



Prüfungsbericht

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

der

MorphoSys AG
Planegg

auf die

Novartis BidCo Germany AG
München

Management Summary	Abschnitt	Seite										
Bewertungsstichtag und Bewertungsmethode												
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bewertungsstichtag 27. August 2024 (Tag der Hauptversammlung der MOR AG) 	C.IV	21										
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 unter Verwendung der Ertragswertmethode und mit dem 3M-VWAP 	C.V	22										
Planung der MOR AG												
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Planungsrechnung der MOR AG (Planung des EBIT) für Zwecke der Unternehmensbewertung geeignet 	D.II.2	43										
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Planung der Gesellschaft nachvollziehbar 	D.II.3	45										
Zu kapitalisierende Nettoeinnahmen												
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Planung der Gesellschaft vom Bewertungsgutachter sachgerecht in eine vollständig integrierte Planungsrechnung überführt 	D.II.4	50										
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nettoeinnahmen auch insgesamt fachgerecht vom Bewertungsgutachter abgeleitet 												
Parameter des unverschuldeten Kapitalisierungszinssatzes												
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Parameter MorphoSys AG</th> <th>Wert</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)</td> <td>1,84%</td> </tr> <tr> <td>Unverschuldeter Betafaktor</td> <td>1,10</td> </tr> <tr> <td>Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)</td> <td>5,75%</td> </tr> <tr> <td>Unverschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern)</td> <td>8,17%</td> </tr> </tbody> </table>	Parameter MorphoSys AG	Wert	Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)	1,84%	Unverschuldeter Betafaktor	1,10	Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)	5,75%	Unverschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern)	8,17%	D.III	53
Parameter MorphoSys AG	Wert											
Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)	1,84%											
Unverschuldeter Betafaktor	1,10											
Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)	5,75%											
Unverschuldete Eigenkapitalkosten (nach persönlichen Steuern)	8,17%											
Unternehmenswert												
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Einschließlich Sonderwerten (€ 179,9 Mio.) objektivierter Unternehmenswert nach IDW S 1 zum 27. August 2024 € 1.504,4 Mio. 	D.IV.3	72										
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mit der Börsenkapitalisierung (3M-VWAP zum 20. Juni 2024) ermittelter Unternehmenswert zum 27. August 2024 € 2.457,0 Mio. 	E	74										
Angemessenheit												
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Objektivierter Unternehmenswert nach IDW S 1 € 39,89 je Stückaktie ▪ Börsenkurs (3M-VWAP) € 67,53 je Stückaktie ▪ Barabfindung € 68,00 je Stückaktie angemessen 	H	90										

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	9
1. Zukunftserfolgswert	10
2. Liquidationswert und Substanzwert	13
3. Vereinfachte Preisfindungen	13
4. Gezahlte Kaufpreise und Börsenkurse	14
III. Prüfungsvorgehen	17
IV. Bewertungsstichtag	21
V. Bewertungsmethoden	22
VI. Bewertungsobjekt	23
1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse	23
2. Wirtschaftliche Grundlagen	29
a) Geschäftsmodell und Unternehmensstrategie	29
b) Makroökonomische Situation und Ausblick	34
c) Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie Marktposition	35
d) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage	39
3. Wesentliche Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzepts	40
D. Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1	41
I. Struktur und Abgrenzung des Bewertungsobjekts	41
II. Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen	41
1. Aufbau der Planungsrechnung und Planungsprozess (einschließlich Synergien)	41
2. Analyse der Planungstreue	43
3. Analyse der Planung des operativen Ergebnisses (EBIT)	45
a) Übersicht	45
b) Umsatzerlöse	46
c) Operatives Ergebnis (EBIT)	48
d) Gesamtwürdigung	49
4. Ableitung der Nettoeinnahmen nach persönlichen Ertragsteuern durch den Bewertungsgutachter	50
III. Kapitalisierungszinssatz	53
1. Basiszinssatz	53
2. Risikozuschlag	56
a) Erfassung des Risikos	56
b) Marktrisikoprämie	58
c) Betafaktor	63
ca) Methodische und praktische Anwendungsfragen	63
cb) Originärer Betafaktor der MOR AG	66
cc) Auswahl einer Gruppe von Vergleichsunternehmen	67
cd) Betafaktor für die Bewertung der MOR AG	68
3. Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz	70
IV. Ableitung des Unternehmenswerts bei einer Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1	70
1. Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens	70
2. Sonderwerte	71
3. Unternehmenswert bei einer Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1	72
4. Sensitivitätsanalyse	73
5. Vergleich mit dem Liquidationswert	73
E. Bewertung mit dem Börsenkurs	74
F. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	86
G. Plausibilisierung des Unternehmenswerts	87
H. Angemessenheit der festgelegten Barabfindung	90
I. Abschließende Erklärung	92

Anlage 1 Beschluss des Landgerichts München I – 5. Kammer für Handelssachen – zur Bestellung des sachverständigen Prüfers

Anlage 2 Allgemeine Auftragsbedingungen

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

Abkürzungs- und Symbolverzeichnis

€	Euro
\$	US-Dollar
%	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
Abs.	Absatz
Adjusted Beta	Angepasstes Beta (Kombination der Raw Beta und Marktportfolio-Beta (definitionsgemäß = 1,0), die mit einem Gewicht von zwei bzw. einem Drittel in die Berechnung eingehen
ADS	American Depositary Share (Aktie eines nicht US-amerikanischen Unternehmens, die von einer US-Depotbank gehalten und an einer Börse in den USA gehandelt wird)
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
Art.	Artikel
ASCO	American Society of Clinical Oncology, Alexandria, Virginia/USA
ASH	American Society of Hematology, Washington, D.C./USA
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn und Frankfurt am Main
BeckRS	Elektronische Entscheidungsdatenbank in beck-online (publizistische Verwendung Verlag C.H.BECK)
BET	Proteine mit Bromodomain- und Extra-Terminal-Domain
Betafaktor	Systematisches Risiko (Marktrisiko) nach dem Capital Asset Pricing Model
BetriebsBerater	Zeitschrift
Bewertungsgutachter	ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH
Bewertungsobjekt	MorphoSys AG
BewertungsPraktiker	Zeitschrift
Bewertungstichtag	Tag der Beschlussfassung der Hauptversammlung der MorphoSys AG über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre (27. August 2024)
BGH	Bundesgerichtshof, Karlsruhe
BGHZ	Sammlung der Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen (Zeitschrift)
Bid-Ask-Spread	Geld-Brief-Spanne
Biogen	Biogen Inc., Cambridge, Massachusetts/USA
BVerfG	Bundesverfassungsgericht, Karlsruhe

BVerfGE	Sammlung der Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts (Zeitschrift)
BvR	Aktenzeichen einer Verfassungsbeschwerde zum Bundesverfassungsgericht
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 (marktbreitester deutscher Aktienindex, der alle an der Frankfurter Wertpapierbörse im General Standard und Prime Standard notierten Aktien enthält)
CF	Corporate Finance (Zeitschrift)
CFB	Corporate Finance Biz (Zeitschrift)
Co-Development	Gemeinsame Weiterentwicklung eines Medikamentenkandidats im Rahmen einer Kollaboration mit einem Partner
Constellation	Constellation Pharmaceuticals, Inc., gemeinsam mit ihrer Tochtergesellschaft Constellation Securities Corp., beide Boston, Massachusetts/USA
Constellation Inc.	Constellation Pharmaceuticals, Inc., Boston, Massachusetts/USA
Corp.	Corporation (US-amerikanische oder kanadische Rechtsform; der AG vergleichbar)
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
DVFA	DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V., Frankfurt am Main
DVFA-Empfehlungen	„Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ des Arbeitskreises „Corporate Transactions and Valuation“ der DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V.
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
EMA	European Medicines Agency, Amsterdam/Niederlande (Europäische Arzneimittel-Agentur; zuständig für die Beurteilung und Überwachung von Arzneimitteln in der Europäischen Union)
EU	Europäische Union
EU5-Staaten	Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien und Spanien
EUR	Euro (Währungscode nach ISO 4217)
Euribor	Euro Interbank Offered Rate (Referenzzinssatz für unbesicherte Termingelder in Euro im Interbankengeschäft)
EZH	Enhancer of Zeste Homolog

EZH2	Enzym, das die Expression von Zielgenen unterdrückt
f.	Folgende (Seite)
Fast Track	Zulassungsverfahren der U.S. Food and Drug Administration, welches die Verfügbarkeit neuer Medikamente für bedürftige Patienten beschleunigen kann
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
FDA	U.S. Food and Drug Administration, Silver Spring, Maryland/USA (US-Behörde, die die Sicherheit und Wirksamkeit von Arzneimitteln der Human- und Tiermedizin, biologischen Produkten, Medizinprodukten, Lebensmitteln, strahlenemittierenden Geräten, Tabakprodukten und Kosmetik kontrolliert)
FD&C	Federal Food, Drug and Cosmetic Act (gesetzliche Regelungen, die die U.S. Food and Drug Administration dazu ermächtigen, die Sicherheit von Lebensmitteln, Arzneimitteln, medizinischen Produkten und Kosmetik zu überwachen)
ff.	Folgende (Seiten)
FP&A	Financial Planning & Analysis
FTE	Full-Time-Equivalent (Vollzeitäquivalent)
Gesellschaft	MorphoSys AG
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Gutachtliche Stellungnahme	Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der MorphoSys AG und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG in Verbindung mit §§ 327a ff. AktG zum 27. August 2024
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
GWR	Zeitschrift für Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
HI-Bio	Human Immunology Biosciences, Inc., San Francisco, Kalifornien/USA
Hauptaktionärin	Novartis BidCo Germany AG
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister, Abteilung B
Hrsg.	Herausgeber
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 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 Aktiengesellschaft vergleichbar)
Incyte	Incyte Inc., Wilmington, Delaware/USA
Inhibitor	Hemmstoff (in der Pharmakologie als enzymhemmende Stoffe verwendet)
ISIN	International Securities Identification Number (internationale Wertpapierkennnummer)
ISO	Internationale Organisation für Normung
IWF	Internationaler Währungsfonds, Washington, D.C./USA
JAK-Inhibitor	Janu-Kinase-Inhibitor (Art von Medikamenten zur Immunmodulation)
KFS/BW 1	Fachgutachten zur Unternehmensbewertung (Österreich)
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LLC	Limited Liability Company (US-amerikanische Rechtsform, in der Eigenschaften einer Kapitalgesellschaft mit denen einer Personengesellschaft vereinigt sind)
M&A	Mergers & Acquisitions (Transaktionen auf dem Markt für Unternehmen)
m.w.N.	Mit weiteren Nachweisen
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)
MOR AG	MorphoSys AG, Planegg
MorphoSys	MorphoSys AG gemeinsam mit den von ihr nach § 17 AktG abhängigen Unternehmen
MOR-Aktie (n)	Nennwertlose, auf den Inhaber lautende Stückaktie (n) der MorphoSys AG mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils € 1,00
Mrd.	Milliarde (n)
MSCI World	Weltweiter Aktienindex
MüKoAktG	Münchener Kommentar zum AktG, 6. Auflage, Band 5 (§§ 278-328 AktG, SpruchG), München 2023
n.a.	Nicht verfügbar (not available) bzw. Angabe nicht sinnvoll
N.V.	Naamloze Vennootschap (niederländische Rechtsform, der Aktiengesellschaft vergleichbar)
NASDAQ	Von der Nasdaq, Inc., New York City, New York/USA, betriebene vollelektronische Handelsplattform („National Association of Securities Dealers Automated Quotations“)
NASDAQ Composite Index	Marktbreitester Aktienindex in den USA (sämtliche bei der NASDAQ gelisteten Eigenkapitalinstrumente, die ihren Schwerpunkt in Technologie haben; derzeit rund 3.340)
NASDAQ Health Care Index	Sämtliche Titel, die bei der NASDAQ gelistet sind und im Weitesten Sinn ihren Tätigkeitsschwerpunkt in der Gesundheitsversorgung haben (derzeit rund 920)
Novartis	Novartis AG, Basel/Schweiz
Novartis BidCo	Novartis BidCo AG, Basel/Schweiz
Novartis BidCo Germany	Novartis BidCo Germany AG, München

Novartis-Konzern	Novartis AG gemeinsam mit den von ihr nach § 17 AktG abhängigen Unternehmen
Nr.	Nummer
OLG	Oberlandesgericht
openJur	Rechtsprechungsdatenbank
operatives Ergebnis	EBIT
p.a.	Per annum (pro Jahr)
Peer	Vergleichsunternehmen
Peer Group	Gruppe von (börsennotierten) Vergleichsunternehmen
plc	Public limited company (Rechtsform in angelsächsisch geprägten Rechtsräumen)
Raw Beta	Betafaktor ermittelt auf Basis historischer Daten
Royalty Pharma	Royalty Pharma plc, New York City, New York/USA
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
SDAX	Small-Cap-DAX (deutscher Aktienindex, der die 70 größten Unternehmen – gemessen an der Marktkapitalisierung und dem Orderbuchumsatz – enthält, die auf die 40 Unternehmen des DAX und die 50 Unternehmen des MDAX folgen)
Squeeze-out	Ausschluss der Minderheitsaktionäre
SpruchG	Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren (Spruchverfahrensgesetz – SpruchG)
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
TecDAX	Technologie-DAX (Bezeichnung für den deutschen Aktienindex, der die 30 größten sogenannten Technologiewerte – gemessen an der Marktkapitalisierung und dem Orderbuchumsatz – enthält)
Translationale Medizin	Aktivitäten und Maßnahmen, die sich mit der Umsetzung von Forschungsergebnissen aus Medizin und Gesundheitswissenschaften in der Gesundheitsversorgung beschäftigen
Übernahmeangebot	Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot (Barangebot) der Novartis BidCo AG an die Aktionäre der MorphoSys AG zum Erwerb sämtlicher auf den Inhaber lautenden Stückaktien, einschließlich sämtlicher durch American Depositary Shares repräsentierten, auf den Inhaber lautenden Stückaktien der MorphoSys AG gegen Zahlung einer baren Gegenleistung in Höhe von € 68,00 je Aktie der MorphoSys AG (Angebotsunterlage vom 11. April 2024)
Übertragungsbericht	Übertragungsbericht vom 12. Juli 2024 – Bericht der Novartis BidCo Germany AG als Hauptaktionärin der MorphoSys AG über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der MorphoSys AG auf die Novartis BidCo Germany AG sowie zur Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG in Verbindung mit § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG
UmwG	Umwandlungsgesetz

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
ValueTrust	ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München
Verordnung (EG) 1287/2006	Verordnung (EG) 1287/2006 der Kommission vom 10. August 2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufzeichnungspflichten für Wertpapierfirmen, die Meldung von Geschäften, die Markttransparenz, die Zulassung von Finanzinstrumenten zum Handel und bestimmte Begriffe im Sinne dieser Richtlinie
Verschmelzungsvertrag	Verschmelzungsvertrag zwischen der Novartis BidCo Germany AG mit Sitz in München als Übernehmender Gesellschaft und der MorphoSys AG mit Sitz in Planegg als Übertragender Gesellschaft (12. Juli 2024)
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)
XETRA	Bezeichnung (ex change electronic trading = elektronischer Börsenhandel) eines börslichen Handelsplatzes der Deutsche Börse AG, Frankfurt am Main
z.B.	Zum Beispiel
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis

A. Auftrag und Auftragsdurchführung

Die Novartis BidCo Germany AG, München,¹ als Hauptaktionärin der

MorphoSys AG, Planegg,²

beabsichtigt, die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der MOR AG auf die Novartis BidCo Germany im Wege des sogenannten verschmelzungsrechtlichen³ Squeeze-out in der für den 27. August 2024 geplanten ordentlichen Hauptversammlung der MOR AG beschließen zu lassen.

Die Novartis BidCo Germany und die MOR AG haben heute einen Verschmelzungsvertrag⁴ gezeichnet. Mit diesem Vertrag soll die MOR AG ihr Vermögen als Ganzes unter Auflösung ohne Abwicklung nach §§ 2 Nr. 1, 4 ff., 60 ff. UmwG auf die Novartis BidCo Germany übertragen. Der Verschmelzungsvertrag enthält die Angabe, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre der MOR AG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung erfolgen soll. Im Verschmelzungsvertrag ist ferner vorgesehen, dass dessen Wirksamkeit unter die aufschiebende Bedingung gestellt wird, dass ein Beschluss der Hauptversammlung der MOR AG nach § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der MOR AG auf die Novartis BidCo Germany als Hauptaktionärin in das Handelsregister des Sitzes der MOR AG mit dem Vermerk nach § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG eingetragen wird.

Als Gegenleistung für die Übertragung ihrer Aktien ist den Minderheitsaktionären eine angemessene Barabfindung zu gewähren.⁵ Der Hauptaktionär legt die Höhe der Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung fest.⁶

Die den Minderheitsaktionären der MOR AG zu gewährende Barabfindung ist aus dem Unternehmenswert der MOR AG abzuleiten, sofern nicht eine höhere Untergrenze der Barabfindung zu beachten ist. Die Hauptaktionärin hat die ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München,⁷ beauftragt, die Höhe des Unternehmenswerts der MOR AG zum 27. August 2024 und der angemessenen Barabfindung je nennwertlose, auf den Inhaber lautende Stückaktie der MOR AG mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils € 1,00⁸ zu ermitteln.

ValueTrust hat heute eine „Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der MorphoSys AG und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG in Verbindung mit §§ 327a ff. AktG zum 27. August 2024“⁹ vorgelegt.

Der „Übertragungsbericht vom 12. Juli 2024 – Bericht der Novartis BidCo Germany AG als Hauptaktionärin der MorphoSys AG über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der MorphoSys AG auf die Novartis BidCo Germany AG sowie zur Erläuterung und Begründung der

¹ „Novartis BidCo Germany“, oder „Hauptaktionärin“.

² „MOR AG“, „Gesellschaft“ oder „Bewertungsobjekt“: gemeinsam mit den von ihr nach § 17 AktG abhängigen Unternehmen „MorphoSys“.

³ Auch „umwandlungsrechtlicher Squeeze-out“.

⁴ Verschmelzungsvertrag zwischen der Novartis BidCo Germany AG mit Sitz in München als Übernehmender Gesellschaft und der MorphoSys AG mit Sitz in Planegg als Übertragender Gesellschaft (12. Juli 2024).

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

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

⁷ „ValueTrust“ oder „Bewertungsgutachter“.

⁸ „MOR-Aktie“.

⁹ „Gutachtliche Stellungnahme“.

Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG in Verbindung mit § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG¹⁰ enthält die Gutachtliche Stellungnahme in vollständiger Fassung als dessen Anlage 7. Die Novartis BidCo Germany 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.¹¹

Ursprünglich war beabsichtigt, dass die MOR AG als das künftig beherrschte Unternehmen und die Novartis BidCo AG, Basel/Schweiz,¹² als das künftig herrschende Unternehmen einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag gemäß § 291 Abs. 1 Satz 1 AktG abschließen. Vor diesem Hintergrund hatten die Novartis BidCo und die MOR AG beim zuständigen Landgericht gemeinsam den Antrag gestellt, einen gemeinsamen Vertragsprüfer zu bestellen. Mit Beschluss vom 12. April 2024 hatte das Landgericht München I – 5. Kammer für Handelssachen – uns zum gemeinsamen Vertragsprüfer zur Prüfung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der MOR AG und der Novartis BidCo ausgewählt und bestellt. Wir hatten dem Gericht zuvor bestätigt, dass gesetzliche Ausschlussgründe¹³ nicht vorliegen. Die Novartis BidCo und die MOR AG hatten uns im Anschluss an diesen Beschluss mit der Prüfung beauftragt.

In der Zwischenzeit hat die Novartis BidCo ihre Beteiligung an der MOR AG auf rund 91,04 % des Grundkapitals bzw. – nach Abzug der Anzahl der eigenen Aktien gemäß § 62 Abs. 1 Satz 2 UmwG – rund 91,17 % des stimmberechtigten Grundkapitals der MOR AG aufgestockt. In Anbetracht der Beteiligungsquote wurde der ursprüngliche Plan, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abzuschließen, aufgegeben. Stattdessen wird – wie oben dargestellt – beabsichtigt, einen verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out durchzuführen. Aus diesem Grund wurde die Beteiligung der Novartis BidCo an der MOR AG auf die Novartis BidCo Germany übertragen. Die Novartis BidCo Germany hat beim zuständigen Landgericht den Antrag gestellt, einen sachverständigen Prüfer zu bestellen.

Mit Beschluss vom 21. Juni 2024¹⁴ hat das Landgericht München I – 5. Kammer für Handelssachen – uns¹⁵ zum Prüfer für die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung ausgewählt und bestellt.¹⁶ Wir hatten dem Gericht zuvor versichert, dass die ursprünglich gegebene Bestätigung, dass gesetzliche Ausschlussgründe nicht vorliegen, auch im Hinblick auf die Novartis BidCo Germany gilt. Wir können demzufolge bestätigen, dass wir die Vorschriften zur Unabhängigkeit bei Aufnahme und Durchführung unserer Prüfung beachtet haben.¹⁷ Die Novartis BidCo Germany hat uns daraufhin beauftragt, die bereits begonnene Prüfung des Unternehmenswerts der MOR AG und der angemessenen Barabfindung fortzusetzen.

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.

¹⁰ „Übertragungsbericht“.

¹¹ § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG.

¹² „Novartis BidCo“.

¹³ §§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG, 327c Abs. 2 Satz 4, 293d Abs. 1 Satz 1 AktG i.V.m. §§ 319 Abs. 1 bis 4, 319b Abs. 1 HGB. (allgemeine Ausschlussgründe) und Artikel 5 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 (Ausschlussgründe bei kapitalmarktorientierten Unternehmen).

¹⁴ Az. 5 HK O 7165/24; vgl. Anlage 1.

¹⁵ Zuständig: Wirtschaftsprüfer Wolfram Wagner.

¹⁶ Der Beschluss enthält zudem unter Ziffer 2. auch unsere Bestellung zum Prüfer des Verschmelzungsvertrags.

¹⁷ § 321 Abs. 4a HGB analog.

Gegenstand unserer Prüfung ist die Angemessenheit der Barabfindung, die die Novartis BidCo Germany als Hauptaktionärin der Gesellschaft ausweislich ihres schriftlichen Berichts an die Hauptversammlung der MOR AG festgelegt hat.¹⁸

Die Verantwortung für den ordnungsgemäßen Inhalt des Übertragungsberichts liegt bei dem Vorstand der Hauptaktionärin. Eine Prüfung des Übertragungsberichts auf Vollständigkeit und Richtigkeit gehört nicht zu den Aufgaben des Angemessenheitsprüfers.

Wir weisen ferner ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Jahresabschlüsse und Lageberichte, der Konzernabschlüsse und Konzernlageberichte oder der Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften 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 und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir insoweit daher von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

Wir haben die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung – nach der vorgelagerten Prüfung unserer Unabhängigkeit und Unbefangenheit sowie der anschließenden Kenntnisnahme unserer gerichtlichen Bestellung –¹⁹ am 15. April 2024 und somit vor Abschluss der Bewertungsarbeiten durch ValueTrust (12. Juli 2024) aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Angemessenheitsprüfungen üblich und durch die höchstgerichtliche Rechtsprechung anerkannt.²⁰ Sie ist begründet in der Notwendigkeit, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein Prüfungsurteil abzugeben. Zwischen dem Bewertungsgutachter und uns bestanden keine divergierenden Auffassungen. Prüfungsfeststellungen wurden in das Bewertungsmodell eingearbeitet. Die Gutachtliche Stellungnahme – und der Übertragungsbericht – wurden uns im Verlauf unserer Prüfung in mehreren Entwurfsfassungen vorgelegt.

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 in der Fassung 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. Somit ist er insbesondere für Gerichte nicht bindend. Die in ihm enthaltenen Empfehlungen sind für die Gerichte bei deren Überprüfung der Angemessenheit von Kompensationsleistungen (Abfindungen, Ausgleichszahlungen) oder Umtauschverhältnissen aber eine wesentliche Erkenntnisquelle, um

¹⁸ § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG.

¹⁹ Nach dem am 12. April 2024 ursprünglich gefassten Bestellungsbeschluss (vgl. oben).

²⁰ Vgl. BGH, Beschluss vom 18. September 2006 („DSL Holding“), II ZR 225/04, BB 2006, S. 2543 ff.

²¹ „IDW“.

²² „IDW S 1“.

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“.

beurteilen zu können, ob die jeweilige Vorgehensweise, wie ein Unternehmenswert fundamentalanalytisch ermittelt worden ist, im konkreten Einzelfall methodisch einwandfrei ist.²⁶

Bei Durchführung unserer Prüfung haben wir zahlreiche Besprechungen mit Vertretern des Novartis-Konzerns, insbesondere von MorphoSys, sowie dem Bewertungsgutachter abgehalten. Im Rahmen dieser Besprechungen haben uns Vertreter der MOR AG insbesondere das Geschäftsmodell und Strategie, das Markt- und Wettbewerbsumfeld, die Chancen und Risiken sowie die vorgelegte Planungsrechnung erläutert und unsere Fragen beantwortet.

Angesichts der Vielzahl der zur Verfügung gestellten Dokumente hat der Bewertungsgutachter – zur Sicherstellung der gebotenen Vertraulichkeit und einer effizienten Durchführung der Bewertungs- und Prüfungsarbeiten – ein Portal zum Datenaustausch eingerichtet und uns ab dem 3. Mai 2024 einen Zugang dazu verschafft. Dokumente der MOR AG wurden uns über ein weiteres Datenportal bereits ab dem 25. April 2024 zur Verfügung gestellt. Daneben haben wir mit den Projektbeteiligten einzelne Dokumente oder Arbeitspapiere über E-Mail-Verkehr ausgetauscht.

Für unsere Prüfung wurde uns eine Vielzahl von Dokumenten vorgelegt. Wesentliche Unterlagen sind insbesondere die Folgenden:

- Übertragungsbericht
- Gutachtliche Stellungnahme
- Aktuelle Satzung der MOR AG (Fassung vom 14. Dezember 2023) und Handelsregisterauszug (Abruf vom 9. Juli 2024)
- Protokolle über die Sitzungen des Aufsichtsrats der MOR AG und seiner Ausschüsse sowie des Executive Committee's²⁷ von MorphoSys ab dem Geschäftsjahr 2022²⁸
- Protokolle über die Sitzungen des jeweiligen Boards of Directors der drei US-amerikanischen Konzerngesellschaften ab dem Geschäftsjahr 2022²⁹
- Berichte über die Prüfung des nach den International Financial Reporting Standards,³⁰ wie sie in der Europäischen Union³¹ anzuwenden sind, und den ergänzend nach § 315e Abs. 1 HGB anzuwendenden handelsrechtlichen Vorschriften aufgestellten Konzernabschlusses und des Konzernlageberichts der MOR AG für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 einschließlich des jeweils als Anlage beigefügten und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlusses und Konzernlageberichts
- 1. Quartalsmitteilung Januar bis März 2024 zum Konzern der MOR AG (ungeprüft)
- Berichte über die Prüfung des nach HGB aufgestellten Jahresabschlusses und Lageberichts der MOR AG für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 einschließlich des jeweils als Anlage beigefügten und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Jahresabschlusses und Lageberichts
- Konzernplanung von MorphoSys
- Präsentationen und Aufgliederungen von MorphoSys zum Geschäftsmodell und der Strategie sowie zu Einzelheiten der vorgelegten Planungsrechnung und zu Planungen und Entwicklungen der Vergangenheit
- Auszüge aus den Arbeitspapieren des Bewertungsgutachters und das zur Wertableitung verwendete Bewertungsmodell³²

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

²⁷ Vorstand der MOR AG sowie weitere leitende Mitarbeiter von MorphoSys.

²⁸ Soweit diese bereits genehmigt sind.

²⁹ Soweit diese bereits genehmigt sind.

³⁰ „IFRS“.

³¹ „EU“.

³² Wir haben das Bewertungsmodell und weitere Modelle (insbesondere zur Herleitung der Kapitalmarktdaten) als sogenannte Wertekopie zu unseren Akten genommen. Für Zwecke der Prüfung hat uns der Bewertungsgutachter zusätzlich einen lesenden virtuellen Zugang zu seinen Original-Modellen verschafft.

- Informationen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld von MorphoSys
- Schreiben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn und Frankfurt am Main,³³ vom 28. Juni 2024 zum gewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs gemäß § 5 WpÜG-AngebV³⁴ für die MOR-Aktie vor dem 20. Juni 2024 (also bis einschließlich 19. Juni 2024)

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.

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

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

Die Vertreter der Novartis BidCo Germany und der MOR AG haben uns 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 (12. Juli 2024) und dem geplanten Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der MOR AG über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre (27. August 2024), 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 der MOR AG Erklärungen zur Aktualisierung der Vollständigkeitserklärungen einholen und eine Stichtagserklärung zur Angemessenheit der Barabfindung erteilen.

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

Über das Ergebnis unserer Angemessenheitsprüfung erstatten wir gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG und 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 der MOR AG sowie die Vorlage beim jeweils zuständigen Gericht.³⁷

³³ „BaFin“.

³⁴ „3M-VWAP“.

³⁵ „S&P Global“.

³⁶ Vgl. § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG.

³⁷ Auch in sich etwa der beschlussfassenden Hauptversammlung anschließenden Gerichtsverfahren wie insbesondere Anfechtungsklagen, Freigabeverfahren und Spruchverfahren.

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

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind – auch im Verhältnis zu Dritten – die als Anlage 3 beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2024 maßgeblich. Für unsere Verantwortlichkeit gegenüber der Novartis BidCo Germany und der MOR AG sowie deren Anteilshabern gilt § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293d Abs. 2 AktG, 323 HGB.

B. Gegenstand, Art und Umfang der Angemessenheitsprüfung

Gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG gelten für den verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out die Vorschriften zum aktienrechtlichen Squeeze-out. 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-out³⁸ verweisen wiederum 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.³⁹

Gegenstand der Prüfung ist bei einem aktienrechtlichen Squeeze-out allein die Angemessenheit der Barabfindung,⁴⁰ nicht etwa das Vorliegen der Gewährleistung des Kreditinstituts, der Beteiligung des Hauptaktionärs von mindestens 95 %, der Rechtmäßigkeit des Übertragungsberichts, die steuerlichen Folgen oder die Solvenz des Hauptaktionärs. Die Prüfer haben die Ermittlung der Höhe der Barabfindung nachzuvollziehen und zu erklären, ob sie die ermittelte Abfindung für angemessen halten.⁴¹ In analoger Anwendung gilt dies auch für den verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out.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.

³⁸ § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG.

³⁹ §§ 293d, 293e AktG.

⁴⁰ § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG.

⁴¹ Vgl. MüKoAktG, Grunewald, § 327c Rz 11.

⁴² Wobei dabei eine Beteiligung in Höhe von mindestens 90 % ausreichend ist (§ 62 Abs. 1 Satz 1 UmwG).

⁴³ § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e Abs. 1 Satz 1 AktG.

⁴⁴ § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e Abs. 1 Satz 2 AktG.

⁴⁵ § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 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 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

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

⁴⁶ 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.

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.

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

Auf die Berücksichtigung von Preisen, die ein Mehrheitsaktionär für Anteile des zu bewertenden Unternehmens an andere Aktionäre gezahlt hat („Vorerwerbspreise“), besteht bei Festlegung einer Barabfindung rechtlich kein Anspruch.⁵⁴

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 (objektiver Unternehmenswert) und unter unmittelbarer Berücksichtigung der Besteuerung der Anteilseigner („nach persönlichen Steuern“) zu ermitteln.⁵⁵

⁵² Z.B. unterschiedliche Aktiengattungen.

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

⁵⁴ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 („DAT/Altana“), a.a.O.

⁵⁵ Vgl. IDW S 1, Rz. 29.

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.

1. Zukunftserfolgswert

Der Zukunftserfolgswert entspricht dem Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettoeinnahmen der Unternehmenseigner.⁵⁶ Der Zukunftserfolgswert kann nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden.⁵⁷ Beide Verfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Bewertungsannahmen und -vereinfachungen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitions-theoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) basieren.⁵⁸

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.⁵⁹

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.⁶⁰

Im Hinblick auf die Problematik einer eindeutigen Abgrenzung sollte bei der Risikozuschlagsmethode nicht zwischen unternehmensspezifischen und allgemeinen Risiken unterschieden werden, sondern das gesamte Risiko ausschließlich im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden. Im Zähler der Bewertungsgleichung sind deshalb stets (realistische) Erwartungswerte der finanziellen Überschüsse bzw. der Einnahmen der Anteilseigner anzusetzen.⁶¹

Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar.⁶² Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsbeurteilungen.⁶³ Dabei sind im Rahmen einer objektivierten Bewertung nur die Überschüsse

⁵⁶ Vgl. IDW S 1, Rz. 4.

⁵⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 7.

⁵⁸ Vgl. IDW S 1, Rz. 101.

⁵⁹ Vgl. IDW S 1, Abschnitt 7.2.

⁶⁰ 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.

⁶¹ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kapitel A, Rz. 332.

⁶² Vgl. IDW S 1, Rz. 68.

⁶³ Vgl. IDW S 1, Rz. 72.

zu berücksichtigen, die aus zum Bewertungsstichtag bereits eingeleiteten Maßnahmen resultieren und/oder aus einem hinreichend dokumentierten und konkretisierten Unternehmenskonzept hervorgehen.⁶⁴ 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 infolge der Maßnahme, die Anlass der Bewertung ist, 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.⁶⁵

Bei der Bewertung von Unternehmen, die Obergesellschaft eines Konzerns sind, können die finanziellen Überschüsse nach verschiedenen Methoden ermittelt werden.⁶⁶ Die im jeweiligen Einzelfall sachgerechte Methode ergibt sich aus dem Planungs- und Steuerungsansatz des Konzerns und unter Berücksichtigung der Frage, ob eine Darstellung auch der Werte einzelner Konzernunternehmen sinnvoll, gewünscht oder erforderlich ist.

Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts ist von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts⁶⁷ und rechtlicher Restriktionen, z.B. regulatorischer Vorgaben, tatsächlich für Ausschüttungen zur Verfügung stehen.⁶⁸

Soweit die Planung zwei oder drei Phasen unterscheidet, ergibt sich für die erste Phase⁶⁹ eine Aufteilung der Überschüsse in Ausschüttungen und in thesaurierte Mittel einschließlich deren Verwendung aus der Planungsrechnung selbst. Sofern für die Verwendung thesaurierter Beträge keine Planungen vorliegen und auch die Investitionsplanung keine konkrete Verwendung vorsieht, ist eine sachgerechte Prämisse zur Mittelverwendung zu treffen. Unterliegen die thesaurierungsbedingten Wertzuwächse einer Veräußerungsgewinnbesteuerung, ist dies bei der Bewertung zu berücksichtigen.⁷⁰

Für die zweite und dritte Phase⁷¹ ist typischerweise anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens zu dem der Alternativanlage äquivalent ist. Für die Wiederanlage thesau-

⁶⁴ Vgl. IDW S 1, Rz. 32.

⁶⁵ Vgl. IDW S 1, Rz. 33 f.

⁶⁶ Stufenweise durch Vereinnahmung der Ergebnisse im Beteiligungsergebnis des jeweils beteiligten Unternehmens oder simultan durch Summierung und Konsolidierung. Daneben kann die Bewertung von Konzernen auch durch eine Addition der Werte jedes einzelnen Konzernunternehmens unter Berücksichtigung der Beteiligungsverhältnisse durchgeführt werden („sum-of-the-parts“).

⁶⁷ Einschließlich der Planung von Ausschüttungen.

⁶⁸ Vgl. IDW S 1, Rz. 35.

⁶⁹ Die sogenannte „Detailplanungsphase“, gegebenenfalls ergänzt durch eine sogenannte „Konvergenzphase“ bzw. „Grobplanungsphase“.

⁷⁰ Vgl. IDW S 1, Rz. 36.

⁷¹ Die sogenannte „Phase der ewigen Rente“ oder „Fortführungsphase“.

rierter Mittel der zweiten und dritten Phase 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.⁷²

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.⁷³ Wegen der Wertrelevanz persönlicher Ertragsteuern sind anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte erforderlich.⁷⁴

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 Abgeltungssteuer unterliegen die Einkünfte des typisierten Anteilseigners aus Dividenden und Veräußerungsgewinnen infolge von Wertsteigerungen (Kursgewinne) – ebenso wie dessen Zinseinkünfte – einem einheitlichen kombinierten Nominalsteuersatz von 26,375 %.⁷⁵ Für ausgeschüttete Gewinne ergibt sich die daraus resultierende effektive Steuerbelastung unmittelbar aus einem Abzug der nominellen Steuerbelastung.

Aufgrund des Zinseffekts 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 geringen effektiven Steuerbelastung der thesaurierten Gewinne auszugehen.

Der FAUB empfiehlt, von einer effektiven Steuerbelastung in Höhe des hälftigen Nominalsteuersatzes auszugehen.⁷⁶ 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 bestmöglichen adäquaten Alternativanlage dar.⁷⁷ Diese Rendite lässt sich nach dem Capital Asset Pricing Model⁷⁸ in eine risikolose Verzinsung

⁷² Vgl. IDW S 1, Rz. 37.

⁷³ Vgl. IDW S 1, Rz. 28 ff.

⁷⁴ Vgl. IDW S 1, Rz. 43 ff.

⁷⁵ Einkommensteuer einschließlich Solidaritätszuschlag; die Kirchensteuer wird nicht berücksichtigt.

⁷⁶ Für Bewertungsstichtage ab dem 1. Januar 2009; vgl. FAUB, IDW-FN 2007, S. 443 ff.

⁷⁷ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kapitel A, Rz. 331.

⁷⁸ „CAPM“.

(Basiszinssatz) und eine von 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 als Untergrenze für den Unternehmenswert der Liquidationswert in Betracht, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei der Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben würden, den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt.

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

3. Vereinfachte Preisfindungen

Zur Plausibilisierung der auf internen Unternehmensdaten beruhenden Unternehmensbewertung können vergleichende Analysen auf Basis von öffentlichen Kapitalmarktdaten oder von Transaktionen vorgenommen werden. Derartige vereinfachte Preisfindungen können nach IDW S 1 nicht an die Stelle einer „fundamentalanalytischen“ Unternehmensbewertung treten.⁷⁹

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 Vergleichsunternehmen⁸⁰ 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

⁷⁹ Vgl. IDW S 1, Rz. 143 f.

⁸⁰ „Peers“: gemeinsam „Peer Group“.

Analysten für die Peers 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.

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 keine Unternehmensbewertung.⁸¹

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.⁸²

Nach Auffassung des FAUB⁸³ ist der Wert eines Unternehmens bzw. der Wert von Unternehmensanteilen grundlegend zu unterscheiden von Börsenkursen bzw. von einer auf der Basis von Börsenkursen ermittelten Börsenkapitalisierung.

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.⁸⁴

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

⁸¹ Vgl. IDW S 1, Rz. 13.

⁸² Vgl. dazu OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 13. September 2021 („ANZAG“), 21 W 38/15, AG 2022, S. 83 ff.

⁸³ Vgl. dazu nachfolgend WPg 2021, S. 958 ff.

⁸⁴ Vgl. Abschnitt C.I.

zweifelsfrei aus Börsenkursen ableiten, wenn der Kapitalmarkt streng informations- und allokatationseffizient ist.

In der Realität liegt nach Auffassung des FAUB eine solche strenge Informationseffizienz nicht vor. Demzufolge könne insbesondere bei sogenannten dominierten Bewertungsanlässen aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht nicht unmittelbar aus den Börsenkursen auf den Unternehmenswert geschlossen werden.

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.⁸⁵

In der Vergangenheit hat die Rechtsprechung der Obergerichte als auch des BGH gleichwohl mehrfach entschieden, dass bei börsennotierten Gesellschaften für Bewertungszwecke im Rahmen von aktien- oder umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen grundsätzlich 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 neueren Entscheidungen jüngst ausdrücklich bestätigt.⁸⁶

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

Der FAUB hat sich in seiner Sitzung am 13. Juni 2023 mit der erstgenannten Entscheidung auseinandergesetzt und die Ergebnisse seiner Besprechung auf seiner Homepage veröffentlicht.⁸⁷ Er weist zunächst darauf hin, dass es nicht sachgerecht sei, zur Bestimmung von angemessenen Abfindungen und bei anderen Angemessenheitsprüfungen ausschließlich auf den Börsenkurs abzustellen, ohne eine Zukunftserfolgswertermittlung durchzuführen.

Der vom BGH entschiedene erstgenannte Fall weise einige Besonderheiten auf, die in typischen Abfindungsfällen in der Regel nicht gegeben seien. So seien wertrelevante unternehmensinterne Informationen (z.B. mittel- und langfristige Unternehmensplanungen) dem Kapitalmarkt nicht bekannt und somit nicht im Börsenkurs reflektiert. Zudem zeigten empirische Untersuchungen, dass der Markt und die Börsenkurse kurzfristigen Stimmungen unterlägen und deshalb Börsenkurse den fundamentalen Unternehmenswert nicht widerspiegeln.

⁸⁵ Vgl. IDW S 1, Rz. 15.

⁸⁶ 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.

⁸⁷ Vgl. auch FAUB, WPg 2023, S. 765.

Es widerspreche auch dem Schutzzweck von Angemessenheitsprüfungen, Börsenkurse ohne Berücksichtigung der wertrelevanten internen und externen Informationen und ohne die Durchführung einer fundamentalen Unternehmensbewertung als Beurteilungsbasis zu verwenden.

Die Auffassung des FAUB wird von der betriebswirtschaftlichen Literatur, die sich mit dem Beschluss des BGH befasst hat, bestätigt.⁸⁸ Eine methodisch alleinige Orientierung am Börsenwert sei weder in der betriebswirtschaftlichen Theorie anerkannt noch in der betriebswirtschaftlichen Praxis üblich. Sofern abweichende Auffassungen vorgebracht würden, handele es sich nicht um die Auffassung von Vertretern der Betriebswirtschaftslehre.

Aus betriebswirtschaftlicher Sicht sei es weiterhin erforderlich, einen Ertragswert zu ermitteln, um die Aussagekraft des Börsenkurses und insbesondere auch die „effektive Informationsbewertung“ durch den Markt hinreichend belastbar einschätzen bzw. plausibilisieren zu können. Da es sich weder beim Börsenkurs noch beim Ertragswert um „perfekte“ Wertmaßstäbe handele, sei gerade im Hinblick auf den Beschluss des BGH weiterhin ein „Nebeneinander von Börsenkurs und Ertragswert“ erforderlich.

Auch das OLG München⁸⁹ führe an, dass keine Bewertungsmethode eine eindeutige, punktgenaue Wertzumessung leisten könne. Daher seien ergänzende Überlegungen umso wichtiger, „die das – durch welche Methode auch immer – gefundene Ergebnis stützen.“ Dazu könne auch eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren herangezogen werden, bei der geprüft werde, ob der Börsenkurs in einer vertretbaren Bandbreite liegt.

Nach Auffassung des BGH greifen diese Bedenken gegen die Heranziehung des Börsenkurses als Schätzgrundlage für die Ermittlung des Unternehmenswerts aus rechtlicher Sicht nicht durch. Er hält allerdings eine Gesamtbetrachtung unter Berücksichtigung des Börsenkurses und des nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswerts für zulässig.⁹⁰ Auch das OLG Frankfurt am Main hat jüngst entschieden, dass der auf Basis des Börsenkurses ermittelte Unternehmenswert durch den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert plausibilisiert werden kann.⁹¹

Wir halten es aus den vorstehend genannten Gründen für erforderlich, bei der Prüfung, ob Anhaltspunkte für eine ineffektive Bewertung der dem Kapitalmarkt zugänglichen Informationen vorliegen und dadurch die Heranziehung von Börsenkursen aufgrund der Umstände des Einzelfalls Bedenken begegnen könnte, nicht nur die von der Rechtsprechung angeführten Kriterien heranzuziehen, sondern auch einen Fundamentalwert als Referenzpunkt zu ermitteln.

⁸⁸ Vgl. Ruthardt, BewertungsPraktiker 2023, S. 50 ff, m.w.N.

⁸⁹ Vgl. OLG München, Beschluss vom 14. Dezember 2021 („Kabel Deutschland“), 31 Wx 190/20, BeckRS 2021, 43656.

⁹⁰ Vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 („Vodafone/Kabel Deutschland“), II ZB 5/22, a.a.O.

⁹¹ Vgl. OLG Frankfurt am Main., Beschluss vom 9. Februar 2024 („ISRA Vision“), 21 W 129/22, dejure.

III. Prüfungsvorgehen

Der Bewertungsgutachter hat den Unternehmenswert der MOR AG auftragsgemäß in Bandbreiten ermittelt.

Dabei trägt er der gesellschaftsrechtlichen Rechtsprechung Rechnung, indem er als Fundamentalwert den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 als Ertragswert unter unmittelbarer Berücksichtigung der persönlichen Steuern und darüber hinaus einen aus einem durchschnittlichen Börsenkurs abgeleiteten Unternehmenswert ermittelt hat. Bei unserer Prüfung haben wir uns umfassend mit diesen Bewertungen auseinandergesetzt und dabei auch reflektiert, ob 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 und in Übereinstimmung mit den „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“⁹² des Arbeitskreises „Corporate Transactions and Valuation“ der DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V., Frankfurt am Main,⁹³ hat der Bewertungsgutachter darüber hinaus auch Bewertungen nach anderen Bewertungsmethoden vorgenommen. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir mit Hilfe dieser Bewertungen im Sinne einer Plausibilisierung verifiziert, ob die alternativen Wertansätze die Bewertungsergebnisse der nach der Rechtsprechung relevanten Bewertungsmethoden stützen.

Wir haben bei unserer Prüfung 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 MorphoSys bzw. der Bewertungsgutachter mündlich wie schriftlich insbesondere die folgenden Themenkomplexe dargelegt:

- Geschäftstätigkeit einschließlich des Markt- und Wettbewerbsumfelds
- In der Vergangenheit erzielte und für die Zukunft geplante operative Ergebnisse⁹⁴
- Ermittlung von Finanzergebnis und Unternehmenssteuern
- Bewertungsansatz und Stand der laufenden Bewertungsarbeiten

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

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

⁹² „DVFA-Empfehlungen“.

⁹³ „DVFA“.

⁹⁴ Das ist das EBIT (Earnings Before Interest and Taxes = Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern).

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

- Plausibilität der von der Gesellschaft vorgelegten Planungsrechnung
- Sachgerechte Übernahme der Planungsrechnung in das Bewertungsmodell
- Sachgerechte Ableitung der Nettoeinnahmen durch Ergänzung der Planungsrechnung seitens des Bewertungsgutachters
- 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

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. Maßstäbe für die Plausibilität sind danach:

- Die rechnerische und formelle Plausibilität
- Die materielle, interne Plausibilität
- Die materielle, externe Plausibilität

Die Analyse der Vergangenheitsdaten stellt danach eine Grundlage zur materiellen, internen Plausibilisierung der Planungsrechnung dar. Wir haben uns davon überzeugt, dass wesentliche voraussichtlich nicht wiederkehrende bzw. nicht planbare Ergebniseinflüsse der Vergangenheit bei der Ermittlung der Planergebnisse als solche nicht fortgeschrieben worden sind. Zu diesem Zweck haben wir die Abschlüsse und Prüfungsberichte für den betrachteten Vergleichszeitraum der Vergangenheit⁹⁵ analysiert. Angesichts der Veränderungen des Geschäftsmodells von MorphoSys konnten aus der Vergangenheitsanalyse allerdings nur in eingeschränktem Umfang Erkenntnisse für die Plausibilisierung der Planungsrechnung gewonnen werden.

Um die Qualität des Planungswesens von MorphoSys einschätzen zu können, haben wir uns zunächst den regulären Planungsprozess erläutern lassen und verifiziert, ob dieser den Grundsätzen ordnungsgemäßer Planung entspricht. Darüber hinaus haben wir uns darlegen lassen, wie MorphoSys die aktualisierte Planungsrechnung, die der Bewertung zugrunde liegt, erstellt hat.

Die Qualität des Planungswesens lässt sich insbesondere auch anhand einer retrospektiven Analyse der Planungsrechnungen der Vergangenheit beurteilen. Dabei wird in der Bewertungspraxis zumeist nur auf die Budgets des jeweiligen Folgejahres abgestellt, da die Planungsgenauigkeit in der Regel mit einem zunehmendem Planungshorizont abnimmt.

Der Bewertungsgutachter hat die Planungstreue dementsprechend anhand eines Vergleichs der tatsächlich in den Geschäftsjahren 2022 und 2023 erzielten Umsatzerlöse mit dem bereits vermarkteten Produkt, der zugehörigen Bruttomarge sowie der betrieblichen Aufwendungen mit den entsprechenden

⁹⁵ Geschäftsjahre 2021 bis 2023.

Planzahlen aus dem jeweiligen Vorjahr analysiert. Bei den betrieblichen Aufwendungen hat er die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung wegen deren Bedeutung gesondert von den Aufwendungen für Vertrieb und die allgemeine Verwaltung betrachtet. Wir haben geprüft, ob die Analysen des Bewertungsgutachters sachgerecht und ob die von ihm daraus abgeleiteten Schlussfolgerungen nachvollziehbar sind.

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 (Betriebsvergleich; materielle externe Plausibilität) zurück. Im vorliegenden Fall lassen sich aus einer Analyse der Vergangenheit allerdings nur in eingeschränktem Umfang Erkenntnisse für die Plausibilisierung der Planungsrechnung gewinnen. Der Bewertungsgutachter hat demzufolge aus nachvollziehbaren Gründen darauf verzichtet, die Zahlen der Vergangenheit zu bereinigen.

Die Planung der Gesellschaft fokussiert auf die Planung des operativen Ergebnisses, ergänzt um Informationen zu Cashflows. Der Bewertungsgutachter hat die von MorphoSys vorgelegte Planungsrechnung in seinem Bewertungsmodell in eine integrierte Planungsrechnung überführt. Dabei hat er in Abstimmung mit der Gesellschaft Annahmen zur Finanzierung und den Steueraufwendungen getroffen und eine Bilanzplanung unter Verwendung von abgestimmten Annahmen zur Ausschüttungspolitik erstellt. Wir haben 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.

Der Planungshorizont von MorphoSys als einem biopharmazeutischen Unternehmen unterscheidet sich von dem Planungshorizont anderer Branchen. Angesichts der langen Zeiträume, die erforderlich sind, um für bereits entwickelte Wirkstoffe eine Zulassung zu erhalten und die Vermarktung durchführen zu können, erstreckt er sich auf den vollständigen Produktlebenszyklus aller denkbaren Anwendungsmöglichkeiten für die vorhandenen Wirkstoffe. Die Produktlebenszyklen des aktuellen Portfolios von MorphoSys enden erwartungsgemäß im Jahr 2044.

Angesichts der hohen Risiken und Unsicherheiten von potenziellen Einnahmeüberschüssen, die nach diesem Zeitpunkt anfallen können, ist der Bewertungsgutachter der Auffassung, dass eine Berücksichtigung von Zuflüssen aus dem laufenden Geschäft nach dem Geschäftsjahr 2044 nicht angezeigt ist. Wir haben diese Einschätzung einer Würdigung unterzogen und können diese bestätigen. Anders als in den meisten anderen Branchen schließt sich an die Planung der Gesellschaft somit keine Fortführungsphase an. Der Bewertungsgutachter hat demzufolge modelliert, dass die Liquidation der MOR AG und eine Verwertung der verbleibenden Vermögensgegenstände bis zum Jahr 2044 erfolgt.

Der Bewertungsgutachter hat sich auch mit der Frage auseinandergesetzt, ob in der vorgelegten Planungsrechnung Synergien bereits berücksichtigt sind, die auch ohne eine Verschmelzung der MOR AG auf die Novartis BidCo Germany, also aus dem aktuell gegebenen faktischen Konzernverhältnis, zu heben sein könnten. Wir haben die von ihm angestellten Überlegungen bei der Plausibilisierung der Planungsrechnung einschließlich ihrer Ergänzungen durch den Bewertungsgutachter einer gesonderten Würdigung unterzogen.

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

Der Bewertungsgutachter hat den sich auf dieser Grundlage ergebenden Ertragswert zum technischen Bewertungsstichtag (31. März 2024) auf den rechtlichen Bewertungsstichtag, den geplanten Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung der MOR AG (27. August 2024), aufgezinst. Wir haben diese Berechnung nachvollzogen.

ValueTrust hat Sonderwerte für eine Beteiligung und für den Wertbeitrag steuerfreier Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagekonto angesetzt. Wir haben diese Bewertungen nachvollzogen. 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 verifiziert, ob diese Einschätzung zutreffend ist.

Der Bewertungsgutachter hat den so ermittelten objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 auch einer Sensitivitätsbetrachtung unterzogen. Dabei hat er den Betafaktor und die Marktrisikoprämie als Parameter für die Höhe der Eigenkapitalkosten und damit den Nenner der Bewertungsgleichung variiert, um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass die aktuelle Veränderung des Geschäftsmodells eine Veränderung der Risikolage von MorphoSys nach sich zieht, die in einer Bandbreite beziffert werden könnte.

ValueTrust hat den Liquidationswert der MOR AG nicht ermittelt. Wir haben die in der Gutachtlichen Stellungnahme dargestellten Überlegungen und die sich daraus ergebende Schlussfolgerung, dass der Fortführungswert über dem Liquidationswert bei unterstellter vorzeitiger Zerschlagung liegt, verifiziert.

Über den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 hinaus hat der Bewertungsgutachter – den DVFA-Empfehlungen folgend – auch den Unternehmenswert vor persönlichen Steuern ermittelt und ebenfalls sensitiviert. Nach den Grundsätzen des IDW S 1 beurteilen wir als neutraler Gutachter⁹⁶ die Angemessenheit der Barabfindung für den Fortführungswert auf Grundlage eines objektivierten Unternehmenswerts⁹⁷ nach IDW S 1. Den vom Bewertungsgutachter zusätzlich nach den DVFA-Empfehlungen ermittelten Unternehmenswert vor persönlichen Steuern haben wir zwar ebenfalls nachvollzogen, aber nicht im Detail geprüft, soweit dieser auf gegenüber einer Bewertung nach IDW S 1 andere Prämissen zurückgreift.

Der Bewertungsgutachter hat die ermittelten Unternehmenswerte jeweils auf eine Aktie umgerechnet und seine Bandbreitenbetrachtung für den Wert je Aktie um Unternehmenswerte erweitert, die er auf der Grundlage von Multiplikatoren ermittelt hat.

Wir greifen die alternativen Wertansätze des Bewertungsgutachters bei unserer Plausibilisierung des objektivierten Unternehmenswerts auf.

⁹⁶ Vgl. IDW S 1, Rz. 12.

⁹⁷ Vgl. IDW S 1, Rz. 31.

Der Bewertungsgutachter hat sich auch mit der Frage auseinandergesetzt, ob der Börsenkurs der MOR-Aktie einen geeigneten Bewertungsmaßstab im Sinne der Rechtsprechung darstellt. Wir haben die zugehörigen Berechnungen verifiziert und uns mit den daraus gezogenen Schlussfolgerungen auseinandergesetzt.

Im Hinblick auf den Unternehmenswert, welcher sich aus einer Bewertung zu Börsenkursen ergibt, hat sich der Bewertungsgutachter auch mit der Frage auseinandergesetzt, ob der Zeitraum zwischen der Bekanntgabe der Maßnahme und dem Bewertungsstichtag als längerer Zeitraum im Sinne der Rechtsprechung anzusehen ist. Wir haben diese Überlegungen und die Schlussfolgerung, dass ein längerer Zeitraum nicht vorliegt und eine Hochrechnung des Börsenkurses deshalb nicht angezeigt ist, einer gesonderten Würdigung unterzogen.

Aus dem ermittelten Unternehmenswert des Bewertungsobjekts ergibt sich unter Berücksichtigung der Anzahl der ausstehenden Aktien die angemessene Barabfindung.⁹⁸ Im Rahmen unserer Prüfung haben wir verifiziert, ob die zugehörigen Berechnungen sachgerecht vorgenommen worden sind.

Die Höhe der angemessenen Barabfindung ist unter Berücksichtigung der Verhältnisse zum Bewertungsstichtag (27. August 2024) 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 der MOR AG 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 beschlussfassenden Hauptversammlung der MOR AG, also der 27. August 2024.⁹⁹

Als technischen Bewertungsstichtag im Sinne der „Wertabgrenzungsfunktion des Bewertungsstichtags“ hat der Bewertungsgutachter auf den 31. März 2024 abgestellt. Dabei trägt er dem Umstand Rechnung, dass sich das Geschäftsmodell der Gesellschaft im ersten Quartal 2024 grundlegend verändert hat, weil der Verkauf des bis dato einzigen durch MorphoSys bereits selbst vertriebenen Produkts in dieser Periode abgewickelt und buchhalterisch erfasst worden ist.

In der Bewertungspraxis wird zumeist das Ende des letzten abgeschlossenen Geschäftsjahres als technischer Bewertungsstichtag gewählt, da das vor dem rechtlichen Bewertungsstichtag erzielte Ergebnis des laufenden Geschäftsjahres aufgrund der Rechnungslegung und Planung in jährlichen Perioden unterjährig oftmals nicht hinreichend sicher abgegrenzt werden kann. Im vorliegenden Bewertungsfall lässt sich das Ergebnis des ersten Quartals des laufenden Geschäftsjahres dem Quartalsabschluss der MOR AG entnehmen. Der Bewertungsgutachter setzt auf eine Bilanz auf, in der der im ersten Quartal des

⁹⁸ Letztlich hat der Hauptaktionär die Barabfindung mit € 68,00 je MOR-Aktie geringfügig höher festgelegt als der von uns als angemessen eingeschätzte Betrag. Die festgelegte Barabfindung ist ebenfalls angemessen (vgl. Abschnitt H).

⁹⁹ § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG.

Geschäftsjahres 2024 erlittene Verlust im Ergebnisvortrag berücksichtigt ist. Die Budgetplanung von MorphoSys wird monatsweise vorgenommen. Somit lässt sich aus der Planung auch das Ergebnis der übrigen Quartale ableiten.

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

Die Wertbeiträge der Ausschüttungen (Dividenden) werden mit den periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätzen auf den technischen Bewertungsstichtag (31. März 2024) abgezinst und auf den rechtlichen Bewertungsstichtag (27. August 2024) aufgezinst.

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

Prüfungsergebnis

Der Bewertungsstichtag (27. August 2024) steht in Einklang mit § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG.

V. Bewertungsmethoden

Der Bewertungsgutachter hat den Unternehmenswert der MOR AG 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.

ValueTrust 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 Einflussnahme ausüben kann. In dieser Bewertung sind sogenannte unechte Synergien berücksichtigt. Sogenannte echte Synergien hat der Bewertungsgutachter entsprechend der aktuellen Bewertungsgrundsätze des IDW S 1 nicht angesetzt.

Der Bewertungsgutachter hat den Liquidationswert der MOR AG nicht ermittelt. Er begründet diese Vorgehensweise zusammenfassend mit seiner Feststellung, dass nicht davon auszugehen sei, dass die Liquidation gegenüber der Unternehmensfortführung vorteilhaft ist. Wir haben diese Überlegungen verifiziert und halten es ebenfalls nicht für erforderlich, den Liquidationswert herzuleiten.

Über den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 hinaus hat der Bewertungsgutachter – den DVFA-Empfehlungen folgend – auch den Unternehmenswert vor persönlichen Steuern ermittelt. In unserer Funktion als neutraler Gutachter beurteilen wir die Angemessenheit der Barabfindung für den

Fortführungswert auf Grundlage des objektivierten Unternehmenswerts. Demzufolge haben wir die Ergebnisse einer Bewertung vor persönlichen Steuern zwar nachvollzogen, aber nicht im Detail geprüft.

Der Bewertungsgutachter hat den ermittelten Fortführungswert auf eine Aktie umgerechnet und seine Bandbreitenbetrachtung für den Wert je Aktie einerseits um jeweils eine Sensitivitätsanalyse für den Wert vor und nach persönlichen Steuern als auch um Unternehmenswerte je Aktie erweitert, die er auf der Grundlage von Multiplikatoren ermittelt hat.

Wir greifen die alternativen Wertansätze des Bewertungsgutachters bei unserer Plausibilisierung des objektivierten Unternehmenswerts bzw. der sich daraus ergebenden Barabfindung auf.

Der Bewertungsgutachter hat den Unternehmenswert der MOR AG auch auf der Grundlage einer Bewertung mit dem Börsenkurs ermittelt. Angesichts der Rechtsprechung des BGH ist auch der Börsenkurs ein geeigneter Bewertungsmaßstab, sofern gewisse Anforderungen erfüllt werden. Der Bewertungsgutachter vertritt die Auffassung, eine Bewertung mit dem Börsenkurs erfülle die Voraussetzungen, die die Rechtsprechung für erforderlich hält, damit auch eine Bewertung mit dem Börsenkurs eine geeignete Bewertungsmethode darstellen kann. Wir halten diese Auffassung für zutreffend.

Prüfungsergebnis

Wir halten die Vorgehensweise, zur Ermittlung des Unternehmenswerts der MOR AG das Ertragswertverfahren als objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 einerseits, und eine Börsenbewertung andererseits heranzuziehen, für sachgerecht.

VI. Bewertungsobjekt

1. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

Die MorphoSys AG als Bewertungsobjekt hat ihren Sitz in Planegg und ist im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 121023 eingetragen. Ihre Geschäftsanschrift lautet: Semmelweisstraße 7, 82152 Planegg.

Die Satzung der MOR AG wurde zuletzt aufgrund von auf der Hauptversammlung vom 17. Mai 2023 erteilten Ermächtigungen geändert. Die Änderungen betreffen Veränderungen im genehmigten und bedingten Kapital, die Ermächtigung zur Durchführung virtueller Hauptversammlungen sowie der virtuellen Teilnahme der Mitglieder des Aufsichtsrats an diesen.

Der Gegenstand des Unternehmens ist in § 2 der Satzung umfassend definiert. Nach § 2 Abs. 1 der Satzung ist dies „die Identifizierung, Erforschung, Optimierung, Entwicklung, Anwendung, Vermarktung und der Vertrieb von Technologien, Verfahren und Produkten im Bereich Arzneimittel, pharmazeutische Wirkstoffe sowie entsprechender Zwischenprodukte und die Erbringung damit zusammenhängender Dienstleistungen.“

Das Geschäftsjahr der MOR AG entspricht dem Kalenderjahr.

Das voll eingezahlte Grundkapital der Gesellschaft zum 31. Dezember 2023 betrug € 37.655.137,00 und war in 37.655.137 auf den Inhaber lautende, gattungsgleiche Stückaktien (Aktien ohne Nennbetrag) mit

einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von € 1,00 je Aktie eingeteilt. Zum 31. März 2024 wurden Aktienoptionen ausgeübt, wodurch sich das Grundkapital um € 61.286,00 und die Anzahl der Aktien um 61.286 Stück erhöhte.¹⁰⁰ Zum Zeitpunkt der Aufstellung des Übertragungsberichts beträgt das voll eingezahlte Grundkapital € 37.716.423,00. Es ist in 37.716.423 Aktien eingeteilt. Nach den Angaben im Übertragungsbericht hält die MOR AG 53.685 eigene Aktien.

Der Vorstand der MOR AG ist ermächtigt, das Grundkapital der Gesellschaft gegen Bar- und/oder Sacheinlagen um insgesamt bis zu € 8.866.847 zu erhöhen.¹⁰¹ Das Grundkapital ist darüber hinaus zur Gewährung von Optionsrechten bedingt um bis zu € 6.627.120,00¹⁰² erhöht. Von den insgesamt zum Zeitpunkt der Unterzeichnung der Gutachtlichen Stellungnahme noch ausstehenden Aktienoptionen sind 107.044 im Geld.¹⁰³ Da eine vom Kurs der MOR-Aktie abhängige Auszahlung infolge der beabsichtigten Verschmelzung künftig nicht mehr gewährt werden kann, sollen die Programme – vorbehaltlich der Zustimmung des jeweiligen Begünstigten – in rein cash-basierte Programme ohne Erfolgsziele umgewandelt werden. Für die zu erwartenden Auszahlungen sind Rückstellungen gebildet. Auch für die Gläubiger einer Wandelanleihe entfällt mit Wirksamkeit der Verschmelzung das Recht auf Wandlung in MOR-Aktien.

Die MOR-Aktien (ISIN DE0006632003) sind zum Handel im regulierten Markt mit weiteren Zulassungsfolgepflichten an der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen. Sie werden demzufolge auch auf der elektronischen Handelsplattform XETRA gehandelt. Ferner werden die Aktien in den Handel im Freiverkehr der Wertpapierbörsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart einbezogen und über Tradegate Exchange in Berlin gehandelt. Darüber hinaus werden die MOR-Aktien in den USA an der Technologiebörse NASDAQ¹⁰⁴ als American Depositary Shares¹⁰⁵ gehandelt. Vier ADS entsprechen einer MOR-Aktie.

Nachdem die MOR-Aktie zwischenzeitlich nicht mehr in diesem enthalten war, war sie zwischen 18. März 2024 und 24. Juni 2024 wieder Bestandteil des MDAX.¹⁰⁶ Sie wechselte wegen der geringeren Marktkapitalisierung des Streubesitzes infolge des Übernahmeangebots am 24. Juni 2024 wieder in den SDAX.¹⁰⁷ Sie ist weiterhin auch in den Aktienindizes TecDAX¹⁰⁸ und CDAX¹⁰⁹ enthalten. Aufgrund des ADS-Programms wird die MOR AG auch in die Indizes NASDAQ Composite Index¹¹⁰ und NASDAQ Health Care Index¹¹¹ einbezogen.

¹⁰⁰ Diese Änderung ist noch nicht im Handelsregister der Gesellschaft eingetragen.

¹⁰¹ Genehmigtes Kapital 2023-I (€ 6.846.388,00), Genehmigtes Kapital 2022-I (€ 1.978.907,00) und Genehmigtes Kapital 2021-III (€ 41.552,00).

¹⁰² Bedingtes Kapital 2016-I (€ 2.475.437,00), Bedingtes Kapital 2021-I (€ 3.289.004,00), Bedingtes Kapital 2016-III (€ 355.011,00) und Bedingtes Kapital 2020-I (€ 507.668,00).

¹⁰³ Sie haben also einen sogenannten „inneren Wert“, da der Ausübungspreis, also der jeweils festgelegte Kaufpreis, zu den möglichen Ausübungszeitpunkten unter dem möglichen Aktienkurs liegen könnte (ein Aktienkurs wird nach der Verschmelzung aber nicht mehr feststellbar sein).

¹⁰⁴ Von der Nasdaq, Inc., New York City, New York/USA, betriebene vollelektronische Handelsplattform („National Association of Securities Dealers Automated Quotations“).

¹⁰⁵ „ADS“; Aktie eines nicht US-amerikanischen Unternehmens, die von einer US-Depotbank gehalten und an einer Börse in den USA gehandelt wird.

¹⁰⁶ 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).

¹⁰⁷ Small-Cap-DAX (deutscher Aktienindex, der die 70 größten Unternehmen – gemessen an der Marktkapitalisierung und dem Orderbuchumsatz – enthält, die auf die 40 Unternehmen des DAX und die 50 Unternehmen des MDAX folgen).

¹⁰⁸ Technologie-DAX (Bezeichnung für den deutschen Aktienindex, der die 30 größten sogenannten Technologiewerte – gemessen an der Marktkapitalisierung und dem Orderbuchumsatz – enthält).

¹⁰⁹ Composite DAX (marktbreitetester deutscher Aktienindex, der alle an der Frankfurter Wertpapierbörse im General Standard und Prime Standard notierten Aktien enthält).

¹¹⁰ Marktbreitetester Aktienindex in den USA (sämtliche bei der NASDAQ gelisteten Eigenkapitalinstrumente, die ihren Schwerpunkt in Technologie haben, was derzeit rund 3.340 Titel umfasst).

¹¹¹ Sämtliche Titel, die an der NASDAQ gelistet sind und im weitesten Sinn ihren Tätigkeitsschwerpunkt in der Gesundheitsversorgung haben (derzeit rund 920).

Nach den Angaben im Übertragungsbericht hält die Novartis BidCo Germany 34.337.809 MOR-Aktien. Das entspricht einer Beteiligung von 91,17 % am stimmberechtigten Grundkapital¹¹² der MOR AG. Die übrigen 3.324.929 MOR-Aktien befinden sich angabegemäß im Streubesitz.

Die Beteiligung der Novartis BidCo Germany an der MOR AG hat sich infolge eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots (Barangebot) der Novartis BidCo AG an die Aktionäre der MorphoSys AG zum Erwerb sämtlicher auf den Inhaber lautenden Stückaktien, einschließlich sämtlicher durch ADS repräsentierten, auf den Inhaber lautenden Stückaktien der MorphoSys AG gegen Zahlung einer Geldleistung in Höhe von € 68,00 je Aktie der MorphoSys AG¹¹³ ergeben.

Am 5. Februar 2024 hat die MOR AG in diesem Zusammenhang im Wege einer Ad-hoc-Mitteilung im Wesentlichen Folgendes bekanntgegeben:

- Abschluss eines Business Combination Agreements mit der Novartis BidCo¹¹⁴ und der Novartis
- Veröffentlichung der Absicht der Partner des Business Combination Agreements, das vorgenannte Übernahmeangebot zu unterbreiten
- Angebotspreis entspricht Eigenkapitalwert der MOR AG von insgesamt € 2,7 Mrd. und einer Prämie von
 - 94 % auf den volumengewichteten Durchschnittskurs des letzten Monats zum unbeeinflussten Schlusskurs am 25. Januar 2024
 - 142 % auf den 3M-VWAP zum unbeeinflussten Schlusskurs am 25. Januar 2024
 - 89 % auf den unbeeinflussten Schlusskurs vom 25. Januar 2024
- Bestreben von Novartis, die weltweiten Exklusivrechte für die Entwicklung und Vermarktung von Pelabresib, einem BET-Inhibitor,¹¹⁵ und Tulmimetostat, einem dualen Inhibitor der nächsten Generation von EZH2 und EZH1, für alle Indikationen zu übernehmen
- Volle Entfaltung des Potenzials von Pelabresib
 - Verbesserung aller Krankheitsmerkmale von Myelofibrose durch die Kombination von Pelabresib und Ruxolitinib im Gegensatz zur Standardbehandlung bei dieser Krankheit in Phase-3 Studie MANIFEST-2
 - Pelabresib und Ruxolitinib als Erstlinientherapie bei Myelofibrose könnte Paradigmenwechsel bewirken
 - Frühe Daten deuten auf den klinischen Nutzen von Pelabresib bei weiteren Indikationen über die Myelofibrose hinaus hin
 - Novartis mit umfangreichen finanziellen Ressourcen, zusätzlicher wissenschaftlicher Expertise und globaler Präsenz, um das volle Potenzial von Pelabresib ausschöpfen zu können
- Verkauf und Übertragung der weltweiten Rechte an Tafasitamab an Incyte Inc., Wilmington, Delaware/USA,¹¹⁶ mit der man bereits seit 2020 gemeinsam an Tafasitamab gearbeitet hatte¹¹⁷

Die Angebotsunterlage wurde am 11. April 2024 veröffentlicht. Sie enthält unter anderem das Folgende:

- Angebotspreis € 68,00 je MOR-Aktie
- Mindestannahmeschwelle 65 %
- Erforderliche behördliche Genehmigungen, insbesondere die fusionskontrollrechtliche Freigabe durch die zuständigen Kartellbehörden, bereits erteilt

¹¹² Gezeichnetes Kapital abzüglich der nicht stimmberechtigten, als eigene Anteile gehaltenen Aktien.

¹¹³ „Übernahmeangebot“.

¹¹⁴ Seinerzeit noch unter Novartis data42 AG firmierend.

¹¹⁵ BET = Proteine mit Bromodomain- und Extra-Terminal-Domain.

¹¹⁶ „Incyte“.

¹¹⁷ Gemeinsame Vermarktung in den USA unter dem Produktnamen Monjuvi® und außerhalb der USA durch Incyte unter dem Produktnamen Minjuvi®.

- Absicht, einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abzuschließen und bei Überschreiten der entsprechenden Schwellenwerte¹¹⁸ einen Squeeze-out zu verfolgen
- Absicht, ein Delisting durchzuführen

Vorstand und Aufsichtsrat der MOR AG kamen am selben Tag in ihrer gemeinsamen begründeten Stellungnahme gemäß § 27 Abs. 1 WpÜG zu dem Ergebnis, dass „das Angebot, einschließlich des Angebotspreises, hoch attraktiv und angemessen ist.“ Nach Ablauf auch der weiteren Annahmefrist¹¹⁹ am 30. Mai 2024, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main)/18:00 Uhr (Ortszeit New York City), sind 29.336.378 MOR-Aktien auf das Angebot eingeliefert worden. Während der Annahmefrist und der weiteren Annahmefrist ist das Übernahmeangebot somit von rund 77,78 % des gesamten Aktienkapitals von MorphoSys angenommen worden. Darüber hinaus hat die Novartis BidCo durch Zukäufe außerhalb des Übernahmeangebots weitere rund 11,56 % des Aktienkapitals erworben.

Im Anschluss hat die Novartis BidCo die erworbenen Anteile in die Novartis BidCo Germany eingebracht.

Die MOR AG hat am 20. Juni 2024 bekanntgegeben, dass das Unternehmen eine Vereinbarung zur Beendigung der Börsennotierung mit der Novartis BidCo und der Novartis geschlossen hat. Zudem habe die Novartis BidCo Germany die MOR AG über ihre Absicht informiert, die MOR AG mit einem Unternehmen des Novartis-Konzerns zu verschmelzen und einen Squeeze-out der Minderheitsaktionäre der MOR AG einzuleiten.

Die Novartis BidCo Germany ist eine mittelbare Tochtergesellschaft der Novartis. Novartis ist ein börsennotiertes Unternehmen, dessen Aktien an der SIX Swiss Exchange und – in Form von ADS – an der New York Stock Exchange gehandelt werden. Novartis ist auf die Erforschung, die Entwicklung, die Herstellung, den Vertrieb, die Vermarktung und den Verkauf von innovativen Arzneimitteln spezialisiert. Der Schwerpunkt liegt dabei auf den vier therapeutischen Kernbereichen Herz-Kreislauf-, Nieren-/Stoffwechselerkrankungen, Immunologie, Neurowissenschaften/Onkologie sowie auf etablierten Marken.

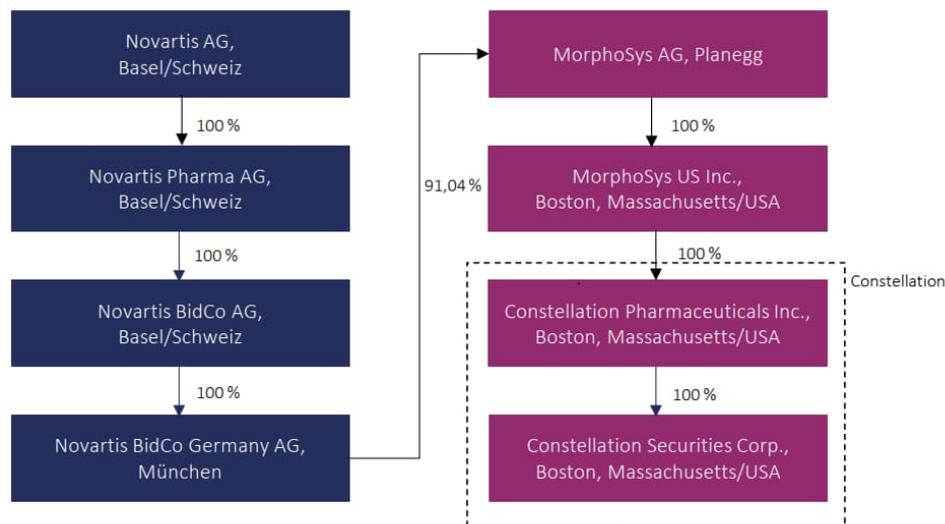
Im Geschäftsjahr 2023 hat der Novartis-Konzern Umsatzerlöse in Höhe von \$ 45,4 Mrd. erzielt, von denen \$ 13,6 Mrd. auf den Vertrieb von Wirkstoffen im Segment Onkologie entfallen. Bei einer EBIT-Marge von 21,4 % hat Novartis ein Konzernergebnis aus dem fortzuführenden Geschäft in Höhe von \$ 8,6 Mrd. erzielt. Zum 31. Dezember 2023 waren im Novartis-Konzern weltweit insgesamt 76.057 Vollzeitmitarbeiter¹²⁰ in über 250 Betriebsstätten beschäftigt.

¹¹⁸ 90 % bzw. 95 %.

¹¹⁹ § 16 Abs. 2 WpÜG.

¹²⁰ Auch „FTE“ (Full-Time-Equivalent = Vollzeitäquivalent).

Die mittelbare Beteiligung der Novartis am Kapital der MOR AG sowie die Struktur des von der MOR AG geführten Konzerns¹²¹ stellen sich heute wie folgt dar:



Quelle: Unternehmensinformationen

Am Standort Planegg sind die zentralen Konzernfunktionen wie Rechnungswesen, Controlling, Personal, Recht, Patent, Einkauf, Unternehmenskommunikation und Investor Relations sowie die translationalen Forschungsabteilungen¹²² untergebracht. Die Aktivitäten von Constellation konzentrieren sich auf die klinische Forschung und Entwicklung seiner Medikamentenkandidaten sowie die damit in Verbindung stehenden Aufgaben der allgemeinen Verwaltung. Im Jahr 2023 war die MorphoSys US Inc. für die Vermarktung des Wirkstoffs Tafasitamab verantwortlich.

Sämtliche Tochterunternehmen werden im Wege der Vollkonsolidierung in den Konzernabschluss der MOR AG einbezogen. Die Beteiligung an dem assoziierten Unternehmen HI-Bio wurde vor ihrer Veräußerung im Konzernabschluss „at equity“ bilanziert.

Ein positives steuerliches Einkommen der MOR AG unterliegt der Körperschaftsteuer (15 %) einschließlich Solidaritätszuschlag (5,5 % der Körperschaftsteuer). Der Gewerbeertrag wird zusätzlich mit Gewerbesteuer in Höhe von 10,85 %¹²³ belegt. Der kombinierte nominelle Ertragsteuersatz der MOR AG beträgt somit 26,675 %.

Die US-amerikanischen Tochtergesellschaften bilden eine Tax Group. Deren Ergebnisse werden sowohl mit der bundeseinheitlichen Federal Corporate Income Tax in Höhe von 21,0 % als auch mit Steuern der Bundesstaaten belegt. Maßgeblich für die künftige Belastung ist der Steuersatz von Massachusetts (8 %).¹²⁴ Unter Berücksichtigung der Abzugsfähigkeit der Federal Corporate Income Tax bei der State

¹²¹ Constellation Pharmaceuticals, Inc., und Constellation Securities Corp., gemeinsam „Constellation“. Die in der Grafik nicht mehr aufgeführte Beteiligung an der Human Immunology Biosciences („HI-Bio“) ist am 2. Juli 2024 veräußert worden (vgl. dazu auch Abschnitt D.IV.2).
¹²² Translationale Medizin = Aktivitäten und Maßnahmen, die sich mit der Umsetzung von Forschungsergebnissen aus Medizin und Gesundheitswissenschaften in der Gesundheitsversorgung beschäftigen.
¹²³ Bei einem Hebesatz von 310 % für die Gemeinde Planegg.
¹²⁴ Der in der Vergangenheit beobachtete gewichtete durchschnittliche Steuersatz für die State Taxes in Höhe von 6,38 % war durch Sonderfaktoren beeinflusst.

Corporate Income Tax beträgt der kombinierte nominelle Ertragsteuersatz der in den USA besteuerten steuerlichen Bemessungsgrundlagen 27,32 %.

Hinweise darauf, dass sich die vorgenannten Steuersätze in Zukunft ändern werden, liegen zum Abschluss der Bewertungs- und Prüfungsarbeiten nicht vor.

Aufgrund der Anlaufverluste, die sich aus der Entwicklung von Wirkstoffen und der Durchführung von klinischen Studien ergeben haben, haben sich steuerliche Verlustvorträge MOR AG aufgebaut. Zum 31. Dezember 2023 sind für die verschiedenen Ertragsteuern die folgenden Verlustvorträge vorhanden:

- Körperschaftsteuer € 267,8 Mio.
- Gewerbesteuer € 283,0 Mio.
- Federal Corporate Income Tax \$ 650,2 Mio.
- State Corporate Income Taxes insgesamt \$ 608,2 Mio.

Die US-amerikanische Tax Group hat für geleistete Forschungs- und Entwicklungsarbeiten der Vergangenheit Steuergutschriften erhalten. Für die Erforschung von sogenannten Orphan-Drugs¹²⁵ sind bis zum 31. Dezember 2023 Steuergutschriften in Höhe von \$ 81,1 Mio. erteilt worden. Für Forschungstätigkeiten, die sich nicht auf Orphan Drugs beziehen, sind weitere Steuergutschriften in Höhe von \$ 14,7 Mio. vorhanden. Erstere sind nur mit künftigen Verbindlichkeiten aus der Federal Corporate Income Tax verrechenbar, letztere auch mit Verbindlichkeiten aus der State Corporate Income Tax.

Die MOR AG verfügt zum 31. März 2024 über ein steuerliches Einlagekonto in Höhe von € 941,1 Mio. Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagekonto unterliegen grundsätzlich nicht der Abgeltungssteuer.

Auch die US-amerikanische Tax Group verfügt über ein sogenanntes Additional Paid-In Capital. Zum 31. Dezember 2023 beträgt dessen Höhe \$ 1.512,0 Mio. Solange das Additional Paid-In Capital die Ausschüttungen der US-amerikanischen Tochtergesellschaften an die MOR AG übersteigt, unterliegen die Ausschüttungen nicht der US-amerikanischen Quellensteuer.

Solange die US-amerikanischen Tochtergesellschaften für Ausschüttungen das Additional Paid-In Capital verwenden, sind diese Ausschüttungen nach dem zwischen den USA und Deutschland geschlossenen Doppelbesteuerungsabkommen zwar steuerfrei, unterliegen aber auch nicht - im Gegensatz zu anderen steuerfreien Einkünften aus Beteiligungen – dem Betriebsausgabenabzugsverbot und der damit verbundenen pauschalen Hinzurechnung von 5 % der steuerfreien Einkünfte.

Die MOR AG ist bis einschließlich 2015 steuerlich geprüft. Derzeit läuft eine Anschlussprüfung für die Jahre 2016 bis 2019. Bei der US-amerikanischen Tax Group wurden ausgewählte Geschäftsvorfälle bis zum Jahr 2022 geprüft.

¹²⁵ Arzneimittel zur Prävention, Diagnose und Behandlung von seltenen Erkrankungen.

2. Wirtschaftliche Grundlagen

a) Geschäftsmodell und Unternehmensstrategie

MorphoSys ist ein globales biopharmazeutisches Unternehmen, dessen Ziel es ist, innovative Therapien für Patienten zu entwickeln und zu vermarkten. MorphoSys setzt die Schwerpunkte seiner Aktivitäten in der Hämatologie und Onkologie, einem Teilgebiet der Inneren Medizin, das sich mit gut- und bösartigen Erkrankungen des Blutes, bösartigen Erkrankungen der Lymphknoten und des lymphatischen Systems sowie bösartigen soliden Tumoren wie Brustkrebs oder Lungenkrebs befasst. Das Unternehmen strebt mittel- und langfristiges Wachstum an, indem es sich auf die Erforschung, Entwicklung und Vermarktung eigener Medikamente konzentriert.

MorphoSys' Priorität liegt heute auf der Entwicklung seines Hauptkandidaten Pelabresib und dessen Markteinführung sowie der Entwicklung weiterer klinischer Kandidaten.

MorphoSys treibt in erster Linie die klinische Entwicklung der eigenen Wirkstoffe voran. Weitere Antikörperkandidaten werden durch Partner klinisch entwickelt. Im Laufe der klinischen Phasen entscheidet das Unternehmen im jeweiligen Einzelfall, ob und zu welchem Zeitpunkt es eine Partnerschaft zur weiteren Entwicklung und Vermarktung anstrebt. Ein Medikamentenkandidat kann entweder komplett auslizenzieren, im Rahmen einer Kollaboration gemeinsam mit einem Partner¹²⁶ oder in Eigenregie weiterentwickelt werden.

In den Jahren, die auf die Gründung im Jahr 1992 folgten, hatte MorphoSys zunächst nur Wirkstoffe für renommierte Pharmaunternehmen entwickelt. Der erforderliche Ausbau der personellen und sachlichen Kapazitäten konnte durch die beim Börsengang im Jahr 1999 eingeworbenen Mittel und – darüber hinaus – auch durch finanzielle Ressourcen, die Partnerunternehmen in Form von erfolgsabhängigen Meilensteinzahlungen zur Verfügung gestellt hatten, sichergestellt werden.

Im Jahr 2007 hat MorphoSys begonnen, eigene Medikamente zu entwickeln, dabei aber weiterhin auf Kooperationen mit großen Pharmaunternehmen gesetzt. Der Wirkstoff Tafasitamab, der die Basis für eine Kooperations- und Lizenzvereinbarung mit Incyte im Jahr 2020 für dessen Weiterentwicklung und Vermarktung bildet,¹²⁷ erhielt im selben Jahr noch eine beschleunigte Zulassung¹²⁸ von der U.S. Food and Drug Administration, Silver Spring, Maryland/USA.¹²⁹ Monjuvi® ist ein Präparat zur Behandlung einer aggressiven Form von Blutkrebs.

Nachdem sich die MOR AG seit 2018 auch durch die Ausgabe von ADS an der NASDAQ mit Eigenkapitaltiteln auf dem US-amerikanischen Kapitalmarkt finanzieren konnte, hat MorphoSys über die Konzerngesellschaft MorphoSys US Inc. eine kommerzielle Infrastruktur in den USA aufgebaut.

¹²⁶ „Co-Development“.

¹²⁷ Vgl. Abschnitt C.VI.1.

¹²⁸ „Fast Track-Status“: Zulassungsverfahren, welches die Verfügbarkeit neuer Medikamente für bedürftige Patienten beschleunigen kann. In Fällen, in denen ein dringender Bedarf an einer neuen Behandlung besteht, z.B. bei lebensbedrohlichen Erkrankungen, besteht die Möglichkeit eines beschleunigten Verfahrens. Damit soll das Prüfungs- und Zulassungsverfahren beschleunigt werden, ohne die Sicherheit oder Wirksamkeit zu beeinträchtigen. Ziel dieses Verfahrens ist es, den Patienten einen frühestmöglichen Zugang zu potenziell lebensrettenden Behandlungen zu ermöglichen.

¹²⁹ „FDA“: US-Behörde, die die Sicherheit und Wirksamkeit von Arzneimitteln der Human- und Tiermedizin, biologischen Produkten, Medizinprodukten, Lebensmitteln, strahlenemittierenden Geräten, Tabakprodukten und Kosmetik kontrolliert.

Einen wesentlichen Meilenstein in der Entwicklung von MorphoSys stellt die Übernahme des US-amerikanischen Biotech-Unternehmens Constellation im Jahr 2021 dar. Constellation erforscht und entwickelt neuartige Therapeutika, die einen erheblichen ungedeckten medizinischen Bedarf bei Patienten mit Krebserkrankungen abdecken, die mit einer abnormen Genexpression oder Arzneimittelresistenz einhergehen. Die beiden führenden Produktkandidaten von Constellation, Pelabresib und CPI-0209,¹³⁰ befanden sich zum Zeitpunkt der Übernahme bereits in der späten bzw. mittleren Phase der klinischen Entwicklung. MorphoSys versprach sich von der Übernahme ein beschleunigtes Wachstum mit vielversprechenden Wirkstoffkandidaten in der mittleren und späten klinischen Entwicklung und eine Erweiterung des eigenen Portfolios um potenzielle Therapien für solide Tumore. Als Kaufpreis für die Anteile der Constellation Pharmaceuticals Inc. hat MorphoSys insgesamt \$ 1.635,2 Mio. in bar entrichtet.

Zur Finanzierung dieser Akquisition und der Weiterentwicklung der Produktpipeline von MorphoSys und Constellation hat MorphoSys mit der Royalty Pharma plc, New York City, New York/USA,¹³¹ eine langfristige strategische Partnerschaft vereinbart. Das Geschäftsmodell von Royalty Pharma zielt auf die Finanzierung von Innovationen in der gesamten biopharmazeutischen Industrie. Diese wird insbesondere durch den Kauf von biopharmazeutischen Lizenzen bereitgestellt.

Im Rahmen der vereinbarten strategischen Partnerschaft mit MorphoSys hat Royalty Pharma in einer Finanzierungsvereinbarung eine nicht rückzahlbare Vorauszahlung in Höhe von \$ 1.425,0 Mio. an MorphoSys geleistet. Zusätzlich haben die Vertragspartner eine bedingte Kaufpreiszahlung in Höhe von weiteren \$ 100,0 Mio. vereinbart, welche in Abhängigkeit von der Erzielung bestimmter Meilensteine bei der weiteren Entwicklung der Medikamentenkandidaten Otilimab, Gantenerumab und Pelabresib zu leisten ist.

Im Gegenzug hat sich MorphoSys über den Verkauf der Cashflows aus Tantiemen wie folgt verpflichtet:

- 100 % der MorphoSys zustehenden Tantiemen aus den seit dem 1. April 2021 erzielten Nettoumsätzen von Tremfya
- 80 % der zukünftigen Tantiemen und 100 % der zukünftigen Meilensteinzahlungen für Otilimab
- 60 % der zukünftigen Tantiemen für Gantenerumab
- 3 % der zukünftigen Nettoumsätze der im klinischen Stadium befindlichen Präparate Pelabresib und CPI-0209 (als Verpflichtung von Constellation)

Darüber hinaus haben die Vertragsparteien einen Vertrag über eine Entwicklungsfinanzierung geschlossen. Danach war Constellation verpflichtet, innerhalb eines Jahres einen Gesamtbetrag von \$ 150,0 Mio. bis \$ 350,0 Mio. von Royalty Pharma abzurufen. Die Rückzahlung erfolgt mit dem 2,2-fachen des in Anspruch genommenen Betrags nach einem festgelegten Zeitplan ab Inanspruchnahme innerhalb von zehn Jahren und neun Monaten ohne eine Rückzahlung in den ersten zwei Jahren nach Inanspruchnahme. Letztlich hat MorphoSys in einer Summe \$ 300,0 Mio. abgerufen, die am 12. September 2022 ausbezahlt worden sind.

¹³⁰ Heute mit dem Produktnamen „Tulmimetostat“ bezeichnet.

¹³¹ „Royalty Pharma“.

Im Rahmen einer Barkapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts der bestehenden Aktionäre hat Royalty Pharma zudem Aktien der MOR AG gezeichnet und für die erhaltenen Aktien eine Gegenleistung in Höhe von \$ 100,0 Mio. gezahlt.

Seit der Übernahme der Constellation betreibt MorphoSys seine Forschung und Entwicklung auch am Standort Boston. Am Standort Planegg sind die translationalen Forschungsabteilungen untergebracht. Die Aktivitäten von Constellation konzentrieren sich auf die klinische Forschung und Entwicklung seiner Medikamentenkandidaten.¹³² Am 2. März 2023 gab MorphoSys bekannt, dass das Unternehmen seine präklinischen Forschungsprogramme und alle damit verbundenen Aktivitäten eingestellt hat, um seine Kostenstruktur zu optimieren. Infolgedessen reduzierte MorphoSys seine Belegschaft am Firmensitz in Planegg um rund 17 %. Diese Maßnahme und weitere Schritte, die bereits im Geschäftsjahr 2022 unternommen worden waren, ermöglichen es MorphoSys, seine Ressourcen auf die Onkologiepipeline im mittleren bis späten Entwicklungsstadium zu konzentrieren. Im Geschäftsjahr 2023 waren 365 von 564 Mitarbeitern in der Forschung und Entwicklung tätig.¹³³

Im Dezember 2023 hat die MOR AG eine Barkapitalerhöhung durchgeführt und dabei ihr genehmigtes Kapital 2023-II vollständig genutzt. Bei einem Platzierungspreis von € 30,00 je neuer MOR-Aktie ist der MOR AG ein Bruttoemissionserlös von rund € 102,7 Mio. zugeflossen.

Im ersten Quartal des Geschäftsjahres 2024 sind MorphoSys aus dem Verkauf von Tafasitamab an Incyte¹³⁴ weitere Mittel zugeflossen. Bei einem in bar gezahlten Veräußerungspreis in Höhe von \$ 25,0 Mio. sind ausweislich des Quartalsberichts aus dem aufgegebenen Geschäftsbereich netto € 14,7 Mio. zugeflossen.¹³⁵

Vor dem Hintergrund insbesondere der vorstehend genannten Kapitalerhöhung geht der Vorstand der MOR AG davon aus, die Liquiditätsreichweite auf Stand-alone-Basis¹³⁶ bis Anfang 2026 verlängert zu haben, was auch die Rückzahlung von Wandelschuldverschreibungen einschließt.

Die vorhandenen Mittel sollen vor allem für die Aktivitäten zur Weiterentwicklung des führenden klinischen Programms Pelabresib sowie des Produktkandidaten Tulmimetostat genutzt werden.

Die klinische Entwicklung von Pelabresib konzentriert sich derzeit auf die Myelofibrose. Myelofibrose ist eine seltene Form von Blutkrebs, bei der blutbildende Zellen von Bindegewebe im Knochenmark überwuchert werden – mit der Folge, dass nicht mehr ausreichend gesunde Blutzellen gebildet werden können und sich die Milz vergrößert. Die FDA erteilte Pelabresib im Oktober 2018 den Fast-Track-Status für die Behandlung von Myelofibrose. Derzeit basiert die Behandlung der Myelofibrose auf dem Einsatz von JAK-Inhibitoren, die zwar die Symptome der Myelofibrose lindern, aber den Verlauf der Krankheit nicht verändern. Ruxolitinib,¹³⁷ ein JAK-Inhibitor, ist derzeit sowohl in den USA als auch bei der European Medicines Agency, Amsterdam/Niederlande,¹³⁸ als Monotherapie die Standardtherapie bei Myelofibrose, erreicht aber nur bei der Hälfte der Patienten eine ausreichende Kontrolle der Symptome. Da außerdem

¹³² Vgl. Abschnitt C.VI.1.

¹³³ Jahresdurchschnitt, nach Köpfen; Geschäftsjahr 2022: 438 von 647.

¹³⁴ Vgl. Abschnitt C.VI.1.

¹³⁵ In der Gewinn- und Verlustrechnung („GuV“) wird ein Verlust aus dem aufgegebenen Geschäftsbereich in Höhe von € 3,9 Mio. ausgewiesen.

¹³⁶ Also ohne etwaige Zahlungsströme, die sich aus dem mit Novartis geschlossenen Business Combination Agreement ergeben könnten.

¹³⁷ Von Incyte unter dem Handelsnamen Jakafi® und von Novartis unter dem Handelsnamen Jakavi® vertrieben.

¹³⁸ „EMA“; Europäische Arzneimittel-Agentur; zuständig für die Beurteilung und Überwachung von Arzneimitteln in der EU.

viele Patienten nur suboptimal auf die Behandlung mit JAK-Inhibitoren ansprechen, sind weitere Behandlungsoptionen gefragt, die eine dauerhaftere Wirksamkeit aufweisen und den Krankheitsverlauf verändern können, anstatt nur die Krankheitssymptome zu bekämpfen.

Nach eigenen Aussagen hat MorphoSys im Geschäftsjahr 2023 seine Ziele in der klinischen Forschung und Entwicklung erreicht und damit seine Geschäftsgrundlagen gestärkt. Das Unternehmen erzielte weiterhin außerordentliche Fortschritte in seiner Onkologiepipeline im mittleren bis späten Entwicklungsstadium, schloss die Rekrutierung von zulassungsrelevanten Studien früher als geplant ab und präsentierte Daten auf wichtigen wissenschaftlichen Konferenzen, was zu positivem Feedback und – nach eigenen Aussagen – Begeisterung in der Krebsgemeinschaft führte.

Auf der Jahrestagung 2023 der American Society of Hematology, Washington, D.C./USA,¹³⁹ hat MorphoSys am 10. Dezember 2023 umfassende Ergebnisse der Phase-3-Studie¹⁴⁰ MANIFEST-2¹⁴¹ vorgestellt. Diese zeigten, dass die Kombination von Pelabresib, einem sich in der klinischen Entwicklung befindenden BET-Inhibitor, und dem JAK-Inhibitor Ruxolitinib alle vier Krankheitsmerkmale der Myelofibrose – Milzgröße, Anämie,¹⁴² Knochenmarkfibrose¹⁴³ und krankheitsbedingte Symptome – im Vergleich zu der Verabreichung von Ruxolitinib, der Standardtherapie bei Myelofibrose, zuzüglich eines Placebos verbessert. Die Kombinationstherapie aus Pelabresib und Ruxolitinib verdoppelte nahezu den Anteil der Patienten, die eine Verringerung des Milzvolumens um 35 % oder mehr, den primären Endpunkt der Studie, erreichten. Angesichts des Zusammenhangs zwischen der Verringerung des Milzvolumens und dem Überleben der Patienten wird dies als ein wichtiges Ergebnis angesehen. Die Kombinationstherapie zeigte einen starken positiven Trend bei der Verringerung der Belastung durch krankheitsbedingte Symptome. Darüber hinaus verbesserte die Kombination die Messwerte für Anämie, einschließlich größerer Hämoglobinsprechraten,¹⁴⁴ weniger Erythrozytentransfusionen und weniger Nebenwirkungen bei Anämie und Müdigkeit, und verbesserte die Knochenmarksfibrose bei mehr Patienten um mindestens einen Grad. Die Kombinationstherapie zeigte auch eine Verträglichkeit, die mit den Bewertungen aus früheren klinischen Studien übereinstimmen. Darüber hinaus war Pelabresib plus Ruxolitinib im Vergleich zu Placebo plus Ruxolitinib mit weniger Nebenwirkungen des Grades größer/gleich 3 verbunden.

Diese Ergebnisse deuten auf einen Paradigmenwechsel in der Myelofibrose-Behandlung hin, auf den Myelofibrose-Patienten und Ärzte – so die Einschätzung von MorphoSys – seit langem warten.

Die wichtigsten Patente für Pelabresib laufen derzeit noch bis 2032 (USA) bzw. 2031 (Europa). Durch ergänzende Schutzzertifikate oder Laufzeitverlängerungen könnte ein Verlust der Exklusivität bis 2037 aufgeschoben werden. In den USA ist die Verwendung von Pelabresib zur Behandlung von Myelofibrose bis 2039 patentrechtlich geschützt.

¹³⁹ „ASH“.

¹⁴⁰ Klinische Studien, bei denen der Wirkstoff an einem größeren Patientenkollektiv erprobt wird, um festzustellen, ob sich die Wirksamkeit und Unbedenklichkeit, die sich in den vorhergehenden Studien gezeigt hat, auch bei einer großen Zahl unterschiedlicher Patienten bestätigen lässt.

¹⁴¹ In der Studie wurde die Wirksamkeit des in der klinischen Entwicklung befindlichen Wirkstoffs Pelabresib bei der Behandlung der Myelofibrose, einer Erkrankung des Knochenmarks, untersucht. Pelabresib ist ein sogenannter BET-Inhibitor, der die Funktion des BET-Proteins Brd4 hemmt und dadurch die Wirkungen der Myelofibrose vermindern soll.

¹⁴² Erkrankung, bei der die Zahl der roten Blutkörperchen (Erythrozyten) vermindert ist.

¹⁴³ Erkrankung, bei der das Knochenmark seine Fähigkeit verliert, Blutzellen zu bilden.

¹⁴⁴ Anstieg des Hämoglobins gegenüber dem Ausgangswert. Hämoglobin ist ein Protein, das Sauerstoff bindet und transportiert. Es macht etwa 90 % der roten Blutkörperchen aus.

Angesichts der oben dargestellten überzeugenden Ergebnisse der Phase-3-Studie MANIFEST-2 beabsichtigt MorphoSys, bei der FDA in den kommenden Monaten einen Zulassungsantrag und bei der EMA einen Antrag auf Marktzulassung für Pelabresib in Kombination mit Ruxolitinib zu stellen.

Pelabresib könnte auch für andere Anwendungen ein vielversprechender Produktkandidat sein. In der Phase-2-Studie MANIFEST wird Pelabresib für vier mögliche Anwendungen untersucht, teils als Monotherapie und teils in Kombination mit Ruxolitinib. Der Abschluss der laufenden MANIFEST-Studie wird noch für 2024 erwartet.

Ein Teil der finanziellen Mittel von MorphoSys fließt auch in die Weiterentwicklung von Tulmimetostat. Der Produktkandidat Tulmimetostat kann grundsätzlich sowohl bei verschiedenen Indikationen von soliden Tumoren als auch bei Blutkrebserkrankungen eingesetzt werden. Die Hauptpatente für Tulmimetostat haben mindestens eine Laufzeit bis 2039.

Auf der Jahrestagung 2023 der American Society of Clinical Oncology, Alexandria, Virginia/USA,¹⁴⁵ wurden aktualisierte Ergebnisse der Phase 1/2-Studie von Tulmimetostat, einem sich in klinischer Entwicklung befindlichen dualen EZH2- und EZH1-Inhibitor der nächsten Generation, bei verschiedenen Tumortypen vorgestellt. Die Daten deuten auf ein Ansprechen oder eine Stabilisierung der Krankheit in allen Kohorten mit soliden Tumoren hin, einschließlich derjenigen mit stark vorbehandelten Patienten. Bemerkenswert ist, dass auch in der Lymphomkohorte ein vollständiges und teilweises Ansprechen beobachtet wurde. Ärzte waren – nach Aussage von MorphoSys – beeindruckt über die Ansprechraten, die bei stark vorbehandelten Patienten mit Tulmimetostat beobachtet wurden. Tulmimetostat hat eine höhere Wirksamkeit, eine längere Verweildauer am Zielort und eine längere Halbwertszeit als EZH2-Inhibitoren der ersten Generation. Im September 2023 erteilt die FDA den Fast-Track-Status für Tulmimetostat zur Behandlung von Patientinnen mit fortgeschrittenem, rezidivierendem oder metastasierendem Endometriumkarzinom (Gebärmutterkrebs), die ARID1A-Mutationen aufweisen und bei denen der Krebs nach mindestens einer vorangegangenen Behandlungslinie fortgeschritten ist.

In der aktuellen Geschäftsstrategie von MorphoSys werden die übrigen Produktkandidaten dazu genutzt, Mittel für die Weiterentwicklung der vorgenannten Wirkstoffe zu generieren. MorphoSys hat derzeit zahlreiche Projekte, bei der die klinische Entwicklung durch Partner betrieben wird. Für den Verlust des geistigen Eigentums an diesen Wirkstoffen erhält MorphoSys Meilensteinzahlungen und/oder Tantiemen. Nach Aussagen von MorphoSys entwickeln sich ihre wichtigsten Partnerprogramme, die aus der Antikörpertechnologieplattform des Unternehmens hervorgingen, weiter und haben das Potenzial, einen erheblichen Wert zu generieren. Auch wenn diese Programme nicht im Mittelpunkt der Geschäftsstrategie von MorphoSys stünden, böten sie potenzielle Vorteile und eröffneten Optionen für eine nicht-verwässernde Finanzierung.

¹⁴⁵ „ASCO“.

Aufgrund der verschiedenen Nutzungen entwickelten Wirkstoffen unterscheidet MorphoSys bei den Umsatzerlösen nach den folgenden Kategorien:

- Produktverkäufe¹⁴⁶
- Tantiemen
- Lizenzgebühren aus der Nutzung geistigen Eigentums
- Meilensteinzahlungen für Fortschritte im Forschungs- und Entwicklungs- bzw. Zulassungsprozess
- Servicegebühren für die Überlassung von Personal
- Sonstige Umsatzerlöse

b) Makroökonomische Situation und Ausblick

Die Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts und der Verbraucherpreise hat Auswirkungen auf die Kaufkraft und somit auch auf die möglichen Ausgaben für Medikamente. Der Bewertungsgutachter stellt diese makroökonomischen Daten (2015 bis 2023) bzw. Prognosen (2024 bis 2029) auf Grundlage der im April 2024 veröffentlichten Prognosen des Internationalen Währungsfonds, Washington, D.C./USA,¹⁴⁷ dar. Angesichts des überragenden Anteils, den die USA an den weltweiten Ausgaben für Krebsmedikamente haben und der Bedeutung, die auch den europäischen Märkten zukommt, fokussieren seine Ausführungen auf diese Regionen.

Nachdem sich die Wachstumsraten des realen Bruttoinlandsprodukts wieder normalisiert haben, erwartet der IWF für den Prognosehorizont weltweit ein gegenüber 2023 unverändertes Wachstum von 3,2 % bis 3,1 %. Der zuletzt beobachtete Trend rückläufiger Verbraucherpreissteigerungen soll sich auch in den kommenden Jahren fortsetzen. Die durchschnittliche weltweite Inflation soll bis auf 3,4 % zurückgehen. Hohe Wachstums- und Inflationsraten werden für die Entwicklungsländer erwartet, während die Industriestaaten mit deutlich geringeren Raten wachsen, so dass auch das Potenzial für Preiserhöhungen dort geringer ausfällt.

In den USA sollen die aktuell höheren Wachstumsraten ab 2025 auf ein Niveau von rund 2 % zurückgehen und die derzeit immer noch vergleichsweise hohe Inflation sich ebenfalls auf rund 2 % normalisieren.

In der EU soll die derzeitige Wachstumsschwäche überwunden werden. Nach einem Anstieg um bis 1,8 % (2025) sollen die Wachstumsraten erwartungsgemäß bis auf 1,5 % zurückgehen. Nach den erheblichen Preissteigerungsraten der letzten beiden Jahre erwartet der IWF einen sukzessiven Rückgang der Inflation in der EU auf 2,0 %, dem Zielwert der Europäischen Zentralbank, Frankfurt am Main.

Diese Entwicklungen lassen zumindest ein moderates Wachstum für Krebsmedikamente erwarten. Die branchenspezifischen Wachstumsraten können sich allerdings deutlich von den makroökonomischen Trends abheben.

¹⁴⁶ Nach Verkauf des Wirkstoffs Tafasitamab an Incyte erst künftig wieder aus der Vermarktung von Pelabresib zu erwarten.

¹⁴⁷ „IWF“.

c) Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie Marktposition

Der globale Pharmamarkt und damit auch der Markt für Krebsmedikamente ist von einer hohen Komplexität geprägt, die einer Vielzahl von Produktkategorien, privaten und öffentlich-rechtlichen Marktteilnehmern sowie unterschiedlichen regulatorischen Vorgaben geschuldet ist.

Die Onkologie stellt einerseits das mit Abstand größte medizinische Therapiegebiet dar und soll den Abstand zu den anderen Therapiegebieten mit Wachstumsraten von 9 % bis 12 % in den Jahren 2020 bis 2025¹⁴⁸ weiter vergrößern. Sie befasst sich mit der Erforschung, Diagnose, Behandlung und Prävention von Tumoren und Krebsarten. Die derzeit über 300 bekannten Krebsarten erfordern unterschiedliche Behandlungen, weshalb andererseits das Potenzial eines einzelnen Medikaments gleichzeitig auch begrenzt ist.

Angesichts dieser Vielfalt und des Marktpotenzials wächst die Anzahl der begonnenen klinischen Studien und der Marktzulassungen für neue Medikamente. Eine Vielzahl dieser neuen Medikamente und Therapien wurden zur Bekämpfung von seltenen Krebserkrankungen wie dem Non-Hodgkin-Lymphom entwickelt und nutzen zunehmend neuartige Wirkungsweisen. Die Anbieter müssen erhebliche Beträge in die Weiterentwicklung ihrer Produkte sowie die Generierung neuer Produktkandidaten, also in die Forschung und Entwicklung einschließlich der Durchführung von klinischen Studien, investieren. Neben der Innovationsfähigkeit ist somit auch die Kapitalausstattung der Wettbewerber von entscheidender Bedeutung.

Nachdem die globalen Ausgaben für Krebsmedikamente in der Vergangenheit (2017 bis 2022) bereits mit hohen durchschnittlichen Wachstumsraten von 12,0 %¹⁴⁹ auf \$ 196 Mrd. gestiegen sind, soll sich das Wachstum künftig (2022 bis 2027) nochmals beschleunigen (CAGR 13,8 %), so dass für das Jahr 2027 bereits ein Marktvolumen von \$ 375 Mrd. zu erwarten ist. Dieses Wachstum wird vom überdurchschnittlichen Wachstum des US-amerikanischen Marktes (14,1 %), dem mit Abstand größten Markt, und von der Entwicklung in den sogenannten Pharmerging Markets (15,5 %) getrieben. Die Pharmerging Markets wie China und Indien sind allerdings auch durch eine hohe Preissensitivität und eine Förderung der inländischen Produktion geprägt. Der erwartete erhebliche Anstieg des Marktvolumens ist teilweise auf eine Erhöhung der Patienten- und Todeszahlen zurückzuführen.

Der Onkologie-Markt lässt sich in solide Tumore und Blutkrebs segmentieren. Das Segment Blutkrebs wiederum unterteilt sich in die vier Bereiche Lymphome, Leukämie, Myelome und weniger verbreitete Formen des Blutkrebses, wozu insbesondere auch Myelofibrose gehört. Der Markt für Behandlungen bei soliden Tumoren ist deutlich größer (\$ 174,1 Mrd. im Jahr 2022) und soll mit 13,9 % (CAGR) bis zum Jahr 2027 auch wesentlich dynamischer (auf \$ 337,6 Mrd.) wachsen als der Markt für die Behandlung von Blutkrebs. Dieser soll sich von \$ 61,1 Mrd. (2022) mit einer Wachstumsrate von 7,3 % (CAGR) auf \$ 87,7 Mrd. entwickeln.

Die wichtigsten Unterarten des Blutkrebses betreffen Myelome, Lymphome und Leukämie. Der bis dato größte Teilmarkt der Behandlung von Myelomen (\$ 21,7 Mrd. im Jahr 2022) soll bis 2031 auch am stärksten (CAGR 10,5 %) auf dann \$ 53,5 Mrd. wachsen. Der globale Markt für Lymphom-Therapeutika soll sich mit einer Wachstumsrate von 8,4 % (CAGR) von \$ 15,7 Mrd. (2022) auf \$ 32,4 Mrd. (2031) entwickeln.

¹⁴⁸ Die maßgebliche Studie wurde im Jahr 2021 veröffentlicht.

¹⁴⁹ „CAGR“ (Compound Annual Growth Rate = geometrischer Durchschnitt der jährlichen Wachstumsrate).

Der Leukämiemarkt ist sowohl nach aktueller Größe als auch nach den Wachstumserwartungen der am wenigsten bedeutende Teilmarkt.

Die für den Produktkandidaten Pelabresib aufgesetzten klinischen Studien untersuchen dessen Wirksamkeit für die Behandlung bei Myelofibrose.¹⁵⁰ Die Myelofibrose ist eine seltene Krankheit, die beispielsweise in den USA bei nur vier bis sechs von einhunderttausend Menschen diagnostiziert wird. Dementsprechend wurde¹⁵¹ in den USA und den EU5-Staaten¹⁵² zusammen jährlich nur für eine Anzahl von rund 6.100 erstmals die Diagnose Myelofibrose getroffen. Bis zum Jahr 2031 wird ein Anstieg auf mehr als 7.200 Erstdiagnosen Myelofibrose erwartet, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 1,8 % (CAGR) entspricht.

Trotz der geringen Patientenzahl generieren die Medikamente zur Behandlung von Myelofibrose weltweit immerhin einen Umsatz von insgesamt rund \$ 0,7 Mrd. (2022).¹⁵³ Auf dieser Grundlage beziffert der Bewertungsgutachter die durchschnittlichen jährlichen Ausgaben je Patient für die Medikamentierung bei Myelofibrose auf rund \$ 150.000. Die Umsätze sollen darüber hinaus mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 4,1 % (CAGR) bis 2031 auf \$ 1,1 Mrd. und damit überproportional zur Entwicklung der Neuerkrankungen steigen, legt man die Inzidenz für die USA zuzüglich der EU5-Staaten zugrunde.

Dieser Markt ist allerdings für MorphoSys nicht in vollem Umfang adressierbar, da Pelabresib – ebenso wie die übrigen bereits von Wettbewerbern am Markt angebotenen Medikamente bzw. die Produktpipeline weiterer Wirkstoffe von Wettbewerbern – jeweils nur bei bestimmten Formen der Myelofibrose eingesetzt werden können. Insoweit unterliegen die Produkte selten einem direkten Wettbewerb, zumal auch Patentschutz besteht.

Patentschutz wird einem Wirkstoffkandidaten ab dem Zeitpunkt gewährt, an dem die Anmeldung eines Patents bestätigt worden ist. Dieser wird in den USA und der EU üblicherweise für einen Zeitraum von 20 Jahren gewährt. Sofern die Nutzungsdauer durch einen langwierigen weiteren Forschungs- und Entwicklungsprozess oder eine verzögerte Zulassung verkürzt ist, kann die Laufzeit des Patents gegebenenfalls um weitere fünf Jahre verlängert werden.

Da der Antrag auf Erteilung eines Patents normalerweise in einem frühen Stadium des Forschungs- und Entwicklungsprozesses gestellt wird, um früh- und rechtzeitig dem Diebstahl geistigen Eigentums vorzubeugen, der Prozess bis zur Herstellung der Marktreife eines Medikaments aber zumeist einen Zeitraum von vielen Jahren umfasst, bleiben den Patentinhabern bzw. Herstellern oftmals nur zwölf Jahre, um das Produkt exklusiv vermarkten zu können.

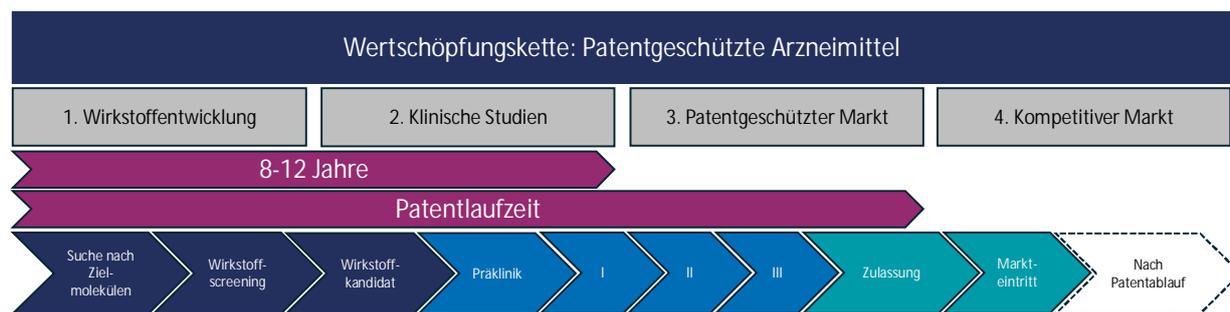
¹⁵⁰ Der Produktkandidat Tulumimostat kann grundsätzlich sowohl bei verschiedenen Indikationen von soliden Tumoren als auch bei Blutkreiserkrankungen eingesetzt werden.

¹⁵¹ Verhältnisse des Jahres 2022.

¹⁵² Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien und Spanien.

¹⁵³ Vom Bewertungsgutachter aus den vorliegenden Studien zum weltweiten Markt abgeleiteter durchschnittlicher Wert.

Diese Zusammenhänge hat der Bewertungsgutachter wie folgt grafisch aufbereitet:



Hauptwettbewerber von MorphoSys sind Pharmaunternehmen und Biotechnologieunternehmen, aber auch akademische Forschungseinrichtungen. Einige der Wettbewerber verfügen über deutlich höhere finanzielle und produktionstechnische Ressourcen. Der Wettbewerb lässt sich auch danach differenzieren, welche Phase des oben dargestellten Produktlebenszyklus eines patentgeschützten Arzneimittels von dem Geschäftsmodell des jeweiligen Wettbewerbers vorwiegend abgedeckt wird.

MorphoSys hat seit seiner Gründung die ersten Phasen bereits durchlaufen und konzentriert sich aktuell mit seinen wesentlichen Produktkandidaten auf die mittlere bis späte klinische Phase. Mit diesen Produkten sollen die weiteren Phasen des Produktlebenszyklus durchlaufen werden.

Akademische Forschungseinrichtungen entfalten ihre Tätigkeiten in diesem Markt vorwiegend in den frühen Phasen, oftmals nur in der Phase der „Suche nach Angriffspunkten“. Insoweit können sie allenfalls dann als Wettbewerber angesehen werden, wenn es ihnen gelingt, Wirkstoffe zu entdecken und gegebenenfalls zu entwickeln, die zu einem späteren Zeitpunkt als Arzneimittel eine Marktzulassung erhalten und die Produkte von MorphoSys ersetzen können. Ähnliches gilt für Unternehmen, die sich auf die Weiterentwicklung von Wirkstoffen zu einem Produktkandidaten spezialisiert haben, aber vorwiegend in einer früheren Phase tätig sind.

Hauptwettbewerber sind aktuell Pharmaunternehmen und Biotechnologieunternehmen, die sich mit ihren Produktkandidaten in einer mittleren bis späten klinischen Phase befinden. Das sind oftmals sehr spezialisierte und fokussierte Unternehmen.

In den kommenden Jahren sind diese Unternehmen ebenfalls als Wettbewerber anzusehen, wenn sie nicht nur die Entwicklung von Produktkandidaten, sondern auch die Vermarktung zugelassener Arzneimittel betreiben. Dies wird zumeist aber von großen Pharmakonzernen übernommen, die sich teilweise auch der von kleineren Wettbewerbern entwickelten Produktkandidaten bedienen. Dies geschieht häufig in Form von Ein- und Auslizenzierungen. Durch die Übertragung von Rechten an entwickelten Produktkandidaten oder zugelassenen Arzneimitteln können sich kleinere Wettbewerber die Mittel verschaffen, die für die Entwicklung weiterer Produktkandidaten erforderlich sind. Es ist aber auch zu beobachten, dass insbesondere kleinere Wettbewerber von großen Pharmaunternehmen vollständig übernommen werden.

Nach Ablauf des Patentschutzes schließlich sind Pharmaunternehmen, die sich auf die Vermarktung von Generika spezialisiert haben, die bedeutendsten Wettbewerber.

Als Wettbewerber von MorphoSys sind darüber hinaus im Wesentlichen nur die Unternehmen anzusehen, die Produktkandidaten oder Arzneimittel für bestimmte Krankheitsbilder und Indikationen der Onkologie entwickeln und/oder vertreiben. Das „leading asset“ von MorphoSys, Pelabresib, steht im Wettbewerb zu vier weiteren Produktkandidaten und zu vier bereits vertriebenen Arzneimitteln. Für den derzeit in der Studie MANIFEST vorrangig untersuchten künftigen Einsatz von Pelabresib ist Jakafi der Kombinationspartner. Jakafi liegt der Wirkstoff Ruxolitinib zugrunde. Das Arzneimittel wird von Incyte und Novartis vertrieben. Jakafi gilt derzeit als Standard für die Erstlinientherapie von Myelofibrose und hat eine Marktdurchdringungsrate von etwa 50 %. Der Wirkstoff Ruxolitinib verliert voraussichtlich im Jahr 2027 seinen Patentschutz. Der Wettbewerb wird nach 2030 erheblich zunehmen. Für Pelabresib ergeben sich Chancen daraus, dass die vorliegenden Studienergebnisse anzeigen, dass Pelabresib bei der Erstlinientherapie überlegen ist und auch für eine Zweitlinientherapie geeignet sein dürfte. Im Vergleich zu Ruxolitinib wird Pelabresib seinen Patentschutz wesentlich später verlieren.

Für Tulumimetostat wird eine größere Anzahl von Indikationen als aussichtsreich angesehen. Demzufolge ist auch von einer höheren Anzahl potenziell konkurrierender Produkte auszugehen. MorphoSys hat für insgesamt sechs mögliche Verwendungsmöglichkeiten von Tulumimetostat untersucht, welche bereits auf dem Markt befindlichen Medikamente oder in verschiedenen Phasen der klinischen Entwicklung stehenden Produktkandidaten für die jeweilige spezielle Indikation als Wettbewerbsprodukte anzusehen sind. Letztlich wird Tulumimetostat vier Indikationen bzw. Anwendungsbereichen als derzeit innovativ angesehen, sollten sich die vorliegenden Ergebnisse in späteren Studien bestätigen.

Der Bewertungsgutachter stellt die Prozesse, wie Arzneimittel in den USA und in der EU zugelassen werden und welchen weiteren regulatorischen Bestimmungen diese nach Erteilung der Zulassung bei Produktion und Vertrieb unterliegen, im Einzelnen dar. In einer grafisch aufbereiteten Tabelle wird deutlich, dass die regulatorischen Prozesse und die Anforderungen an die klinischen Studien zwischen den beiden betrachteten wesentlichen Wirtschaftsräumen und wichtigsten Märkten sehr ähnlich sind.

An dieser Stelle soll lediglich auf die wesentlichen Aspekte kurz wie folgt hingewiesen werden:

- Generell vorwiegende Aufgabenerfüllung durch eine zentrale Stelle (FDA bzw. EMA), aber auch Beachtung unterschiedlicher Bestimmungen einzelner US-amerikanischer Bundesstaaten bzw. europäischer Staaten erforderlich
- Institut der beschleunigten Prüfung durch Vergabe des Fast-Track-Status in den USA bei bedürftigen Patienten
- Besondere steuerliche oder andere Förderungen für sogenannte Orphan Drugs, die in dem Fall dieser seltenen Erkrankungen vergeben werden
- Mindestens vier Phasen der vorklinischen (Phase 0) bzw. klinischen (Phasen 1 bis 3) Tests mit steigender Probandenzahl

Die wesentlichen langfristigen Trends im globalen Onkologie-Markt lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Demografischer Wandel in den Industrienationen und die damit verbundene Überalterung der Gesellschaft mit entsprechend höherem Bedarf an Pharmaprodukten
- Globales Bevölkerungswachstum mit entsprechend erhöhter weltwirtschaftlicher Nachfrage
- Verbessertes Zugang zu Arzneimitteln und Therapien in Schwellenländern und Pharmerging Markets
- Steigendes verfügbares Einkommen und höhere Durchdringung mit Krankenversicherungslösungen
- Erhöhung des Risikos einer Krebserkrankung durch Wandlung des Lebensstils hin zu ungesunder Lebensweise und sich verschlechternde Umweltfaktoren
- Bedienung des durch die vorstehenden Faktoren erhöhten Bedarfs mittels zunehmender Forschung und Entwicklung neuer Medikamente
- Strukturelle Marktveränderungen wie z.B. Neupositionierungen, Fusionen und Übernahmen sowie Tendenz zu erschwinglichen Medikamenten

Der Bewertungsgutachter kommt im Übrigen zu dem Ergebnis, dass die Zielmärkte USA und EU nicht nur in Bezug auf die regulatorischen Bestimmungen, sondern auch in allen wesentlichen anderen marktseitigen Einflussfaktoren sehr ähnlich sind.

d) Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

Der Bewertungsgutachter nimmt eine Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von MorphoSys auf Grundlage der veröffentlichten Konzernabschlüsse für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 vor. Er hält eine Bereinigung der ausgewiesenen Zahlen um Sachverhalte mit einmaligem bzw. nicht wiederkehrendem, periodenfremdem oder außerordentlichem Charakter aufgrund der vielen Einzelsachverhalte, die die Geschäftsentwicklung in der betrachteten Vergangenheit beeinflusst haben, nicht für zielführend. Im Übrigen weist er auf die oben dargestellten wesentlichen Veränderungen des Geschäftsmodells hin.

Nach unserer Auffassung erübrigt sich deshalb nicht nur eine Bereinigung der betrachteten Vergangenheit, sondern auch eine ausführliche Analyse der unbereinigten Zahlen, da aus dieser Analyse nur sehr eingeschränkte Erkenntnisse für einen Zeitvergleich gewonnen werden können. Wir gehen deshalb bei unserer Zusammenfassung lediglich auf die Entwicklungen ein, aus denen Erkenntnisse bei der Analyse der Planungsrechnung gewonnen werden können.¹⁵⁴

Folgende Bemerkungen sind aus unserer Sicht zu der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Vergangenheit zu machen:

- Verminderung der betrieblichen Aufwendungen aufgrund von Maßnahmen zur Optimierung der Kostenstruktur in der Forschung und Entwicklung¹⁵⁵ sowie zur Rationalisierung und Fokussierung der Vertriebsaktivitäten
- Mittelverwendung vorrangig für immaterielle Vermögenswerte sowie Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente¹⁵⁶
- Immaterielle Vermögenswerte beinhalten vor allem Patente, Lizenzen, Lizenzen für vermarktete Produkte und in Entwicklung befindliche Programme und dabei insbesondere Vermögenswerte, die im

¹⁵⁴ Für eine detaillierte Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Vergangenheit verweisen wir ansonsten auf die ausführlichen Analysen des Bewertungsgutachters.

¹⁵⁵ Vgl. Abschnitt C.VI.2.a).

¹⁵⁶ Und darüber hinaus unterjährig natürlich auch für die Finanzierung des operativen Geschäfts (was bei einer Stichtagsbetrachtung der Bilanzen nicht erkennbar ist).

Zusammenhang mit Pelabresib erworben bzw. erstellt worden sind, sowie einen Geschäfts- oder Firmenwert aus dem Erwerb der Anteile an der Constellation Pharmaceuticals Inc.

- Finanzanlagen betreffen 12,1 % des Aktienkapitals der HI-Bio¹⁵⁷
- Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente in der Vergangenheit noch durch Mittelabflüsse infolge der negativen Cashflows aus betrieblicher Tätigkeit vermindert
- Mittelherkunft im Wesentlichen durch die Finanzierung seitens Royalty Pharma¹⁵⁸ geprägt
- Eigenkapital durch aufgelaufene Verluste auf € 49,0 Mio. gesunken

Prüfungsergebnis

Eine dezidierte Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von MorphoSys ist ebenso wenig erforderlich wie eine Bereinigung der Vergangenheit, da eine Analyse der Planungsrechnung nicht mittels Zeitvergleich vorgenommen werden kann.

3. Wesentliche Erfolgsfaktoren des Unternehmenskonzepts

Der Bewertungsgutachter fasst seine umfassende Analyse wirtschaftlichen Grundlagen von MorphoSys in einer SWOT-Analyse¹⁵⁹ zusammen. Diese lässt sich verdichtet wie folgt darstellen:

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Entwicklungspipeline mit Schwerpunkt auf innovativen Wirkstoffen in späten (Pelabresib) bzw. mittleren (Tulmimetostat) Phasen der klinischen Tests ▪ Über Jahrzehnte aufgebaute Forschungs- und Entwicklungskompetenz mit erfahrenen Teams sowie nachgewiesene Kompetenz in der Testung und Zulassung von Arzneimitteln ▪ Eigenes Vertriebsnetz mit einem Fokus auf Hämatologie und Onkologie in den USA sowie ausgeprägtes Netzwerk von Partnern ▪ Stabile Einnahmen aus Meilensteinzahlungen und Tantiemen der verschiedenen Partnerprogramme bei minimalen Kosten ▪ Über 110 Patentfamilien zu Wirkstoffen, Prozessen und Technologien 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Abhängigkeit vom „leading asset“ Pelabresib ▪ Finanzierungsbedarf für die hohen Kosten der Forschung und Entwicklung und der klinischen Tests sowie zum Aufbau eines über die USA hinausgehenden Vertriebsnetzes, der bei der geringen Kapitalisierung von MorphoSys Abhängigkeiten von Entwicklungspartnern zur Folge hat ▪ Nur eingeschränkte Möglichkeit einer Reaktion auf Veränderungen des Markt- und Wettbewerbsumfeld, da Forschungs- und Entwicklungskompetenz sehr speziell
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ausschöpfen der aktuellen Entwicklungspipeline, insbesondere mit Pelabresib als potenzielles „Best and First in Class-Produkt“ für die Erstlinienbehandlung von Myelofibrose ▪ Deutlich steigender Bedarf aufgrund der demographischen und globalen makroökonomischen Trends 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Sich stetig veränderndes Markt- und Wettbewerbsumfeld in einem generell wettbewerbsintensiven Markt ▪ Unerwartete Entwicklungen bei Studienergebnissen und Aufnahme der Produkte am Markt ▪ Abhängigkeit von Partnern für den Ausbau des Vertriebsnetzes ▪ Abhängigkeit von der Annahme der Produkte durch Ärzte und Kostenträger

Wie in vorstehender Auflistung erkennbar wird, stehen sich Stärken und Schwächen sowie Chancen und Risiken von MorphoSys in den für sie relevanten Märkten in einem insgesamt ausgewogenen Verhältnis gegenüber. Die Stärken lassen ein profitables Wachstum erwarten. Die Risiken zeigen, dass eine solche Entwicklung zahlreichen Gefahren ausgesetzt ist.

¹⁵⁷ Stand zum 31. März 2024. Die Beteiligung ist am 2. Juli 2024 veräußert worden. Vgl. Abschnitt C.VI.1 und Abschnitt D.IV.2.

¹⁵⁸ Vgl. Abschnitt C.VI.2.a).

¹⁵⁹ 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

Als Bewertungsobjekt wird zutreffend die MOR AG einschließlich ihrer Tochtergesellschaften betrachtet.

Die Bewertung von Konzernen kann nach verschiedenen Methoden durchgeführt werden, die – sofern sachgerecht angewendet – zu identischen Ergebnissen führen müssen.¹⁶⁰ Die Auswahl einer dieser Methoden ist abhängig vom Aufbau der zugrunde gelegten Planungsrechnung bzw. der damit verfolgten Steuerungszwecke und der Frage, ob eine Darstellung einzelner Werte sinnvoll oder erforderlich ist.

Vorliegend wird das Geschäft primär auf Konzernebene geplant und gesteuert. Entsprechend der Struktur der vorgelegten Planungsrechnung hat der Bewertungsgutachter demzufolge eine simultane Bewertung auf Konzernebene vorgenommen und den Ertragswert aus der vorgelegten Konzernplanung abgeleitet. Zudem ist im konkreten Bewertungsfall die Feststellung von Unternehmenswerten für einzelne Tochtergesellschaften nicht erforderlich.

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

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

II. Ableitung der zu kapitalisierenden Nettoeinnahmen

1. Aufbau der Planungsrechnung und Planungsprozess (einschließlich Synergien)

Der reguläre Planungsprozess von MorphoSys beinhaltet die folgenden zwei Planungsinstrumente:

- Mittelfristplan, das Budget des laufenden Geschäftsjahres und eine Planung von drei weiteren Geschäftsjahren beinhaltend
- Langfristplanung, in der die Entwicklung aller Produkte in der klinischen Pipeline bis zum Ende des letzten Produktlebenszyklusses prognostiziert wird und der auch für Zwecke der jährlichen bzw. fallweise vorzunehmenden Werthaltigkeitstests genutzt wird

Die Planungsinstrumente greifen dergestalt ineinander, dass das in den Monaten April und Mai des jeweiligen Geschäftsjahres aufgestellte Budget im Zeitraum August bis Dezember um eine Planung der folgenden drei Geschäftsjahre erweitert und parallel dazu in die Langfristplanung integriert wird.

Planungsinhalte sind die Erlöse und die operativen Aufwendungen, wobei die Planung zahlungsstromorientiert erfolgt. Das Zinsergebnis und die Steuern sowie die Bilanz werden nicht detailliert geplant. Da mit der Entwicklungsanleihe, der Wandelschuldverschreibung sowie Steuerzahlungen erhebliche Auszahlungen verbunden sind bzw. sein können, werden diese – allerdings vereinfachend – ebenfalls geplant. Eine Planung von Ausschüttungen wird nicht vorgenommen. Die Erlöse und die den Produkten und Produktkandidaten unmittelbar zurechenbaren Aufwendungen werden allerdings detailliert und separat für

¹⁶⁰ Vgl. Abschnitt C.II.1.

jeden eigenvermarkteten oder auslizenzieren Wirkstoff getrennt geplant. Die Prognosen verwenden dabei im Wesentlichen folgende Informationen:

- Daten zu den jährlich neu mit dem jeweiligen Krankheitsbild diagnostizierten Patientenzahlen
- Aktuelle und geschätzte Marktanteile der Produkte und Produktkandidaten von MorphoSys und den Marktanteilen der konkurrierenden Produkte und Produktkandidaten
- Monatliche und jährliche Anzahl der mit dem jeweiligen Wirkstoff zu behandelnden Patienten
- Dosierung und Dauer der jeweiligen Medikamentierung
- Tatsächliche Preise auf dem Markt befindlicher Medikamente und geschätzte bzw. erwartete Preise der eigenen Produktkandidaten sowie derjenigen von konkurrierenden Anbietern, gerechnet in monatlichen Behandlungskosten

Grundsätzlich werden diese Informationen von den für die Produkte bzw. Produktkandidaten verantwortlichen Mitarbeitern erhoben und anschließend bottom-up immer weiter verdichtet. Dabei werden zentrale Vorgaben des Managements beachtet und übergreifende Kostenpositionen in die Planung integriert. Neben den unmittelbar Produktverantwortlichen bzw. den für die Zusammenarbeit mit Partnerunternehmen verantwortlichen Mitarbeitern und den Verantwortlichen für allgemeine Kostenstellen werden auch externe Spezialisten bei bestimmten Fragen zu Rate gezogen. Der Planungsprozess und die Verdichtung zu einer Konzernplanung wird von der Abteilung für Finanzen und Planungswesen gesteuert. Die Genehmigung erfolgt dann mehrstufig unter Einbindung des Leiters der Geschäftsentwicklung, des Finanzvorstands, des Executive Committees sowie des Gesamtvorstands. Die Mittelfristplanung wird auch dem Aufsichtsrat der MOR AG zur Genehmigung vorgelegt.

Im vorliegenden Fall ist die im regulären Planungsprozess erstellte Planungsrechnung allerdings später finalisiert und genehmigt worden und anschließend nochmals überarbeitet worden. Diese Verzögerungen bzw. Überarbeitungen sind unter anderem den folgenden Umständen geschuldet:

- Ankündigung des Verkaufs und der Übertragung der weltweiten Rechte an Tafasitamab an Incyte (5. Februar 2024)
- Abschluss eines Business Combination Agreements mit der Novartis BidCo und der Novartis sowie Unterbreitung eines Übernahmeangebots durch den Novartis-Konzern (5. Februar 2024)
- Verarbeitung von Studienergebnissen des Produktkandidaten Pelabresib, der ein wesentlicher Werttreiber ist (24. April 2024)
- Veränderungen im Vorstand (6. Juni 2024), der bei einer Überarbeitung der Planungsrechnung die folgenden Aktualisierungen berücksichtigt hat (4. Juli 2024)
 - Die von dem bisherigen Vorstand vorgenommene und dokumentierte Beurteilung bezüglich der Antragsstellung bei Pelabresib wurde vom neuen Vorstand am 4. Juli 2024 bestätigt.¹⁶¹
 - Übernahme von HI-Bio durch Biogen Inc., Cambridge, Massachusetts/USA¹⁶²
 - Ankündigung des Delistings von MorphoSys, was zu Kosteneinsparungen bei den allgemeinen Kosten und Verwaltungskosten führen wird

Der Vorstand der MOR AG hat diese aktualisierte Planungsrechnung am 4. Juli 2024 festgestellt. Der Aufsichtsrat der MOR AG hat die geänderte Planung am selben Tag genehmigt. Zeitlich parallel zur

¹⁶¹ Am 29. April 2024 gab MorphoSys in seiner Pressemitteilung für das erste Quartal 2024 die Absicht bekannt, in der zweiten Jahreshälfte 2024 einen Zulassungsantrag für Pelabresib in Kombination mit Ruxolitinib zur Behandlung von Myelofibrose bei der FDA und einen Antrag auf Marktzulassung bei der EMA einzureichen. Davor war man davon ausgegangen, dass der Antrag bis Mitte 2024 eingereicht werden würde. Auf der Grundlage der Ergebnisbekanntgabe für das erste Quartal-2024 wurden die Umsatzannahmen für Pelabresib entsprechend angepasst, was zu einem um 5,4 % niedrigeren Umsatz für Pelabresib über den gesamten Produktlebenszyklus führt.

¹⁶² Biogen Inc. hat am 2. Juli 2024 öffentlich bekannt gemacht, dass die Übernahme vollzogen ist.

Vorbereitung der Verabschiedung der aktualisierten Planungsrechnung wurden neuere Entwicklungen bezüglich der HI-Bio-Transaktion bekannt. Der Bewertungsgutachter hat diese bei einer weiteren Aktualisierung der Planungsrechnung berücksichtigt.¹⁶³

Wesentliche Teile der Erlöse und Kosten von MorphoSys fallen in USD an. Bei der Umrechnung dieser Beträge verwendet MorphoSys für alle Planperioden einen einheitlichen Wechselkurs und verwendet dabei den zum Planungszeitpunkt aktuellen Kassakurs.

Die vorgelegte Planungsrechnung beinhaltet in gewissem Umfang auch Synergien. Bei den allgemeinen Kosten und Verwaltungskosten sind Kosteneinsparungen, die sich im faktischen Konzern realisieren lassen, berücksichtigt. Zudem werden durch günstigere Zinskonditionen einer Darlehensvergabe durch Novartis Einsparungen erzielbar sein.

Angesichts des dargestellten systematischen Planungsprozesses halten wir die von der Gesellschaft vorgelegte Planungsrechnung für Zwecke der Unternehmensbewertung grundsätzlich für geeignet. Eine Abweichung zu den regulären Planungsprozessen ist durch die vorgenannten Umstände bedingt und deshalb nachvollziehbar.

2. Analyse der Planungstreue

Der Bewertungsgutachter hat die Planungstreue anhand eines Vergleichs der tatsächlich in den Geschäftsjahren 2022 und 2023 erzielten Beträge mit den für sie im Vorjahr geplanten Werten für folgende Größen überprüft:

- Umsatzerlöse mit dem Medikament Monjuvi®
- Bruttomarge mit dem Medikament Monjuvi® in Prozent
- Aufwendungen für Forschung und Entwicklung
- Vertriebsaufwendungen sowie allgemeine Kosten und Verwaltungskosten

Generell konnten die Erwartungen von MorphoSys an das Medikament Monjuvi® weder umsatz- noch ergebnisseitig erfüllt werden, wobei die Planungsrechnung für 2023 eine höhere Verlässlichkeit aufweist als die des Vorjahres. Die Ergebnisverfehlungen im Bruttoergebnis konnten teilweise durch Kosteneinsparungen ausgeglichen werden.

Der Bewertungsgutachter weist darauf hin, dass Planungen von pharmazeutischen Unternehmen mit besonderen Unsicherheiten, insbesondere in Bezug auf die Erlöse, verbunden sind. Diese ergeben sich unter anderem aus unvorhersehbaren Verzögerungen im Zulassungsprozess oder bei der Aufnahme eines Medikaments durch die verschreibenden Ärzte und kostentragenden Institutionen.

Darüber hinaus haben im betrachteten Zeitraum auch generelle globale Entwicklungen eine Prognose erschwert. Die Abfolge von Krisen, die sich derzeit in kurzen Abständen ereignen und negative gesamtwirtschaftliche Folgen nach sich ziehen, hat nach der COVID-19-Pandemie mit dem russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine angehalten und setzt sich aktuell mit den Konflikten in Israel und Gaza fort. Eine

¹⁶³ Die Anpassungen sind von untergeordneter Bedeutung.

mittelfristige Prognose der globalen wirtschaftlichen Entwicklung sowie der Inflations- und Zinsentwicklungen wird deshalb zunehmend komplexer.

Unter Berücksichtigung dieser Umstände und der im Einzelnen von ihm dargestellten, teilweise nicht vorhersehbaren Ursachen für die Planverfehlungen hält der Bewertungsgutachter die Planungsrechnungen von MorphoSys für geeignet, um Grundlage für eine Unternehmensbewertung zu sein. Er weist insbesondere darauf hin, dass die Ergebnisse seiner Analysen zeigten, dass MorphoSys ein tiefes Verständnis für die kurz- bis mittelfristige Entwicklung seiner wesentlichen Key Performance Indicators habe.

Wir haben die Analysen des Bewertungsgutachters ohne Beanstandungen nachvollziehen können und teilen die daraus gezogenen Schlussfolgerungen.

Prüfungsergebnis

Die von MOR AG vorgelegte Planungsrechnung kann für die Ermittlung des Unternehmenswerts der Gesellschaft verwendet werden.

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

Verschiedene aktuelle Entwicklungen erforderten eine Überarbeitung der zuvor erstellten Planungswerke (Mittelfristplan und Langfristplanung).¹⁶⁴ Da diese Änderungen nicht mehr in den ursprünglich entstandenen und genehmigten Planungen der Gesellschaft abgebildet werden konnten, hat der Bewertungsgutachter die Aktualisierung der Planungsrechnung nach den Vorgaben und in Abstimmung mit der Gesellschaft in seinem Bewertungsmodell vorgenommen. Insofern ist die aktualisierte Planung des operativen Ergebnisses als Planung der MOR AG anzusehen.

Da die Gesellschaft nur das operative Ergebnis dezidiert plant, hat der Bewertungsgutachter die Planungsrechnung für Bewertungszwecke um die weiteren Posten der Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine Fortentwicklung der Aufsatzbilanz¹⁶⁵ und eine Kapitalflussrechnung ergänzt. Dabei hat er die als Sonderwert berücksichtigte Beteiligung an der HI-Bio¹⁶⁶ nicht angesetzt.

Wir haben die Ausgangsgrößen der für die Ergänzung der Planungsrechnung vorgenommenen Berechnungen, die zugrundeliegenden Annahmen sowie die methodische Konsistenz insgesamt verifiziert.

¹⁶⁴ Vgl. Abschnitt D.II.1.

¹⁶⁵ Bilanz zum 31. März 2024.

¹⁶⁶ Vgl. Abschnitt D.IV.2.

3. Analyse der Planung des operativen Ergebnisses (EBIT)

a) Übersicht

Die von der MOR AG vorgelegte Planung des operativen Ergebnisses stellt sich – ergänzt um ausgewählte Kennzahlen – insgesamt wie folgt dar:¹⁶⁷

MorphoSys AG GuV € Mio.	Planung							
	Q2 - Q4 2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Umsatzerlöse	7,6	188,3	107,7	140,0	355,5	528,3	659,5	728,4
Umsatzkosten	-4,4	0,0	-2,4	-10,6	-24,7	-38,5	-47,8	-53,9
Bruttoergebnis	3,2	188,2	105,2	129,3	330,8	489,7	611,7	674,5
Forschungs- und Entwicklungskosten	-137,7	-69,3	-63,3	-33,7	-19,8	-12,4	-11,8	-4,0
Vertriebskosten	-24,2	-40,6	-48,9	-52,9	-54,6	-53,3	-53,2	-53,3
Allgemeine Kosten und Verwaltungskosten	-52,1	-32,0	-29,8	-29,0	-29,0	-29,0	-29,0	-29,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-213,7	46,4	-36,8	13,7	227,4	395,1	517,7	588,3
Abschreibungen	-0,1	-0,3	-1,4	-1,2	-2,9	-4,5	-5,8	-6,1
EBIT	-213,8	46,1	-38,2	12,5	224,6	390,6	511,9	582,3
In % der Umsatzerlöse:								
Umsatzkosten	-57,8%	0,0%	-2,3%	-7,6%	-6,9%	-7,3%	-7,2%	-7,4%
Bruttoergebnis	42,2%	100,0%	97,7%	92,4%	93,1%	92,7%	92,8%	92,6%
Forschungs- und Entwicklungskosten	< -100%	-36,8%	-58,8%	-24,1%	-5,6%	-2,3%	-1,8%	-0,5%
Vertriebskosten	< -100%	-21,6%	-45,4%	-37,8%	-15,4%	-10,1%	-8,1%	-7,3%
Allgemeine Kosten und Verwaltungskosten	< -100%	-17,0%	-27,7%	-20,7%	-8,1%	-5,5%	-4,4%	-4,0%
EBITDA	< -100%	24,6%	-34,2%	9,8%	64,0%	74,8%	78,5%	80,8%
Abschreibungen	-1,1%	-0,1%	-1,3%	-0,9%	-0,8%	-0,9%	-0,9%	-0,8%
EBIT	< -100%	24,5%	-35,5%	8,9%	63,2%	73,9%	77,6%	79,9%

MorphoSys AG GuV € Mio.	Planung							Letztes Jahr 2044
	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038 - 43	
Umsatzerlöse	808,7	863,9	973,7	970,1	978,9	524,0	[...]	72,2
Umsatzkosten	-59,8	-65,2	-72,3	-77,6	-81,4	-44,6	[...]	-3,3
Bruttoergebnis	748,8	798,6	901,4	892,5	897,5	479,5	[...]	68,8
Forschungs- und Entwicklungskosten	-3,7	-3,1	-2,2	0,0	0,0	0,0	[...]	0,0
Vertriebskosten	-53,6	-54,0	-54,8	-54,6	-54,3	-28,1	[...]	-5,1
Allgemeine Kosten und Verwaltungskosten	-29,0	-29,0	-29,0	-27,4	-25,1	-12,2	[...]	-1,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	[...]	0,0
EBITDA	662,7	712,6	815,4	810,5	818,1	439,2	[...]	62,3
Abschreibungen	-6,8	-7,1	-7,6	-7,8	-8,2	-4,6	[...]	0,0
EBIT	655,9	705,5	807,8	802,7	809,9	434,6	[...]	62,3
In % der Umsatzerlöse:								
Umsatzkosten	-7,4%	-7,6%	-7,4%	-8,0%	-8,3%	-8,5%	[...]	-4,6%
Bruttoergebnis	92,6%	92,4%	92,6%	92,0%	91,7%	91,5%	[...]	95,4%
Forschungs- und Entwicklungskosten	-0,5%	-0,4%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	[...]	0,0%
Vertriebskosten	-6,6%	-6,2%	-5,6%	-5,6%	-5,5%	-5,4%	[...]	-7,0%
Allgemeine Kosten und Verwaltungskosten	-3,6%	-3,4%	-3,0%	-2,8%	-2,6%	-2,3%	[...]	-2,0%
EBITDA	81,9%	82,5%	83,7%	83,5%	83,6%	83,8%	[...]	86,4%
Abschreibungen	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,9%	[...]	0,0%
EBIT	81,1%	81,7%	83,0%	82,7%	82,7%	82,9%	[...]	86,4%

Quellen: Unternehmensinformationen, Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Analysen.

Der Bewertungsgutachter hat die Umrechnung der in USD geplanten Zahlen entsprechend der Systematik der Gesellschaft mit dem aktuellen Kassakurs vorgenommen.¹⁶⁸

¹⁶⁷ Plangemäß werden in den Geschäftsjahren ab 2038 deutlich sinkende operative Ergebnisse erzielt, deren Barwert für den Unternehmenswert von untergeordneter Bedeutung ist. Wir haben die geplanten operativen Ergebnisse dieser Jahre nicht in diese Tabelle aufgenommen, um die Darstellung übersichtlicher zu gestalten. In unseren verbalen Ausführungen weisen wir allerdings auf Besonderheiten einzelner Jahre hin. Für eine vollständige Darstellung verweisen wir auf die auch in dieser Hinsicht ausführlichere Gutachtliche Stellungnahme.

¹⁶⁸ Das ist der Kurs vom 21. Juni 2024 (EUR/USD 1,0688). Zu diesem Stichtag wurden alle Kapitalmarktdaten – mit Ausnahme des Basiszinssatzes – ermittelt.

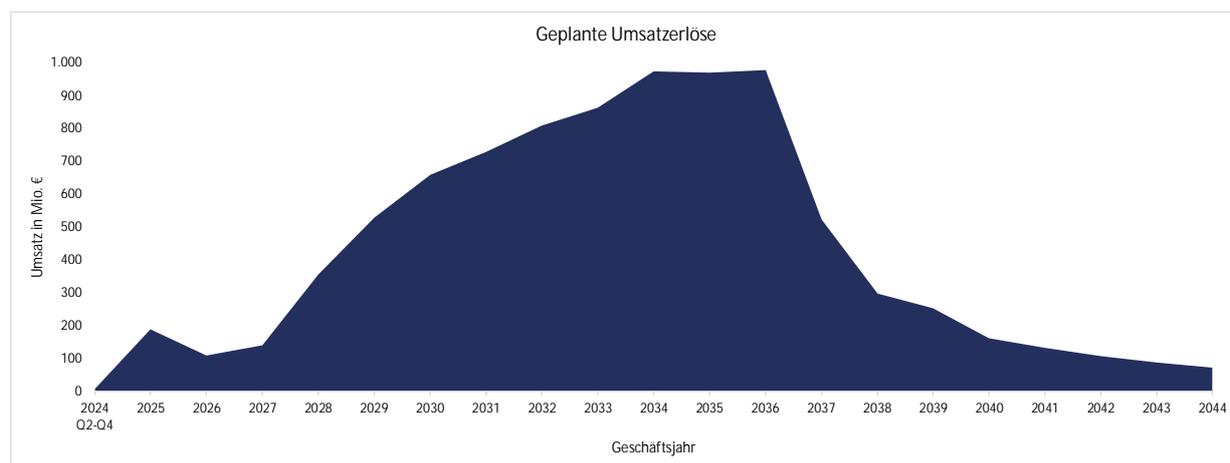
b) Umsatzerlöse

Die Umsatzerlöse von MorphoSys sollen nach einem Zwischenhoch im Geschäftsjahr 2025 (€ 188,3 Mio.) im Geschäftsjahr 2026 (€ 107,7 Mio.) zunächst wieder sinken und dann bis zum Geschäftsjahr 2036 bis auf € 978,9 Mio. ansteigen. Für den weiteren Planungshorizont (bis 2044) erwartet MorphoSys, dass die Umsatzerlöse bis auf € 72,2 Mio. zurückgehen werden.

Ein besonders großes relatives und absolutes Wachstum soll insbesondere in den Planjahren 2028 bis 2030 erzielt werden, während ein Einbruch der Umsatzerlöse vor allem in den Jahren 2037 und 2038 erwartet wird.

Diese uneinheitliche Entwicklung ist dem Zusammenspiel einer Vielzahl von Einflussfaktoren geschuldet. Ein wesentlicher Einflussfaktor ist in der Entwicklung der wesentlichen Produktkandidaten zu sehen.

Die geplanten Umsatzerlöse für die wesentlichen Produktkandidaten ergeben sich im Zeitverlauf wie folgt:



Für die dargestellten Umsatzerlöse (risikoadjustiert) ist der Produktkandidat Pelabresib der mit Abstand wichtigste Werttreiber für MorphoSys. Die Summe aller plangemäß mit Pelabresib generierten Umsatzerlöse stellt einen Anteil von 80,4 % der insgesamt über den Planungshorizont erwarteten Umsatzerlöse dar. Der Barwert der auf Pelabresib plangemäß entfallenden Umsatzerlöse beträgt 80,3 % der gesamten Umsatzerlöse.

Es wird erwartet, dass der Produktkandidat Tulmimetostat verpartnert wird und somit die Partnerumsätze insgesamt 4,0 % der in den Jahren 2024 bis 2044 erwarteten Gesamtumsatzerlöse ausmachen. Angesichts der plangemäß insgesamt später mit Tulmimetostat erzeugten Umsatzerlöse ist der anteilige Barwert mit 3,3 % entsprechend geringer.

Keiner der zahlreichen auslizensierten Produktkandidaten ist von wesentlicher Bedeutung für die künftige Entwicklung von MorphoSys. Alle auslizensierten Wirkstoffe zusammen sollen plangemäß aber immerhin 15,6 % der insgesamt im Planungshorizont erwarteten Umsatzerlöse erwirtschaften, was einem Barwertanteil von 16,4 % entspricht.

Die auf Pelabresib entfallenden Umsatzerlöse betreffen zum einen die Vermarktung des künftigen Medikaments durch die eigene Vertriebsorganisation in den USA. Diese stellen einen wesentlichen Teil der von MorphoSys mit Pelabresib plangemäß generierten Umsatzerlöse dar.

Für die Märkte außerhalb der USA ist MorphoSys darauf angewiesen, einen Partner zu finden, der über eine entsprechende Vertriebsorganisation verfügt. Dieser Partner wird die mit dem Verkauf des Medikaments in den ihm überlassenen Märkten erzielten Umsatzerlöse selbst vereinnahmen. Für die Überlassung der Rechte wird MorphoSys von dem Partner nach den branchenüblichen Usancen sowohl in absoluten Beträgen zu vereinbarende Meilensteinzahlungen als auch umsatzabhängige Tantiemen erhalten.

Die für Pelabresib erwarteten Umsatzerlöse sind im Jahr 2025 wesentlich durch Meilensteinzahlungen des Partners geprägt. Da für das Jahr 2026 nur geringe Meilensteinzahlungen erwartet werden, entwickeln sich die mit Pelabresib im Jahr 2026 erzielten Umsätze insgesamt rückläufig. Ab dem Jahr 2027 soll eine zunehmende Verwendung von Pelabresib und eine Ausweitung auch auf andere Indikationen einen Anstieg der mit Pelabresib von MorphoSys generierten Umsatzerlöse bis auf € 781,4 Mio. (2036) bewirken. Angesichts der zu befürchtenden Verdrängung durch konkurrierende neue Produkte von Wettbewerbern und dem Auslaufen wichtiger Patente Anfang und Ende der 2030er Jahre sollen die von MorphoSys mit Pelabresib erwirtschafteten Umsatzerlöse im Jahr 2037 deutlich sinken und sich bis zum Jahr 2044 auf € 66,9 Mio. vermindern. Denkbare Verlängerungen des Patentschutzes werden planerisch nicht berücksichtigt.

Auch für Tulmimetostat wird ein Partner für die Vermarktung zu finden sein. Da MorphoSys seine Vertriebsaktivitäten in den USA auf den Werttreiber Pelabresib konzentrieren möchte, soll der Partner die Vermarktung auch in den USA übernehmen. Demzufolge wird MorphoSys für den Produktkandidaten Tulmimetostat Umsatzerlöse nur aus Meilensteinzahlungen und Tantiemen vereinnahmen können. Plangemäß wird MorphoSys aufgrund einer Meilensteinzahlung für die erwartete Zulassung im Jahr 2029 auch hier zunächst einen größeren Betrag vereinnahmen können, bevor sich die Umsatzerlöse zunächst wieder rückläufig entwickeln. Ab dem Jahr 2032 werden durch die erwartet hohen Umsätze beim Partner auch nennenswerte Umsätze von MorphoSys aus Tantiemen erwartet. Die mit Tulmimetostat generierten Umsatzerlöse aus Tantiemen und Meilensteinplanungen sollen bis auf € 84,2 Mio. (2037) steigen und bis zum erwarteten Ende der Exklusivität sinken bzw. ab 2040 wegfallen.

Für alle vollständig auslizensierte Produkte und Produktkandidaten erwartet MorphoSys ebenfalls, dass diese zunächst einen in Summe etwas größeren Betrag erwirtschaften können (2025), bevor in den Jahren 2026 und 2027 plangemäß geringere Umsatzerlöse anfallen werden, aber anschließend auch ein nicht unerheblicher Anstieg bis auf € 208,7 Mio. (2034), gefolgt von einem Rückgang in den Jahren 2035 bis 2037, für möglich gehalten wird. Für die Jahre ab 2038 werden für die Partnerprogramme nur noch Umsatzerlöse in einstelliger Millionenhöhe erwartet.

Die aufgrund einer Kalkulation nach Preis und Menge erwarteten Umsatzerlöse eines Produktkandidaten werden für die verschiedenen angedachten Indikationen unter Berücksichtigung der Unsicherheiten hinsichtlich der Zulassung in Abhängigkeit vom derzeitigen Stand der klinischen Entwicklung des jeweiligen Wirkstoffs mit Eintrittswahrscheinlichkeiten gewichtet und so auf Erwartungswerte überführt.

Fraglich erscheint uns, ob die planerisch berücksichtigte Aufteilung der Überschüsse aus den beiden Wirkstoffen Pelabresib und Tulmimetostat zwischen MorphoSys und dem jeweiligen potenziellen Partner eine erwartungswertneutrale Annahme darstellt. Die Erwartung von MorphoSys, dass der jeweilige Partner MorphoSys Bedingungen abverlangen kann, die ihm einen größeren Anteil am Barwert der mit dem jeweiligen Produktkandidaten erhofften Überschüsse gewähren, beruht auf der Annahme, dass ein infrage kommender Partner seine Unternehmensgröße und die damit auch verbundenen finanziellen Kapazitäten zur Durchsetzung eines für ihn vorteilhaften Verhandlungsergebnisses nutzen kann.

c) Operatives Ergebnis (EBIT)

Die Herstellungskosten beinhalten zum einen die Kosten, die bei der Herstellung der verschiedenen Verabreichungsformen von Pelabresib anfallen. Diese betreffen nur die in den USA verkauften Einheiten von Pelabresib. Für die Herstellung von Pelabresib außerhalb der USA und für die Herstellung aller übrigen Medikamente ist der jeweilige Partner verantwortlich. Zum anderen enthalten die Herstellungskosten auch die Tantiemen, die MorphoSys für die Umsätze mit Pelabresib an Royalty Pharma zu zahlen hat (3 % der Nettoumsatzerlöse).¹⁶⁹ Im Geschäftsjahr 2024 sollen darüber hinaus einmalige Aufwendungen aus Abschreibungen auf das Vorratsvermögen anfallen.

Mit Ausnahme des ersten Planjahres (2024) entwickeln sich die Herstellungskosten deshalb nahezu parallel zu den Umsatzerlösen mit dem Medikament Pelabresib. Die Bruttomarge liegt in jedem Planjahr bei mindestens 87,5 %, teilweise auch deutlich darüber, da in den Umsatzerlösen auch sprunghafte Entwicklungen, z.B. durch Meilensteinzahlungen, enthalten sind.

Die Forschungs- und Entwicklungskosten beinhalten anfangs noch die Kosten, die im Zusammenhang mit dem Produktkandidaten Tulmimetostat, insbesondere für die Fortführung der laufenden Studie, anfallen. Da der Wirkstoff ab 2025 an einen Partner auslizensiert werden soll, enthalten sie im weiteren Planungsverlauf nur noch die Kosten, die für den Produktkandidaten Pelabresib anfallen werden. Dieses sind vor allem die Kosten für Studien, die für andere Indikationen als die mit der Studie MANIFEST-2 untersuchte Myelofibrose anfallen, z.B. für die Phase-2-Studie MANIFEST.¹⁷⁰

Angesichts der erheblichen Vorleistungen, die in den Jahren bis 2023 erbracht worden sind, und die bei Constellation entsprechend hohe Verlustvorträge¹⁷¹ zur Folge hatten, sinken die Forschungs- und Entwicklungskosten im Planungsverlauf sowohl absolut als auch relativ und entfallen ab dem Planjahr 2035.

Die vorhandene Vertriebsorganisation soll ausschließlich für die Vermarktung von Pelabresib in den USA genutzt werden. Da die hier anfallenden Kosten weitgehend durch die vorhandene Struktur bestimmt werden, sollen sie sich im Planungsverlauf nur unwesentlich erhöhen. Bei den Vertriebskosten können demzufolge bis 2026, dem Jahr, in dem plangemäß die höchsten Umsatzerlöse mit dem Medikament Pelabresib erzielt werden, erhebliche Kostendegressionseffekte erreicht werden. Infolge des erwarteten deutlichen Rückgangs der mit Pelabresib erzielten Umsatzerlöse im Jahr 2037 soll die Vertriebsstruktur ab 2037 sukzessive reduziert und dadurch die Kosten substantiell vermindert werden.

¹⁶⁹ Vgl. Abschnitt C.VI.2.a).

¹⁷⁰ Vgl. Abschnitt C.VI.2.a).

¹⁷¹ Vgl. Abschnitt C.VI.1.

Die Allgemeinen Kosten und Verwaltungskosten sinken plangemäß infolge eines im Jahr 2024 aufgelegten Kosteneinsparungsprogramms und des beabsichtigten Delistings bis zum Jahr 2027 auf € 29,0 Mio. In den nachfolgenden Jahren sollen die Kosten auf diesem Niveau verbleiben, was – angesichts der zu erwartenden anhaltenden Kosteninflation – weitere Kosteneinsparungsbemühungen bedingt. Ab dem Planjahr 2035 soll die Struktur von MorphoSys sukzessive weiter an das planerisch angenommene Ende der Geschäftstätigkeit von MorphoSys im Jahr 2044 angepasst werden. Im ersten Planjahr fallen zudem außerordentliche Kosten an. Diese sind zum einen bedingt durch die im Zusammenhang mit der Übernahme durch Novartis anfallenden Beratungskosten und Sonderzahlungen. Sie enthalten darüber hinaus Kosten zur Ablösung von Aktienoptionsprogrammen.

Aufgrund der Tatsache, dass Positionen, die unter den sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen ausgewiesen werden, zum überwiegenden Teil einmalige, nicht planbare Sachverhalte betreffen, wird nur noch für das Geschäftsjahr 2024 ein geringfügiger Aufwandssaldo geplant.

Angesichts der geringen Umsatzerlöse und der einmalig anfallenden Aufwendungen im Geschäftsjahr 2024 ergibt sich für die letzten drei Quartale dieses Jahres ein deutlich negatives EBIT. Im Folgejahr führen höhere Umsatzerlöse durch Meilensteinzahlungen dazu, dass ein positives EBIT erwartet wird. Nachdem auch für 2026 wieder ein negatives EBIT zu erwarten ist, soll dieses bereits 2027 positiv sein. Ab 2028 werden nennenswerte operative Ergebnisse erwartet. Sie steigen erwartungsgemäß bis auf € 809,9 Mio. (2036). Nach dem deutlichen Rückgang der Umsatzerlöse im Jahr 2037 und dem zu erwartenden weiteren Rückgang der Umsatzerlöse in den Folgejahren soll sich auch das EBIT im Jahr 2037 nahezu halbieren und nachfolgend weiter zurückgehen. Aufgrund der geplanten Verminderungen der Kosten infolge der sukzessiven Anpassungen der Struktur soll die EBIT-Marge aber auch nach 2026 auf dem plangemäß erreichten hohen Niveau verbleiben.

d) Gesamtwürdigung

Der Bewertungsgutachter weist zu Recht darauf hin, dass ein Benchmarking der Entwicklung der Umsatzerlöse und der Kostenquoten bzw. Ergebnismargen anhand der Entwicklungen bei vergleichbaren Unternehmen, wie dies in anderen Branchen und bei bereits vollständig etablierten und stabilen Geschäftsmodellen möglich ist, im vorliegenden Fall als Plausibilisierung nicht geeignet ist.

Ursächlich dafür ist die Tatsache, dass die Entwicklung der Werttreiber der Vergleichsunternehmen – einzelne oder wenige Produktkandidaten – im Zeitverlauf nur ausnahmsweise ähnlich wie bei MorphoSys verlaufen. Allerdings sei der grundsätzliche Verlauf des Produktlebenszyklus von Pelabresib, dem wesentlichen Werttreiber bei MorphoSys, als branchentypisch anzusehen. Insofern – und unterstützt durch die durchgeführten und in der Gutachtlichen Stellungnahme beschriebenen Analysen – sei die Planungsrechnung als plausibel anzusehen.

Wir halten die Überlegungen des Bewertungsgutachters für nachvollziehbar. Nach unserer Auffassung beinhaltet die Planungsrechnung einerseits einen gewissen Ambitionsgrad, der sich z.B. in den erwarteten Preisen für die monatlichen Dosen von Pelabresib zeigt. Andererseits halten wir die Aufteilung der Überschüsse aus einem Wirkstoff zwischen MorphoSys und dem potenziellen Partner für eine wenig ambitionierte Annahme.

Insgesamt erachten wir die Planung als vertretbar.

Prüfungsergebnis

Auf Grundlage der Feststellungen aus der Analyse des Planungsprozesses, der Planungstreue und der vorgelegten Planungsrechnung selbst ist festzuhalten, dass die von der MOR AG vorgelegte und aktualisierte Planung eine geeignete Grundlage für die Ableitung des objektivierten Unternehmenswerts der MOR AG darstellt.

4. Ableitung der Nettoeinnahmen nach persönlichen Ertragsteuern durch den Bewertungsgutachter

Ausgehend vom Vermögensstatus der Gesellschaft zum 31. März 2024 hat der Bewertungsgutachter das Finanzergebnis in seinem integrierten Modell bei Fortschreibung der Bilanz mit einer Finanzplanung abgeleitet. Dabei hat er die vom Vorstand der MOR AG kommunizierten Anforderungen an die Mindestkasse¹⁷² berücksichtigt.

Vor dem Hintergrund der derzeit noch hohen Aufwendungen für die Entwicklung von Pelabresib, denen noch keine Umsatzerlöse gegenüberstehen, und den Unsicherheiten in der Vermarktung von Pelabresib halten wir die Annahmen des Vorstands der MOR AG zur Mindestkasse für plausibel.

Die darüberhinausgehenden liquiden Mittel sind für die weitere Entwicklung von MorphoSys nicht erforderlich, da die Gesellschaft nach der aktuellen strategischen Aufrichtung keine Aufwendungen tätigen muss, um neue Wirkstoffe zu entdecken und zu entwickeln. Die Liquiditätszuflüsse werden demzufolge zunächst zur Tilgung der Finanzverbindlichkeiten genutzt. Die verbleibende, nicht betriebsnotwendige Liquidität wird annahmegemäß jährlich an die Aktionäre ausgeschüttet.

Angesichts der in den ersten Planjahren insgesamt noch zu erwartenden Mittelabflüsse aus dem operativen Geschäft und der Fälligkeit der Wandelschuldverschreibungen im Oktober 2025 ist im Jahr 2024 noch die Aufnahme neuer Finanzverbindlichkeiten erforderlich. Die Novartis BidCo Germany gewährt der MOR AG ein Darlehen zur Überbrückungsfinanzierung. Die Konditionen dieses Darlehens (Zwölf-Monats-Euribor¹⁷³ zuzüglich Marge von 0,25 %) sind als äußerst günstig anzusehen. Insoweit werden durch dessen Gewährung Synergien aus der Integration von MorphoSys in den Novartis-Konzern generiert.

Nach einem Aufbau der Gesellschafterfinanzierung bis auf € 334,1 Mio. bis zum Geschäftsjahr 2028 kann das von der Novartis BidCo Germany ausgereichte Darlehen bereits im Planjahr 2030 aus den erwarteten hohen Zahlungsüberschüssen vollständig getilgt werden. Die Tilgung der von Royalty Pharma ausgereichten Entwicklungsfinanzierungsanleihe wird entsprechend dem im Jahr 2021 vereinbarten Zahlungsplan bis zum Planjahr 2033 erfolgen. Die Leasingverbindlichkeiten werden wegen ihrer untergeordneten Bedeutung als konstant angenommen

Hinsichtlich der Verzinsung der liquiden Mittel geht der Bewertungsgutachter von einem Habenzinssatz von 2,50 % aus, was wir angesichts der aktuellen Zinskonditionen für plausibel halten.

¹⁷² € 200,0 Mio. für die Jahre 2024 und 2025 und in den nachfolgenden Planjahren eine Reichweite von drei Monatsbedarfen für die operativen Aufwendungen.

¹⁷³ Euro Interbank Offered Rate (Referenzzinssatz für unbesicherte Termingelder in Euro im Interbankengeschäft).

Die Zinsaufwendungen sind mit den jeweiligen vertraglich vereinbarten Zinssätzen geplant. Folgende Sollzinssätze sind vereinbart:

- Wandelschuldverschreibungen: 0,625 %¹⁷⁴
- Leasingverbindlichkeiten: 3,17 %¹⁷⁵
- Entwicklungsfinanzierungsanleihe von Royalty Pharma: 11,08 %¹⁷⁶
- Gesellschafterdarlehen der Novartis BidCo Germany: variabel (siehe oben)

Der Bewertungsgutachter hat bei der Planung der Zinsaufwendungen für das Gesellschafterdarlehen auf sogenannte Forward Rates zurückgegriffen. Auf dieser Grundlage ergibt sich eine Verzinsung, die von 3,87 % (2024) auf 3,13 % (2030) sinkt.

Nach einem anfänglichen Sprung von € –1,6 Mio. (2024) auf € –47,4 Mio. (2025) entwickelt sich der Aufwandsüberschuss im Finanzergebnis erwartungsgemäß zunächst auf diesem Niveau weiter (bis 2028). Aufgrund der Überschüsse aus dem operativen Geschäft und der dadurch möglichen Tilgungen sinkt der Aufwandssaldo in den nachfolgenden Jahren deutlich (bis 2033). Ab dem Planjahr 2034 wird ein um die Nulllinie schwankendes Finanzergebnis erwartet.

Zur Erfassung der Unternehmenssteuern hat MorphoSys keine detaillierte Planung vorgenommen. Der Bewertungsgutachter hat die Unternehmenssteuern genauer kalkuliert, wobei er auch vereinfachende Annahmen zugrunde gelegt hat. Hinsichtlich seiner Schätzung der Bemessungsgrundlagen für die Besteuerung hat der Bewertungsgutachter die folgenden Ausgangsdaten und Annahmen verwendet:¹⁷⁷

- Umsatzerlöse aus den Produktkandidaten Pelabresib und Tulmimetostat sowie zurechenbare Aufwendungen ausschließlich Bestandteil der in den USA zu versteuernden Bemessungsgrundlagen
- Umsatzerlöse aus den (übrigen) lizenzierten Programmen sowie alle übrigen Aufwendungen Bestandteil der in Deutschland zu versteuernden Bemessungsgrundlagen
- Lineare Auflösung des bei Vereinnahmung der von Royalty Pharma erhaltenen Zahlungen¹⁷⁸ gebildeten passiven Rechnungsabgrenzungspostens ebenfalls als Bestandteil der in Deutschland zu versteuernden Bemessungsgrundlagen
- Berücksichtigung von Steuergutschriften als Abzugsposten bei den in den USA zu versteuernden Bemessungsgrundlagen (bis 2034)
- Berücksichtigung der jeweils vorhandenen Verlustvorträge bis zu deren vollständigen Verbrauch bei den in den USA (bis 2030) bzw. in Deutschland zu versteuernden Bemessungsgrundlagen¹⁷⁹ (bis 2030)

Hinsichtlich der Steuersätze hat der Bewertungsgutachter bei seiner Kalkulation der Unternehmenssteuern die derzeit gültigen Regelungen beachtet:¹⁸⁰ da Veränderungen nicht angekündigt sind.

Angesichts der Regelungen zur Mindestbesteuerung in Deutschland werden in den Jahren 2025 bis 2027 erwartungsgemäß Steueraufwendungen anfallen, obwohl die Vorsteuerergebnisse auf Konzernebene nach den IFRS negativ sind. In den Planjahren 2028 bis 2032 fallen entsprechend der Kalkulationen des Bewertungsgutachters verhältnismäßig geringe Steueraufwendungen an, da die vorhandenen

¹⁷⁴ Angesichts des Wandlungspreises hat das Wandlungsrecht keinen Wert.

¹⁷⁵ Durchschnittlicher impliziter Zinssatz, der bei Bilanzierung der zum 31. Dezember 2023 bilanzierten Leasingverbindlichkeiten berechnet worden ist.

¹⁷⁶ Impliziter Zinssatz, der sich aus der Ausreichung des Darlehens und dem Rückzahlungsplan ergibt.

¹⁷⁷ Zu den steuerlichen Verhältnissen vgl. auch Abschnitt C.VI.1.

¹⁷⁸ Vgl. Abschnitt C.VI.2.a).

¹⁷⁹ Unter Beachtung der Regelungen zur Mindestbesteuerung.

¹⁸⁰ Vgl. Abschnitt C.VI.1.

Steuergutschriften und Verlustvorträge entsprechende Minderungen der Bemessungsgrundlagen bewirken. Ab dem Planjahr 2033 normalisiert sich der Steueraufwand infolge des vollständigen Verbrauchs dieser Abzugsposten.

Gegen die Ergänzung der vorgelegten Planungsrechnung durch das Finanzergebnis und die Unternehmenssteuern sind aus prüferischer Sicht keine Einwendungen zu erheben.

Nach IDW S 1 ist bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte für den Planungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und nach rechtlichen Restriktionen zur Verfügung stehen.

In der Vergangenheit hat die MOR AG keine Ausschüttungen leisten können. Die Gesellschaft war vielmehr auf die Einzahlung von eigenen und fremden Mitteln angewiesen. Plangemäß wird der Innenfinanzierungsbedarf aus dem operativen Geschäft auch in den Jahren bis 2027 noch durch Außenfinanzierung gedeckt werden müssen. Die dafür notwendigen Mittel werden von der Novartis BidCo Germany in Form des Gesellschafterdarlehens zur Verfügung gestellt. Ab dem Planjahr 2028 werden Überschüsse erzielt, die bis zum Jahr 2029 ausschließlich für eine Tilgung der Finanzverbindlichkeiten genutzt werden sollen. Erwartungsgemäß können die Ergebnisse der nachfolgenden Jahre überwiegend (bis 2036) bzw. vollständig (ab 2037) ausgeschüttet werden.

Ab dem Planjahr 2037 ist es infolge des auslaufenden Geschäfts möglich, nicht nur die Überschüsse an die Aktionäre auszuzahlen, sondern auch das zur Verfügung gestellte Kapital bis zum unterstellten Ende der Geschäftstätigkeit im Jahr 2044 sukzessive vollständig zurückzugewähren.

Die Ausschüttungen sind mit der Abgeltungssteuer (kombinierter Steuersatz 26,375 %) zu belegen. Die Rückzahlung von Einlagen ist grundsätzlich steuerfrei. Aus Darstellungsgründen hat der Bewertungsgutachter auch die Kapitalrückzahlungen mit der Abgeltungssteuer belegt. Die Steuerfreiheit der Rückgewähr von Einlagen wird bei Sonderwerten berücksichtigt. Zum einen wird die Ausschüttung der Erlöse aus dem Verkauf der Beteiligung an der HI-Bio nicht mit Abgeltungssteuer belegt. Zum anderen setzt der Bewertungsgutachter die Steuerersparnis aus der Nutzung des verwendbaren Eigenkapitals als Sonderwert ebenfalls dem Ertragswert hinzu.¹⁸¹

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

Prüfungsergebnis

Die Nettoeinnahmen für die Aktionäre der MOR AG sind in sachgerechter Weise unter Berücksichtigung der persönlichen Steuern abgeleitet

¹⁸¹ Vgl. dazu Abschnitt D.IV.2

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 wegen der fehlenden Insolvenzfähigkeit der Emittenten regelmäßig die Forderung der Risikofreiheit. Dies gilt insbesondere für deutsche Staatsanleihen. Zudem stellt die Begrenzung auf inländische Anleihen im Allgemeinen eine sachgerechte Typisierung dar, vor allem dann, wenn auf die Alternativanlage inländischer Investoren abgestellt wird.¹⁸²

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 Unternehmensbewertungen 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.¹⁸³

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.¹⁸⁴

Vor diesem Hintergrund empfiehlt IDW S 1, den Basiszinssatz ausgehend von aktuellen Zinsstrukturkurven abzuleiten¹⁸⁵ 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.¹⁸⁶

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

Die Zinsstrukturkurve wird von der Deutschen Bundesbank seit 1997 mit Hilfe der sogenannten Svensson-Methode auf börsentäglicher Basis geschätzt. Es handelt sich dabei um die direkte Schätzung der Zins-

¹⁸² Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kapitel A, Rz. 375.

¹⁸³ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kapitel A, Rz. 377.

¹⁸⁴ Vgl. z.B. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, a.a.O., Kapitel A, Rz. 377.

¹⁸⁵ IDW S 1, Rz. 117.

¹⁸⁶ IDW-FN 2005, S. 555 f., IDW-FN 2008, S. 490 f. und IDW-FN 2013, S. 363 ff.

sätze 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 vorgenommen. In der Niedrigzinsphase konnte diese Vorgehensweise zu Inkonsistenzen führen.

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 eine Reihe, in der die Zahlungsströme in jedem Jahr in gleicher Höhe anfallen, finanzmathematisch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz ableiten lässt. Dementsprechend hat er auch das in der Anlage zu dieser Verlautbarung enthaltene Beispiel angepasst und nunmehr eine uniforme Zahlungsreihe verwendet.¹⁸⁷

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.¹⁸⁸ Dabei ist in der Bewertungspraxis eine Auf- wie Abrundung des Basiszinssatzes regelmäßig auf Viertelprozentpunkte¹⁸⁹ üblich und in der Rechtsprechung anerkannt.¹⁹⁰

¹⁸⁷ Vgl. IDW Life 2022, S. 321 ff.

¹⁸⁸ Zustimmend 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.

¹⁸⁹ Bei Zinssätzen von 1,0 % und höher. Für Zinssätze, die geringer als 1,0 % sind, wird empfohlen, auf Zehntel Prozentpunkte zu runden.

¹⁹⁰ Vgl. z.B. OLG Saarbrücken („Kaufhalle“), Beschluss vom 11. Juni 2014, 1 W 18/13, ZIP 2014, S. 1784 ff.

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.¹⁹¹ 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.¹⁹²

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.

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.¹⁹³

Der Bewertungsgutachter ist den Empfehlungen des FAUB grundsätzlich gefolgt und hat im vorliegenden Fall einen – auf Viertel Prozentpunkte gerundeten – einheitlichen Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern von 2,50 % 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 des Bewertungsgutachtens. Angesichts der Besonderheiten des vorliegenden Bewertungsfalls¹⁹⁴ hat er bei der Ableitung des einheitlichen Zinssatzes auf die konkrete Zahlungsreihe abgestellt. Der Basiszinssatz wird – ebenso wie alle übrigen Bewertungsparameter – am Bewertungsstichtag (27. August 2024) zu aktualisieren sein.

Wir haben die Berechnungen des Bewertungsgutachters zur Bestimmung des festgelegten Basiszinssatzes ohne Beanstandungen verifizieren können. Im Übrigen weisen wir darauf hin, dass die Berechnung mit einer uniformen Zahlungsreihe bei den verwendeten Zinsstrukturdaten ebenfalls zu einem – auf Viertel Prozentpunkte gerundeten – einheitlichen Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern von 2,50 % führt.

¹⁹¹ Vgl. FAUB, IDW-FN 2012 S. 568.

¹⁹² Vgl. z.B. Beschluss des OLG Düsseldorf vom 12. November 2015 („Grohe“), I-26 W 9/14, AG 2016, S. 331 ff.

¹⁹³ Vgl. FAUB, WPg 2023, S. 134 ff.

¹⁹⁴ Einnahmen der Aktionäre ausgehend von Null erheblich ansteigend und nachfolgend sinkend sowie von endlicher Dauer.

Der angesetzte Basiszinssatz vor persönlichen Steuern (2,50 %) lässt sich durch Ansatz der Abgeltungssteuer auf Zinserträge (insgesamt 26,375 %) in einen Basiszinssatz nach persönlichen Steuern in Höhe von 1,84 % umrechnen.

Prüfungsergebnis

Wir halten den für die Bewertung der MOR AG angesetzten Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 1,84 % 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 Entscheidungsalternativen kann die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse grundsätzlich als Abschlag vom Betrag der finanziellen Überschüsse oder als Zuschlag zum Kapitalisierungszinssatz in die Bewertung eingehen.

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

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

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

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

Der Risikozuschlag ermittelt sich nach dem CAPM bzw. dem Tax-CAPM aus der Multiplikation des durchschnittlichen Marktpreises für die Risikoübernahme auf dem Kapitalmarkt (Marktrisikoprämie) und dem

unternehmensspezifischen Risiko (Betafaktor). Das Marktrisiko ergibt sich als Differenz zwischen der Rendite einer Gruppe von börsennotierten Unternehmen¹⁹⁵ und der Rendite einer quasi-risikofreien Kapitalmarktanlage (Basiszinssatz). Die Messung des unternehmensindividuellen Risikos erfolgt über den Betafaktor, der sich aus der Kovarianz der Renditeschwankung eines Wertpapiers zur Markttrenditeschwankung ergibt. Er beschreibt somit die Sensitivität der Rendite eines Wertpapiers im Verhältnis zur Entwicklung des zugrundeliegenden Marktportfolios. Entspricht im Einzelfall das Risiko des zu bewertenden Unternehmens dem Risiko des herangezogenen Aktienportfolios, stimmt die Rendite des Aktienportfolios mit dem Kapitalisierungszinssatz überein.

Die Anwendung des CAPM zur Ermittlung des Risikozuschlags bei Unternehmensbewertungen ist in Literatur und Rechtsprechung nicht unumstritten. In der Rechtsprechung wird die Anwendung des CAPM vereinzelt unter Hinweis auf die zahlreichen grundsätzlichen Bedenken gegen das Modell abgelehnt. Begründet wird 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.¹⁹⁶ Diese Schlussfolgerung wird in der jüngeren Rechtsprechung ebenfalls fast durchgängig gezogen.¹⁹⁷

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.¹⁹⁸ Das OLG Düsseldorf hatte das CAPM zuvor bereits als „State of the Art“ bezeichnet und dabei ebenfalls insbesondere auf die Objektivität und Nachprüfbarkeit hingewiesen.¹⁹⁹

Prüfungsergebnis

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

¹⁹⁵ In der Regel in einem Börsen-Index zusammengefasst.

¹⁹⁶ Vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPG 2004, S. 889 ff.

¹⁹⁷ Vgl. z.B. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018 („Intelligence“), 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.

¹⁹⁸ Vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 2. Mai 2011 („Radeberger“), 21 W 3/11, openJur 2012, 34553.

¹⁹⁹ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009 („Pilkington/Dahlbusch“), I-26 W 5/07 (AktE), WM 2009, S. 2220 ff.

b) Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie kann unmittelbar zukunftsorientiert oder auf der Grundlage historischer Kapitalmarktanalysen ermittelt werden. Auch wenn die unmittelbar zukunftsorientierte Ermittlung²⁰⁰ 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.²⁰¹

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 Kapitalmarktanlagen²⁰² geeignet sind, um eine künftig zu erwartende Marktrisikoprämie zu schätzen. Daran schließt sich die – ebenfalls kontrovers diskutierte – Frage an, wie die aus der Beobachtung über einen Zeitraum der Vergangenheit gewonnenen Erkenntnisse an aktuelle Verhältnisse anzupassen sind.

Strittig sind vor allem folgende methodische Fragen:

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

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

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

²⁰⁰ Z.B. durch Befragung von Experten oder durch Modelle zur Schätzung impliziter Eigenkapitalkosten.

²⁰¹ Vgl. Franken/Schulte in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2019, § 6 Rz. 45 ff.

²⁰² 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.

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.²⁰³

Die im Zeitablauf²⁰⁴ 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

In seiner Empfehlung vom 19. September 2012²⁰⁵ stellte der FAUB vor dem Hintergrund der seinerzeitigen Kapitalmarktsituation fest, dass Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen basierende ex-ante-Analysen zu sogenannten implizit ermittelten Marktrisikoprämien eine Orientierung am oberen Ende der Bandbreite historisch gemessener Aktienrenditen bzw. der daraus abgeleiteten Marktrisikoprämien nahelegten. Dies werde auch bestätigt, wenn man die ausgehend von der Betrachtung historischer Daten vorgenommenen Prognosen um Überlegungen zur Entwicklung realer Aktienrenditen ergänze.²⁰⁶

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

Angesichts der von FAUB im Jahr 2019 als „einmalig“ bezeichneten Situation, dass die wie vorstehend beschrieben²⁰⁷ ermittelte Zinsstrukturkurve zum Zeitpunkt der letzten veröffentlichten Erörterung der Kapitalkostenempfehlungen (22. Oktober 2019) über nahezu die gesamte Laufzeit von 30 Jahren im negativen Bereich verlief und der sich daraus ergebende einheitliche Basiszinssatz erstmals faktisch null Prozent betrug und drohte, in absehbarer Zeit negativ zu werden, hat der FAUB im Jahr 2019 seine Empfehlung aus dem Jahr 2012 zur Höhe der Marktrisikoprämie angepasst.²⁰⁸ Bis heute ist keine weitere Anpassung erfolgt. Die Empfehlung vom 22. Oktober 2019 ist somit auch noch zum Zeitpunkt der Beendigung der Bewertungs- und Prüfungsarbeiten maßgeblich.

²⁰³ Vgl. OLG Frankfurt am Main, 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.

²⁰⁴ Unter Vernachlässigung der Empfehlungen, die jeweils für eine Übergangsphase gegeben worden sind.

²⁰⁵ Vgl. IDW-FN 2012, S. 568.

²⁰⁶ Die der Empfehlung des FAUB zugrundeliegenden Analysen und weiteren Überlegungen sind in folgenden Fachbeiträgen, die der Empfehlung unmittelbar vorausgegangen oder ihr nachgefolgt sind, näher dargelegt: Zeidler/Tschöpel/Bertram, CFB 5/2012, S. 70 ff.; Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen, WPG 2013, S. 948 ff.; Bertram/Castedello/Tschöpel, CF 2015, S. 468 ff.

²⁰⁷ Vgl. Abschnitt D.III.1.

²⁰⁸ Vgl. Ergebnisbericht-Online über die 136. Sitzung des FAUB am 22. Oktober 2019, <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158>, zuletzt abgerufen am 3. Juli 2024.

Unter Verwendung der zuvor (bis zum 22. Oktober 2019) empfohlenen Bandbreite für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern (5,5 % bis 7,0 %) hätte die unverändert als sachgerecht angesehene Vorgehensweise bei der Ableitung des Basiszinssatzes mit einem Ergebnis von etwa null Prozent zur Folge gehabt, dass eine Gesamtrenditeerwartung für den Markt von 5,5 % bis 7,0 % Eingang in die Bewertungskalküle gefunden hätte. Der FAUB hat am 22. Oktober 2019 anhand der bei seinem pluralistischen Ansatz herangezogenen Parameter²⁰⁹ überprüft, ob dieses Ergebnis bei Einbeziehung der zum 22. Oktober 2019 aktuellen Beobachtungen vertretbar war.

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

Auf dieser Grundlage hob der FAUB am 22. Oktober 2019 seine Empfehlung zur Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 6,0 % bis 8,0 % an. Er habe sich damit tendenziell am unteren Rand beobachtbarer Gesamtrenditen orientiert und damit der Möglichkeit Rechnung getragen, dass diese im Zeitverlauf weiter leicht nachgeben könnten. Aus einer Überleitung in eine Welt nach persönlichen Steuern ergab sich eine entsprechende leichte Anpassung der Empfehlung für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern auf eine Bandbreite von nunmehr 5,0 % bis 6,5 %. Auch in der gegenwärtigen Situation des russischen Angriffskriegs gegen die Ukraine hält der FAUB an dieser Bandbreitenempfehlung fest.²¹⁰

In der Folge der zuvor gegebenen Empfehlung (19. September 2012) war mehrfach kritisiert worden, dass diese nicht ausreichend begründet sei. Insbesondere wurde kritisiert, dass der FAUB für die Ableitung der Marktrisikoprämie keine konkrete Quelle benannt bzw. kein eindeutiges, rechnerisch nachvollziehbares Verfahren für seine Empfehlung vorgelegt hatte.²¹¹

In einer daraufhin erfolgten Veröffentlichung²¹² begegneten die Autoren, unter anderem der seinerzeitige und der jetzige Vorsitzende des FAUB, dieser Kritik, indem sie die der Empfehlung des FAUB zur Marktrisikoprämie zugrunde liegenden Analysen und Berechnungen – wie nachfolgend dargestellt – offenlegen und erläutern.

Den weiteren Ausführungen im Beitrag von Castedello et al. vorangestellt ist eine ausführliche Begründung dafür, warum die bei Ableitung der Empfehlung im Jahr 2012 beobachtete Kapitalmarktsituation als besonders im Hinblick auf die Einschätzung der Parameter des Kapitalisierungszinssatzes für Zwecke einer Unternehmensbewertung zu bezeichnen war und warum dies auch weiterhin galt.

Bei einem aus den jeweils aktuellen Marktverhältnissen zukunftsgerichtet abgeleiteten risikolosen Basiszinssatz würde die im historischen Vergleich ungewöhnlich niedrige Rendite festverzinslicher Bundeswertpapiere²¹³ bei einer unveränderten Übernahme der früheren und vorrangig auf einer langfristigen

²⁰⁹ Historisch gemessene Aktienrenditen, langfristige reale Aktienrenditen und unter Verwendung von ex-ante-Analysen ermittelte implizite Kapitalkosten.

²¹⁰ Vgl. die fachlichen Hinweise des FAUB vom 20. März 2022, <https://www.idw.de/IDW/Medien/Arbeitshilfen-oeffentlich/Fachliche-Hinweise-oeffentlich/Downloads-Ukraine/IDW-FH-Ukraine-IDW-FachHin-Unternehmensbewertung.pdf>, zuletzt abgerufen am 3. Juli 2024.

²¹¹ Vgl. z.B. Rowoldt/Pillen, CF 2015, S. 115 ff.

²¹² Vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPg 2018, S. 806 ff.

²¹³ Erklärbar durch die Kombination aus einer Staatsschuldenkrise, einer entsprechenden Flucht in die verbleibenden sicheren Anlagen und einer beispiellosen Politik des lockeren Geldes zur Bewältigung der Staatsschuldenkrise.

historischen Betrachtung²¹⁴ beruhenden quantitativen Empfehlung des FAUB zur Marktrisikoprämie rechnerisch zu Gesamttrenditeerwartungen führen, die nicht zu den empirisch am Kapitalmarkt beobachtbaren Verhältnissen passten.

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

Nach der Auffassung des FAUB zeigten die Ergebnisse aus drei unterschiedlichen methodischen Überlegungen an, dass die Gesamttrendite nicht in dem Ausmaß gesunken war, wie sie der Rückgang des Basiszinssatzes bei einem Ansatz der Marktrisikoprämie in unveränderter Höhe indizieren würde. Die Gesamtschau der Betrachtungen habe vielmehr dafürgesprochen, dass seinerzeit von einer – verglichen mit früheren Durchschnittsbetrachtungen – höheren Marktrisikoprämie auszugehen war – und heute auch noch ist.

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

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

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

Die ex-ante-Analyse weise gegenüber der ex-post-Analyse den Vorteil auf, dass sie – ebenso wie der Basiszinssatz – auf aktuellen Kapitalmarktdaten basiert. Zudem sei die Vorgehensweise, über diesen Erklärungsansatz die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens als Nenner der Bewertungsgleichung zu bestimmen, in hohem Maße kompatibel zu der Bestimmung und Plausibilisierung des Zählers der Bewertungs-

²¹⁴ In der die aktuelle Kapitalmarktsituation stark unterrepräsentiert ist.

gleichung. Demzufolge empfehle das Pendant des FAUB in Österreich seit Oktober 2017²¹⁵ zur Bestimmung der Marktrisikoprämie, ausschließlich die Methode der impliziten Kapitalkostenmessung anzuwenden. Unabhängig von den im Einzelnen gewählten Ansätzen zur Bestimmung impliziter Kapitalkosten kämen die seinerzeit vorliegenden Studien insgesamt zu dem Ergebnis, dass die impliziten Marktrisikoprämien seit 2010 nachhaltig gestiegen waren.

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

Die Umrechnung der vorstehend im Einzelnen begründeten und aus Beobachtungen gewonnenen Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern (Empfehlung einer Bandbreite von 6,0 % bis 8,0 %) in eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern hängt aufgrund von Steuerstundungseffekten aus Kursgewinnen von den Annahmen zur Haltedauer, zur Ausschüttungsquote des Markts, zur Besteuerung von Kursgewinnen im Detailplanungszeitraum und dem Verhältnis von Marktrendite und Basiszinssatz ab.

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

Im Idealfall entspricht eine etwa auf Viertel-Prozentpunkte gerundete Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern einer ebenfalls auf Viertel-Prozentpunkte gerundeten geringeren Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern. Erforderliche Rundungen bei der Umrechnung der im jeweiligen Fall nicht vom Bewertungsgutachter vorgegebenen Größe²¹⁶ sind hinzunehmen, sofern die Überführung der einen in die andere Größe zu plausiblen Ergebnissen führt.

Der Mittelwert der vorstehend im Einzelnen anhand eines aktuelleren Fachbeitrags gewürdigten Empfehlung des FAUB vom 19. September 2012 zur Bandbreite für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern (5,5 %) wird auch von der Rechtsprechung überwiegend bestätigt.²¹⁷ Zu Bewertungsfällen, bei denen die Bewertungsgutachten nach der letzten Anpassung der Empfehlung des FAUB zur Höhe der Marktrisikoprämie (22. Oktober 2019, Mittelwert 5,75 %) fertiggestellt worden sind, liegen inzwischen auch eine Vielzahl von Beschlüssen vor, die den Ansatz dieses Mittelwerts von 5,75 % als angemessen bestätigen.²¹⁸

Im Bewertungsgutachten sind verschiedene Analysen zu den historisch beobachtbaren und impliziten Marktrenditen über einen längeren Betrachtungszeitraum enthalten. Der Bewertungsgutachter stellt

²¹⁵ Vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPg 2018, S. 820; KFS/BW 1 E7, Rz. 4.

²¹⁶ Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern oder Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern.

²¹⁷ Vgl. z.B. für die obergerichtliche Rechtsprechung: OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018 („Intelligence“), 26 W 4/16 [AktE], openJur 2019, 11897; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 26. Januar 2017 („Aton Engineering/Rücker“), 21 W 75/15, DB 2017, S. 713 ff., und vom 29. Januar 2016 („P&I Personal & Informatik“), 21 W 70/15, BeckRS 2016, 4317; OLG Hamburg, Beschluss vom 30. Juni 2016 („F. Reichelt“), 13 W 75/14, und vom 18. September 2015 („Shigo Asia“), 13 w 44/14 (beide nicht veröffentlicht).

²¹⁸ Vgl. z.B. Landgericht München I, Beschluss vom 25. August 2023 („Odeon Film“), 5 HK 12034/21; Landgericht Stuttgart, Beschluss vom 16. Mai 2023 („Schuler“), 40 O 64/20 (beide nicht veröffentlicht); Landgericht Frankfurt am Main, Beschluss vom 25. November 2021 („IC Immobilien Holding“), 3-05 O 13/20, openJur 2022, 2247.

zusammenfassend fest, dass die vom FAUB aktuell empfohlene Bandbreite für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern anhand der von ihm durchgeführten Kapitalmarktuntersuchungen gerechtfertigt werden kann.

In der Praxis der Unternehmensbewertung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen sei es allgemein üblich, den Mittelwert der vom FAUB empfohlenen Bandbreite für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern (5,75 %) anzusetzen. Diesem Vorgehen sei er auch im vorliegenden Fall gefolgt.

Wir haben die dargestellten Überlegungen des FAUB und die Ausführungen des Bewertungsgutachters einer kritischen Würdigung unterzogen. In diesem Zusammenhang haben wir auch die in der jüngeren Vergangenheit geäußerten Gegenmeinungen zu den vom FAUB angeführten Beobachtungen und Schlussfolgerungen gewürdigt. 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 5,75 % diesen Spielraum nicht ausgenutzt, sondern die Mitte der Bandbreite gewählt.

Gegen den Ansatz einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,75 % sind deshalb im vorliegenden Bewertungsfall keine Einwendungen zu erheben.

Prüfungsergebnis

Aus den dargelegten Gründen sind gegen den für die Bewertung der MOR AG gewählten Ansatz einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,75 % 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 pauschalierte 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 angesehen²¹⁹ 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

²¹⁹ 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.²²⁰ Der verwendete Index sollte ein Performance-Index sein.²²¹

Der Bewertungsgutachter hat seine Analysen auf der Grundlage marktbreiter lokaler Performance-Indizes unter Verwendung der jeweiligen lokalen Währung²²² vorgenommen. Wir haben auch Berechnungen anhand des weltweiten Indexes „MSCI World“ durchgeführt, um den angesetzten Betafaktor anhand einer breiteren Datenbasis beurteilen zu können.

Die gängigsten Beobachtungszeiträume und Renditeintervalle sind fünf Jahre/monatlich, zwei Jahre/wöchentlich und ein Jahr/täglich.²²³ 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.²²⁴

Dementsprechend sind nach unseren Beobachtungen die Kombinationen fünf Jahre/monatlich und zwei Jahre/wöchentlich die in der Bewertungspraxis mit Abstand am häufigsten erhobenen Beobachtungszeiträume/Renditeintervalle.

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

ValueTrust hat die Aussagekraft der erhobenen Betafaktoren primär anhand von Liquiditätskriterien (Analyse des Handelsvolumens bzw. des Streubesitzes und der Handelstage, Bid-Ask-Spread als Indiz für Transaktionskosten) und ergänzend anhand des Bestimmtheitsmaßes sowie des t-Tests 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 Bewertungsfall sind die gemessenen Betafaktoren als überdurchschnittlich einzuschätzen. Der Bewertungsgutachter hat eine rechnerische Adjustierung der gemessenen Betafaktoren nicht vorgenommen.²²⁵ Die Frage, ob und in welcher Weise eine Adjustierung vorgenommen werden sollte, ist

²²⁰ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 149 ff.

²²¹ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 156, 242 f.

²²² Aufgrund der Tatsache, dass alle Peers in den USA ansässig bzw. börsennotiert sind, ist dies letztlich nur ein Vergleichsindex und die Währung USD.

²²³ Vgl. Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 158.

²²⁴ „Intervall-Effekt“. Siehe dazu Dörschell/Franken/Schulte, a.a.O., S. 162 ff., und die dort angegebene Literatur.

²²⁵ Vgl. i-advice, Studie zur Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen, 10. Auflage (2010 bis 2023), Düsseldorf 2024.

umstritten. In der Bewertungspraxis wird in der überwiegenden Zahl der Fälle keine Adjustierung vorgenommen.²²⁶

Zumindest im vorliegenden Bewertungsfall halten wir es für sachgerecht, die gemessenen Betafaktoren nicht mittels einer rechnerischen Anpassung zu adjustieren, da der Bewertungsgutachter bereits eine Anpassung an das sich verändernde Risiko von MorphoSys durch eine gutachterliche Minderung gegenüber den für die Peer Group im Durchschnitt bzw. Median gemessenen – und um das Kapitalstrukturrisiko bereinigten – Betafaktoren vorgenommen hat.

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 als plausibel anzunehmen ist.

Der Bewertungsgutachter hat das Ausfallrisiko von Forderungen der Fremdkapitalgeber im Rahmen des Unlevering durch Verwendung eines Debt Beta berücksichtigt. Für keines der Vergleichsunternehmen ist ein Rating vergeben. Da die Branche aufgrund der schwer vorhersehbaren Forschungsergebnisse als hoch riskant anzusehen ist, hat der Bewertungsgutachter für die Vergleichsunternehmen als Rating den Durchschnitt der Non-Investment-Grade Rating-Klassen BB+ bis CCC angesetzt. 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 Marktrendite 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 approximiert. Dadurch unterstellt er, dass die vorhandene Liquidität der Vergleichsunternehmen in vollem Umfang als betriebsnotwendig anzusehen ist.

Die Anpassung an das Kapitalstrukturrisiko von MorphoSys („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 signifikant übersteigen.

cb) Originärer Betafaktor der MOR AG

Die MOR-Aktien werden an Börsen gehandelt. Aus den Handelsdaten lässt sich somit rechnerisch ein originärer Betafaktor für die MOR AG ableiten.

Der Bewertungsgutachter hat den Kursverlauf der MOR-Aktie analysiert und gegen die Entwicklung des marktbreitesten deutschen Indexes sowie – aufgrund des hohen Umsatzanteils in den USA – des marktbreitesten US-amerikanischen Indexes regressiert.

²²⁶ Vgl. i-advise, a.a.O.

Im Ergebnis stellt er fest, dass der für die betrachtete, von dem Übernahmeangebot²²⁷ unbeeinflusste Vergangenheit gemessene Betafaktor nicht geeignet ist, das künftige Risiko von MorphoSys zu beziffern. Zum einen habe sich das Geschäftsmodell zwischenzeitlich erheblich verändert, zum anderen seien die gemessenen Betafaktoren auch aus statistischen Gründen nicht aussagekräftig.

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 zur Verwendung des CAPM erforderlich und in der Praxis üblich, hinsichtlich der Risikolage vergleichbare Unternehmen zu identifizieren, für die relevante Betafaktoren ermittelt werden können.

Da andere Unternehmen nicht in jeder Hinsicht mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar sind, versucht die Bewertungspraxis im Allgemeinen, mehrere Unternehmen der relevanten Branche in die Betrachtung mit einzubeziehen, um durch eine Durchschnittsbildung dem Umstand Rechnung zu tragen, dass jedes einzelne Vergleichsunternehmen nicht vollständig mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar ist. Dieser Vorgehensweise liegt darüber hinaus 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 zusammenfassend wie folgt dargestellt:

- Screening der Daten von S&P Global zur Identifizierung von börsennotierten operativ tätigen Unternehmen, die in einem Geschäftsfeld²²⁸ tätig sind, in dem auch MorphoSys tätig ist, und die ihren Unternehmenssitz in Europa, USA oder Kanada haben (108 Unternehmen)
- Zusätzlich Unternehmen, die von Analysten oder MorphoSys selbst als Vergleichsunternehmen angesehen werden (weitere 27 Unternehmen)
- Verdichtung auf eine Peer Group (elf Unternehmen) durch Ausschluss von Unternehmen, die nicht die Erforschung und Kommerzialisierung von vergleichbaren Wirkstoffen betreiben oder deren Handelsdaten eine belastbare Ableitung von Betafaktoren nicht zulassen

²²⁷ Vgl. Abschnitt C.VI.1.

²²⁸ Primärindustrie „Biotechnology“ oder „Pharmaceuticals“ und Spezifizierung anhand von Schlagwörtern.

Die nach den vorstehend genannten Kriterien verbleibenden, als hinreichend vergleichbar anzusehenden elf Unternehmen sind im Bewertungsgutachten ausführlich beschrieben. Der Bewertungsgutachter hat diese Unternehmen zusätzlich in eine Rangfolge nach ihrer Vergleichbarkeit zu MorphoSys gebracht. Dabei hat er die im Bewertungsgutachten genannten qualitativen Kriterien berücksichtigt.

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

Wir halten die gesetzten Auswahlkriterien für sachgerecht. Gleichwohl haben wir anhand eigener Recherchen überprüft, ob weitere geeignete Vergleichsunternehmen existieren. Letztlich haben wir kein weiteres Unternehmen identifiziert, welches zusätzlich in die Peer Group aufgenommen werden sollte. Im Rahmen unserer Prüfung und als Ergebnis der umfassenden Diskussionen zu einzelnen Unternehmen konnten wir die Ableitung und stufenweise Eliminierung potenzieller Vergleichsunternehmen ohne Beanstandungen nachvollziehen.

Demzufolge halten wir es zusammenfassend für sachgerecht, zur Ermittlung des Betafaktors für die Bewertung der MOR AG auf die sich für die elf Vergleichsunternehmen ergebenden Betafaktoren zurückzugreifen.

cd) Betafaktor für die Bewertung der MOR AG

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 Jahre anhand monatlich gemessener Renditen sowie zwei Jahre anhand wöchentlich gemessener Renditen) für die elf Unternehmen der Peer Group tabellarisch dar.

Im Ergebnis zeigt sich, dass die Betafaktoren für den fünfjährigen Betrachtungszeitraum ein geringfügig höheres Niveau aufweisen. Die Abfolge von Krisen, die sich derzeit in kurzen Abständen ereignen, hat auch Auswirkungen auf die Volatilität der Finanzmärkte. Ein höherer Betafaktor für den längeren Beobachtungszeitraum lässt sich mit den weltweit besonders ausgeprägten Folgen einer Krise, der wirtschaftlichen Folgen der COVID-19-Pandemie, begründen. Im konkreten Bewertungsfall ist ein Rückgriff auf einen kürzeren Beobachtungszeitraum insbesondere auch deshalb angezeigt, weil dieser eher berücksichtigt, dass sich das Geschäftsmodell von MorphoSys deutlich verändert hat.

Für diesen Beobachtungszeitraum liegen fünf belastbare Betafaktoren vor. Die unverschuldeten Werte reichen von 0,64 bis 1,91.

Der untere Rand der Bandbreite betrifft mit Incyte ein Unternehmen, dessen Vergleichbarkeit der Klasse „medium fit“ zuzuordnen ist. Angesichts des deutlich fortgeschritteneren Geschäftsmodells und der Erfolge aus der Vermarktung von Jakafi® sowie der Risikostreuung aus einer Vielzahl von vermarkteten Wirkstoffen ist Incyte einem unterdurchschnittlichen Risiko ausgesetzt. Für MorphoSys könnte Incyte dann ein besser vergleichbares Unternehmen darstellen, wenn MorphoSys die Zulassung von Pelabresib bereits erreicht hätte und dieses Medikament auch bereits erfolgreich in den USA und weiteren Ländern vermarkten würde. Bis zu dem Zeitpunkt, zu dem MorphoSys plangemäß diesen Zustand erreicht haben

wird, ist das Unternehmen noch einer Vielzahl von Risiken ausgesetzt. Der Ansatz eines Betafaktors in der Größenordnung von 0,6 bis 0,7 würde die Risiken des Geschäftsmodells von MorphoSys offensichtlich zu gering beziffern.

Der obere Rand der Bandbreite betrifft mit der Affimed N.V., Amsterdam/Niederlande, ein Unternehmen, dessen Vergleichbarkeit der Klasse „strong fit“ zuzuordnen ist. Allerdings hat das leading asset dieses Unternehmens erst die Phase 2b der klinischen Studien erfolgreich bestanden. Insofern ist dieser Wirkstoff von einer Vermarktung zeitlich noch weiter entfernt, als das für Pelabresib der Fall ist. Der Ansatz eines Betafaktors in der Größenordnung von 1,9 würde die Risiken des Geschäftsmodells von MorphoSys somit zu hoch beziffern.

Ein weiteres Unternehmen der Peer Group, für das belastbare Betafaktoren vorliegen und welches darüber hinaus auch der Klasse „strong fit“ zuzuordnen ist, die Syndax Pharmaceuticals, Inc., Waltham, Massachusetts/USA, hat ein leading asset, welches in klinischen Studien der Phasen 2 und 3 getestet wird. Insofern ist die Risikolage dieses Vergleichsunternehmens in hohem Maße mit der Risikolage von MorphoSys vergleichbar. Der unverschuldete Betafaktor der Syndax Pharmaceuticals, Inc., für den zweijährigen Beobachtungszeitraum beträgt 1,1.

Der Bewertungsgutachter weist darauf hin, dass die Annahmen zur Auslizenzierung von Pelabresib außerhalb der USA als konservativ anzusehen sind, was auch unserer Einschätzung entspricht.²²⁹

Auch unter Berücksichtigung dieses Umstands hält er es für angemessen, das Risiko von MorphoSys mit einem Betafaktor in Höhe von 1,1 zu beziffern und nicht auf den arithmetischen Durchschnitt (1,6) bzw. den Median (1,4) der Verteilung für den zweijährigen Beobachtungszeitraum zurückzugreifen.

Nach unserer Auffassung ist diese Argumentation nachvollziehbar. Wir konnten im Übrigen die Datenerhebungen und Berechnungen des Bewertungsgutachters ohne Beanstandungen nachvollziehen. Auch die zusätzlich von uns herangezogenen Regressionen gegen den MSCI World geben keinen Anlass, den für die Bewertung der MOR AG angesetzten unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 1,1 als nicht angemessen anzusehen.

Prüfungsergebnis

Unter Würdigung des Geschäftsmodells von MorphoSys halten wir den für die Bewertung der MOR AG gewählten unverschuldeten Betafaktor in Höhe von 1,1 für sachgerecht.

²²⁹ Vgl. Abschnitt D.II.3.d).

3. Übersicht zum Kapitalisierungszinssatz

Zusammenfassend ergibt sich der Kapitalisierungszinssatz wie folgt:

MorphoSys AG Ableitung der Kapitalkosten %	Planung							
	Q2 - Q4 2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Persönliche Einkommensteuer	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%
Basiszinssatz nach persönlichen Steuern	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%
Betafaktor (verschuldet)	1,59	1,23	1,26	1,22	1,27	1,24	1,13	1,10
Risikozuschlag	9,15%	7,10%	7,27%	7,04%	7,32%	7,14%	6,51%	6,30%
Eigenkapitalkosten	11,00%	8,94%	9,11%	8,88%	9,16%	8,98%	8,35%	8,14%

MorphoSys AG Ableitung der Kapitalkosten %	Planung							
	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038 - 43	2044
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	[...]	2,50%
Persönliche Einkommensteuer	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	-0,66%	[...]	-0,66%
Basiszinssatz nach persönlichen Steuern	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	1,84%	[...]	1,84%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	[...]	5,75%
Betafaktor (verschuldet)	1,10	1,10	1,11	1,11	1,11	1,12	[...]	1,51
Risikozuschlag	6,32%	6,34%	6,37%	6,38%	6,39%	6,43%	[...]	8,66%
Eigenkapitalkosten	8,16%	8,19%	8,21%	8,22%	8,23%	8,27%	[...]	10,50%

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 der MOR AG zum 27. August 2024 ermittelt sich wie folgt:

MorphoSys AG Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen € Mio.	Planung						
	Q2 - Q4 2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	-213,8	46,1	-38,2	12,5	224,6	390,6	511,9
Finanzergebnis	-1,6	-47,4	-48,3	-46,6	-45,5	-39,4	-27,7
Ergebnis vor Ertragsteuern	-215,3	-1,3	-86,5	-34,1	179,1	351,2	484,3
Ertragsteuern	0,0	-15,7	-14,0	-11,6	-17,1	-39,9	-48,5
Jahresergebnis	-215,3	-17,0	-100,5	-45,7	162,0	311,3	435,8
Ausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	258,8
Persönliche Steuern auf Ausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-68,3
Thesaurierung mit Verwendungsplanung	-215,3	-17,0	-100,5	-45,7	162,0	311,3	177,0
Kapitalrückzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Persönliche Steuern auf Kapitalrückzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoeinnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	190,6
Kapitalkosten	11,00%	8,94%	9,11%	8,88%	9,16%	8,98%	8,35%
Barwertfaktor	0,9246	0,9179	0,9165	0,9185	0,9161	0,9176	0,9229
Barwert zum Ende der jeweiligen Vorperiode	1.269,2	1.372,7	1.495,5	1.631,8	1.776,6	1.939,4	2.113,5
Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 31. März 2024	1.269,2						
Aufzinsungsfaktor	1,04						
Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen zum 27. August 2024	1.324,5						

MorphoSys AG Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen € Mio.	Planung						
	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
EBIT	582,3	655,9	705,5	807,8	802,7	809,9	434,6
Finanzergebnis	-19,2	-12,8	-5,7	0,1	0,1	0,1	0,1
Ergebnis vor Ertragsteuern	563,0	643,0	699,8	807,9	802,8	810,1	434,7
Ertragsteuern	-64,4	-147,0	-191,8	-219,4	-218,4	-220,5	-118,5
Jahresergebnis	498,6	496,0	508,0	588,5	584,4	589,5	316,2
Ausschüttung	419,3	405,6	436,6	554,4	581,0	584,2	316,2
Persönliche Steuern auf Ausschüttung	-110,6	-107,0	-115,2	-146,2	-153,2	-154,1	-83,4
Thesaurierung mit Verwendungsplanung	79,3	90,4	71,4	34,1	3,5	5,3	0,0
Kapitalrückzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	125,9
Persönliche Steuern auf Kapitalrückzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-33,2
Nettoeinnahmen	308,7	298,6	321,4	408,1	427,8	430,1	325,5
Kapitalkosten	8,14%	8,16%	8,19%	8,21%	8,22%	8,23%	8,27%
Barwertfaktor	0,9247	0,9246	0,9243	0,9241	0,9241	0,9239	0,9236
Barwert zum Ende der jeweiligen Vorperiode	2.099,4	1.961,6	1.823,1	1.650,9	1.378,3	1.063,8	721,2

MorphoSys AG Ertragswert betriebsnotwendiges Vermögen € Mio.	Planung						
	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
EBIT	236,1	198,8	137,4	111,6	91,6	75,0	62,3
Finanzergebnis	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2
Ergebnis vor Ertragsteuern	236,0	198,6	137,1	111,3	91,2	74,7	62,1
Ertragsteuern	-64,6	-54,3	-37,5	-30,5	-25,0	-20,5	-17,1
Jahresergebnis	171,4	144,2	99,6	80,8	66,2	54,2	45,1
Ausschüttung	171,4	144,2	99,6	80,8	66,2	54,2	45,1
Persönliche Steuern auf Ausschüttung	-45,2	-38,0	-26,3	-21,3	-17,5	-14,3	-11,9
Thesaurierung mit Verwendungsplanung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalrückzahlung	60,9	12,7	25,9	8,5	6,7	0,0	2,1
Persönliche Steuern auf Kapitalrückzahlung	-16,1	-3,4	-6,8	-2,2	-1,8	0,0	-0,5
Nettoeinnahmen	171,1	115,5	92,4	65,8	53,7	39,9	34,7
Kapitalkosten	8,33%	8,39%	8,48%	8,62%	8,84%	9,29%	10,50%
Barwertfaktor	0,9231	0,9226	0,9218	0,9206	0,9188	0,9150	0,9049
Barwert zum Ende der jeweiligen Vorperiode	455,4	322,2	233,7	161,1	109,3	65,3	31,4

Quellen: Angaben des Bewertungsgutachters, eigene Darstellung.

2. Sonderwerte

Nach Auskünften von MorphoSys sind sämtliche Vermögensgegenstände und Schulden als betriebsnotwendig anzusehen.

Auch wir haben im Rahmen unserer Prüfung keine nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände oder Schulden identifiziert.

Die von MorphoSys genutzten Immobilien sind angemietet. Über das üblicherweise aus Repräsentationsgründen erforderliche Maß hinausgehende bzw. einen erheblichen Wert aufweisende Bestände an Kunst- oder sonstigen Ausstattungsgegenständen haben wir nicht identifiziert. Die nicht für den operativen Geschäftsbetrieb erforderlichen liquiden Mittel werden im Rahmen der integrierten Planungsrechnung zum jeweils frühestmöglichen Zeitpunkt ausgeschüttet.

Der Bewertungsgutachter hat für zwei Sachverhalte jeweils einen Sonderwert angesetzt. Dabei handelt es sich um den Wert einer nicht konsolidierten und vor dem Bewertungsstichtag veräußerten Beteiligung (€ 131,0 Mio.) sowie um den Wertbeitrag steuerfreier Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagekonto der MOR AG (€ 49,0 Mio.).

Die Biogen Inc. hat am 22. Mai 2024 bekanntgegeben, mit Aktionären der HI-Bio Vereinbarungen getroffen zu haben, nach denen für 100 % der Anteile \$ 1.150,0 Mio. bezahlt und bis zu weiteren \$ 650,0 Mio.

als Meilensteinzahlungen geleistet werden sollen. Da die Anteile am 2. Juli 2024 übertragen worden sind, ist die Beteiligung von MorphoSys an der HI-Bio zum Bewertungsstichtag (27. August 2024) nicht mehr im Vermögen von MorphoSys enthalten. Stattdessen hat MorphoSys zum einen eine anteilige Zahlung erhalten und zum anderen die Aussicht, zu einem späteren Zeitpunkt weitere anteilige Zahlungen zu erlangen.

Der Bewertungsgutachter hat für die weiteren Zahlungen einen risikoadjustierten Erwartungswert angesetzt. Als Ergebnis seiner Berechnungen ergibt sich ein Wertansatz für die Beteiligung von MorphoSys (11,52 % nach einer verwässernden Kapitalerhöhung) in Höhe von € 131,0 Mio. Im Übrigen hat er unterstellt, dass für die Ausschüttung des Gegenwerts der Beteiligung an die Anteilseigner das steuerliche Einlagekonto der MOR AG verwendet wird, so dass ein Abzug von persönlichen Steuern nicht erforderlich ist.

Aus Darstellungs- und Vereinfachungsgründen hat der Bewertungsgutachter den Wertbeitrag aus der Steuerfreiheit von Gewinnausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagekonto gemäß § 27 KStG nicht bei der Ermittlung des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens, sondern als weiteren Sonderwert angesetzt. Dabei ist er von dem auf den 31. März 2024 fortgeschriebenen steuerlichen Einlagekonto (€ 941,1 Mio.) ausgegangen. Der Barwert der Steuerersparnisse zum 31. März 2024 beläuft sich auf € 46,9 Mio.

Prüfungsergebnis

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist uns im Verlauf unserer Prüfung nicht bekannt geworden. Der Bewertungsgutachter hat für zwei Sachverhalte in nachvollziehbarer Weise Wertbeiträge ermittelt, die dem Ertragswert in Höhe von insgesamt € 179,9 Mio. (Wert zum 27. August 2024) hinzugefügt worden sind.

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

Der Unternehmenswert der MOR AG zum Tag der Hauptversammlung, in der die Aktionäre über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre Beschluss fassen sollen (Bewertungsstichtag; 27. August 2024) ergibt sich aus der Addition des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens (€ 1.324,5 Mio.) und des Wertbeitrags aus Sonderwerten (€ 179,9 Mio.), in Summe also mit € 1.504,4 Mio. Das sind umgerechnet und gerundet € 39,89 je MOR-Aktie.

4. Sensitivitätsanalyse

Aufgrund der erwarteten Änderung des Geschäftsmodells von MorphoSys nach der erwarteten Zulassung von Pelabresib und Tulmimetostat und der Bandbreite der unverschuldeten Betafaktoren der Peer Group hat der Bewertungsgutachter eine Sensitivitätsanalyse der Auswirkungen einer Variation des unverschuldeten Betafaktors auf den Unternehmenswert der MOR AG durchgeführt. Die Ergebnisse dieser Sensitivitätsanalyse bei einer Variation um jeweils 0,10 bzw. 0,20 zum als sachgerecht angesehenen unverschuldeten Betafaktor (1,1) nach unten wie nach oben sowie einer Variation um 25 bzw. 50 Basispunkte nach unten zu der Marktisikoprämie (5,75 %) stellen sich wie folgt dar:

MorphoSys Sensitivitätsanalyse €		Betafaktor				
		0,90	1,00	1,10	1,20	1,30
	5,25%	47,57	44,79	42,17	39,70	37,36
MRP (nach persönlichen Steuern)	5,50%	46,51	43,68	41,01	38,50	36,13
	5,75%	45,49	42,60	39,89	37,34	34,94

Quellen: Datengrundlage Bewertungsgutachter, eigene Darstellung.

Wir konnten diese Berechnungen inhaltlich wie rechnerisch ohne Beanstandungen verifizieren.

5. Vergleich mit dem Liquidationswert

Der Bewertungsgutachter hat den Liquidationswert der MOR AG nicht ermittelt. Er führt zur Begründung an, dass der Wert des Eigenkapitals vor und nach persönlichen Steuern offensichtlich wesentlich höher als der Wert, der sich bei einer sofortigen Liquidation des Unternehmens, die zu zusätzlichen Liquidationskosten führen würde, ergeben könnte. Wir halten diese Überlegungen für zutreffend.

E. Bewertung mit dem Börsenkurs

Nach den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre und der Rechtsprechung zu aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen wird die Schätzung des sogenannten „vollen wirklichen“ Werts im Allgemeinen mit Hilfe einer fundamentalen Unternehmensbewertung vorgenommen.²³⁰ Dieser ist nach den Grundsätzen des IDW S 1 im Einklang mit der deutschen Rechtsprechung und der langjährigen Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Bewertungsanlässen als objektivierter Unternehmenswert zu ermitteln.²³¹

Eine aus Börsenkursen abgeleitete Marktkapitalisierung kann nach IDW S 1 zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten dienen. Sie ersetzt nach IDW S 1 aber keine Unternehmensbewertung.

Nach der jüngsten Rechtsprechung des BGH zur Angemessenheit von Kompensationsleistungen bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen kann eine Bewertung unter Verwendung des Börsenkurses unter bestimmten Umständen eine Fundamentalbewertung ersetzen.²³²

Der Rückgriff auf Börsenkurse scheidet danach allerdings aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist. Es ist im Einzelfall zu prüfen, ob eine effektive Informationsverarbeitung durch den Markt vorliegt.

Im Falle eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out, bei dem der Hauptaktionär bereits mehr als 90 % der Anteile besitzen muss, stellt sich die Frage, ob der geringe Free Float einen Handel ermöglicht, aus dem sich ein maßgeblicher Börsenkurs ableiten lässt.

Das OLG München vertritt die Auffassung, dass der Börsenwert bei einem Squeeze-out regelmäßig nicht als Schätzgrundlage für den Unternehmenswert in Frage kommt, da es wegen des geringen Free Floats an einer hinreichenden Liquidität der Aktie fehle.²³³ Diesen grundsätzlichen Einwand hat der BGH indes in seiner nachfolgenden Entscheidung in Sachen „Vodafone/Kabel Deutschland“ nicht aufgegriffen, sondern betont, die Liquidität müsse stets einzelfallbezogen anhand verschiedener Kriterien überprüft werden.²³⁴

Das Landgericht Stuttgart hat den Börsenkurs allerdings als Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts auch bei einem Squeeze-out bejaht.²³⁵ Das OLG Stuttgart musste diese Frage in seinem Vorlagebeschluss nicht entscheiden und hat sie deshalb offengelassen.²³⁶

Auch das Landgericht Frankfurt am Main hat den Börsenkurs als tauglichen Schätzer für die Ermittlung des Unternehmenswerts bei einem Squeeze-out angesehen.²³⁷ Das OLG Frankfurt am Main hat diese Entscheidung allerdings aufgehoben, da die Bewertung mit dem Börsenkurs in diesem Fall keine geeignete Bewertungsmethode darstelle, da die Aktie nicht liquide sei.²³⁸ In einer neueren Entscheidung hat das OLG Frankfurt am Main den Börsenkurs allerdings auch für die Schätzung des Unternehmenswerts bei

²³⁰ Vgl. Abschnitt C.I.

²³¹ Vgl. Abschnitt C.II.

²³² Vgl. Abschnitt C.II.4.

²³³ Vgl. OLG München, Beschluss vom 14. Dezember 2021 („Kabel Deutschland“), 31 Wx 190/20, a.a.O.

²³⁴ Vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 („Vodafone/Kabel Deutschland“), II ZB 5/22, openJur 2024, 4211.

²³⁵ Vgl. Landgericht Stuttgart, Beschluss vom 3. April 2018 („Kässbohrer“), 31 O 138/15 KfH SpruchG, dejure.

²³⁶ Vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 26. Juni 2019 („Kässbohrer“), 20 W 27/18.

²³⁷ Vgl. Landgericht Frankfurt am Main, Beschluss vom 13. August 2020 („Elektrische Licht- und Kraftanlagen“), 3-05 O 79/19.

²³⁸ Vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 20. Juni 2022 („Elektrische Licht- und Kraftanlagen“), 21 W 135/20, openJur 2021, 21807.

einem Squeeze-out als geeignet angesehen, wobei es den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten objektivierten Unternehmenswert dabei ergänzend berücksichtigt hat.²³⁹ In diesem Fall habe die Liquidität der Aktie ausgereicht, zumal der anteilige Ertragswert diese Bewertung auch stütze.

Die Frage, ob die Schätzung des Unternehmenswerts auf der Grundlage der Bewertung durch den Kapitalmarkt auch in Fällen, bei denen der Free Float kleiner als 5 % oder 10 % ist, in Betracht kommt, ist durch die Rechtsprechung offensichtlich noch nicht einheitlich und abschließend geklärt. Aus diesem Grund war anhand der von Betriebswirtschaftslehre und Rechtsprechung entwickelten Kriterien zu prüfen, ob der Börsenkurs im vorliegenden Fall für die Schätzung des Unternehmenswerts in Betracht kommen könnte.

Auf der Grundlage von Kriterien, die die bislang vorliegende Rechtsprechung zur Frage einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt²⁴⁰ entwickelt hat, und weiteren Vorschlägen, die sich aus der rechtlichen und betriebswirtschaftlichen Diskussion zu dieser Frage ergeben haben,²⁴¹ lassen sich folgende Indikatoren bzw. Analysen für Zwecke einer Einschätzung der Relevanz des Börsenkurses ableiten:

- Analyse eines potenziellen Informationsgefälles zwischen Unternehmen und Marktteilnehmern
 - Vorliegen und Erfüllung von umfangreichen marktbezogenen Informationspflichten
 - Beobachtung durch externe Analysten und Güte der Prognosen im Vergleich zu den Erwartungen des Managements
- Analyse einer möglichen Kursverzerrung im Sinne einer Abkopplung der Entwicklung der Aktienkurse von der operativen Entwicklung des Unternehmens
 - Analyse der Aktienkurse über einen längeren Zeitraum mit einem Schwerpunkt hinsichtlich der Reaktion auf unternehmensbezogene Informationen
 - Analyse der Aktienkurse über einen längeren Zeitraum mit einem Schwerpunkt hinsichtlich des Vergleichs mit Markt- oder Branchenentwicklungen
- Analyse der Liquidität des Aktienhandels
 - Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV als nicht ausreichende Mindestanforderungen
 - Kriterien des Artikels 22 Abs. 1 der Verordnung (EG) 1287/2006 als nicht notwendigerweise zu erfüllende Maximalanforderungen
 - Aufnahme in Aktienindizes
 - Relative Höhe des Streubesitzes
 - Relatives Handelsvolumen
 - Absolutes Handelsvolumen
 - Bid-Ask-Spread (Geld-Brief-Spanne)
- Eignung des originären Betafaktors für Zwecke der Unternehmensbewertung

²³⁹ Vgl. OLG Frankfurt am Main, vom 9. Februar 2024 („ISRA Vision“), 21 W 129/22, dejure.

²⁴⁰ Das sind insbesondere der Beschluss des BGH vom 21. Februar 2023 („TLG/WCM“), II ZB 12/21, a.a.O., und die ihm zugrundeliegenden Beschlüsse des OLG Frankfurt am Main vom 26. April 2021, 21 W 139/19, openJur 2021, 18980, sowie des Landgerichts Frankfurt am Main vom 20. August 2019, 3-05 O 25/18, dejure; daneben unter anderem auch BGH, Beschluss vom 12. März 2001 („DAT/Altana“), II ZB 15/00, a.a.O., OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 („Kässbohrer Geländefahrzeug“), 20 W 7/11, openJur 2012, 137702, OLG München, Beschluss vom 11. Juli 2006 („ICN Immobilien“), 31 Wx 041/05, dejure, OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 2. November 2006 („Deutsche Vita Polymere/Koepf Schaum“), 20 W 233/93, openJur 2012, 28184, Landgericht Frankfurt am Main, Beschluss vom 17. Januar 2006 („MAN Roland Druckmaschinen“), 3-5 O 75/03, ZIP 2006, 854.

²⁴¹ Z.B. Vorträge von Schumann, Vorsitzender Richter der 31. Kammer für Handelssachen am Landgericht Stuttgart, und von Ruthardt auf der 16. Internationalen Bewerterkonferenz der EACVA vom 30. November bis 1. Dezember 2023 in Berlin sowie die dort geführte Podiumsdiskussion zu diesem Thema.

Fraglich ist, für welchen Zeitraum die vorstehend genannten Kriterien analysiert werden müssten bzw. erfüllt sein sollten. Teilweise ist der Analysezeitraum vorgegeben.

Nach § 5 Abs. 1 WpÜG-AngebV muss die bei Übernahme- und Pflichtangeboten anzubietende Gegenleistung für die Aktien einer Zielgesellschaft, deren Aktien zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, mindestens dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs dieser Aktien während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots bzw. der Erlangung der Kontrolle über die Zielgesellschaft²⁴² entsprechen.

Nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV ist nicht der 3M-VWAP als Mindest-Gegenleistung anzubieten, wenn das kumulative Vorliegen bestimmter Negativkriterien des Börsenhandels festgestellt wird. In diesen Fällen hat die Höhe der Gegenleistung mindestens dem anhand einer Bewertung der Zielgesellschaft ermittelten Wert des Unternehmens zu entsprechen, wenn Folgendes gilt:

- Während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung an weniger als einem Drittel der Börsentage Feststellung von Börsenkursen und
- Abweichen mehrerer nacheinander festgestellter Börsenkurse um mehr als fünf Prozent

Die Wertung des Gesetzgebers, dass bei Übernahme- und Pflichtangeboten nicht auf einen Stichtagskurs, sondern auf einem Durchschnittskurs abzustellen ist, ist darauf zurückzuführen, dass sich dadurch besser ausschließen lässt, dass außergewöhnliche Tagesausschläge oder sprunghafte Entwicklungen binnen weniger Tage, die sich nicht verfestigen, die Höhe des relevanten Börsenkurses beeinflussen. Bei einem Dreimonatszeitraum könne im Allgemeinen davon ausgegangen werden, dass Zufallseinflüsse und kurzfristige Verzerrungen in ausreichendem Umfang ausgeglichen werden. Bei einem längeren Zeitraum wäre hingegen die zeitliche Nähe zur Abgabe des Angebots nicht mehr gegeben.

Diese Wertung geht auf die Rechtsprechung des BGH zurück. Dieser hatte im Jahr 2001 in einem Beschluss zur Angemessenheit von Kompensationsmaßnahmen bei einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme²⁴³ entschieden, dass ein gegebenenfalls relevanter Börsenkurs als 3M-VWAP zu ermitteln ist. Der 3M-VWAP ist somit auch bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen als Repräsentant für den Börsenkurs zu ermitteln.

Wenn der durchschnittliche Börsenkurs für einen Dreimonatszeitraum zu ermitteln ist, dann liegt es nahe, dass sich die oben dargestellten Analysen zur Relevanz des Börsenkurses insbesondere auf diesen Zeitraum beziehen müssen. Bei einzelnen Kriterien halten wir es für sinnvoll, auch einen längeren Zeitraum zu analysieren, um belastbare Aussagen aus den Analysen ableiten zu können. Wir geben in der nachfolgenden Darstellung unserer Analyseergebnisse an, auf welchen Zeitraum wir uns jeweils beziehen.

Wenn also der durchschnittliche Börsenkurs für einen Dreimonatszeitraum zu ermitteln und in erster Linie auch für diesen Zeitraum Analysen zur Relevanz des Börsenkurses durchzuführen sind, stellt sich die Frage, wann dieser Dreimonatszeitraum endet.

Da die Verhältnisse von MorphoSys zum Zeitpunkt der Versammlung der Anteilsinhaber der MOR AG für die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung maßgeblich sind, wären eigentlich die Börsenkurse

²⁴² „3M-VWAP“.

²⁴³ Vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001 („DAT/Altana“), II ZB 15/00, a.a.O.

für die drei Monate vor dem Tag der Hauptversammlung der MOR AG, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschließen soll (27. August 2024), zu ermitteln. Ab dem Zeitpunkt der Ankündigung einer bevorstehenden Maßnahme sind die Börsenkurse allerdings regelmäßig von Abfindungsspekulationen oder anderen Faktoren beeinflusst und können deshalb nicht mehr für die Schätzung des Unternehmenswerts verwendet werden. In Abkehr von seiner vorherigen Rechtsprechung hat der BGH im Jahr 2010 entschieden, dass der maßgebliche Referenzzeitraum am Tag vor der Ankündigung einer Strukturmaßnahme endet.²⁴⁴

Es stellt sich daher die Frage, wann der beabsichtigte Ausschluss der Minderheitsaktionäre angekündigt worden ist. Der BGH hat sich in einer neueren Entscheidung²⁴⁵ unter anderem mit der Fragestellung befasst, wann ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, dem ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot vorangegangen ist, in diesem Sinne bekannt gemacht wird. Dies werde nicht einheitlich beurteilt. Nach einer Auffassung gilt die Ankündigung als erfolgt, wenn bei einer unbedingten Ankündigung der Strukturmaßnahme die rechtlichen Grundlagen dafür geschaffen sind, diese in absehbarer Zeit umsetzen zu können.²⁴⁶ Am 20. Juni 2024 hat Novartis BidCo Germany im Wege einer Ad-hoc-Mitteilung eine unbedingte Ankündigung abgegeben, die MOR AG auf sie verschmelzen zu wollen und einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre der MOR AG einzuleiten.

Der angekündigte verschmelzungsrechtliche Squeeze-Out steht unter anderem unter dem Vorbehalt, dass auf der Hauptversammlung der MOR AG eine Beschlussfassung mit einer erforderlichen qualifizierten Mehrheit von mehr als 75 % des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals erfolgt.²⁴⁷ Die Novartis BidCo Germany verfügt nach Ablauf der Annahmefrist des Übernahmeangebots am 13. Mai 2024 und der zweiwöchigen Nachfrist, welche am 30. Mai 2024 endete, einschließlich weiterer Zukäufe außerhalb des Übernahmeangebots zum 20. Juni 2024 insgesamt über 91,04 % der Anteile an der MOR AG.²⁴⁸ Damit ist gewährleistet, dass die Novartis BidCo Germany mit einer qualifizierten Mehrheit von mehr als 75 % auf der Hauptversammlung der MOR AG den Verschmelzungsbeschluss herbeiführen kann. Zudem kann sie auch einen Beschluss zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre herbeiführen, da ihr mindestens 90 % des Grundkapitals der MOR AG gehören.²⁴⁹ Insofern sind auch die rechtlichen Grundlagen dafür geschaffen, diese Maßnahme in absehbarer Zeit umsetzen zu können.

Nach dieser Auffassung beginnt somit der maßgebliche Referenzzeitraum am 20. März 2024 und endet am 19. Juni 2024.

Eine andere Auffassung geht davon aus, dass gerade dem freiwilligen Übernahmeangebot vor dem Abschluss einer gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahme durchaus schon Potential zur Kursbeeinflussung zukommen kann, so dass es zur Bestimmung des Referenzzeitraums eines flexiblen Ansatzes bedürfe und im Einzelfall eine Vorverlagerung des Referenzzeitraums angezeigt sein könne.²⁵⁰

²⁴⁴ Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 („Stollwerck“), II ZB 18/09, a.a.O.

²⁴⁵ Vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 („Vodafone/Kabel Deutschland“), II ZB 5/22, a.a.O.

²⁴⁶ Vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 21. Dezember 2010 („RSE“), 5 W 15/10, juris; Koch, AktG, 17. Auflage, § 305 Rz. 43; Stephan in K. Schmidt/Lutter, AktG, 5. Auflage, § 305 Rz. 97; Bröel/Karami, WPg 2011, S 418 ff.; Hasselbach/Ebbinghaus, Der Konzern 2010, S. 467 ff.; Wasmann, ZGR 2011, S. 83 ff..

²⁴⁷ Vgl. § 65 Abs. 1 Satz 1 UmwG.

²⁴⁸ Ursprünglich hatte die Novartis BidCo das Übernahmeangebot unterbreitet. Nachfolgend hat die Novartis BidCo die erworbenen Anteile an der MOR AG im Wege der Einbringung in die Kapitalrücklage auf die Novartis BidCo Germany übertragen, so dass Mehrheitsaktionärin der MOR AG nunmehr die Novartis BidCo Germany ist.

²⁴⁹ Vgl. § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG.

²⁵⁰ Vgl. MüKoAktG/van Rossum, 6. Aufl., § 305 Rz. 104.

Am 5. Februar 2024 wurde das Übernahmeangebot der Novartis BidCo für die MOR AG zu einem Preis je MOR-Aktie von € 68,00 veröffentlicht. Diese Ankündigung hat dazu geführt, dass der Börsenkurs der MOR AG sich über den Zeitraum vom 5. Februar 2024 bis zur Beendigung des Angebots am 30. Mai 2024 aufgrund der hohen Erfolgswahrscheinlichkeit²⁵¹, die ihm offensichtlich vom Kapitalmarkt beigemessen wurde, in der Nähe des Übernahmepreises von € 68,00 bewegte. Die am 20. Juni 2024 angekündigte Maßnahme war jedoch noch nicht bekannt, so dass sie den Kurs darüber hinaus nicht beeinflussen konnte. Nach dieser Auffassung beginnt der maßgebliche Referenzzeitraum am 5. November 2023 und endet am 4. Februar 2024.

Novartis hat sich der ersten Rechtsauffassung angeschlossen, nach der der maßgebliche Referenzzeitraum am 20. März 2024 beginnt und am 19. Juni 2024 endet, was in einen höheren 3M-VWAP gegenüber demjenigen auf Basis der zweiten Auffassung mündet.

Es stellt sich dann weiter die Frage, wie der von der Rechtsprechung geforderte volumengewichtete Durchschnittskurs konkret zu ermitteln ist. Das beinhaltet zum einen die Frage, welche Kurse zu verwenden sind, und zum anderen die Frage, welche Handelsplätze dabei zu betrachten sind.

Die Tatsache, dass die Kurse volumengewichtet zu bestimmen sind, zeigt, dass nur die tatsächlichen Handelsumsätze, also die gehandelten Stücke mit den jeweiligen Ausführungskursen, zu betrachten sind.

Wie oben dargestellt ist der 3M-VWAP sowohl bei Strukturmaßnahmen als auch bei Übernahme- und Pflichtangeboten zu ermitteln. Während die Rechtsprechung zum 3M-VWAP bei Strukturmaßnahmen keinen belastbaren Hinweis darauf gibt, ob sämtliche Handelsplätze bei der Ermittlung zu berücksichtigen sind oder ob sich die Ermittlungen auf bestimmte Handelsplätze beschränken sollen, findet sich in § 5 Abs. 3 WpÜG-AngebV die Bestimmung, dass bei der Berechnung des 3M-VWAP nur die Umsätze an organisierten Märkten heranzuziehen sind.

Nach § 2 Abs. 7 WpÜG gelten als organisierte Märkte der regulierte Markt an einer Börse im Inland und bestimmte ausländische Märkte. Nach § 5 Abs. 1 WpÜG-AngebV sind für die Berechnung des 3M-VWAP allerdings nur die inländischen Umsätze maßgeblich. Somit sind für die Berechnung des 3M-VWAP nur die inländischen Umsätze im regulierten Markt heranzuziehen. Als regulierter Markt gilt die Frankfurter Wertpapierbörse einschließlich des Handels im elektronischen Handelssystem XETRA. Bei allen anderen Börsenplätzen kann der Emittent eine Zulassung zum regulierten Markt beantragen.

Die MOR AG hat solche Anträge nicht gestellt. Demzufolge sind nur die Umsätze der Frankfurter Wertpapierbörse einschließlich XETRA maßgeblich. Insgesamt wurden in dem maßgeblichen Zeitraum nach den Informationen der Frankfurter Wertpapierbörse 14.076.373 MOR-Aktien für insgesamt rund € 950,4 Mio. gehandelt. Als Ergebnis der Berechnungen ergibt sich ein 3M-VWAP in Höhe von € 67,52 (aufgerundet). Aus einem uns vorgelegten Schreiben²⁵² im Zusammenhang mit dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre ergibt sich, dass der ermittelte 3M-VWAP der MOR-Aktie zum maßgeblichen Stichtag 20. Juni 2024 € 67,53 betrage. Aus Objektivierungsgründen verwendet der Bewertungsgutachter den mitgeteilten 3M-

²⁵¹ Es war unter anderem eine Mindestannahmeschwelle von 65 % als Bedingung im Übernahmeangebot festgelegt worden.

²⁵² Mitteilung der BaFin vom 28. Juni 2024.

VWAP. Hochgerechnet ergibt sich daraus eine Marktkapitalisierung von MorphoSys in Höhe von € 2.547,0 Mio.

Es ist im Folgenden zu untersuchen, ob sich der 3M-VWAP in Höhe von € 67,53 je MOR-Aktie auf Grundlage einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt gebildet hat und die sich daraus erreckende Marktkapitalisierung in Höhe von € 2.547,0 Mio. – der Auffassung des BGH in seiner jüngsten Rechtsprechung folgend – einen tauglichen Schätzer für den Unternehmenswert darstellt.

Zu diesem Zweck haben wir in einem ersten Schritt die folgenden, oben bereits genannten, Kriterien geprüft:

- Analyse eines potenziellen Informationsgefälles zwischen Unternehmen und Marktteilnehmern
 - Vorliegen und Erfüllung von umfangreichen marktbezogenen Informationspflichten
 - Beobachtung durch externe Analysten und Güte der Prognosen im Vergleich zu den Erwartungen des Managements
- Analyse einer möglichen Kursverzerrung im Sinne einer Abkopplung der Entwicklung der Aktienkurse von der operativen Entwicklung des Unternehmens
 - Analyse der Aktienkurse über einen längeren Zeitraum mit einem Schwerpunkt hinsichtlich der Reaktion auf unternehmensbezogene Informationen
 - Analyse der Aktienkurse über einen längeren Zeitraum mit einem Schwerpunkt hinsichtlich des Vergleichs mit Markt- oder Branchenentwicklungen

Als Unternehmen, dessen Aktien zum Handel im Prime Standard zugelassen sind, unterliegt die MOR AG umfangreichen Informationspflichten, die über die Anforderungen des General Standard hinausgehen und von der Frankfurter Wertpapierbörse als europaweit führend bezeichnet werden. Zu diesen Anforderungen gehören unter anderem eine Berichterstattung nach internationalen Rechnungslegungsstandards, die auch quartalsweise zu erfolgen hat, und die Pflicht, sogenannte Insiderinformationen so schnell wie möglich zu veröffentlichen (Ad-Hoc-Publizität). Im Zusammenhang mit unserer Prüfung haben wir keine Hinweise dafür erhalten, dass die MOR AG ihren Informationspflichten nicht ordnungsgemäß nachgekommen ist.

Als Unternehmen, dessen Aktien nicht nur im Prime Standard gehandelt, sondern darüber hinaus auch mit dem TECDAX sowie dem SDAX²⁵³ Bestandteil wichtiger Aktienindizes ist, wird die MOR AG von zahlreichen Analysten beobachtet. Wir haben die Reports der Analysten daraufhin untersucht, ob die darin verarbeiteten Prognosen sich im Wesentlichen mit den Erwartungen des Managements decken. Als Ergebnis unserer Analyse der Broker-Reports zur MOR-Aktie stellen wir fest, dass in diesen die zukünftigen Kursziele größtenteils mit dem Erfolg der Studie MANIFEST-2 verknüpft werden. Die Analysten vertreten somit die Einschätzung, dass das Geschäft von MorphoSys maßgeblich von der Pelabresib-Zulassung abhängig ist. Meist waren es daher nur aktuelle Nachrichten hinsichtlich besagter Studie, die die Beurteilung der Aktie und die Kursziele der Analysten bestimmten. Die Sichtweise der Analysten deckt sich damit weitgehend mit der des Managements der MOR AG.

Allgemein ist festzustellen, dass in den Bewertungsmodellen von Analysten mittel- und langfristige Veränderungen des Bewertungsobjekts zumeist nicht hinreichend berücksichtigt werden, da die

²⁵³ Aufgrund der geringeren Marktkapitalisierung des Streubesitzes nach dem Übernahmeangebot wechselte die MOR-Aktie am 24. Juni 2024 vom MDAX in den SDAX.

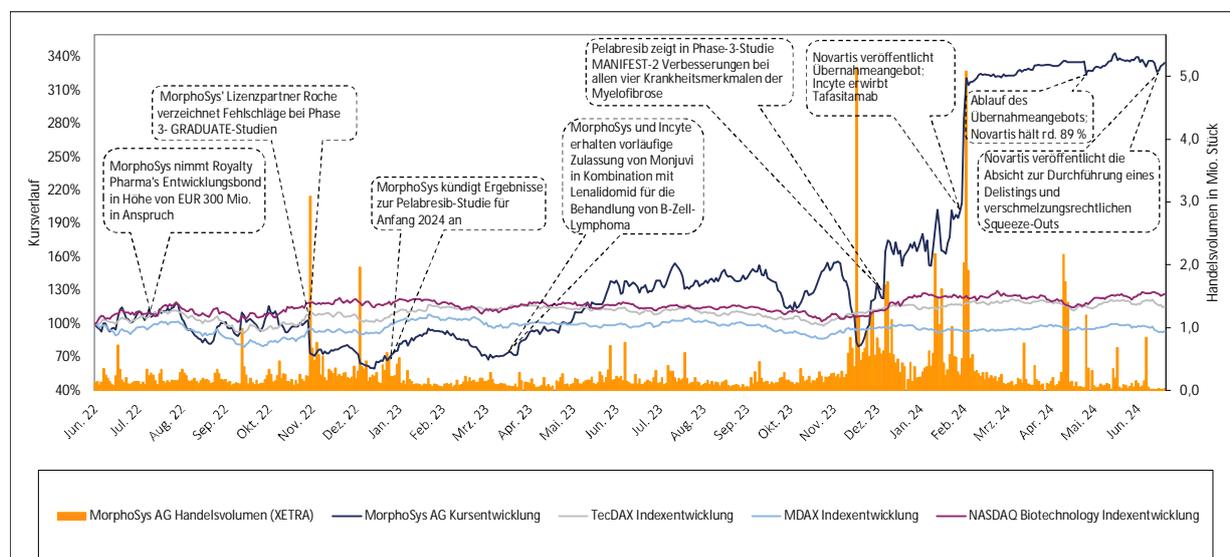
unternehmensinternen Daten dazu nicht vorliegen. Gleichwohl sind die von Analysten mit Hilfe ihrer Bewertungsmodelle ermittelten Kursziele für viele Marktteilnehmer bei deren Investitionsentscheidungen von hoher Relevanz. Börsenkurse, die sich aus diesen Investitionsentscheidungen bilden, reflektieren somit oftmals nicht die internen Erwartungen des Managements. Aus diesem Grund postuliert der IDW S 1, dass eine Bewertung anhand des eigenen Börsenkurses ebenso wie eine Bewertung anhand von – aus Analystenschätzungen und den Kursen vergleichbarer Unternehmen abgeleiteten – Börsenmultiplikatoren nur der Plausibilisierung von, aus den internen Daten abgeleiteten, fundamentalen Unternehmenswerten dienen kann.

Zusammenfassend ist im Fall der MOR-Aktie allerdings davon auszugehen, dass eine effektive Informationsverarbeitung durch den Markt – von den genannten grundsätzlichen Einschränkungen abgesehen – möglich ist, da die genannten Negativkriterien für die Analyse eines potenziellen Informationsgefälles nicht erfüllt werden.

Im Hinblick auf die Analyse einer möglichen Kursverzerrung hat der Bewertungsgutachter den Kursverlauf der MOR-Aktie über einen Zeitraum von Anfang 2022 bis zum 20. Juni 2024 analysiert und im Bewertungsgutachten auch grafisch dargestellt. Als Ergebnis seiner Analysen lässt sich festhalten, dass die Entwicklung des Kurses der MOR-Aktie durch die von ihm genannten Ereignisse erklärbar ist.

Wir haben die Analysen des Bewertungsgutachters nachvollziehen können und um eigene Analysen ergänzt. Dabei haben wir zum einen untersucht, ob sich größere Kursveränderungen durch interne oder externe Veränderungen der wirtschaftlichen Verhältnisse von MorphoSys bzw. der Kursziele von Analysten erklären lassen und ob sich zum anderen Kursveränderungen ergeben haben, wenn Veränderungen der wirtschaftlichen Verhältnisse von MorphoSys bzw. der Kursziele von Analysten eine Veränderung der Kurse erwarten ließen.

Für die letzten beiden Jahre bis zur Ankündigung des Squeeze-out-Verlangens stellt sich die relative Entwicklung des Kurses der MOR-Aktie im Vergleich zu Referenzindizes und das tägliche Handelsvolumen der MOR-Aktie wie folgt dar:



Wie man in vorstehender Grafik erkennen kann, verläuft die Kursentwicklung der MOR-Aktie ab Beginn des Betrachtungszeitraums volatiler im Vergleich zu den Vergleichsindizes. Ein Kursanstieg ergab sich Ende des Jahres 2022 nach der ersten Ankündigung, wann die Veröffentlichung Studie MANIFEST-2 erwartet wurde. Diese positive Erwartung spiegelte sich im Kurs weitestgehend bis zum Abschluss der Studie im November 2023 wider. Umso größer war die Kurssteigerung nach der Bekanntgabe der Ergebnisse, die einen starken positiven Trend bei der Symptomreduktion zeigten.

Die Kursentwicklung der MOR-Aktie zeigt an den Tagen des Bekanntwerdens der von uns angeführten Ereignisse in den meisten Fällen eine erkennbare Reaktion des Aktienkurses auf das jeweilige Ereignis an. In anderen Fällen ist eine Reaktion nicht erkennbar. An dieser Stelle weisen wir darauf hin, dass ein unmittelbarer Zusammenhang zwischen der Entwicklung eines Aktienkurses und dem Veröffentlichungsdatum eines Ereignisses nicht immer nachgewiesen werden kann. Das ist zum einen dadurch erklärbar, dass einzelne Informationen bzw. die operative Entwicklung schon vor einer Veröffentlichung vom Markt vorweggenommen werden. Zum anderen werden die spezifischen Entwicklungen auch von anderen Faktoren überlagert. Zudem sind an der Börse kurzfristige Verzerrungen aufgrund von Marktübertreibungen oder spekulativen Entwicklungen nicht auszuschließen.

Die größte Abweichung von zwei Tageskursen ist für den 5. Februar 2024 zu verzeichnen. Nach der Bekanntgabe des Erwerbsangebot über € 68,00 je MOR-Aktie, ist der Kurs sprunghaft auf dieses Niveau gestiegen und hat sich nachfolgend auf diesem Niveau eingependelt. Nachdem die Annahmefrist für das Angebot ausgelaufen war, ist der Kurs der MOR-Aktie bis zur Ankündigung des Delistings und der Absicht der Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs in der Nähe dieses Niveaus verblieben.

Die vorstehend beschriebenen Ergebnisse unserer Analysen zu einer möglichen Entkoppelung des Aktienkurses von MorphoSys lassen folgende Schlussfolgerungen zu:

- Ankündigung der Absicht von Novartis, ein Übernahmeangebot über € 68,00 je MOR-Aktie abzugeben (5. Februar 2024), infolgedessen Kursentwicklung nachfolgend von der Marktentwicklung abgekoppelt und vom Angebotspreis bestimmt
- Maßgeblicher Referenzzeitraum für die Berechnung des 3M-VWAP dennoch vor dem 20. Juni 2024 endend

Um festzustellen, ob sich der ermittelte 3M-VWAP auf Grundlage einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt gebildet hat und die sich daraus errechnende Marktkapitalisierung einen tauglichen Schätzer für den Unternehmenswert darstellen könnte, haben wir – nach dem zuvor ausführlich dargestellten ersten Schritt unserer Überprüfung – in einem zweiten Schritt die Liquidität des Aktienhandels analysiert und dabei die folgenden, oben ebenfalls bereits genannten, Kriterien geprüft:

- Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV als nicht ausreichende Mindestanforderungen
- Kriterien des Artikel 22 Abs. 1 der Verordnung (EG) 1287/2006 als nicht notwendigerweise zu erfüllende Maximalanforderungen
- Aufnahme in Aktienindizes
- Relative Höhe des Streubesitzes
- Relatives Handelsvolumen
- Absolutes Handelsvolumen
- Bid-Ask-Spread (Geld-Brief-Spanne)

In Bezug auf die Negativkriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV haben wir Folgendes festgestellt:

- Erforderlicher Handel an mindestens einem Drittel der Börsentage im Referenzzeitraum durch täglichen Handel erfüllt
- Mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse weichen im Referenzzeitraum nicht um mehr als fünf Prozent voneinander ab²⁵⁴

Somit gelten die Kurse nach den Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV als aussagekräftig.

Der Bewertungsgutachter hat den Betrachtungszeitraum zur Untersuchung dieser Kriterien zusätzlich auf den Zeitraum ab Anfang 2022 bis zum 20. Juni 2024 ausgedehnt. Auch an den übrigen Tagen dieses längeren Zeitraums wurde die MOR-Aktie täglich gehandelt. Damit ist eines der beiden Negativkriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV nicht erfüllt, so dass die Börsenkurse auch im längeren Zeitraum als aussagekräftig gelten. Dass das zweite Negativkriterium des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebVO im längeren Zeitraum nicht erfüllt wird, weil mehrere aufeinanderfolgende Kurssprünge von mehr als 5 % zu verzeichnen waren, ist nicht relevant.

Da die vorgenannten Kriterien aus betriebswirtschaftlicher Sicht nicht ausreichend wären, den Aktienhandel als genügend liquide und deshalb aussagekräftig für eine Hochrechnung des Unternehmenswerts aus dem Kurs der einzelnen Aktie anzusehen, hat der Bewertungsgutachter weitere Liquiditätskriterien überprüft.

Nach Artikel 22 Abs. 1 der Verordnung (EG) 1287/2006 verfügt eine Aktie, die zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen ist, dann über einen liquiden Markt, wenn folgende Bedingungen erfüllt sind:

- Täglicher Handel
- Streubesitz nicht weniger als € 500 Mio.
- Täglicher Handel durchschnittlich in mindestens 500 Geschäften oder mit einem Umsatz von durchschnittlich wenigstens € 2 Mio.

Wie oben bereits dargestellt ist die MOR-Aktie im Referenzzeitraum täglich gehandelt worden. Im Referenzzeitraum wurde ein täglicher Umsatz in MOR-Aktien von durchschnittlich € 15,09 Mio. erzielt, was einem Mehrfachen der maßgeblichen Grenze entspricht. Die Anforderung einer Marktkapitalisierung von € 500 Mio. entspricht im Fall der MOR AG einem Free Float von rund 20 %. Diese kann zumindest zum Ende des maßgeblichen Referenzzeitraums nicht nachgewiesen werden, da die Novartis BidCo nach Ablauf der Annahmefrist am 13. Mai 2024 bereits über 79,6 % der Anteile verfügte und diese in der zweiwöchigen Nachfrist sowie über weitere außerbörsliche Zukäufe noch bis auf 91,04 % (20. Juni 2024) erhöhte.

In der Fachliteratur wird jedoch auch bei Squeeze-outs, bei denen regelmäßig ein geringer prozentualer Free Float besteht, von Fällen berichtet, bei denen – wie bei der MOR AG – noch eine Million oder mehr Aktien außenstehend sind.²⁵⁵ Ein hoher Free Float sei zwar für ein hohes Handelsvolumen und für hohe

²⁵⁴ Die missverständliche Formulierung des Verordnungsgebers („mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse“) ist wie folgt zu verstehen: „Nach der BaFin ist das Schwankungskriterium erfüllt bei drei aufeinander folgenden Handelstagen mit Geschäften, bei denen der Tagesdurchschnitt der Preise von Tag 1 auf Tag 2 um mehr als 5 % abweicht und von Tag 2 auf Tag 3 ebenso“ (Noack/Zetzsche in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar, 5. Auflage, München 2020, § 31 WpÜG, Rz. 41). Wir bezeichnen diese – im Gegensatz zu Abweichungen von mehr als 5 % zwischen den Kursen zweier Handelstage – als „Kurssprünge“.

²⁵⁵ Vgl. Landgericht München I, Beschluss vom 22. Juni 2022 („HypoVereinsbank“), 5 HKO 16226/08, dejure.

Handelsumsätze förderlich, aber nicht selbständige Voraussetzung für die Anerkennung einer hinreichenden Aussagekraft des Börsenkurses. Hohe Handelsvolumina und -umsätze, auf die es für die Beurteilung der Liquidität der Aktie wesentlich ankommt, können sich auch in Fällen ergeben, in denen die Strukturmaßnahme nicht rasch auf die angekündigte und erfolgreich vollzogene Übernahme folgt und der Free Float dann meist deutlich unter 30 % liegt.²⁵⁶

Unter Würdigung dieser Aspekte ist nach unserer Auffassung der Handel mit MOR-Aktien im Referenzzeitraum auch nach den strengen Kriterien des Artikels 22 Abs. 1 der Verordnung (EG) 1287/2006 als liquide anzusehen.

Insofern erübrigt sich hinsichtlich der MOR-Aktie eigentlich eine weitere Prüfung nach anderen, von der Rechtsprechung oder der Literatur vorgeschlagenen Kriterien zur Überprüfung der Liquidität einer Aktie. Der Bewertungsgutachter hat gleichwohl weitere Argumente dafür angeführt, warum der Handel mit MOR-Aktien als liquide anzusehen ist.

Zusammenfassend ergeben sich die Analyseergebnisse für die zuvor nicht näher untersuchten Kriterien zur Überprüfung der Liquidität des Aktienhandels für die MOR-Aktie wie folgt:

- Aufnahme in Aktienindizes: die MOR-Aktie ist in einigen Aktienindizes enthalten,²⁵⁷ wobei die Aufnahme in den SDAX²⁵⁸ bzw. TECDAX nach unserer Auffassung eindeutig als klare Erfüllung dieser Anforderung anzusehen ist
- Relative Höhe des Streubesitzes: die vom Bewertungsgutachter anhand der angeführten Rechtsprechung genannte Grenze des relativen Streubesitzes von 5,0 % ist im Referenzzeitraum eindeutig erfüllt, da außer der Novartis BidCo Germany (maximal 91,04 %) zum Ende des Referenzzeitraums keine weiteren Aktionäre mehr als eine 5 %-ige Beteiligung²⁵⁹ halten
- Relatives Handelsvolumen: die vom Bewertungsgutachter anhand der angeführten Rechtsprechung genannte Grenze des relativen täglichen Handelsvolumens von 0,018 % ist mit durchschnittlich 0,59 % im Referenzzeitraum eindeutig erfüllt
- Absolutes Handelsvolumen: der von der Rechtsprechung zur Aussagekraft originärer Betafaktoren häufiger genannte, weniger strenge Schwellenwert (T€ 115)²⁶⁰ ist mit täglichen Handelsumsätzen von € 0,7 Mio. bis € 147,1 Mio. eindeutig erfüllt
- Bid-Ask-Spread (Geld-Brief-Spanne): die vom Bewertungsgutachter anhand der angeführten Rechtsprechung genannte Grenze von 1,0 % bzw. 1,25 % ist mit durchschnittlich 0,24 % im Referenzzeitraum eindeutig erfüllt

Der Bewertungsgutachter hat den Betrachtungszeitraum der vorstehend aufgeführten Analysen zusätzlich auf einen Zeitraum ab Anfang 2022 bis zum 20. Juni 2024 ausgedehnt. Die Ergebnisse der Analysen für den Referenzzeitraum werden auch für diesen Zeitraum bestätigt. Er weist außerdem zutreffend darauf hin, dass aus ökonomischer Sicht von den vorstehend genannten Kriterien vor allem der Bid-Ask-Spread als Maß für die Transaktionskosten von Bedeutung ist.

²⁵⁶ Vgl. Decher, AG 2023, S. 106 ff.

²⁵⁷ Vgl. Abschnitt C.VI.1.

²⁵⁸ Aufgrund der geringeren Marktkapitalisierung des Streubesitzes nach dem Übernahmeangebot wechselte die MOR-Aktie am 24. Juni 2024 vom MDAX in den SDAX.

²⁵⁹ Grenze aus Artikel 22 Abs. 4 der Verordnung (EG) 1287/2006, ab der keine Zurechnung mehr zum Free Float erfolgt.

²⁶⁰ Nach Auffassung der Deutsche Börse AG ist eine Aktie hinreichend liquide, wenn der Orderbuchumsatz tagesdurchschnittlich mindestens € 2,5 Mio. beträgt. Selbst dieses Kriterium wird von der MOR-Aktie erfüllt, wie wir im Zusammenhang mit der Prüfung der Kriterien des Artikels 2 Abs. 1 der Verordnung (EG) 1287/2006 bereits dargestellt haben. Im Übrigen wurden im Referenzzeitraum insgesamt 14,08 Mio. Aktien gehandelt, was durchschnittlich 223,4 Tausend Aktien pro Handelstag entspricht.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass auch das zweite Kriterium zur Feststellung einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt (Liquidität des Aktienhandels) im vorliegenden Fall nicht dagegenspricht, den Börsenkurs als Schätzer für den Unternehmenswert zu verwenden.

Um festzustellen, ob sich der ermittelte 3M-VWAP auf Grundlage einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt gebildet hat und die sich daraus errechnende Marktkapitalisierung einen tauglichen Schätzer für den Unternehmenswert darstellen könnte, haben wir uns – nach den zuvor ausführlich dargestellten beiden weiteren Schritten unserer Überprüfung – in einem letzten Schritt mit der Frage befasst, inwieweit der originäre Betafaktor der MOR -Aktie als geeignet für Zwecke der Unternehmensbewertung anzusehen ist. Wie oben dargestellt²⁶¹ ist der Betafaktor, der sich aus dem Handel der MOR-Aktie ergibt, als nicht geeignet anzusehen und der Bewertungsgutachter hat für die Ermittlung des fundamentalen Unternehmenswerts der MOR AG daher die Betafaktoren der Vergleichsunternehmen herangezogen.

Der BGH hat sich in seinem jüngsten Beschluss²⁶² zu der Bedeutung des originären Betafaktors geäußert. Die obergerichtliche Rechtsprechung schließe teilweise aus einer fehlenden Eignung des Börsenkurses eines Unternehmens für seinen originären Betafaktor darauf, dass auch der Börsenkurs als Grundlage für die Bestimmung des Unternehmenswerts nicht geeignet sei.²⁶³ Ob ein solcher Zusammenhang besteht, kann nach der Auffassung des BGH allerdings dahingestellt bleiben. Jedenfalls bei der Überprüfung der Angemessenheit einer vertraglich festgelegten Abfindung im Spruchverfahren spräche ein durch Übernahmespekulationen nach oben verzerrter Börsenkurs unabhängig von einer daraus folgenden Verzerrung des originären Betafaktors des Unternehmens und dessen Verwerfung im Rahmen der Ertragswertmittlung nicht gegen seine Verwendung als Schätzgrundlage zur Unternehmensbewertung.²⁶⁴ Denn der nach oben verzerrte, die operative Ertragskraft des Unternehmens gegebenenfalls übersteigende Börsenkurs stelle den Anteilshaber besser. Der originäre Betafaktor könne daher verzerrt und deshalb für die Ertragswertberechnung gegebenenfalls nicht verwertbar sein, ohne dass die Eignung der Börsenkurse als Grundlage für die Schätzung des Unternehmenswerts tangiert wird.

Die vom BGH getroffene Einschätzung setzt – wie hier auch vorliegend – einen nach oben verzerrten Börsenkurs aufgrund einer Übernahmespekulation voraus. Somit bleibt festzuhalten, dass auch das dritte Kriterium zur Feststellung einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt im vorliegenden Fall nicht dagegenspricht, den Börsenkurs als Schätzer für den Unternehmenswert zu verwenden.

Im Fokus eines weiteren jüngeren Beschlusses des BGH zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses bei der Bestimmung von angemessenen Kompensationsleistungen²⁶⁵ stand ebenfalls die Frage, ob eine Bewertung unter Verwendung des Börsenkurses unter bestimmten Umständen eine Fundamentalbewertung ersetzen kann, weil eine effektive Informationsverarbeitung durch den Markt vorliegt. Aus der bislang vorliegenden Rechtsprechung zu einer Verwendung von Börsenkursen,²⁶⁶ insbesondere bei Beschlüssen, die

²⁶¹ Vgl. Abschnitt D.III.2.cb).

²⁶² Vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 („Vodafone/Kabel Deutschland“), II ZB 5/22, a.a.O.

²⁶³ Vgl. z.B. OLG München, Beschluss vom 9. April 2021 („Sky/Sky Deutschland“), 31 Wx 2/19 und 31 Wx 142/19, juris; OLG München, Beschluss vom 3. Dezember 2020 („PULSION Medical Systems“), 3 1 Wx 330/16, juris.

²⁶⁴ So auch Decher, AG 2023, S. 106 ff.; anderer Ansicht Knoll/Sekera-Terplan, GWR 2022, S. 341 ff.

²⁶⁵ BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 („TLG/WCM“), II ZB 12/21, a.a.O.

²⁶⁶ Diese beziehen sich letztlich alle auf die Beschlüsse des BVerfG (Beschluss vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, a.a.O.) und des BGH (Beschluss vom 12. März 2001 („DAT/Altana“), II ZB 15/00, a.a.O.), in denen die Fragestellung der Marktmanipulationen und des Insiderhandels bereits thematisiert worden ist.

sich mit der Frage auseinandersetzen, ob der Börsenkurs als Desinvestitionspreis die Untergrenze einer Barabfindung bestimmt, wird der Börsenkurs dann nicht als relevant angesehen, wenn sich Hinweise auf Marktmanipulationen oder Insiderhandel ergeben haben.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir derartige Hinweise nicht erhalten. Wir weisen in diesem Zusammenhang darauf hin, dass eine positive Bestätigung, dass weder Marktmanipulationen noch Insiderhandel aufgetreten sind, eine forensische Prüfung erfordert. Die Angemessenheitsprüfung ist nicht als forensische Prüfung angelegt.

Zusammenfassend halten wir fest, dass wir auf der Grundlage von Kriterien, die die bislang vorliegende Rechtsprechung zur Frage einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Markt entwickelt hat und weiteren Vorschlägen, die sich aus der rechtlichen und betriebswirtschaftlichen Diskussion zu dieser Frage ergeben haben, keine Anhaltspunkte dafür gefunden haben, dass der 3M-VWAP der MOR-Aktie für den Zeitraum vor dem 20. Juni 2024 (€ 67,53) nicht geeignet sein könnte, um aus einer Hochrechnung des Börsenkurses den Unternehmenswert der MOR AG abzuleiten. Der Unternehmenswert der MOR AG zum 20. Juni 2024 beträgt nach dieser Bewertungsmethode € 2.547,0 Mio.

Maßgeblich ist aber nicht der Unternehmenswert zum 20. Juni 2024, sondern der Unternehmenswert zum Bewertungsstichtag (27. August 2024). Angesichts von denkbaren Verzerrungen des Börsenkurses durch die Ankündigung einer Maßnahme ist dieser nicht durch einen Dreimonatsdurchschnittskurs vor der Maßnahme zu bestimmen.²⁶⁷ Der BGH hat sich in dem Beschluss, in dem er erstmals – in Abkehr von den bis dahin geltenden Grundsätzen – diesen Zeitraum als maßgeblich angesehen hat, auch mit dieser Problematik befasst.²⁶⁸ Danach bedarf es einer Hochrechnung, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein „längerer Zeitraum“ verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine „Anpassung geboten“ erscheinen lässt. In dem entschiedenen Fall hat der BGH einen Zeitraum von siebeneinhalb Monaten für einen längeren Zeitraum ausreichen lassen.

Zu der Frage, ob auch ein Zeitraum von weniger als siebeneinhalb Monaten einen „längeren Zeitraum“ im Sinne der Stollwerck-Entscheidung darstellen kann, wird in der Rechtsprechung und Literatur diskutiert. In einem Fachbeitrag aus dem Jahr 2021 werden der seinerzeitige Meinungsstand und die vorliegende Rechtsprechung der Instanzengerichte dargestellt.²⁶⁹ Danach lagen in den genannten Fällen bei Zeiträumen, die sechseinhalb Monate oder mehr umfassten, keine längeren Zeiträume vor. „Längere Zeiträume“ wurden nur in Fällen angenommen, die acht Monate und mehr umfassten. Im vorliegenden Fall liegt zwischen der Ankündigung des geplanten Squeeze-out und dem voraussichtlichen Tag der Hauptversammlung von MorphoSys, die über den Squeeze-out Beschluss fassen soll, ein Zeitraum von zwei Monaten und 7 Tagen. Dieser Zeitraum kann somit nicht einen „längeren Zeitraum“ darstellen.

Eine Hochrechnung entsprechend der „allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung“ ist deshalb nicht vorzunehmen. Der auf Grundlage einer Bewertung zum Börsenkurs ermittelte Unternehmenswert der MOR AG beträgt somit auch zum 27. August 2024 € 2.547,0 Mio.

²⁶⁷ Siehe oben.

²⁶⁸ Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 („Stollwerck“) in der Fassung des berichtigten Beschlusses vom 5. August 2010, II ZB 18/09, a.a.O.

²⁶⁹ Vgl. Bungert/Becker, DB 2021, S. 940 ff.

F. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Bei der Bewertung der MOR AG haben sich keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne der §§ 60, 12 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 UmwG ergeben.

G. Plausibilisierung des Unternehmenswerts

Der Bewertungsgutachter hat den Unternehmenswert der MOR AG zum 27. August 2024 auftragsgemäß auf Grundlage der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden ermittelt. Neben dem objektivierten Unternehmenswert im Sinne des IDW S 1 hat er den Unternehmenswert der MOR AG auch unter Berücksichtigung anderer Bewertungsmethoden ermittelt.

Da Unternehmensbewertungen häufig nicht mehr als „Anhaltspunkte“ für eine Schätzung sein sollen, „weil die Wertermittlung nach den einzelnen Methoden mit zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind“,²⁷⁰ könnte auch in der „normgeprägten“ Bewertung ein Paradigmenwechsel vom „theoretisch richtigen Wert“ hin zu einer „Bandbreite vertretbarer Werte“ erfolgen.²⁷¹

Im vorliegenden Bewertungsfall hat der Bewertungsgutachter einen objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 von € 39,89 je MOR-Aktie ermittelt. Wir haben die Bewertung nach IDW S 1, die zu einem Wert je MOR-Aktie von € 39,89 führt, umfassend geprüft und die Ergebnisse unserer Prüfung im Einzelnen ausführlich dargestellt. Nach unserer Auffassung ist die vorgenommene Bewertung nach IDW S 1 sachgerecht vorgenommen worden und führt zu einem Unternehmenswert je Aktie, der bei der Ermittlung einer angemessenen Barabfindung verwendet werden kann.

Die Ergebnisse einer Bewertung vor persönlichen Steuern, welche der Bewertungsgutachter nach den DVFA-Empfehlungen vorgenommen hat, liegen mit € 42,68 je MOR-Aktie über den Ergebnissen einer Bewertung mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1.

Im Rahmen der Ermittlung eines Marktwerts anhand der Börsenkurse hat der Bewertungsgutachter auf Basis eines Schreibens von der Bafin einen 3M-VWAP von € 67,53 je MOR-Aktie berücksichtigt. Nach umfassender Analyse der von der Betriebswirtschaftslehre und der Rechtsprechung entwickelten Kriterien für die Aussagekraft dieses 3M-VWAP, die wir ausführlich dargelegt haben, stellt der für die MOR-Aktie ermittelte 3M-VWAP nach der von uns geteilten Auffassung des Bewertungsgutachters eine geeignete Methode zur Bestimmung des Unternehmenswerts der MOR AG und damit auch eine Basis für die Ermittlung einer angemessenen Barabfindung dar.

Da die Bewertungen nach IDW S 1 und den DVFA-Empfehlungen deutlich unter dem 3M-VWAP liegen, hat der Bewertungsgutachter eine Plausibilisierung durch andere Bewertungsmethoden vorgenommen. Insoweit ist es von Vorteil, dass der Bewertungsgutachter die Ergebnisse von weiteren Bewertungsmethoden ebenfalls umfassend herleitet.

Aus der ausführlich im Bewertungsgutachten hergeleiteten vergleichsorientierten Bewertung anhand der Multiplikator-Methode und unter Verwendung der Daten für vergleichbare börsennotierte Unternehmen ergibt sich eine Bandbreite von € 31,33 bis € 55,16 je MOR-Aktie. Diese Bandbreite liegt ebenfalls deutlich unter dem 3M-VWAP der MOR-Aktie.

²⁷⁰ Vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. September 2011, I 20 W 6/08, AG 2012, S. 49 ff.

²⁷¹ Vgl. Hüttemann in Fleischer/Hüttemann, a.a.O., Rz 1.76. m.w.N.

Unter Verwendung der Daten von vergleichbaren Transaktionen ergibt sich aus der vergleichsorientierten Bewertung anhand der Multiplikator-Methode eine ähnliche Bandbreite (€ 29,22 bis € 45,42 je MOR-Aktie). Der Bewertungsgutachter weist bei seiner ausführlichen Analyse allerdings auf mögliche Einschränkungen der Aussagekraft dieser Plausibilisierung hin.

Aus einer Sensitivitätsrechnung mit einem Betafaktor von 0,9 bis 1,3 und einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,25 % bis 5,75 % ergibt sich eine Bandbreite von € 34,94 bis € 47,57, welche ebenfalls deutlich unter dem 3M-VWAP liegt.

Eine weitere Plausibilisierung ließe sich mit den im Vorfeld der Ankündigung veröffentlichten Kurszielen durchführen. Im Zeitraum von November 2023 bis zum Tag vor der Ankündigung des Übernahmeangebots am 5. Februar 2024 haben 13 Analysten Kursziele zwischen € 11,00 und € 47,00 für die MOR-Aktie veröffentlicht.²⁷² Sämtliche Kursziele liegen unterhalb des 3M-VWAP, einige oberhalb des objektivierte Unternehmenswerts nach IDW S 1. Hinsichtlich der Kursziele als Plausibilisierungsmaßstab ist relativierend an-zuführen, dass in der forschungsintensiven Pharma- bzw. Biotechbranche die Einschätzung über den Erfolg oder Misserfolg der Forschungsaktivitäten entscheidend für die Kursziele der Analysten ist. Dementsprechend spreizen sich hier die Kursziele sehr weit, da die Einschätzungen zu Pelabresib und Tulmimetostat offensichtlich sehr weit auseinandergehen.

Schließlich lassen sich die Bewertungsergebnisse auch mit der Kommunikation im Zusammenhang mit dem Erwerbsangebot plausibilisieren. Vorstand und Aufsichtsrat der MOR AG hielten eine Gegenleistung in Höhe von € 68,00 je MOR-Aktie für attraktiv, fair und angemessen im Sinne von § 31 Abs. 1 WpÜG. Sie stützten sich in ihrer gemeinsamen Stellungnahme unter anderem auf eine schriftliche Offer-Opinion des Finanzberaters Centerview Partners LLC. Sie wiesen zudem auf den hohen Aufschlag auf historische Aktienkurse der MOR AG hin, auf geführte andere Verhandlungen und zudem auch darauf, dass ein Stand-alone-Szenario weniger attraktiv sei als ein Zusammenschluss mit einem starken Partner wie der Novartis. Der Vorstand hatte außerdem eine Unternehmensbewertung nach IDW S 1 vornehmen lassen und bei seiner Beurteilung herangezogen, welche zu dem Ergebnis kam, dass der so ermittelte Wert deutlich unter dem Angebotspreis liegt. Auch auf seiner eigenen Kenntnis der Finanzlage, der Aussichten und strategischen Ziele von MorphoSys kam der Vorstand zu der Auffassung, dass der Angebotspreis den Wert von MorphoSys einschließlich dessen Potential für Wachstum und Akquisitionsmöglichkeiten übersteigt.

Eine große Mehrheit der Anleger hielt die Gegenleistung vor diesem Hintergrund offensichtlich ebenfalls für eine attraktive Ausstiegsmöglichkeit und hat das Angebot angenommen.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass der 3M-VWAP deutlich über den Werten je MOR-Aktie nach sämtlichen anderen Bewertungsmethoden liegt. Der 3M-VWAP ist maßgeblich durch das Übernahmeangebot (€ 68,00 je MOR-Aktie) geprägt. Novartis hätte ein solches Angebot nicht gemacht, wenn sie das Wertpotenzial aus einer Übernahme von MorphoSys nicht mit mindestens € 68,00 je MOR-Aktie einschätzen würde. Nach unserer Einschätzung ist die Differenz zwischen dem Angebotspreis, der den 3M-VWAP maßgeblich beeinflusst hat, und dem inneren Wert der MOR AG auf das Wertschöpfungspotenzial zurückzuführen, welches Novartis bei einer Integration von MorphoSys in den Novartis-Konzern und

²⁷² Der Durchschnitt beträgt € 29,16. Analystenkursziele nach der Veröffentlichung des Übernahmeangebots orientieren sich sämtlich an dem Angebotspreis von € 68,00.

insbesondere einer Vermarktung von Pelabresib durch den Novartis-Konzern erwartet. Insofern hat Novartis auch Synergiepotenziale bei Abgabe des Übernahmeangebots eingepreist. Diese Synergien sind in den übrigen Bewertungen nicht reflektiert.

Nach unserer Auffassung stellt der Börsenkurs deshalb eine taugliche Grundlage für die Schätzung des Unternehmenswerts der MOR AG dar.

H. Angemessenheit der festgelegten Barabfindung

Verschiedene Aktiengattungen oder andere Gründe, nach denen der Unternehmenswert nicht proportional auf eine Aktie umzurechnen wäre, liegen nicht vor. Die angemessene Barabfindung entspricht als Ergebnis der vorgenommenen Unternehmensbewertung somit dem anteiligen Unternehmenswert der MOR AG.

Nach der Rechtsprechung der Obergerichte als auch des BGH²⁷³ wurde mehrfach entschieden, dass bei börsennotierten Gesellschaften für Bewertungszwecke im Rahmen von aktien- oder umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen grundsätzlich allein auf den Börsenkurs abgestellt werden und eine Abfindung oder eine Wertrelation anhand der Börsenkurse der beteiligten Unternehmen ermittelt werden kann. Danach kann der Rückgriff auf den Börsenkurs eines Unternehmens eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts sein.

Die Gutachtliche Stellungnahme enthält umfassende Ausführungen zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses. Die Aussagen der Gutachtlichen Stellungnahme zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Maßgeblicher Referenzzeitraum 20. März 2024 bis 19. Juni 2024
- Volumengewichteter Durchschnittskurs gemäß Schreiben der BaFin € 67,53
- Keine nachweisbare Marktmenge im Sinne der WpÜG-AngVO
- Gewichteter Drei-Monats-Durchschnittskurs der MOR-Aktie grundsätzlich relevant für die Bestimmung der Barabfindung
- Auch Analyse auf Basis eines Zeitraums ab Anfang 2022 bis zum 19. Juni 2024 führt zu keinen anderen Ergebnissen

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir uns mit der vorgetragenen Argumentation und den dabei zugrunde gelegten Daten auseinandergesetzt. Gegen die Feststellung, dass der gewichtete Drei-Monats-Durchschnittskurs der MOR-Aktie relevant für die Bestimmung der Barabfindung ist, ist aus prüferischer Sicht keine Einwendung zu erheben. Die Höhe des angegebenen Durchschnittspreises können wir aufgrund unserer Prüfung ebenfalls bestätigen.

Der Unternehmenswert der MOR AG zum Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung (Bewertungstichtag; 27. August 2024) entspricht dem aus dem Börsenkurs abgeleiteten Wert (€ 2.457,0 Mio.).

Prüfungsergebnis

Die Barabfindung wurde mit € 68,00 je MOR-Aktie festgelegt. Dies halten wir aufgrund unserer Prüfung zusammenfassend für angemessen.

Sollten sich in der Zeit zwischen Abschluss unserer Prüfung (12. Juli 2024) und dem vorgesehenen Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung der MOR AG über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre (27. August 2024) wesentliche Veränderungen der Verhältnisse, die bei der Bestimmung der angemessenen Barabfindung berücksichtigt worden sind, ergeben, so wären diese bei der Bemessung

²⁷³ 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.

der Barabfindung noch zu berücksichtigen, soweit sich aufgrund der Veränderungen ein Wert je MOR-Aktie ergäbe, der die derzeit vorgeschlagene Barabfindung übersteigt.

I. Abschließende Erklärung

Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir die Angemessenheit der von der Novartis BidCo Germany AG, München, als Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der MorphoSys AG, Planegg, geprüft.

Wir erteilen die abschließende Erklärung gemäß §§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG in Verbindung mit §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e Abs. 1 Satz 2 AktG wie folgt:

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Novartis BidCo Germany AG als Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der MorphoSys AG in Höhe von € 68,00 je Stückaktie angemessen.

Die Barabfindung wurde auf Basis des Unternehmenswerts festgelegt, wobei der Unternehmenswert sowohl mit einer Bewertung auf Grundlage des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 (nach persönlichen Steuern) als auch vor persönlichen Steuern sowie mit einer Bewertung auf Grundlage des volumengewichteten durchschnittlichen Börsenkurses für einen Zeitraum von drei Monaten vor Ankündigung der Absicht, einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre durchzuführen, geschätzt worden ist. Andere angewendete Methoden dienen zur Plausibilisierung und wurden zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung nicht angewandt.

Die Unternehmensbewertung nach den Grundsätzen des IDW S 1 steht im Einklang mit der deutschen Rechtsprechung und der langjährigen Bewertungspraxis. Eine Bewertung vor persönlichen Steuern ist grundsätzlich in diese Bewertung überführbar. Die Bewertung zum Börsenkurs folgt der jüngsten BGH-Rechtsprechung.

Bei einer Schätzung des Unternehmenswerts auf Grundlage des objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1 (nach persönlichen Steuern) würde sich eine Barabfindung in Höhe von € 39,89 je Stückaktie der MorphoSys AG ergeben.

Bei einer Schätzung der Unternehmenswerte mittels Discounted Cashflow-Methode (vor persönlichen Steuern) würde sich eine Barabfindung in Höhe von € 42,68 je Stückaktie der MorphoSys AG ergeben.

Bei einer Schätzung des Unternehmenswerts auf Grundlage des volumengewichteten durchschnittlichen Börsenkurses für einen Zeitraum von drei Monaten vor Ankündigung der Absicht, einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre durchführen zu wollen, würde eine Barabfindung in Höhe von € 67,53 je Stückaktie der MorphoSys AG ergeben.

Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung der MOR AG haben sich nicht ergeben.“

Düsseldorf, den 12. Juli 2024

ADKL AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wolfram Wagner
Wirtschaftsprüfer

ppa. Axel Augustin
Wirtschaftsprüfer

elektronische Signatur:

elektronische Signatur:

Landgericht München I

Az.: 5 HK O 7165/24



In dem Verfahren

Novartis BidCo Germany AG, vertreten durch den Vorstand, Roonstrasse 25, 90429 Nürnberg
- Antragstellerin -Verfahrensbevollmächtigte:Rechtsanwälte **Freshfields Bruckhaus Deringer**, Rechtsanwälte Steuerberater PartG mbB,
Bockenheimer Anlage 44, 60322 Frankfurt

wegen Prüferbestellung

erlässt das Landgericht München I - 5. Kammer für Handelssachen - durch Vorsitzenden Richter
am Landgericht Dr. Krenek am 21.06.2024 folgenden**Beschluss:**

1. Auf Antrag der

Novartis BidCo Germany AG
Roonstraße 25
90429 Nürnbergbestellt der Vorsitzende der 5. Kammer für Handelssachen beim LG München I gem. § 62
Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327 c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4, 293 c Abs. 1 AktG**ADKL AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft**
Herrn Wirtschaftsprüfer Wolfram Wagner
Breite Straße 29 - 31
40213 Düsseldorfzum Prüfer für die Überprüfung der Angemessenheit einer zu gewährenden Barabfindung
an die Aktionäre der MorphoSys AG mit Sitz in Planegg, eingetragen im Handelsregister
des Amtsgerichts – Registergericht – München HRB 121023.

2. Auf Antrag der

Novartis BidCo Germany AG

Roonstraße 25
90429 Nürnberg

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

ADKL AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Herrn Wirtschaftsprüfer Wolfram Wagner
Breite Straße 29 - 31
40213 Düsseldorf

zum Prüfer des Verschmelzungsvertrages zwischen der MorphoSys AG mit Sitz in Planegg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts – Registergericht – München HRB 121023 übertragendem Rechtsträger und der Novartis BidCo Germany AG mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts – Registergericht – München HRB 283042 als übernehmendem Rechtsträger.

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

Gründe:

Die von der Antragstellerin benannte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ist für die Prüfung geeignet. Hinderungsgründe bestehen nicht, so dass diese vom Gericht entsprechend der Anregung der Antragstellerin bzw. der Antragstellerinnen aus den beiden vorgeschlagenen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften ausgewählt werden konnte.

gez.

Dr. Krenek
Vorsitzender Richter am Landgericht



Für die Richtigkeit der Abschrift
München, 21.06.2024

Spensberger, JAng
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle

Dokument unterschrieben
von: Spensberger, Landgericht
München I
am: 21.06.2024 09:17

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 berichtet 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:

- a) 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
- b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

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

(4) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger 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

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

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

12. Elektronische Kommunikation

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

13. Vergütung

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

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

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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