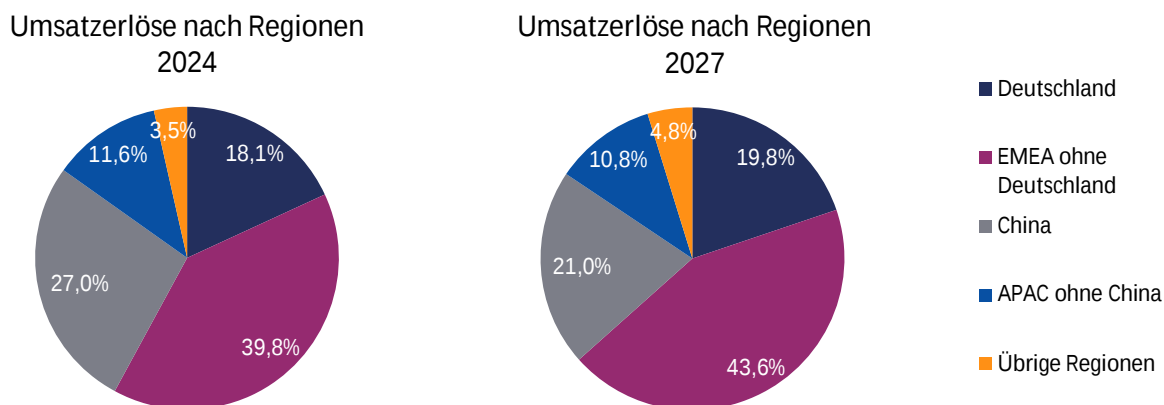
¹³⁹ Im Geschäftsjahr 2024 entfielen auf PiCCO Katheter 40,6 % der Umsatzerlöse von PULSION.

¹⁴⁰ Prunus Medical.

Die Effekte aus einer Verringerung der Umsätze mit PiCCO Kathetern und des Wachstumsimpulses aus der Einführung der PulsioCare-Plattform zeigen sich in der folgenden Aufteilung der Umsatzerlöse auf die Produktkategorien:¹⁴¹



Die Effekte aus dem erwarteten Eintritt des Wettbewerbers Shenzhen Prunus Medical Co., Ltd., Shenzhen/China¹⁴² in China zeigen sich deutlich in der folgenden Aufteilung der Umsatzerlöse nach Regionen:



¹⁴¹ Im Geschäftsjahr 2024 durch die Verlegung des Vorratslagers zur MAQUET Solna verzerrt.

¹⁴² Prunus Medical.

c) Operatives Ergebnis (EBIT)

Die Herstellungskosten und auch die Rohertragsmarge entwickeln sich uneinheitlich. Das ist zum einen darauf zurückzuführen, dass in den Jahren 2023 (außerplanmäßige Abschreibung wegen der Einstellung eines Projekts) sowie 2024 und 2025 (Teilverkauf der Lagerbestände wegen einer Verlagerung) Sondereffekte in den Herstellungskosten enthalten sind. Zum anderen zeigt sich in der Entwicklung der Rohertragsmarge eine Verschiebung zu dem weniger margenstarken Geschäft mit Monitoring Plattformen.

Die Rohertragsmarge bei Kathetern und Sonden ist mit etwa 64 % mehr als doppelt so hoch wie die der Monitoring Plattformen, mit denen eine Rohertragsmarge von etwa 28 % erzielt wird. Gleichwohl ist der Verkauf von Monitoring Plattformen ein wesentlicher Bestandteil des Geschäftsmodells, auf dem die Umsatzerlöse mit Verbrauchsmaterial basieren (Lock-in-Effekt).

Die übrigen Aufwendungen lassen sich zusammenfassend als operative Kosten bezeichnen.

Die Vertriebskosten sind der kleinste Kostenblock. Im Gegensatz zu eigenständigen Unternehmen muss PULSION keine Vertriebsorganisation vorhalten. Die anfallenden Kosten beinhalten im Wesentlichen Personalkosten für Mitarbeiter, die bei der Erstellung klinischer Studien mitwirken bzw. die die produktspezifische Schulung von Mitarbeitern der vertrieblichen Einheiten des GETINGE Konzerns übernehmen.

Die Allgemeinen Verwaltungskosten sind ein wesentlicher Kostenblock. Sie beinhalten – neben Personalkosten – vor allem die Anteile der Miete für die angemieteten Räumlichkeiten, die über die Kostenstellenrechnung nicht den Herstellungs- oder Vertriebskosten zugeordnet werden. Infolge des Umzugs im Frühjahr 2026 werden künftig Abschreibungen auf Mietereinbauten anfallen, während die Mietereinbauten in dem bislang genutzten Objekt in Feldkirchen weitgehend bereits abgeschrieben waren, so dass sich die Aufwendungen gegenüber der Vergangenheit erhöhen.

Die ausgewiesenen Forschungs- und Entwicklungskosten (Nettoaufwendungen) sind künftig der größte Kostenblock. Betrachtet man die tatsächlich in einem Jahr anfallenden Aufwendungen vor der entlastenden Wirkung der Aktivierung von Forschungs- und Entwicklungsleistungen (Bruttoaufwendungen), waren diese bereits in der Vergangenheit der größte Kostenblock der operativen Aufwendungen. Die Bruttoaufwendungen steigen im Planungszeitraum auf rund € 6,4 Mio. an. Nachdem in den Vorjahren erhebliche Aktivierungen vorgenommen worden sind, geht PULSION davon aus, mittelfristig nur noch geringfügige Beträge aktivieren zu können. Da die Aktivierungen der letzten Jahre höhere Abschreibungen in den Folgejahren zu Folge haben, steigt die Summe aus Nettoaufwendungen für Forschung und Entwicklung und Abschreibungen auf die in Vorjahren aktivierten Aufwendungen für Forschungs- und Entwicklung im Jahr 2025 sprunghaft an und verbleibt zunächst auf diesem höheren Niveau von mehr als 19 % der Umsatzerlöse.

Das sonstige betriebliche Ergebnis weist einen Ertragssaldo auf und ist von untergeordneter Bedeutung.

Das EBIT vermindert sich infolge der dargestellten Entwicklungen von € 15,2 Mio. (2024) bis auf € 10,2 Mio. (2026) und steigt im letzten Planjahr wieder auf € 11,6 Mio. (2027). Das Geschäftsjahr 2024 ist durch einige Sondereffekte beeinflusst. Auf bereinigter Basis ergibt sich für 2024 ein EBIT von € 11,7 Mio. Die EBIT-Marge verringert sich von 37,9 % (2024; bereinigt: 34,0 %) bis auf 25,7 % (2026) und steigt wieder

auf 28,5 % (2027). Die Marge im Jahr 2027 ist nicht mehr von Sondereffekten beeinflusst. In ihr zeigt sich aber, dass die Veränderungen im Produktmix und die höheren Kosten für Forschung und Entwicklung die Marge auch mittelfristig belasten.

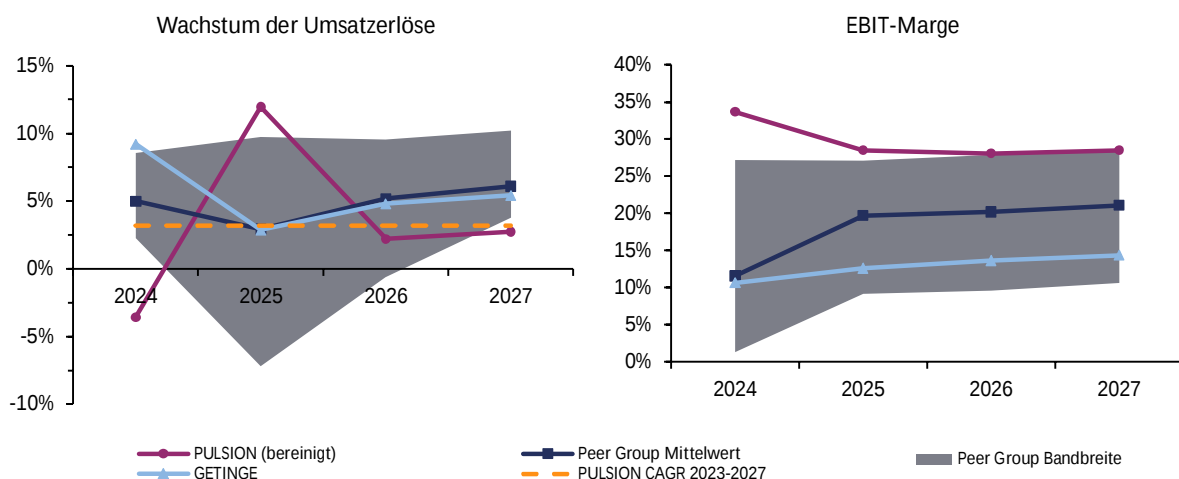
Der Anstieg der Abschreibungen ab dem Geschäftsjahr 2025 ist im Wesentlichen auf die Abschreibung der aktivierten Entwicklungskosten für die Pulsicare Plattform zurückzuführen. Die jährlichen Investitionen vermindern sich auf kurze bis mittlere Sicht deutlich. Im Geschäftsjahr 2026 fallen einmalig höhere Investitionen für Mietereinbauten in den neuen Büroräumen an.

d) Gesamtwürdigung

Wir haben die von PULSION vorgelegte Planung des operativen Ergebnisses (EBIT) unter anderem einem Vergleich mit den Entwicklungen der Vergangenheit und den erwarteten Einschätzungen für die Entwicklung des relevanten Marktes unterzogen. Die Entwicklung von PULSION in der jüngeren Vergangenheit und den ersten beiden Planjahren ist von zahlreichen Sondereffekten beeinflusst. Unter Berücksichtigung dieser vorstehend erläuterten Effekte halten wir die Planung für nachvollziehbar und plausibel.

Eine weitere Plausibilisierung lässt sich durch einen Vergleich mit den direkten Wettbewerbern vornehmen. Zu diesem Zweck hat der Bewertungsgutachter anhand der Geschäftsberichte für das Geschäftsjahr 2024 und Analystenschätzungen für die Jahre 2025 bis 2027 das Wachstum der Umsatzerlöse und die EBIT-Marge von vergleichbaren Unternehmen¹⁴³ ermittelt und mit den um Sondereffekte bereinigten Werten von PULSION verglichen. Da die Entwicklung der Umsatzerlöse von PULSION auch nach der Bereinigung um den Einmaleffekt aus Lagerverkäufen uneinheitlich ist, gibt er für PULSION zusätzlich die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate über den Zeitraum 2023 bis 2027 an.

Die Ergebnisse dieser Analyse stellen sich wie folgt dar:



Es zeigt sich, dass das Wachstum der Umsatzerlöse von PULSION über einen längeren Zeitraum innerhalb der Bandbreite der Peer Group und in etwa auf der Höhe des Durchschnitts der Vergleichsunternehmen

¹⁴³ Direkte Wettbewerber von PULSION („Tier 1“) sowie GETINGE.

liegt. Es zeigt sich weiter, dass die EBIT-Marge von PULSION durchgängig oberhalb der Bandbreite der Peer Group und somit deutlich oberhalb des Durchschnitts der Peer Group als auch von GETINGE liegt.

Nach Auffassung des Bewertungsgutachters ergeben sich aus dem sogenannten Benchmarking keine Anhaltspunkte, die darauf hindeuten, dass die Unternehmensplanung von PULSION keine geeignete Grundlage zur Ermittlung des Unternehmenswerts darstellt. Das halten wir für zutreffend.

Prüfungsergebnis

Auf Grundlage unserer Analysen zu der von PULSION vorgelegten Planung des operativen Ergebnisses (EBIT) und unter Berücksichtigung der Ergebnisse aus dem Benchmarking sind wir der Auffassung, dass die Unternehmensplanung von PULSION eine geeignete Grundlage zur Ermittlung des Unternehmenswerts darstellt.

4. Ableitung des Jahresüberschusses

Die Nettofinanzposition von PULSION weist in der Aufsatzbilanz zum 31. Dezember 2024 einen Aktivüberhang auf. Der Bewertungsgutachter hat die Bilanz und somit auch die verzinslichen Guthaben aus dem Cash Pooling im GETINGE Konzern in einer integrierten Planungsrechnung fortentwickelt. Der Aktivüberhang erhöht sich auch in den kommenden Jahren.

Die Soll- und Habenverzinsung von Überhängen ist in der Cash Pooling Vereinbarung geregelt. Für Habenzinsen wird PULSION eine marktübliche Verzinsung gewährt. Zur Berechnung der künftigen Zinserträge hat der Bewertungsgutachter einen Zinssatz von 3,5 % verwendet. Wir halten diese Größenordnung für plausibel. Das Zinsergebnis steigt bis 2027 auf T€ +444.

Unternehmenssteuern fallen bei PULSION nur im Hinblick auf die Ausgleichszahlung an. Für eine Bewertung von PULSION ist von dem BGAV MAQUET/PULSION zu abstrahieren und eine Situation „stand alone“ zu simulieren. Der Bewertungsgutachter hat die Unternehmenssteuern von PULSION auf Grundlage vereinfacht geschätzter steuerlicher Bemessungsgrundlagen sowie der zum jeweiligen Zeitpunkt maßgeblichen Steuersätze ermittelt. Für die Gewerbesteuer ist zunächst der Hebesatz von Feldkirchen (330 %) und ab 2026 der von Aschheim (310 %) maßgeblich. Für die Körperschaftsteuer ist derzeit ein Steuersatz von 15 % (zuzüglich 5,5 % der Körperschaftsteuer für den Solidaritätszuschlag) gültig. Änderungen der Steuersätze in den Jahren bis 2027 sind nicht bekannt.

Der nominelle kombinierte Ertragsteuersatz beträgt 27,375 % (2025) bzw. 26,675 % (2026 und 2027). Aufgrund der Abweichungen zwischen den geschätzten steuerlichen Bemessungsgrundlagen und dem geplanten Ergebnis vor Unternehmenssteuern ergibt sich eine effektive Steuerbelastung, die sich im Planungsverlauf vermindert, mit rund 29,8 % (2027) gleichwohl um rund drei Prozentpunkte über der Nominalbelastung liegt.

Auf dieser Grundlage ergeben sich Jahresüberschüsse von T€ 9.488 (2025), T€ 7.383 (2026) und T€ 8.435 (2027).

5. Grobplanungs- und Fortführungsphase

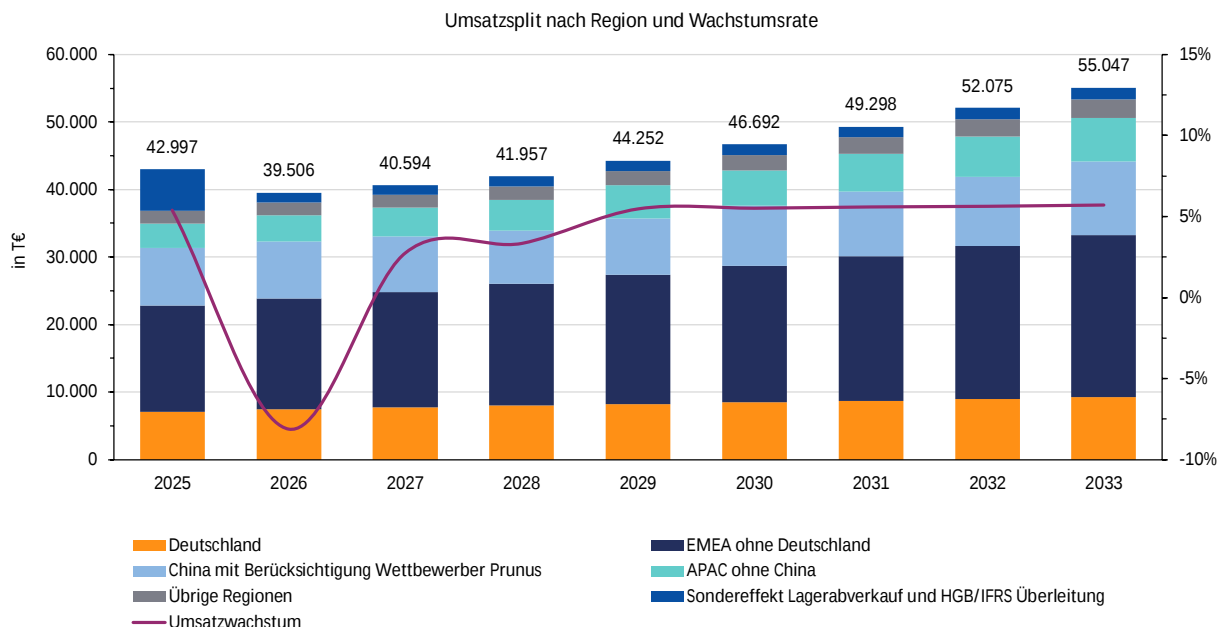
Der Bewertungsgutachter stellt zutreffend fest, dass sich PULSION zum Ende des Detailplanungszeitraums (2027) noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand befindet.

Zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses (ab 2035) hat er daher die Ansätze der Detailplanungsphase (2025 bis 2027) durch Zwischenschaltung einer technischen Grobplanungsphase von sechs Jahren (2028 bis 2033)¹⁴⁴ und einem Übergangsjahr (2034) in nachhaltige Größen (ab 2035) überführt. Dieses nachhaltige Ergebnis bildet die künftige Ertragskraft von PULSION bei angenommener unendlicher Unternehmensfortführung und ohne die Durchführung von Erweiterungsinvestitionen ab.

In einem ersten Schritt hat der Bewertungsgutachter die Umsatzerlöse von PULSION auf eine nachhaltig zu erwartende Umsatzgröße überführt. Dabei hat er die in den einzelnen Regionen und Ländern erzielten Umsatzerlöse mit regions- bzw. länderspezifischen Wachstumsraten fortgeschrieben. Diese basieren auf den vorliegenden Marktstudien und den Erwartungen des Managements von PULSION.

Dabei war insbesondere zu berücksichtigen, dass durch den Verdrängungswettbewerb seitens Prunus Medical und protektionistische Maßnahmen im ersten Jahr der Grobplanungsphase (2028) erwartungsgemäß weitere 15 Prozentpunkte der mit dem Katheter PiCCO in China erzielten Umsätze wegbrechen werden.

Die unterschiedlichen Wachstumserwartungen der Regionen bzw. Länder in der Detail- und der Grobplanungsphase wirken sich wie folgt aus:



Über alle Regionen und Länder hinweg ergibt sich für die gesamte Grobplanungsphase ein durchschnittliches jährliches Wachstum der Umsatzerlöse von 5,2 % (CAGR).

¹⁴⁴ Bei der Länge der Grobplanungsphase hat sich der Bewertungsgutachter – neben der Verfügbarkeit von Daten aus Marktstudien – auch am Produktlebenszyklus der neuen Pulsicare Plattform orientiert.

Das Wachstum der Umsatzerlöse im letzten Jahr der Grobplanungsphase (5,7 %) entspricht nicht den langfristigen Erwartungen von PULSION. Angesichts regulatorischer Eingriffe in die Finanzierung des Gesundheitswesens, insbesondere der Krankenhäuser, und einer erheblichen Verhandlungsmacht öffentlicher und privater Krankenversicherungen werde die Preissetzungsmacht der Hersteller von Medizintechnik trotz einer auch langfristig hohen Nachfrage nach Medizintechnik erheblich eingeschränkt. Vor diesem Hintergrund hat der Bewertungsgutachter als nachhaltige Rate des inflatorischen Umsatzwachstums 1,0 % angesetzt.¹⁴⁵

Mit dieser Rate werden die für das letzte Jahr der Grobplanungsphase (2033) kalkulierten Umsatzerlöse über das Übergangsjahr (2034) in die ewige Rente (2035 und später) überführt.

In einem zweiten Schritt hat der Bewertungsgutachter die Umsatzerlöse der Grobplanungs- und der Fortführungsphase in Ergebnisgrößen überführt.

Für die Bestandteile des operativen Ergebnisses (EBIT) gelten folgende Annahmen:

- Herstellungskosten mit Ausnahme der Abschreibungen proportional zur Entwicklung der Umsatzerlöse
- Rückgang der Abschreibungen in den Herstellungskosten teilweise durch Erhöhung der Forschungs- und Entwicklungskosten ausgeglichen, so dass die Quote aus beiden Aufwandsposten zunächst geringfügig zurückgeht und ab dem Jahr 2032 mit 18,8 % konstant gehalten wird
- Vertriebskosten proportional zur Entwicklung der Umsatzerlöse
- Verwaltungskosten teilweise inflationsabhängig, so dass Steigerung nicht proportional zur Entwicklung der Umsatzerlöse, sondern nur mit 3,5 % p.a.

Bei der Planung der Unternehmenssteuern ist der sukzessive Rückgang des Körperschaftsteuersatzes von 15 % (bis 2027) auf 10 % (ab 2032) nach dem Gesetz für ein steuerliches Investitionssofortprogramm¹⁴⁶ berücksichtigt.

Auch die für das letzte Jahr der Grobplanungsphase (2033) kalkulierten Aufwendungen werden über das Übergangsjahr (2034) mit der Wachstumsrate (1,0 %) in die ewige Rente (2035 und später) überführt.

¹⁴⁵ Vgl. im Einzelnen Abschnitt 0.

¹⁴⁶ „StInvSofortPG“.

Auf Grundlage der zuvor beschriebenen Kalkulationen ergibt sich die Gewinn- und Verlustrechnung – ergänzt um Kennzahlen – für die Grobplanungsphase und das Übergangsjahr wie folgt:

PULSION GuV T€	Grobplanung						ÜJ	CAGR
	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2027/33
Umsatzerlöse	41.957	44.252	46.692	49.298	52.075	55.047	55.598	5,2%
Herstellungskosten zur Erzielung der Umsatzerlöse	17.282	18.186	19.146	20.171	20.650	20.719	20.941	3,6%
Bruttoergebnis vom Umsatz	24.675	26.066	27.546	29.127	31.425	34.328	34.656	6,3%
Vertriebskosten	1.424	1.502	1.585	1.674	1.768	1.869	1.888	5,2%
Allgemeine Verwaltungskosten	5.005	5.180	5.361	5.549	5.743	5.944	6.004	3,5%
Forschungs- und Entwicklungskosten	6.242	6.465	6.816	7.188	8.368	9.955	10.040	8,5%
Sonstiges betriebliches Ergebnis	39	41	43	46	48	51	52	5,2%
EBIT	12.042	12.960	13.826	14.763	15.595	16.611	16.777	6,2%
Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	2.114	2.069	2.135	2.202	1.633	612	641	-18,8%
EBITDA	14.156	15.029	15.962	16.964	17.227	17.223	17.418	3,9%
Zinsergebnis	506	565	626	687	740	764	773	9,5%
Ergebnis vor Steuern	12.548	13.525	14.452	15.450	16.335	17.375	17.550	6,3%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	3.577	3.678	3.747	3.812	3.700	3.697	3.738	0,6%
Jahresüberschuss	8.971	9.847	10.705	11.638	12.635	13.678	13.812	8,4%
Effektive Steuerquote	28,5%	27,2%	25,9%	24,7%	22,7%	21,3%	21,3%	
In % der Umsatzerlöse								
Herstellungskosten zur Erzielung der Umsatzerlöse	41,2%	41,1%	41,0%	40,9%	39,7%	37,6%	37,7%	
Bruttoergebnis vom Umsatz	58,8%	58,9%	59,0%	59,1%	60,3%	62,4%	62,3%	
Vertriebskosten	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	
Allgemeine Verwaltungskosten	11,9%	11,7%	11,5%	11,3%	11,0%	10,8%	10,8%	
Forschungs- und Entwicklungskosten	14,9%	14,6%	14,6%	14,6%	16,1%	18,1%	18,1%	
Sonstiges betriebliches Ergebnis	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	
EBIT	28,7%	29,3%	29,6%	29,9%	29,9%	30,2%	30,2%	
Abschreibungen (über alle Funktionskosten)	5,0%	4,7%	4,6%	4,5%	3,1%	1,1%	1,2%	
EBITDA	33,7%	34,0%	34,2%	34,4%	33,1%	31,3%	31,3%	

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

Der Bewertungsgutachter hat seine Fortschreibung der Planungsrechnung einer Sensitivitätsanalyse unterzogen. Dabei hat er die folgenden fünf Werttreiber identifiziert und für diese potenzielle Bandbreiten für das Übergangsjahr (2034) abgeleitet:

- In der Region EMEA erzielte Umsatzerlöse
- In China erzielte Umsatzerlöse
- Kostenquote Vertriebskosten
- Kostenquote Allgemeine Verwaltungskosten
- Kostenquote der auf Forschung und Entwicklung bezogenen Kosten¹⁴⁷

Die Ergebnisse der durchgeführten Simulationen unter Variation dieser Werttreiber zeigen unter anderem Folgendes:

- Erwartungswert der gesamten Verteilung mit einem EBIT von € 16,6 Mio. etwas geringer als der in der Bewertung angesetzte Wert (€ 16,8 Mio.)
- 87 % der Simulationen führen zur einer Kernbandbreite des EBIT von € 15,8 Mio. bis € 17,4 Mio.
- Wesentliche Werttreiber sind die in der Region EMEA erzielten Umsatzerlöse und die auf Forschung und Entwicklung bezogenen Kosten

Da der Erwartungswert für das nachhaltige EBIT nur geringfügig über den fortgeführten Planansätzen liegt, hat der Bewertungsgutachter das abgeleitete EBIT (€ 16,8 Mio.) der Wertermittlung zugrunde gelegt.

¹⁴⁷ Summe aus in der GuV ausgewiesenen Forschungs- und Entwicklungskosten sowie der in den Herstellungskosten enthaltenen Abschreibungen auf selbst geschaffene immaterielle Vermögensgegenstände.

Vor dem Hintergrund der erhaltenen Erläuterungen und unseres Verständnisses des Geschäftsmodells von PULSION halten wir die Annahmen des Bewertungsgutachters zur Überleitung der für das letzte Jahr der Detailplanungsphase (2027) angesetzten Größen über eine Grobplanungsphase (2028 bis 2033) und ein Übergangsjahr (2034) auf das nachhaltige Niveau (ab 2035) für gut begründet und plausibel. Die zugehörigen Berechnungen konnten wir ohne Beanstandungen nachvollziehen.

Prüfungsergebnis

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

6. Nettoeinnahmen nach persönlichen Ertragsteuern

Nach IDW S 1 ist bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte für den Detailplanungszeitraum von einem Ausschüttungsverhalten auszugehen, das in Einklang mit dem Unternehmenskonzept steht und zudem eventuelle rechtliche Restriktionen beachtet.

Für die Fortführungsphase wird grundsätzlich angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind.

Aufgrund des BGAV MAQUET/PULSION ist die Gesellschaft dazu verpflichtet, grundsätzlich ihren ganzen Gewinn an MAQUET abzuführen. Unterstellt man eine unendliche Laufzeit des BGAV MAQUET/PULSION, wären die künftigen Ausschüttungen und der daraus abgeleitete Unternehmenswert vollständig MAQUET zuzurechnen.

Aus diesem Grund hat der Bewertungsgutachter insoweit von den tatsächlichen Verhältnissen abstrahiert und die Höhe der Ausschüttungen anhand des marktüblichen Ausschüttungsverhaltens unter Berücksichtigung der Gesellschafterstruktur und des Finanzbedarfs von PULSION bestimmt. Im Ergebnis hat er einheitlich eine Ausschüttungsquote von 50 % angesetzt.

Wir haben die Höhe der Ausschüttungsquote mit dem Ausschüttungsverhalten der Unternehmen der Peer Group sowie der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der in Deutschland börsennotierten Unternehmen verglichen. Eine Ausschüttungsquote von 50 % liegt in der sich auf dieser Grundlage ergebenden Bandbreite von 40 % bis 60 %.

Im Rahmen des Abzugs von persönlichen Steuern der Anteilseigner sind die Dividenden um die nominelle Steuerbelastung (26,375 %) zu mindern. Beim Abzug der persönlichen Steuern auf Thesaurierungen ist der Bewertungsgutachter der Empfehlung des FAUB gefolgt und hat eine effektive Steuerbelastung in Höhe des hälftigen Nominalsteuersatzes angesetzt (13,1875 %). Der Wertbeitrag einer auf Ebene der Anteilseigner steuerfrei bleibenden Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto wird im vorliegenden Bewertungsfall über einen Sonderwert abgebildet.

Bei der Ermittlung der über Thesaurierungen den Aktionären fiktiv zugerechneten Beträge hat der Bewertungsgutachter – neben den Besteuerungsfolgen auf Ebene der Aktionäre – außerdem berücksichtigt, dass das in der Fortführungsphase angesetzte Wachstum der Unternehmensergebnisse – bei im eingeschwungenen Zustand stabilen Bilanzrelationen – mit einem entsprechenden Wachstum der Bilanz einhergeht.

Zur Finanzierung dieses inflationsbedingten Wachstums hat der Bewertungsgutachter daher den Teilbetrag der Thesaurierung, der erforderlich ist, um das Wachstum der Bilanz zu finanzieren, nicht in den Wertbeitrag aus Thesaurierungen einbezogen. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass auch inflationsbedingte Kursgewinne einer Besteuerung unterliegen. Dementsprechend hat der Bewertungsgutachter nicht nur die thesaurierungsbedingten Kursgewinne, sondern zusätzlich auch die inflationsbedingten Wertsteigerungen mit persönlichen Steuern in Höhe der effektiven, hälftigen Belastung, angesetzt.

Wir halten das für die Bewertung von PULSION gewählte Vorgehen auch im Hinblick auf das Ausschüttungsverhalten und die damit verbundene Besteuerung aus den dargelegten Gründen für sachgerecht und angemessen.

Prüfungsergebnis

Die Nettoeinnahmen für die Aktionäre von PULSION sind in sachgerechter Weise unter Berücksichtigung der persönlichen Steuern abgeleitet.

III. Kapitalisierungszinssatz

1. Basiszinssatz

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

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

Mit den Renditen börsennotierter deutscher Staatsanleihen existiert eine breite Datenbasis zur Ableitung von Basiszinssätzen aus Marktdaten. Da Staatsanleihen jedoch in der Regel sogenannte Kupon-Anleihen sind, die durch einen jährlich fixen endlichen Zahlungsstrom geprägt sind, Zahlungsströme aus Unternehmen hingegen schwankend und zeitlich nicht begrenzt sind, können solche Anleiherenditen für Unter-

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

nehmensbewertungen nicht unmittelbar verwendet werden. Benötigt werden vielmehr laufzeitspezifische Zinssätze für einzelne Zahlungen, sogenannte Null-Kupon-Anleihen oder Zerobonds. Solche Zerobond-Renditen sind am Kapitalmarkt nur vereinzelt direkt zu beobachten, sie lassen sich jedoch rechnerisch aus den beobachtbaren Kupon-Renditen ableiten.¹⁴⁹

Allerdings haben deutsche Bundesanleihen bis dato eine Laufzeit von maximal 30 Jahren. Explizite Prognosen für die Rendite deutscher Bundesanleihen über eine Laufzeit von 30 Jahren hinaus liegen ebenso wenig vor. Demzufolge ist für die über 30 Jahre hinausgehenden risikolosen Renditen eine Annahme zu treffen.¹⁵⁰

Vor diesem Hintergrund empfiehlt IDW S 1, den Basiszinssatz ausgehend von aktuellen Zinsstrukturkurven abzuleiten.¹⁵¹ Diese Empfehlung hatte der FAUB durch die in den IDW-FN erschienenen Hinweise zur Ermittlung des Basiszinssatzes auf Grundlage von Marktdaten anhand von Zinsstrukturkurven im Jahr 2005 erstmals konkretisiert und später modifiziert.¹⁵²

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

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

Bei Verwendung einer Zinsstrukturkurve sind die zu diskontierenden Nettoeinnahmen grundsätzlich für jedes Jahr mit dem jeweiligen laufzeitäquivalenten Zinssatz abzuzinsen. Aus Praktikabilitätsgründen wird üblicherweise aus der Zinsstrukturkurve ein einheitlicher Basiszinssatz für den gesamten Zeitraum berechnet. Dabei wird – in Abhängigkeit von der Länge des Planungszeitraums und der angesetzten Wachstumsrate für die sich daran anschließende Phase der ewigen Rente – finanzmathematisch ein barwertäquivalenter einheitlicher Zinssatz aus der Zinsstrukturkurve berechnet.

Die Ableitung des barwertäquivalenten Basiszinssatzes wurde in der Praxis oftmals auf der Grundlage einer Zahlungsreihe berechnet, in der die konkreten Zuflüsse an die Anteilseigner im jeweiligen Bewertungsfall berücksichtigt worden sind. Vereinfachend wurde die Berechnung oftmals auch auf der Grundlage einer uniform wachsenden Zahlungsreihe berechnet. In der Niedrigzinsphase konnte diese Vorgehensweise zu Inkonsistenzen führen.

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

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

¹⁵¹ IDW S 1, Rz. 117.

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

Vor diesem Hintergrund hat der FAUB auf seiner Sitzung vom 10. Februar 2022 beschlossen, die in seiner Verlautbarung „Fragen und Antworten: Zur praktischen Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen nach IDW S 1 i.d.F. 2008 (F & A zu IDW S 1 i.d.F. 2008)“ gegebenen Hinweise zur Ermittlung des Basiszinssatzes zu überarbeiten.

In der aktuellen Fassung dieser Verlautbarung wird darauf hingewiesen, dass sich aus einer uniformen Reihe sicherer Zahlungsströme, also einer Reihe, in der die Zahlungsströme in jedem Jahr in gleicher Höhe anfallen, finanzmathematisch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz ableiten lässt. Dementsprechend hat der FAUB auch das in der Anlage zu dieser Verlautbarung enthaltene Beispiel angepasst und nunmehr eine uniforme Zahlungsreihe verwendet.¹⁵³

Der FAUB schlägt weiter vor, zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler insbesondere bei den für Unternehmensbewertungen typischerweise relevanten langfristigen Renditen nicht allein die zum Bewertungsstichtag geschätzten Zerobond-Renditen zu verwenden, sondern auf Durchschnittsgrößen abzustellen. Diese periodenspezifische Durchschnittsbildung soll aus den in den dem Bewertungsstichtag vorangegangenen drei Monaten beobachteten Renditen abgeleitet werden.¹⁵⁴ Dabei ist in der Bewertungspraxis eine Auf- wie Abrundung des Basiszinssatzes regelmäßig auf Viertel-Prozentpunkte¹⁵⁵ üblich und in der Rechtsprechung anerkannt.¹⁵⁶

Der FAUB hatte am 19. September 2012 aktualisierte Hinweise zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes auf der Grundlage des CAPM/Tax-CAPM verabschiedet. Im Kontext dieser Empfehlungen hat er zudem beschlossen, die Einflussfaktoren zur Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes weiterhin regelmäßig in seinen Sitzungen zu analysieren und bei Veränderungen die Empfehlungen entsprechend zu aktualisieren.¹⁵⁷ In späteren Sitzungen hat er stets an der dargestellten Vorgehensweise festgehalten.

In der Rechtsprechung wird die Bestimmung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank als sach- und interessengerecht angesehen, da durch das Abstellen auf die hypothetischen Zerobond-Zinssätze einer notwendigen Objektivierung Rechnung getragen wird.¹⁵⁸

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

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

¹⁵³ Vgl. IDW Life 2022, S. 321 ff.

¹⁵⁴ Zustimmung zur Durchschnittsbildung für viele z.B. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6. Juni 2016 („MHM Mode Holding“), I-26 W 4/12 [AktE], AG 2017, S. 487 ff.

¹⁵⁵ Bei Zinssätzen von 1,0 % und höher. Für Zinssätze, die geringer als 1,0 % sind, wird empfohlen, auf Zehntel Prozentpunkte zu runden.

¹⁵⁶ Vgl. z.B. OLG Saarbrücken („Kaufhalle“), Beschluss vom 11. Juni 2014, 1 W 18/13, ZIP 2014, S. 1784 ff.

¹⁵⁷ Vgl. FAUB, IDW-FN 2012 S. 568.

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

Im Übrigen hat sich der FAUB mit den geäußerten Kritikpunkten auseinandergesetzt und in einer jüngeren Veröffentlichung im Einzelnen dargestellt, warum er die bis dahin gegebenen Empfehlungen weiterhin für zielführend hält.¹⁵⁹

Der Bewertungsgutachter ist den Empfehlungen des FAUB gefolgt und hat im vorliegenden Fall einen – auf Viertel Prozentpunkte gerundeten – einheitlichen Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern von 3,00 % ermittelt und angesetzt. Dieser Zinssatz beruht auf einer Schätzung des künftigen durchschnittlichen Zinsniveaus aus Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für den Drei-Monats-Zeitraum vor Zeichnung der Gutachtlichen Stellungnahme. Der Basiszinssatz wird – ebenso wie alle übrigen Bewertungsparameter – am Bewertungsstichtag (17. Oktober 2025) zu aktualisieren sein.

Wir haben die Berechnungen des Bewertungsgutachters zur Bestimmung des festgelegten Basiszinssatzes ohne Beanstandungen verifizieren können.

Der angesetzte Basiszinssatz vor persönlichen Steuern (3,00 %) lässt sich durch Ansatz der Abgeltungssteuer auf Zinserträge (insgesamt 26,375 %) in einen Basiszinssatz nach persönlichen Steuern in Höhe von 2,21 % umrechnen.

Prüfungsergebnis

Wir halten den für die Bewertung von PULSION angesetzten Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 2,21 % zusammenfassend für begründet und angemessen.

2. Risikozuschlag

a) Erfassung des Risikos

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

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

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

¹⁵⁹ Vgl. FAUB, WPg 2023, 134 ff.

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

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

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

Der Risikozuschlag ermittelt sich nach dem CAPM bzw. dem Tax-CAPM aus der Multiplikation des durchschnittlichen Marktpreises für die Risikoübernahme auf dem Kapitalmarkt (Marktrisikoprämie) und dem unternehmensspezifischen Risiko (Betafaktor). Das Marktrisiko ergibt sich als Differenz zwischen der Rendite einer Gruppe von börsennotierten Unternehmen¹⁶⁰ und der Rendite einer quasi-risikofreien Kapitalmarktanlage (Basiszinssatz). Die Messung des unternehmensindividuellen Risikos erfolgt über den Betafaktor, der sich aus der Kovarianz der Renditeschwankung eines Wertpapiers zur Marktrenditeschwankung ergibt. Er beschreibt somit die Sensitivität der Rendite eines Wertpapiers im Verhältnis zur Entwicklung des zugrundeliegenden Marktportfolios. Entspricht im Einzelfall das Risiko des zu bewertenden Unternehmens dem Risiko des herangezogenen Aktienportfolios, stimmt die Rendite des Aktienportfolios mit dem Kapitalisierungszinssatz überein.

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

Mittlerweile stellt das CAPM das sowohl von der herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur als auch von der Bewertungspraxis präferierte Berechnungsmodell für die Festlegung des Risikozuschlags dar.¹⁶¹ Diese Schlussfolgerung wird in der jüngeren Rechtsprechung ebenfalls fast durchgängig gezogen.¹⁶²

Das OLG Frankfurt am Main bestätigt des Weiteren, dass das CAPM gegenüber der freien Schätzung des Risikozuschlags bereits aufgrund seiner höheren Transparenz überlegen ist und betont, dass das CAPM derzeit das wichtigste Modell zur Feststellung risikogerechter Kapitalkosten darstelle.¹⁶³ Das OLG

¹⁶⁰ In der Regel in einem Börsen-Index zusammengefasst.

¹⁶¹ Vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WpG 2004, S. 889 ff.

¹⁶² Vgl. z.B. BayObLG, Beschluss vom 8. August 2025, („ERLUS“), 101 W 116/24, openJur 2025, 16986; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018 („Itelligence“), 26 W 4/16 [AktE], openJur 2019, 11897; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 5. Februar 2016 („Utimaco Safeware“), 21 W 69/14, AG 2016, S. 588 ff.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12. November 2015 („Grohe“), I-26 W 9/14, a.a.O.; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 23. Juli 2015 („Novasoft“), 12a W 4/15, AG 2016, S. 220 ff.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25. Mai 2016 („UCB SP/Schwarz Pharma“), I-26 W 2/15 [AktE], BeckRS 2016, 21367, Rz. 58.

¹⁶³ Vgl. OLG Frankfurt Beschluss vom 2. Mai 2011 („Radeberger“), 21 W 3/11, openJur 2012, 34553.

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

Prüfungsergebnis

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

b) Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie kann unmittelbar zukunftsorientiert oder auf der Grundlage historischer Kapitalmarktanalysen ermittelt werden. Auch wenn die unmittelbar zukunftsorientierte Ermittlung¹⁶⁵ konzeptionell den Vorteil besitzt, auf erwarteten Zahlungen und aktuellen Preisen zu basieren, hat sich diese in der Praxis bislang noch nicht flächendeckend durchgesetzt, ist aber zunehmend anerkannt.¹⁶⁶

In der Bewertungspraxis wurde die Marktrisikoprämie bis 2012 allein oder zumindest deutlich vorrangig auf der Grundlage von Beobachtungen historischer Marktdaten abgeleitet. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur und Rechtsprechung wird zur historischen Ableitung seit Jahren kontrovers diskutiert, welche der zahlreichen vorliegenden Kapitalmarktuntersuchungen zu in der Vergangenheit beobachteten Renditen risikobehafteter Wertpapiere und deren Vergleich mit (quasi) risikofreien Kapitalmarktanlagen¹⁶⁷ geeignet sind, um eine künftig zu erwartende Marktrisikoprämie zu schätzen. Daran schließt sich die – teilweise kontrovers diskutierte – Frage an, wie die aus der Beobachtung über einen Zeitraum der Vergangenheit gewonnenen Erkenntnisse an aktuelle Verhältnisse anzupassen sind.

Diskutiert werden vor allem folgende methodische Fragen:

- Zusammensetzung des Marktportfolios risikobehafteter Wertpapiere: Auswahl eines Referenzindexes, insbesondere die Frage, ob dieser die nationalen oder globale Verhältnisse widerspiegeln sollte
- Messung der Vergleichsrendite (quasi-)risikofreier Kapitalmarktanlagen
- Beobachtungszeitraum: Aktualität und statistische Aussagekraft hinsichtlich Anfangs- und Endzeitpunkt sowie Länge des Beobachtungszeitraums
- Verdichtung der beobachteten Renditedifferenzen auf einen Mittelwert: arithmetische oder geometrische Mittelwertbildung, alternative Verfahren oder Kombinationen verschiedener Verfahren
- Einfluss persönlicher Steuern der Anteilseigner: Überleitung der beobachteten Vor-Steuer-Renditen auf Nach-Steuer-Renditen einschließlich der Fragen zur Haltedauer von Unternehmensanteilen
- Fortschreibung der für die Vergangenheit beobachteten Ergebnisse in die Zukunft: Annahme langfristig konstanter Marktrisikoprämien oder langfristig konstanter Gesamtrenditen sowie Anpassungen zur Berücksichtigung von Erwartungen zu künftigen Entwicklungstrends bzw. besonderer Kapitalmarktverhältnisse

¹⁶⁴ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009 („Pilkington/Dahlbusch“), I-26 W 5/07 (AktE), WM 2009, S. 2220 ff.

¹⁶⁵ Z.B. durch Befragung von Experten oder durch Modelle zur Schätzung impliziter Eigenkapitalkosten.

¹⁶⁶ Vgl. Franken/Schulte in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2019, § 6 Rz. 45 ff.

¹⁶⁷ Für einen umfassenden Überblick zu empirischen Daten zur Marktrisikoprämie in Deutschland und weltweit vgl. z.B. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Auflage, Herne 2018, S. 557 ff.

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

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

Die jüngere obergerichtliche Rechtsprechung hält es unter Hinweis darauf, dass der FAUB ein sachverständiges Gremium der mit Unternehmensbewertung befassten Wirtschaftsprüfer sei, ebenfalls für angemessen, den Empfehlungen des FAUB zu folgen. Es sei insbesondere nicht ersichtlich, dass ein Abweichen von diesen Empfehlungen zu „richtigeren“ Unternehmenswerten führe.¹⁶⁸

Die im Zeitablauf¹⁶⁹ vom FAUB ausgesprochenen Empfehlungen zur Höhe der Marktrisikoprämie (vor und nach persönlichen Steuern) lassen sich wie folgt zusammenfassen:

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

Quelle: Eigene Darstellung

Der FAUB hat am 19. September 2012 beschlossen, die Einflussfaktoren zur Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes regelmäßig in seinen Sitzungen zu analysieren und bei Veränderungen die Empfehlung entsprechend zu aktualisieren. Er überprüft seither auf jeder Sitzung mit einem pluralistischen Ansatz,¹⁷⁰ ob sich die Situation an den Kapitalmärkten zwischenzeitlich geändert hat.

Die Überprüfung hat zuletzt am 22. Oktober 2019 zu einer Aktualisierung der Empfehlung geführt. In Anbetracht des damaligen Niedrigzinsumfeldes bei nahezu unveränderter Kapitalmarkttrendite hat der FAUB dabei zum einen die Bandbreite erhöht. Zum anderen hat er die Spannbreite vergrößert. Damit trug er dem Umstand Rechnung, dass die Verzinsung deutscher Staatsanleihen nicht auf Dauer bei Werten um null Prozent bleiben würde.

Vor dem Hintergrund eigener Analysen zu den in der Vergangenheit realisierten Gesamtrenditen und den daraus abgeleiteten Risikoprämien sowie den sich derzeit auf der Grundlage von Börsenkursen und

¹⁶⁸ Vgl. z.B. BayObLG, Beschluss vom 8. August 2025, („ERLUS“), 101 W 116/24, a.a.O., OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. Januar 2017 („Aton Engineering/Rücker“), 21 W 75/15, juris Rz. 108, und im Ergebnis z.B. auch OLG Düsseldorf („Harpen“), Beschluss vom 6. April 2017, I-26 W 10/15, ZIP 2017, S. 1157 ff.

¹⁶⁹ Unter Vernachlässigung der Empfehlungen, die jeweils für eine Übergangsphase gegeben worden sind.

¹⁷⁰ Ex-post-Analysen historischer Realrenditen sowie ex-post aus durchschnittlichen realen Aktienrenditen ermittelte Marktrisikoprämien, Ex-ante-Analyse impliziter Kapitalkosten sowie CAPM ohne risikofreie Kreditaufnahme.

Ergebnisschätzungen von Finanzanalysten ergebenden impliziten Gesamtrenditeerwartungen und Risikoprämien hat der Bewertungsgutachter die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern mit 5,25 % angesetzt.

Wir haben die Überlegungen des FAUB und die Ausführungen des Bewertungsgutachters einer kritischen Würdigung unterzogen. In diesem Zusammenhang haben wir auch die in der jüngeren Vergangenheit geäußerten Gegenmeinungen zu den vom FAUB angeführten Beobachtungen und Schlussfolgerungen gewürdigt. Im Ergebnis halten wir es für sachgerecht, den Empfehlungen des FAUB zu folgen.

Diese Empfehlungen sind bewusst als Bandbreiten formuliert, um nicht bereits bei einer geringfügigen Änderung der Kapitalmarktverhältnisse eine neue Empfehlung aussprechen zu müssen. Vielmehr kann der Spielraum genutzt werden, den die Bandbreite ermöglicht.

Im vorliegenden Bewertungsfall hat der Bewertungsgutachter mit einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,25 % diesen Spielraum dahingehend ausgenutzt, einen Wert im unteren Bereich der Bandbreite zu wählen.

Das entspricht bei einer Ausschüttungsquote von 50 % – wie im vorliegenden Bewertungsfall – einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von rund 6,3 %. Eine Marktrisikoprämie von rund 6,0 % liegt ebenfalls in der derzeit vom FAUB in der Vorsteuerbetrachtung empfohlenen Bandbreite. Auf dieser Grundlage errechnet sich eine Gesamtrendite vor persönlichen Steuern in Höhe von 9,0 %.

Gegen den Ansatz einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,25 % sind deshalb im vorliegenden Bewertungsfall keine Einwendungen zu erheben.

Prüfungsergebnis

Aus den dargelegten Gründen sind gegen den für die Bewertung von PULSION gewählten Ansatz einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,25 % keine Einwendungen zu erheben.

c) Betafaktor

ca) Methodische und praktische Anwendungsfragen

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

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

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

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

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

- Fundamentale, zukunftsorientierte oder vergangenheitsorientierte Ableitung
- Referenzindex national, überregional oder global als Performance- oder Kursindex
- Beobachtungszeitraum fünf Jahre, drei Jahre, zwei Jahre oder ein Jahr, Kombination mehrerer Jahresscheiben
- Renditeintervall monatlich, wöchentlich oder täglich
- Verzerrungsfreie Aktienkursbildung, gemessen an der Liquidität der Aktie
- Filterung anhand statistischer Kriterien wie Bestimmtheitsmaß und t-Test
- Prognose künftiger Betafaktoren durch Fortschreibung historisch beobachtbarer Betafaktoren oder Anpassung durch pauschalisierte Anpassungsverfahren oder freie gutachtliche Anpassung
- Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos (Unlevering/Relevering) für eine autonome oder wertorientierte Finanzierungspolitik (Risiko des Tax Shields) und ausfallbedrohte oder nicht ausfallbedrohte Forderungen der Fremdkapitalgeber (Debt Beta)
- Bestandteile und Marktwert der Netto-Finanzverbindlichkeiten beim Unlevering/Relevering
- Betafaktor des Bewertungsobjekts oder einer Peer Group
- Qualitative und quantitative Kriterien zur Auswahl möglicher Vergleichsunternehmen und Verdichtung in einer Peer Group

In der Bewertungspraxis dominiert die Ableitung von Betafaktoren anhand historischer Kapitalmarktdaten. Diese Vorgehensweise wird auch in der Literatur als sachgerecht angesehen¹⁷¹ und in der Rechtsprechung nicht beanstandet.

Der Bewertungsgutachter hat die Betafaktoren demzufolge vergangenheitsorientiert erhoben.

Da ein umfassendes, perfektes Marktportfolio aus sämtlichen weltweit existierenden risikobehafteten, mit ihren Marktwerten gewichteten Vermögenswerten nicht existiert bzw. nicht konstruierbar ist, verwendet die Bewertungspraxis nationale oder internationale Aktienindizes als Näherung des idealen

¹⁷¹ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2012, S. 134.

Marktportfolios. Eine generelle Aussage über die Wahl des geeigneten Referenzindexes lässt sich nicht treffen.¹⁷² Der verwendete Index sollte ein Performance-Index sein.¹⁷³

Der Bewertungsgutachter hat seine Analysen auf der Grundlage marktbreiter lokaler Performance-Indizes unter Verwendung der jeweiligen lokalen Währung vorgenommen. Zu Plausibilisierungszwecken hat er auch Berechnungen anhand des weltweiten Indexes „MSCI World“ durchgeführt.

Die gängigsten Beobachtungszeiträume und Renditeintervalle sind fünf Jahre/monatlich, zwei Jahre/wöchentlich und ein Jahr/täglich.¹⁷⁴ Mit diesen Kombinationen wird eine ausreichende Anzahl von Datenpunkten erhoben, um zu statistisch signifikanten Aussagen gelangen zu können. Gegen eine tägliche Messung von Renditen ist allerdings einzuwenden, dass diese Messungen tendenziell ungünstigere empirische Eigenschaften aufweisen und die sich auf ihrer Grundlage ergebenden Betafaktoren stärker schwanken als bei der Messung in längerfristigen Intervallen.¹⁷⁵

Die Ableitung des Betafaktors basiert auf einer Gesamtschau der wöchentlichen Betafaktoren für fünf einzelne Ein-Jahresscheiben, eine Zwei-Jahresscheibe und der monatlichen Betafaktoren für eine Fünf-Jahresscheibe.

Der Bewertungsgutachter hat die Betafaktoren für diese Kombinationen erhoben, um eine möglichst breite Perspektive einzunehmen. Er macht sich demzufolge die jeweiligen Vorteile der einzelnen Methoden zunutze. Zudem hat er auch geprüft, ob die Auswahl eines Wochentags einen Einfluss auf die Höhe des Betafaktors hat.

KPMG hat die Aussagekraft der erhobenen Betafaktoren primär anhand von Liquiditätskriterien (Analyse der Datenverfügbarkeit, der Handelstage und des Handelsvolumens, Bid-Ask-Spread als Indiz für Transaktionskosten) und ergänzend anhand statistischer Signifikanzmesszahlen wie Bestimmtheitsmaß, t-Test, Homoskedastizität und Autokorrelation untersucht.

In der Bewertungspraxis werden die beobachtbaren Betafaktoren („Raw Beta“) oftmals pauschal unter Verwendung des „Adjusted Beta“ angepasst. Das Adjusted Beta setzt sich zu einem Drittel aus dem Marktportfolio-Beta (definitionsgemäß = 1,0) und zu zwei Dritteln aus dem Raw Beta zusammen. Dieser Vorgehensweise liegt ökonomisch der Gedanke zugrunde, dass sich das systematische Risiko von Unternehmen langfristig dem Marktdurchschnitt annähern dürfte.

Die Frage, ob eine Fortschreibung historischer Betas oder eine Anpassung, zum Beispiel unter Verwendung des Adjusted Beta, das künftige Risiko besser abbilden kann, stellt sich vor allem dann, wenn durch die historische Entwicklung ein besonders hohes oder niedriges Risiko angezeigt wird.

Im vorliegenden Fall hat KPMG den Ansatz des Adjusted Beta gewählt. Da in der Bewertungspraxis teilweise auch die Verwendung von Raw Betas vertreten wird, hat sie die Ergebnisse der Berechnungen für Adjusted Beta auch durch die Ergebnisse von Berechnungen mit Raw Betas plausibilisiert.

¹⁷² Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 149 ff.

¹⁷³ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 156, 242 f.

¹⁷⁴ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 158.

¹⁷⁵ „Intervall-Effekt“. Siehe dazu Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 162 ff., und die dort angegebene Literatur.

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

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

Vor dem Hintergrund der vorstehenden Ausführungen ist es zusammenfassend nicht zu beanstanden, beim vorliegenden Bewertungsfall für die Schätzung des künftigen Unternehmensrisikos Adjusted Betas zu verwenden.

Bei Bereinigung der verschuldeten („Levered“) Betafaktoren um das Kapitalstrukturrisiko hat der Bewertungsgutachter unsichere „Tax Shields“ und eine wertorientierte („atmende“) Finanzierungspolitik angenommen, was für kapitalmarktorientierte Unternehmen (Peer Group) als plausibel anzunehmen ist.

Der Bewertungsgutachter hat das Ausfallrisiko von Forderungen der Fremdkapitalgeber im Rahmen des Unlevering durch Verwendung eines Debt Beta berücksichtigt. Zu diesem Zweck hat er für die Peers, für die keine Ratingeinstufung durch einen Ratinganbieter vergeben ist, von S&P Global ermittelte synthetische Ratings herangezogen. Aus dem Unterschied zwischen dem sich auf dieser Grundlage ergebenden durchschnittlichen Fremdkapitalzinssatz und dem laufzeitkongruenten sicheren Zinssatz ergibt sich ein Credit Spread vor persönlichen Steuern. Durch Division des Credit Spread mit der Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern ergibt sich das Debt Beta für die Fremdkapitalgeber.

Im Rahmen des Unlevering hat der Bewertungsgutachter den Marktwert der Finanzverbindlichkeiten mit den Buchwerten der verzinslichen Verbindlichkeiten und der Pensionsrückstellungen abzüglich der vorhandenen liquiden Mittel approximiert. Dadurch unterstellt er, dass die vorhandene Liquidität der Vergleichsunternehmen in vollem Umfang als nicht betriebsnotwendig anzusehen ist.

Die Anpassung an das Kapitalstrukturrisiko von PULSION („Relevering“) hat der Bewertungsgutachter ebenfalls unter Verwendung der Formel für eine wertorientierte Finanzierungspolitik und unter Berücksichtigung des Debt Beta vorgenommen, da die Fremdkapitalkosten den risikolosen Zinssatz übersteigen.

cb) Originärer Betafaktor von PULSION

Die PULSION-Aktie wird seit ihrem Downlisting im Jahr 2014 weiterhin gehandelt, wenn auch nur noch im Freiverkehr an der Börse München und dort auch nur ohne Zustimmung der Gesellschaft. Aus den Handelsdaten lässt sich somit rechnerisch grundsätzlich ein originärer Betafaktor für PULSION ableiten.

Der Bewertungsgutachter hat den Kursverlauf der PULSION-Aktie analysiert und festgestellt, dass der Kursverlauf seit dem Downlisting weder durch das allgemeine Marktgeschehen noch durch unternehmensspezifische Ereignisse oder das Chancen- und Risikoprofil geprägt sei.

Nach Auffassung des Bewertungsgutachters zeige sich insgesamt, dass die vorliegenden Daten zum eigenen Betafaktor von PULSION weder die notwendige Liquidität noch die statistische Signifikanz

aufweisen, um im vorliegenden Fall als Maßstab zur Beurteilung des operativen Risikos von PULSION herangezogen werden zu können.

Wir teilen diese Einschätzung und konnten im Übrigen auch die den vorstehenden Analysen zugrundeliegenden Daten ohne Beanstandungen abstimmen. Zudem halten wir die Schlussfolgerungen des Bewertungsgutachters für begründet und nachvollziehbar.

cc) Auswahl einer Gruppe von Vergleichsunternehmen

Wenn sich ein Betafaktor für das Bewertungsobjekt mangels Börsennotierung oder aus anderen Gründen nicht ermitteln lässt, der Betafaktor nicht aussagekräftig ist oder zur Überprüfung, ob der auf Grundlage der historischen Daten des Bewertungsobjekts ermittelte Betafaktor auch das künftige operative Risiko angemessen beziffert, ist es bei Verwendung des CAPM erforderlich und in der Praxis üblich, hinsichtlich der Risikolage vergleichbare Unternehmen zu identifizieren, für die relevante Betafaktoren ermittelt werden können.

Da andere Unternehmen nicht in jeder Hinsicht mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar sind, versucht die Bewertungspraxis im Allgemeinen, mehrere Unternehmen der relevanten Branche in die Betrachtung mit einzubeziehen, um durch eine Durchschnittsbildung dem Umstand Rechnung zu tragen, dass jedes einzelne Vergleichsunternehmen nicht vollständig mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar ist. Dieser Vorgehensweise liegt darüber hinaus der Gedanke zugrunde, dass sich das Bewertungsobjekt und die übrigen Unternehmen einer Branche tendenziell in Bezug auf ihre Risikolage annähern.

Eine absolute Deckungsgleichheit ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Zahlungsüberschüsse der ausgewählten Vergleichsunternehmen mit einem weitgehend übereinstimmenden Geschäftsmodell erwirtschaftet werden. Deshalb bieten sich zur Auswahl grundsätzlich Unternehmen derselben Branche bzw. mit einer vergleichbaren Produkt- und Marktstruktur an. Bei seiner Suche nach Vergleichsunternehmen hat der Bewertungsgutachter darüber hinaus berücksichtigt, dass für die potenziellen Vergleichsunternehmen historische Handelsdaten in ausreichendem Umfang und ausreichender Qualität zur Verfügung stehen müssen.

Der Bewertungsgutachter ist bei der Ableitung der Peer Group mehrstufig vorgegangen. Seine Vorgehensweise ist in der Gutachtlichen Stellungnahme ausführlich dargestellt. Das Vorgehen des Bewertungsgutachters lässt sich wie folgt zusammenfassen:

- Ausgangspunkt: von PULSION zu Verfügung gestellte Übersicht wesentlicher Wettbewerber (20 Unternehmen)
- Ergänzendes Screening in Datenbanken (27 zusätzliche Unternehmen)
- Ausschluss von zwei Unternehmen (Geschäftsmodell offensichtlich nicht vergleichbar) und einem weiteren Unternehmen (Börsennotierung zwischenzeitlich eingestellt)
- Beurteilung dieser 44 Unternehmen hinsichtlich des Grades der Vergleichbarkeit anhand eines Scoring-Modells (23 verbleibende Unternehmen)¹⁷⁶
- Ausschluss von sieben Unternehmen, für die nicht ausreichend statistisch belastbare relevante Daten verfügbar sind (16 verbleibende Unternehmen)

¹⁷⁶ Kriterien Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells (60 % Gewichtung), Land des Unternehmenssitzes und Absatzmärkte (15 % Gewichtung) und Unternehmensgröße, gemessen an den Umsatzerlösen (25 % Gewichtung). Je nach Vergleichbarkeit Vergabe von jeweils 1 bis maximal 3 Punkten, wobei 2,5 Punkte Voraussetzung zum Verbleib in der sogenannten Short List war.

Die Ausführungen des Bewertungsgutachters machen deutlich, dass die von ihm als Peers gewählten 16 Unternehmen eine hinreichende Vergleichbarkeit mit dem Geschäftsmodell von PULSION aufweisen und deshalb grundsätzlich geeignet sind, das operative Risiko von PULSION zu bestimmen.

Gleichwohl hat der Bewertungsgutachter die Peer Group Unternehmen hinsichtlich ihrer Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt in zwei Gruppen (Tier 1 und Tier 2) eingeteilt.¹⁷⁷ Die zunächst sechs Vergleichsunternehmen der Peer Group Tier 1 beinhalten Unternehmen, die Patientenmonitore und Verbrauchsmaterialien herstellen und vertreiben. Die vorerst zehn Vergleichsunternehmen der Peer Group Tier 2 sind Hersteller von medizinischer Ausrüstung, bei denen dieses Geschäft von untergeordneter Bedeutung ist. Aufgrund der höheren Vergleichbarkeit stützt sich der Bewertungsgutachter auf die Ergebnisse seiner Analyse der Betafaktoren für die Peer Group Tier 1. Die Ergebnisse der Peer Group Tier 2 werden nur zur Plausibilisierung verwendet.

Hinsichtlich des Unternehmens Edwards Lifesciences Co. ist zu beachten gewesen, dass dieses im Jahr 2024 angekündigt hatte, die Produktgruppe Critical Care an Becton, Dickinson and Company and Company zu verkaufen. Ab diesem Zeitpunkt ist Edwards Lifesciences Co. nicht mehr als direkter Wettbewerber und Bestandteil der Peer Group Tier 1 anzusehen. Die Peer Group Tier 1 beinhaltet nach diesem Verkauf fünf Vergleichsunternehmen, die Peer Group Tier 2 elf.

Wir halten die gesetzten Auswahlkriterien und die Priorisierung für sachgerecht. Im Rahmen unserer Prüfung konnten wir die Ableitung und stufenweise Eliminierung potenzieller Vergleichsunternehmen durch den Bewertungsgutachter ohne Beanstandungen nachvollziehen.

Gleichwohl haben wir anhand eigener Recherchen überprüft, ob weitere geeignete Vergleichsunternehmen existieren. Letztlich haben wir vier weitere Unternehmen identifiziert,¹⁷⁸ welche nach unserer Auffassung grundsätzlich ebenfalls in die Peer Group Tier 1 hätten aufgenommen werden können. Für drei dieser Unternehmen liegen allerdings keine ausreichend statistisch belastbaren Daten vor. Letztlich könnte die Peer Group Tier 1 nur um ein weiteres Unternehmen, die Fukuda Denshi Co., Ltd., ergänzt werden.

¹⁷⁷ Eine Unterteilung der Vergleichsunternehmen in zwei Gruppen ist auch von der Rechtsprechung anerkannt (z.B. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Juni 2022, I-26 W 13/18 („Garant Schuh + Mode“); BayObLG, Beschluss vom 8. August 2025, („ERLUS“), 101 W 116/24, a.a.O.).

¹⁷⁸ Bei den Unternehmen handelt es sich um Deltex Medical Group plc, Chichester/Vereinigtes Königreich; Fukuda Denshi Co., Ltd., Tokio/Japan, Kestra Medical Technologies, Ltd., Kirkland, Washington/USA und Uscom Limited, Sydney/Australien

cd) Betafaktor für die Bewertung von PULSION

Der Bewertungsgutachter stellt die Ergebnisse seiner Berechnungen des verschuldeten und des unverschuldeten Betafaktors für die Regressionen gegen einen möglichst marktbreiten lokalen Index für die durchgeführten Analysezeiträume (fünf einzelne Jahresscheiben anhand wöchentlich gemessener Renditen und zwei Jahre anhand wöchentlich gemessener Renditen sowie fünf Jahre anhand monatlich gemessener Renditen)¹⁷⁹ für die Unternehmen der beiden Peer Groups tabellarisch dar.

Er fasst die Ergebnisse dieser Berechnungen verbalisiert weiter zusammen. Im Ergebnis liegen die Mittelwerte der unverschuldeten Betafaktoren in den von ihm herausgehobenen Betrachtungen sämtlich nahe einem Wert von 0,9. Auch aus den übrigen für Plausibilisierungszwecke durchgeführten Berechnungen ergeben sich ähnliche Werte.

Vor dem Hintergrund dieser Analysen hält der Bewertungsgutachter einen unverschuldeten Betafaktor von gerundet 0,9 für die Bewertung von PULSION für angemessen.

Im Rahmen unserer Prüfung konnten wir die Datenerhebungen und Berechnungen des Bewertungsgutachters ohne Beanstandungen nachvollziehen. Zudem halten wir die methodische Vorgehensweise grundsätzlich für sachgerecht.

Auch bei unserer Erweiterung der Peer Group ergibt sich keine wesentliche Abweichung zu den Ergebnissen der Analysen des Bewertungsgutachters. Die zugehörigen Werte liegen im Mittel ebenfalls bei gerundet 0,9.

Prüfungsergebnis

Unter Würdigung des Geschäftsmodells von PULSION halten wir den für die Bewertung von PULSION gewählten unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 0,9 für sachgerecht.

¹⁷⁹ Die Ergebnisse für die Drei-Jahresscheibe sind vergleichbar und werden nicht in der Gutachtlichen Stellungnahme dargestellt.

3. Wachstumsabschlag

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

In der Detailplanungs- und der Konvergenzphase sind die Wachstumspotenziale in der Unternehmensplanung bzw. deren Fortführung und somit in den finanziellen Überschüssen enthalten, da deren einzelne Komponenten als nominale Größen geplant sind. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum ist deshalb nicht erforderlich.

Auch in der Fortführungsphase werden sich die Posten von Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung und somit auch die Nettoeinnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum lässt sich grundsätzlich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden.

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

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

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

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

Der Bewertungsgutachter hat für die Bewertung von PULSION einen Wachstumsabschlag in Höhe von 1,0 % angesetzt.

In dem angesetzten Wachstumsabschlag ist reflektiert, dass die Preissetzungsmacht der Hersteller von Medizintechnik trotz einer auch langfristig hohen Nachfrage nach Medizintechnik angesichts regulatorischer Eingriffe in die Finanzierung des Gesundheitswesens, insbesondere der Krankenhäuser, und einer erheblichen Verhandlungsmacht öffentlicher und privater Krankenversicherungen erheblich eingeschränkt sei. Der Bewertungsgutachter zeigt anhand statistischer Daten zu den Erzeugerpreisen für Katheter und Geräte für medizinische Zwecke auf, dass die annualisierte Preissteigerung dieser Erzeugerpreise über einen langen Betrachtungszeitraum (1995 bis 2024) mit 0,7 % p.a. die Hälfte der konsumorientierten Verbraucherpreisinflation (1,4 % p.a.) beträgt.¹⁸⁰

Wir halten die Einschätzung des Bewertungsgutachters auch anhand der von ihm angegebenen statistischen Daten für nachvollziehbar. Auf dieser Grundlage reflektiert die angesetzte Wachstumsrate nach unserer Auffassung die unternehmensspezifischen inflationsbedingten Wachstumseffekte in angemessener Höhe.

Für die relevanten Märkte ergibt sich auf Grundlage der Erwartungen des Internationalen Währungsfonds für das Jahr 2028 eine durchschnittliche (konsumorientierte) Inflationsrate von etwas mehr als 2,0 %. Diese Größe entspricht auch dem langfristigen Inflationsziels der Europäischen Zentralbank. Nach unserer Einschätzung ist diese Größenordnung auch für noch weiter in der Zukunft liegende Zeiträume ebenfalls als plausibel anzusehen. Empirische Untersuchungen zeigen zudem, dass unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumsraten im Durchschnitt unter der allgemeine Inflationsrate liegen.

Vor dem Hintergrund der vorstehend dargelegten Überlegungen halten wir die für die Bewertung von PULSION angesetzte Wachstumsrate in Höhe von 1,0 % für sachgerecht.

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

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

Beim Ertragswertverfahren setzen sich die zu diskontierenden Nettoeinnahmen der Anteilseigner nachhaltig aus den Gewinnausschüttungen/Dividenden und dem Wertbeitrag aus Wertsteigerungen zusammen. Da der Wertbeitrag aus Wertsteigerungen das zukünftige Dividendenwachstum aus Thesaurierungen vollständig abdeckt, bildet die im Wachstumsabschlag abgebildete Wachstumsrate der Gewinnausschüttungen/Dividenden im Wesentlichen lediglich inflationsbedingte Werteffekte ab, die mit

¹⁸⁰ Beide Werte aufgrund nachvollziehbarer Gründe auf bereinigter Basis.

der unternehmensspezifischen Preissteigerung auf den Beschaffungs- und Absatzmärkten des zu bewertenden Unternehmens einhergehen.

Im vorliegenden Bewertungsfall entspricht der angesetzte Wachstumsabschlag in Höhe von 1,0 % nach dem von Tschöpel/Wiese/Willershausen¹⁸¹ beschriebenen Zusammenhang

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

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

einem nachhaltigen Gewinnwachstum von PULSION in Höhe von rund 4,5 %. Dieser Wert wäre für einen Vergleich mit dem durchschnittlichen Gewinnwachstum deutscher Unternehmen die geeignete Vergleichsgröße.

Der beschriebene Einfluss des thesaurierungsbedingten Wachstums wird in einem Beitrag,¹⁸² der dezidiert die Ursachen von Gewinnwachstum analysiert, bestätigt. Die Autoren kommen darüber hinaus in diesem Beitrag zu dem Ergebnis, dass das preisinduzierte Wachstum von Unternehmensgewinnen in Deutschland in einer Größenordnung von 0,0 % bis 1,5 % liegt. Damit liegt das erwartete Wachstum von 1,0 % innerhalb dieser Bandbreite.

Zur Einordnung des angesetzten Wachstumsabschlags ist darüber hinaus anzuführen, dass sich die in der Bewertungspraxis üblicherweise angesetzten und von der Rechtsprechung bestätigten Wachstumsabschläge nach unserer Analyse von Entscheidungen von Obergerichten bis dato in einer Bandbreite von 0,0 % bis 2,5 % bewegen.

Nach einer aktuellen Studie¹⁸³ zur Analyse von 278 gesellschaftsrechtlich veranlassten Bewertungsgutachten mit Bewertungsstichtagen innerhalb eines Zeitraums von 2010 bis 2024 sank die durchschnittliche Wachstumsrate des nachhaltigen Ergebnisses in diesem Zeitraum von 1,31 % (2010) bis auf 0,80 % (2019) und ist bis 2024 wieder auf 1,35 % gestiegen. Der Median der Wachstumsraten ist – weitgehend parallel dazu – von 1,25 % (2010) bis auf 0,75 % (2016) gesunken und danach wieder auf 1,25 % angestiegen. Die Bandbreite der für Bewertungen im Jahr 2024 angesetzten Wachstumsraten lag zwischen 1,00 % und 2,00 %. Wir halten einen leicht unterhalb des Medians liegenden Wachstumsabschlag für plausibel, da in den für PULSION maßgeblichen regulierten Märkten die Möglichkeiten, Preiserhöhungen durchzusetzen, aus den dargelegten Gründen eingeschränkt sind.

Prüfungsergebnis

Auf der Grundlage der dargestellten Überlegungen halten wir den für die Bewertung der PULSION angesetzten Wachstumsabschlag in Höhe von 1,0 % für sachgerecht.

¹⁸¹ Vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349 ff. und S. 405 ff.

¹⁸² Schieszl/Bachmann/Amann, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Auflage, 2015, 3. Kapitel, Teil G.

¹⁸³ Vgl. i-advice, Studie zur Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen, 11. Auflage (2010 bis 2024/25), Düsseldorf 2025.

4. Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz

Zusammenfassend ergibt sich der Kapitalisierungszinssatz wie folgt:¹⁸⁴

PULSION Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes %	Detailplanung			Grobplanung						ÜJ	TV
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	ab 2035
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Persönliche Einkommensteuer	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%	-0,79%
Basiszinssatz nach persönlichen Steuern	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%	2,21%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%	5,25%
Betafaktor (verschuldet)	0,88	0,86	0,86	0,85	0,85	0,84	0,84	0,83	0,83	0,83	0,83
Risikozuschlag	4,64%	4,52%	4,50%	4,47%	4,45%	4,42%	4,40%	4,36%	4,34%	4,34%	4,33%
Eigenkapitalkosten vor Wachstumsabschlag	6,85%	6,73%	6,71%	6,68%	6,66%	6,63%	6,60%	6,57%	6,54%	6,54%	6,54%
Wachstumsabschlag											-1,00%
Eigenkapitalkosten nach Wachstumsabschlag	6,85%	6,73%	6,71%	6,68%	6,66%	6,63%	6,60%	6,57%	6,54%	6,54%	5,54%

Quellen: S&P Global, Datengrundlage Bewertungsgutachter, eigene Darstellung.

IV. Ableitung des Unternehmenswerts bei einer Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1

1. Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens

Der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens von PULSION zum 17. Oktober 2025 ermittelt sich wie folgt:

PULSION Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen T€	Detailplanung			Grobplanung						ÜJ	TV
	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	ab 2035
Jahresüberschuss	9.488	7.383	8.435	8.971	9.847	10.705	11.638	12.634	13.678	13.812	13.951
Thesaurierung mit Verwendungsplanung										211	214
Thesaurierung mit fiktiver Hinzurechnung	4.744	3.692	4.217	4.486	4.923	5.352	5.819	6.317	6.839	6.695	6.762
Persönliche Steuern auf fiktive Hinzurechnung	626	487	556	592	649	706	767	833	902	883	1.147
Ausschüttung	4.744	3.692	4.217	4.486	4.923	5.352	5.819	6.317	6.839	6.906	6.975
Persönliche Steuern auf Ausschüttung	1.251	974	1.112	1.183	1.299	1.412	1.535	1.666	1.804	1.821	1.840
Nettoeinnahmen	7.611	5.923	6.766	7.197	7.899	8.587	9.336	10.135	10.973	10.896	10.750
Kapitalkosten	6,85%	6,73%	6,71%	6,68%	6,66%	6,63%	6,60%	6,57%	6,54%	6,54%	5,54%
Barwertfaktor	0,9359	0,9369	0,9371	0,9374	0,9376	0,9378	0,9381	0,9383	0,9386	0,9386	18,0424
Barwerte jeweils zum 31. Dezember des Vorjahres	160.629	164.020	169.138	173.727	178.139	182.097	185.582	188.502	190.754	192.265	193.951
Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 31. Dezember 2024	160.629										
Aufzinsungsfaktor		1,05									
Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 17. Oktober 2025	169.310										

Quellen: Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Darstellung.

Prüfungsergebnis

Der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens ist auf der Grundlage plausibler Planzahlen und daraus sachgerecht abgeleiteter Nettoeinnahmen unter Verwendung eines in nachvollziehbarer Weise ermittelten Kapitalisierungszinssatzes und auch insgesamt fachgerecht sowie rechnerisch richtig ermittelt worden.

¹⁸⁴ Der verschuldete Betafaktor ist in allen Jahren niedriger als der unverschuldete Betafaktor (0,90). Das erklärt sich dadurch, dass die Nettofinanzverschuldung einen Vermögenssaldo aufweist.

2. Sonderwerte

Der Bewertungsgutachter hat keine Vermögensgegenstände identifiziert, die als nicht betriebsnotwendiges Vermögen dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzusetzen sind.

Dabei hat er geprüft, ob der Ansatz des vorhandenen Liquiditätsüberhangs als Sonderwert einen höheren Unternehmenswert ergibt als der von ihm gewählte Ansatz.¹⁸⁵ Im Ergebnis würde ein gesonderter Ansatz keinen höheren Unternehmenswert ergeben, da die positiven Effekte des Liquiditätsüberhangs auf den Ertragswert mindestens den Werteffekten eines Ansatzes als Sonderwert erreichen.

Aus Darstellungsgründen hat der Bewertungsgutachter den Barwert der effektiven Steuerersparnis aus der steuerfreien Rückgewähr von Einlagen als Sonderwert angesetzt.

Als Ergebnis der von ihm vorgenommenen und im Einzelnen beschriebenen Berechnungen ergibt sich zum 17. Oktober 2025 ein Wertbeitrag für das steuerliche Einlagekonto in Höhe von T€ 259.

Prüfungsergebnis

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist uns im Verlauf unserer Prüfung nicht bekannt geworden. Der Bewertungsgutachter hat in nachvollziehbarer Weise einen Wertbeitrag für das steuerliche Einlagekonto ermittelt, der dem Ertragswert in Höhe von T€ 259 (Wertbeitrag zum 17. Oktober 2025) hinzugefügt worden ist.

3. Unternehmenswert bei einer Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1

Der Unternehmenswert von PULSION zum Tag der Hauptversammlung, in der die Aktionäre über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre Beschluss fassen sollen (Bewertungsstichtag – 17. Oktober 2025) ergibt sich aus der Addition des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens (T€ 169.310) und des Wertbeitrags aus Sonderwerten (T€ 259), in Summe mit T€ 169.570.

Prüfungsergebnis

Der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 ist zutreffend mit T€ 169.570 abgeleitet worden. Das sind umgerechnet und aufgerundet € 20,57 je PULSION-Aktie.

¹⁸⁵ Verzinsung des Liquiditätsüberhangs und Minderung des verschuldeten Betafaktors.

4. Sensitivitätsanalysen

Aufgrund der grundsätzlichen Unsicherheit hinsichtlich der langfristigen Entwicklung von PULSION und der sich hieraus eventuell bis zum Tag der Hauptversammlung ergebenden Veränderungen hat der Bewertungsgutachter eine Sensitivierung verschiedener Parameter bei der Ableitung des Unternehmenswerts von PULSION vorgenommen und auf dieser Basis eine Wertbandbreite für den anteiligen Wert von PULSION abgeleitet.

Die Ergebnisse dieser Sensitivitätsanalyse stellen sich nach den Berechnungen des Bewertungsgutachters wie folgt dar:

PULSION Sensitivitätsanalyse 1		Basiszinssatz		
€		3,25%	3,00%	2,75%
	5,50%	19,33	19,89	20,48
Marktrisikoprämie	5,25%	19,97	20,57	21,21
	5,00%	20,67	21,31	22,00

Quellen: Datengrundlage Bewertungsgutachter, eigene Darstellung.

PULSION Sensitivitätsanalyse 2		Wachstumsabschlag		
€		0,75%	1,00%	1,25%
	0,95	19,37	19,78	20,21
Unverschuldeter Betafaktor	0,90	20,12	20,57	21,05
	0,85	20,94	21,44	21,97

Quellen: Datengrundlage Bewertungsgutachter, eigene Darstellung.

PULSION Sensitivitätsanalyse 3		Umsatzerlöse in Mio.€ (ÜJ)		
€		52,8	55,6	58,4
	28,20%	19,18	19,76	20,35
EBIT-Marge (ÜJ)	30,20%	19,95	20,57	21,20
	32,20%	20,72	21,38	22,05

Quellen: Datengrundlage Bewertungsgutachter, eigene Darstellung.

Prüfungsergebnis

Wir konnten diese Berechnungen inhaltlich wie rechnerisch ohne Beanstandungen verifizieren.

5. Vergleich mit dem Liquidationswert

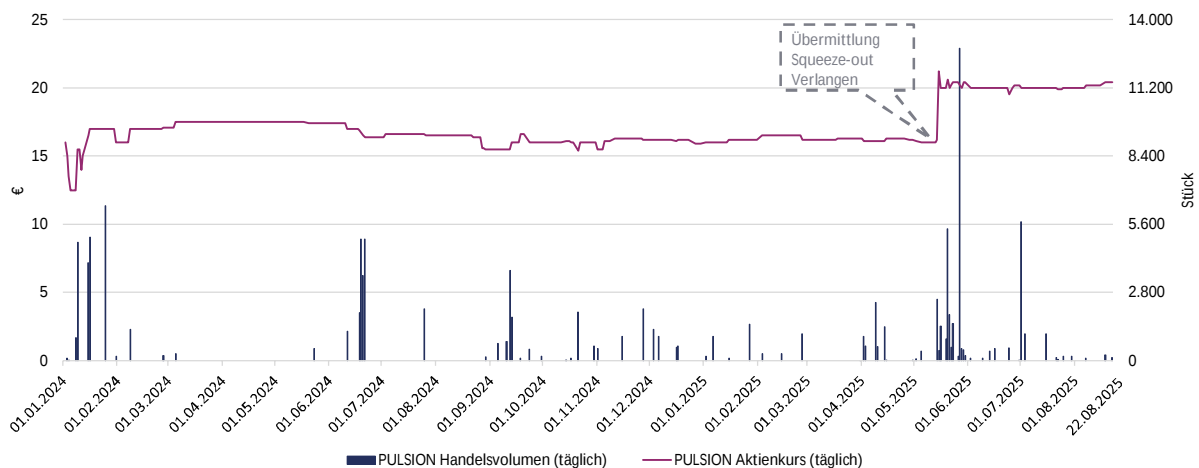
Der Bewertungsgutachter hat den Liquidationswert von PULSION im Rahmen seiner Gutachtlichen Stellungnahme nicht dargestellt, da die Gesellschaft unbefristet fortgeführt werden soll und ferner davon auszugehen sei, dass der Ertragswert aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würde.

Prüfungsergebnis

Das halten wir für zutreffend. Demzufolge ist es auch nach unserer Auffassung nicht erforderlich, den Liquidationswert von PULSION herzuleiten.

E. Bewertung mit dem Börsenkurs

Seit ihrem Downlisting am 30. Dezember 2014 wird die PULSION-Aktie nur noch im Freiverkehr an der Börse München ohne Antrag und Veranlassung von PULSION gehandelt. Für den Zeitraum vom 1. Januar 2024 bis zum 22. August 2025 stellt sich der Handel mit der PULSION-Aktie wie folgt dar:



Wie der Bewertungsgutachter anhand des Handels seit dem Downlisting zutreffend feststellt, ist der tendenziell rückläufige Kursverlauf der PULSION-Aktie in den vergangenen zehn Jahren nur bedingt durch das allgemeine Marktgeschehen und unternehmensspezifische Ereignisse geprägt. Ursächlich hierfür ist neben der geringen Anzahl außenstehender Aktien und des geringen Handelsvolumens auch der Abschluss des BGAV MAQUET/PULSION im Jahr 2014 und die dort fixierte Ausgleichszahlung für die außenstehenden Aktionäre sowie die Entwicklung des Zinsniveaus, welches bei einer feststehenden Ausgleichszahlung das Kursniveau beeinflusst.

Der sprunghafte Anstieg des Börsenkurses am 15. Mai 2025 ist ausschließlich auf die Mitteilung des abstrakten Übertragungsverlangens zurückzuführen.

Im Dreimonatszeitraum, der nach der Rechtsprechung des BGH maßgeblich für die Berechnung des 3M-VWAP¹⁸⁶ ist, sind keine Kursausschläge bei der Kursentwicklung der PULSION-Aktie zu beobachten. Der Kurs entwickelte sich nahezu konstant in einem Korridor von € 16,00 bis € 16,50. In dem relevanten Dreimonatszeitraum wurden nur an insgesamt 12 von 60 Handelstagen insgesamt 10.100 PULSION-Aktien und damit durchschnittlich rund 168 Aktien pro Handelstag gehandelt.

Der 3M-VWAP beträgt € 16,13 je Aktie. Kurssprünge von mehr als 5 % sind im relevanten Dreimonatszeitraum nicht aufgetreten. Auch im Jahreszeitraum vor Ankündigung des beabsichtigten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre sind keine größeren Kurssprünge zu beobachten. Anzeichen für eine Kursmanipulation sind in der Kursentwicklung im relevanten Dreimonatszeitraum nicht ersichtlich.

Es stellt sich die Frage, ob der Börsenkurs im vorliegenden Fall als alleinige Schätzgrundlage für die Bewertung der Beteiligung an einem Unternehmen und einer daraus abgeleiteten angemessenen

¹⁸⁶ Als Untergrenze der Barabfindung.

Barabfindung geeignet ist. Der Bewertungsgutachter hat sich bei Beantwortung dieser Frage an den Kriterien des IDW ES 17 orientiert.¹⁸⁷

Für die sechs Kriterien des IDW ES 17 stellt sich die jeweilige Ausprägung im Ampelsystem wie folgt dar:

Struktur der Anteilseigner	
Liquidität des Aktienhandels	
Marktabdeckung	
Umfang der Berichterstattung	
Stichtagsprinzip	
Kursbeeinflussung	
Gesamtbeurteilung	

Eine besondere Bedeutung ist dem Kriterium Liquidität des Aktienhandels beizumessen. Anhand der im Bewertungsgutachten tabellarisch dargestellten und von uns verifizierten Liquiditätskennzahlen kommt der Bewertungsgutachter zu dem Ergebnis, dass die PULSION-Aktie sowohl in dem relevanten Dreimonatszeitraum als auch in den anderen dargestellten Zeiträumen nur in sehr geringem Umfang gehandelt worden ist. Zudem ist der Bid-Ask-Spread als hoch einzuschätzen. Gleichwohl sind die kumulativen Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV zur Marktenge nicht erfüllt. Demzufolge ist die Ampel hinsichtlich der Liquidität der Aktie nicht auf „Rot“ gesprungen, nach unserer Auffassung aber dunkelgelb.

Von wesentlicher Bedeutung ist auch das Kriterium Umfang der Berichterstattung. Wie der Bewertungsgutachter zutreffend feststellt, veröffentlicht PULSION als Finanzinformation nur noch den Jahresabschluss und Lagebericht. Die in dieser Berichterstattung nach HGB enthaltenen Informationen haben nach allgemeiner Marktauffassung einen wesentlich geringeren Informationsgehalt als die Unterlagen, die von den im regulierten Markt notierten Unternehmen zu veröffentlichen sind. Im vorliegenden Fall enthalten die veröffentlichten Unterlagen nur sehr wenige und auf ein Geschäftsjahr beschränkte prognostische Informationen. Zudem liegen diese Informationen mit einem sehr großen zeitlichen Abstand vor. Auch aus den von GETINGE veröffentlichten Unterlagen kann weder unmittelbar

¹⁸⁷ Vgl. Abschnitt C.II.4.

noch mittelbar auf die Entwicklung von PULSION geschlossen werden. Demzufolge hat der Bewertungsgutachter dieses Kriterium mit rot bewertet.

Im Übrigen hat der Bewertungsgutachter entsprechend IDW ES 17 auch die Kriterien „Struktur der Anteilseigner“ und Marktabdeckung mit rot bewertet.

Der Bewertungsgutachter kommt zutreffend zu dem Ergebnis, dass der Börsenkurs gemäß IDW ES 17 nicht als alleiniger Maßstab für den „wahren“ Wert herangezogen werden kann, da mindestens eine Ausprägung rot ist.¹⁸⁸ Auch die Kriterien, welche die Rechtsprechung in den bisher entschiedenen Fällen zur effektiven Informationsbewertung und damit zur Berücksichtigung des Börsenkurses als alleinige Schätzgrundlage heranzieht, sind im Dreimonatszeitraum vor dem Verlangen auf Ausschluss der Minderheitsaktionäre mit Bezug auf die Vorgaben des BGH und des OLG Frankfurt am Main ebenfalls nicht erfüllt.

Wir haben sämtliche Grundlagen, auf denen diese Einschätzung beruht und die im Einzelnen im Bewertungsgutachten dargestellt sind, verifiziert und halten die daraus gezogene Schlussfolgerung für zutreffend.

Prüfungsergebnis

Der Börsenkurs ist als alleinige Schätzgrundlage für die Bemessung der angemessenen Barabfindung für die Minderheitsaktionäre von PULSION nicht geeignet.

¹⁸⁸ Im vorliegenden Fall sind es sogar drei.

F. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Bei der Bewertung von PULSION sind keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne der §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG aufgetreten.

G. Plausibilisierung des Unternehmenswerts

Nach der Rechtsprechung ist der Wert einer Beteiligung an einem Unternehmen zur Feststellung der angemessenen Höhe einer Kompensationsleistung im Allgemeinen aus dem fundamental mittels Zukunftserfolgswertverfahren ermittelten Unternehmenswert oder aus der Börsenbewertung abzuleiten.¹⁸⁹

Der Bewertungsgutachter hat einen Fundamentalwert ermittelt und auf eine Aktie umgerechnet. Wir halten den ermittelten Wert je Aktie für sachgerecht hergeleitet.¹⁹⁰

Des Weiteren hat der Bewertungsgutachter untersucht, ob der Börsenkurs im vorliegenden Bewertungsfall eine geeignete Methode darstellt. Er stellt zutreffend fest, dass der Börsenkurs (zumindest) nicht als alleinige Schätzgrundlage im Sinne der Rechtsprechung des BGH für die Bemessung der Barabfindung geeignet ist. Wir haben auch die Ermittlung des 3M-VWAP und die Eignung des Börsenkurses zur Bestimmung des „wahren“ Werts der Aktie geprüft.¹⁹¹

Nach IDW ES 17 ist maßgeblich auf den objektivierten Unternehmenswert (Zukunftserfolgswert) nach IDW S 1 abzustellen, wenn zumindest ein Beurteilungskriterium in dem Ampelsystem eine rote Ausprägung aufweist.¹⁹² Der Bewertungsgutachter hat zutreffend festgestellt, dass drei dieser Kriterien eine rote Ausprägung aufwiesen. Entsprechend IDW ES 17 zieht er daraus das Fazit, dass maßgeblich auf den objektivierten Unternehmenswert abzustellen ist.

In seiner Gesamtschau stellt der Bewertungsgutachter den Wert je Aktie auch im Vergleich zu weiteren Wert- und Preismaßstäben dar.

Dazu gehören die Bandbreiten des Börsenkurses für einen Zeitraum von 24 und von drei Monaten vor Ankündigung der beabsichtigten Maßnahme sowie der 3M-VWAP. Des Weiteren hat er auch die Bandbreite der Vorerwerbspreise von MAQUET für die PULSION-Aktie in den Jahren 2020 bis 2024¹⁹³ ermittelt und in die Gesamtschau einbezogen. Zudem stellt er den anteiligen Buchwert des Eigenkapitals nach HGB dar.

Zur Plausibilisierung des Unternehmenswerts hat er darüber hinaus eine Bewertung auf Basis von Multiplikatoren vorgenommen, deren Ergebnisse zusammengefasst als Bandbreiten in die Gesamtschau eingehen.

Wir haben sämtliche weiteren Wert- und Preismaßstäbe ohne Beanstandungen verifizieren können.

¹⁸⁹ Vgl. Abschnitt C.I und C.II

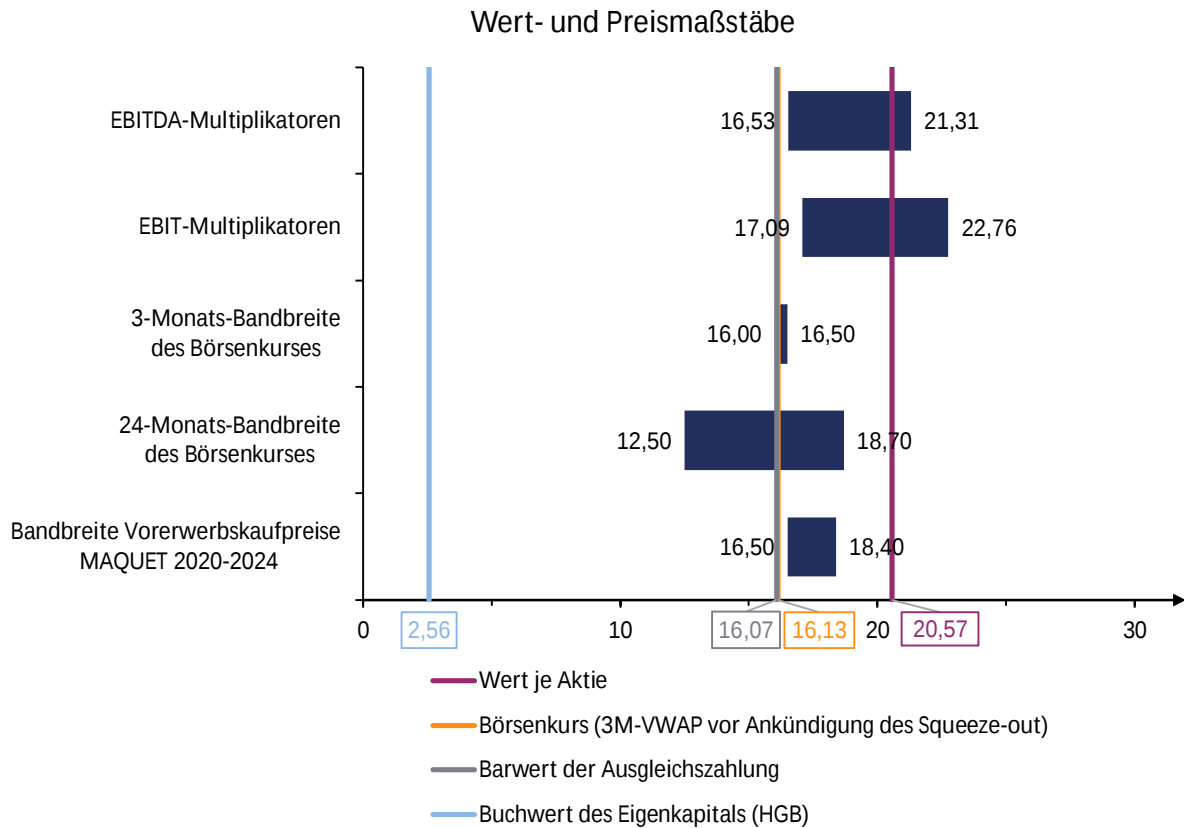
¹⁹⁰ Vgl. Abschnitt D.

¹⁹¹ Vgl. Abschnitt E.

¹⁹² Vgl. Abschnitt C.II.4.

¹⁹³ Im Jahr 2025 hat MAQUET keine Aktien von PULSION erworben.

Im Vergleich zum Wert je Aktie stellen sich die anderen Wert- und Preismaßstäbe wie folgt dar:¹⁹⁴



Anhaltspunkte dafür, dass der mit dem Zukunftserfolgswertverfahren ermittelte Unternehmenswert von PULSION je Aktie nicht angemessen oder die bei seiner Ermittlung zugrunde gelegte Planungsrechnung als konservativ einzuschätzen ist, ergeben sich nicht.

Prüfungsergebnis

Die vorgenommenen Plausibilisierungen geben keinen Hinweis dafür, dass die vorliegende Bewertung nicht angemessen wäre.

¹⁹⁴ Daneben ist hier auch der Barwert der Ausgleichszahlungen als mögliche Untergrenze der angemessenen Barabfindung dargestellt (vgl. dazu Abschnitt H).

H. Ableitung der Barabfindung

Verschiedene Aktiengattungen oder andere Gründe, nach denen der Unternehmenswert nicht proportional auf eine Aktie umzurechnen wäre, liegen nicht vor.

Der Unternehmenswert von PULSION beträgt € 20,57 je Aktie.

Auch wenn der Handel der PULSION-Aktie im relevanten Dreimonatszeitraum sehr niedrig war, so hat doch vereinzelt ein Handel stattgefunden. Anzeichen für Kursmanipulationen liegen nicht vor. Eine dezidierte Darstellung der Kriterien, wann ein Börsenkurs auch als Untergrenze der Barabfindung nicht herangezogen werden kann, erübrigt sich, da der 3M-VWAP (€ 16,13) unter dem anteiligen Unternehmenswert je PULSION-Aktie (€ 20,57) liegt.

Der Bewertungsgutachter hat sich auch mit der Frage auseinandergesetzt, ob der Barwert der Ausgleichszahlungen als Untergrenze der Barabfindung in Betracht kommt. Der BGAV MAQUET/PULSION ist bislang nicht gekündigt worden. Es liegen auch keine Anhaltspunkte für eine Vertragsbeendigung vor. Es ist deshalb bei der Berechnung des Barwerts der Ausgleichszahlungen davon auszugehen, dass diese für einen unendlichen Zeitraum gezahlt werden.¹⁹⁵

Nach dem Beschluss des OLG München vom 3. Dezember 2020 beträgt die Ausgleichszahlung je PULSION-Aktie brutto € 1,04 abzüglich Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz.¹⁹⁶ Derzeit ergibt sich nach Abzug der Körperschaftsteuer (15 %) und des Solidaritätszuschlags (5,5 % der Körperschaftsteuer) für ein volles Geschäftsjahr ein Ausgleich von € 0,88 je PULSION-Aktie. Aufgrund der schrittweisen Senkung des Körperschaftsteuersatzes nach dem StInvSofortPG¹⁹⁷ steigt dieser Betrag künftig bis auf € 0,94 je PULSION-Aktie.

Für die Kapitalisierung der Ausgleichszahlungen ist als Risikozuschlag der hälftige Risikozuschlag aus der Unternehmensbewertung anzusetzen, da eine Put-Option nicht vereinbart ist.¹⁹⁸ Der Zinssatz zur Kapitalisierung der Ausgleichszahlungen beträgt deshalb 4,40 %.

Nach den inhaltlich wie rechnerisch von uns ohne Beanstandungen nachvollzogenen Berechnungen des Bewertungsgutachters ergibt sich ein Barwert der Ausgleichszahlungen von € 16,07 je PULSION-Aktie. Dieser liegt unter dem anteiligen Unternehmenswert je PULSION-Aktie (€ 20,57) und bestimmt deshalb ebenfalls nicht die Untergrenze der Barabfindung.

Die Barabfindung wurde dementsprechend mit € 20,57 je PULSION-Aktie festgelegt.

Prüfungsergebnis

Auf Grundlage der Verhältnisse bei Zeichnung dieses Prüfungsberichts ist die festgelegte Barabfindung von € 20,57 angemessen.

¹⁹⁵ Vgl. Abschnitt C.I

¹⁹⁶ Vgl. Abschnitt C.VI.1.

¹⁹⁷ Vgl. Abschnitt D.II.5.

¹⁹⁸ Vgl. Abschnitt C.I

Sollten sich in der Zeit zwischen Abschluss unserer Prüfung (28. August 2025) und dem vorgesehenen Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung von PULSION über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre (17. Oktober 2025) wesentliche Veränderungen der Verhältnisse, die bei der Bestimmung der angemessenen Barabfindung berücksichtigt worden sind, ergeben, so wären diese bei der Bemessung der Barabfindung noch zu berücksichtigen, soweit sich aufgrund der Veränderungen ein Wert je PULSION-Aktie ergäbe, der die derzeit vorgeschlagene Barabfindung übersteigt.

I. Abschließende Erklärung

Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir die Angemessenheit der von der MAQUET Medical Systems AG, Rastatt, als Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Pulsion Medical Systems SE, Feldkirchen, geprüft.

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

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der MAQUET Medical Systems AG als Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der Pulsion Medical Systems SE in Höhe von € 20,57 je Stückaktie angemessen.“

Düsseldorf, den 28. August 2025

ADKL AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Wagner', written in a cursive style.

Wolfram Wagner
Wirtschaftsprüfer

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Axel Augustin', written in a cursive style.

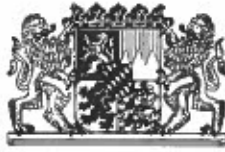
ppa. Axel Augustin
Wirtschaftsprüfer

elektronische Signatur:

elektronische Signatur:

Landgericht München I

Az.: 5 HK O 6348/25



In dem Rechtsstreit

Maquet Medical Systems AG, vertreten durch d. Vorstand, Kehler Straße 31, 76437 Rastatt
- Antragstellerin -

Verfahrensbevollmächtigte:

Rechtsanwälte **Friedrich Graf von Westphalen & Partner mbB**, Kaiser-Joseph-Straße 284,
79098 Freiburg, Gz.: 106119/2024

wegen Übertragungsprüfer

erlässt das Landgericht München I - 5. Kammer für Handelssachen - durch die Vorsitzende Richterinnen am Landgericht Kern am 16.05.2025 folgenden

Beschluss

1. Auf Antrag der

MAQUET Medical Systems AG

vertreten durch den Vorstand

Kehler Straße 31

76437 Rastatt

bestellt die stellvertretende Vorsitzende der 5. Kammer für Handelssachen beim LG München I gem. §§ 327 c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4, 293 c Abs. 1 AktG i.V.m. Art. 9 Abs. 1 VO (EG) Nr. 2157/2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft die

ADKL AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

c/o Herrn WP Dipl. -Kfm. Wolfram Wagner

Breite Straße 29-31

40213 Düsseldorf

zum Prüfer für die Überprüfung der Angemessenheit einer von der Antragstellerin als Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung an die Aktionäre der

PULSION Medical Systems SE mit Sitz in Feldkirchen, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 192563

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

Gründe:

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

gez.

Kern
Vorsitzende Richterin am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift
München, 16.05.2025

Spensberger, JAng
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle

Allgemeine Auftragsbedingungen

für

Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2024

1. Geltungsbereich

- (1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüferinnen, 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 in Textform vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.
- (2) Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber. Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

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 Vereinbarung in Textform.
- (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 Folgen 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 Erklärung in gesetzlicher Schriftform oder einer sonstigen vom Wirtschaftsprüfer bestimmten Form 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 in gesetzlicher Schriftform oder Textform darzustellen hat, ist allein diese Darstellung maßgebend. Entwürfe solcher Darstellungen sind

unverbindlich. Sofern nicht anders gesetzlich vorgesehen oder vertraglich vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie in Textform 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 in Textform erteilten 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 Fehlschlägen, 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) Ein Nacherfüllungsanspruch aus Abs. 1 muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Nacherfüllungsansprüche 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 der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt. Gleiches gilt für Ansprüche, die Dritte aus oder im Zusammenhang mit dem Vertragsverhältnis gegenüber dem Wirtschaftsprüfer geltend machen.

(3) 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.

(4) Der Höchstbetrag nach Abs. 2 bezieht sich auf einen einzelnen Schadensfall. Ein einzelner Schadensfall 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.

(5) Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der in Textform erklärten 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.

(6) § 323 HGB bleibt von den Regelungen in Abs. 2 bis 5 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 in gesetzlicher Schriftform erteilter 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 wesentliche 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 Vereinbarung in Textform umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in die Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:

- Ausarbeitung und elektronische Übermittlung der Jahressteuererklärungen, einschließlich E-Bilanzen, für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlichen Aufstellungen und Nachweise
- Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- 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 Vereinbarungen in Textform 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 und Einheitsbewertung sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrags. Dies gilt auch für

- die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer und Grunderwerbsteuer,
- die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
- die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
- 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.