

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

## **Stellungnahme der SdK zum Übernahmeangebot der Linde plc an die Aktionäre der Linde AG**

Der Vorstand der Linde AG („Linde“) strebt seit dem Jahr 2016 einen Zusammenschluss mit dem Konkurrenten Praxair Inc. („Praxair“) an. Nachdem die Verhandlungen Mitte September 2016 zunächst gescheitert waren, einigte man sich im Dezember 2016 schließlich auf einen Zusammenschluss der beiden Unternehmen unter Gleichen. Konkret bedeutet dies, dass die gemeinsame neue Obergesellschaft namens Linde plc den Aktionären der Linde AG das Angebot unterbreitet, ihre Aktien der Linde AG in Aktien der Linde plc zu tauschen. Dabei erhalten Anteilseigner für jede zum Umtausch eingereichte Aktie der Linde AG 1,54 Aktien der neuen Holding Linde plc. Würde der Zusammenschluss unter Gleichen durchgeführt werden, und sollten sämtliche Linde Aktionäre das Übernahmeangebot annehmen, würde das Aktionariat zu jeweils 50 % aus ehemaligen Aktionären der Linde AG bzw. der Linde plc bestehen. Das Übernahmeangebot steht jedoch unter dem Vorbehalt des Eintritts von bestimmten Bedingungen. Eine der bedeutendsten Bedingungen ist bereits am 27. September 2017 erfüllt worden. Die Aktionäre der Praxair Inc. haben an diesem Tag auf einer außerordentlichen Hauptversammlung mit 99 % der anwesenden Stimmen dem Zusammenschluss von Praxair mit Linde zugestimmt. Nun müssen die Linde-Aktionäre dem Zusammenschluss ebenfalls zustimmen. Anders als in den USA ist nach deutschem Recht nicht die Zustimmung einer Hauptversammlung von Relevanz, sondern jeder einzelne Aktionär von Linde kann selbst entscheiden, ob er seine Linde-Aktien in Anteile der Linde plc tauscht oder ob er weiterhin lieber Aktionär der Linde AG bleiben möchte. Nur falls für mindestens 75 Prozent der ausstehenden Aktie der Linde AG das Übernahmeangebot angenommen werden sollte, soll der Zusammenschluss durchgeführt. Diese Annahmquote könnte jedoch vom Bieter, der Linde plc, nachträglich noch abgesenkt werden. Dies dürfte unserer Einschätzung dann der Fall sein, wenn die Schwelle von 75 % in greifbarer Nähe sein sollte, zum Beispiel also deutlich über 70 % aber unter 75 % der Linde-Aktien angedient worden sein sollten. Die Annahmefrist für das Übernahmeangebot der Linde plc endet am 24. Oktober 2017 (24:00 Uhr MEZ). Bitte beachten Sie, dass in der Regel die Annahmefrist für Privataktionäre faktisch meist kürzer ist, da die Depotbanken selbst zwei bis fünf Tage Bearbeitungszeit für sich in Anspruch nehmen. Weitere Bedingungen sind etwa der Erhalt kartellbehördlicher Genehmigungen und regulatorischer Freigaben. Praxair und Linde erwarten, dass der Zusammenschluss in der zweiten Hälfte des Jahres 2018 vollzogen werden kann.

Im Folgenden wollen wir unseren Mitgliedern eine kurze Einschätzung unsererseits bezüglich des Übernahmeangebots zukommen lassen.

SdK-Geschäftsführung

Hackenstr. 7b

80331 München

Tel.: (089) 20 20 846 0

Fax: (089) 20 20 846 10

E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender

Daniel Bauer

Publikationsorgane

AnlegerPlus

AnlegerPlus News

Internet

www.sdk.org

www.anlegerplus.de

Konto

Commerzbank

Wuppertal

Nr. 80 75 145

BLZ 330 403 10

IBAN:

DE38330403100807514500

BIC:

COBADEFFXXX

Vereinsregister

München

Nr. 202533

Steuernummer

143/221/40542

USt-ID-Nr.

DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.

DE83ZZZ00000026217

## Industrielle Logik vorhanden

Nachdem der Linde-Konkurrent Air Liquide mit der milliardenschweren Übernahme des US-Konkurrenten Airgas die Linde AG von der Spitzenposition im Gase Markt verdrängt hatte, war es nur eine Frage der Zeit, bis Linde selbst tätig werden musste, um auf die Spitzenposition zurückzukehren und dadurch die hohe Wettbewerbsfähigkeit erhalten zu können. Durch den nun beabsichtigten Zusammenschluss von Linde mit Praxair würde ein neuer Marktführer entstehen, der weltweit tätig wäre. Die Portfolios von Linde und Praxair ergänzen sich unserer Einschätzung nach sowohl bezüglich der adressierten Branchen als auch der Absatzmärkte, in denen man tätig ist, gut. Linde würde in die gemeinsame Gesellschaft u. a. die Kompetenz im Bereich der medizinischen Anwendungen als auch die Kompetenz im Anlagenbau einbringen, während Praxair die wohl höhere operative Exzellenz als auch eines der weltweit größten Pipeline-Netzwerke an der US-Golfküste einbringen kann. Auch die regionale Verteilung der Geschäftstätigkeit beider Unternehmen scheint sich ideal zu ergänzen. Praxair erzielt 2016 ca. 66 % seiner Umsätze in Nord-, Mittel- und Südamerika, wobei die Region Nordamerika rund die Hälfte zum Gesamtumsatz beitrug, und nur 13 % in Europa. Linde hingegen erzielt im selben Zeitraum im Segment Gase ca. 38 % seiner Umsätze in der Region Europa und Mittlerer Osten und Afrika und nur ca. 34,9 % in der Region Nord-, Mittel- und Südamerika. In der Region Asien/Pazifik erzielte Praxair in 2016 rund 15 % der Umsätze, Linde hingegen (im Gasegeschäft) rund 27,5 %. Durch diese regional unterschiedliche Verteilung der Umsätze und der Adressierung unterschiedlicher Branchen scheinen sich beide Unternehmen aus unserer Sicht also gut zu ergänzen. Wir rechnen nicht damit, dass das gemeinsame Unternehmen Linde plc. in vielen Ländern zum Marktführer aufsteigen und damit auch die höchsten Margen in der Branche erzielen wird können. Ferner dürfte das Segment des Anlagenbaus vom Zusammenschluss profitieren, da zukünftig auch die bisher von Praxair verkauften Anlagen überwiegend aus dem Hause Linde stammen sollten. Ein Zusammenschluss erscheint daher aus unserer Sicht durchaus sinnvoll.

## Bewertung nicht angemessen

Die Bewertung der Aktien der Linde AG im Rahmen des Zusammenschlusses erscheint jedoch aus unserer Sicht nicht angemessen. In der nachfolgenden Tabelle haben wir ausgewählte finanzielle Kennziffern für das Geschäftsjahr 2016 aufgeführt:

	Linde AG	Praxair Inc.
<b>Umsatz</b>	16.948	10.009
<b>EBITDA</b>	4.098	3.326
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	1.206	1.049

<b>Operativer Cashflow</b>	3.400	2.635
<b>Ergebnis je Aktie</b>	6,50	5,21
<b>Netto-Verschuldung</b>	6.934	8.543

Tabelle 1: Finanzielle Kennziffern der Linde AG und der Praxair Inc. bzgl. des Geschäftsjahres 2016. Quelle: Geschäftsberichte der Unternehmen.

Die aufgeführten Kennzahlen sind zwar nicht eins zu eins vergleichbar, da beide Unternehmen nicht nach denselben Rechnungslegungsvorschriften bilanzieren und auch zum Teil Sondereinflüsse in die Kennzahlen eingeflossen sind. Die dadurch vorhandenen Abweichungen sind jedoch unserer Einschätzung nach nicht gravierend. Es ist daher unserer Einschätzung nach durchaus angemessen, die Kennzahlen für einen Vergleich der wirtschaftlichen Ertragskraft und zur Unternehmensbewertung der beiden Unternehmen heranzuziehen. Sämtliche Kennzahlen zeigen deutlich, dass Linde in 2016 deutlich mehr Umsatz und Gewinn erzielte als Praxair und auch die Verschuldung des Unternehmens deutlich geringer ist als die Verschuldung von Praxair. Die Kennzahlen zeigen aber auch, dass Praxair deutlich effizienter zu wirtschaften scheint als Linde. Während bei Praxair von jedem Euro Umsatz 10,4 Cent an Gewinn übrigblieben, erwirtschaftete Linde nur 7,11 Cent Gewinn je Euro Umsatz. Um die Angemessenheit des Angebotes beurteilen zu können, muss man natürlich weniger die historischen Ergebnisse, sondern vielmehr vor allem auch die Zukunftsperspektiven der beiden Unternehmen berücksichtigen. Der Vorstand der Linde AG erwartet, dass durch den Zusammenschluss rund 1,1 Mrd. Euro an jährlichen Kosteneinsparungen bzw. Synergieeffekten gehoben werden können. Hierin sind aber laut Unternehmensangaben bereits solche Kosteneinsparungen enthalten, die Linde auch eigenständig hätte umsetzen können, wie zum Beispiel das sogenannte LIFT-Programm, wodurch rund 295 Mio. Euro an jährlichen Kosteneinsparungen erzielt werden sollen. Da keine Angaben zu den Kosteneinsparungspotenzialen gemacht wurden, welche Praxair eigenständig umsetzen könnte, gehen wir aktuell davon aus, dass diese nicht oder wenn nur in deutlich geringerem Umfang vorhanden sind als bei Linde. Somit bleibt festzuhalten, dass Linde in Zukunft auch auf eigenständiger Basis ein höheres Potenzial bzgl. Ergebnissteigerungen durch Kosteneinsparungen haben dürfte als Praxair. Auch bezüglich zukünftiger Wachstumschancen sehen wir bei Linde Vorteile gegenüber Praxair. Denn Linde ist in dem aus unserer Sicht wichtigsten Markt der Zukunft, in China, deutlich besser aufgestellt als Praxair. Dort dürften aus unserer Sicht die höchsten Wachstumsraten erzielbar sein und somit dürfte Linde in Zukunft schneller wachsen können als Praxair. Hinzu kommt, dass Praxair aus unserer Sicht zuletzt stark von dem Hurrikan „Harvey“ getroffen worden sein dürfte. Da weite Teile der US-Golfküste vom Hurrikan verwüstet wurden, dürfte auch Praxair zukünftig wirtschaftliche Einbußen erleiden, da viele Unternehmen der Region, unter diesen sicherlich auch Kunden von Praxair, in Mitleidenschaft gezogen wurden. Wie stark Praxair davon betroffen ist, konnte oder wollte das Unternehmen der SdK auf Nachfrage nicht mitteilen.

Wir schätzen es jedoch als wahrscheinlich ein, dass hier zukünftig mit Umsatzeinbußen gerechnet werden muss.

Zusammenfassend kann aus unserer Sicht gesagt werden, dass Linde das deutlich umsatzstärkere Unternehmen ist, welches deutlich mehr Gewinn erzielt, und auch die Zukunftsaussichten Lindes deutlich positiver sind als bei Praxair, da Linde deutlich mehr Potenzial bzgl. Umsatzwachstum und Kosteneinsparung aufweist. Wir halten somit das Umtauschverhältnis aus finanzieller Sicht für nicht angemessen. Aus unserer Sicht profitieren vor allem die Aktionäre von Praxair vom Zusammenschluss unter diesen Bedingungen.

### **Annahme dürfte dennoch ratsam sein**

Trotz der aus unserer Sicht nicht angemessenen Umtauschkonditionen dürfte die (teilweise) Annahme des Übernahmeangebotes dennoch ratsam sein. Sollte der Zusammenschluss eventuell aufgrund des Umstandes, dass weniger als 75 % der Aktien der Linde AG im Wege des Übernahmeangebotes angedient wurden, scheitern, dürfte der Aktienkurs der Linde AG zunächst deutlich zwischen 20–30 % vom aktuellen Kurs von rund 180 Euro aus gesehen an Wert verlieren. Operativ käme Linde wohl aufgrund der aktuellen eher schwierigen Marktbedingungen (u. a. niedriger Ölpreis) und der starken Wettbewerbsvorteile des Konkurrenten Air Liquide deutlich unter Druck. Kommt die Übernahme hingegen zustande, würde die neue Unternehmensgruppe aus Praxair und Linde als neuer Marktführer wohl einen Bewertungsaufschlag an der Börse zugesprochen bekommen. Ferner dürften die Aktien der US-amerikanischen/deutschen Linde plc nach angelsächsischen Maßstäben bewertet werden, da die Aktien der Linde plc sowohl an der New Yorker Börse als auch weiterhin in Frankfurt gehandelt werden sollen und Unternehmen in den USA generell eher höher bewertet werden als in Deutschland. Diese Vorteile sollten die aus unserer Sicht bestehende Unterbewertung im Rahmen des Zusammenschlusses aufwiegen. Wir gehen sogar davon aus, dass im Falle einer gelungenen Übernahme der Aktienkurs der Linde plc mittelfristig noch einmal deutlich steigen dürfte.

Sollten Sie das Übernahmeangebot nicht annehmen, die Übernahme jedoch dennoch gelingen, bleiben Sie zunächst weiterhin Aktionär der Linde AG. Sie müssen aber damit rechnen, dass relativ kurzfristig ein sogenannter Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abgeschlossen wird. In diesem Falle würden alle Aktionäre der Linde AG ein Barabfindungsangebot erhalten. Wir gehen davon aus, dass die Barabfindung noch einmal über dem derzeitigen Börsenkurs liegen würde. Sofern Sie dieses nicht annehmen, bleiben Sie weiterhin Aktionär der Linde AG und erhalten zukünftig eine sogenannte Garantiedividende, deren Höhe mit Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages festgelegt wird. Sobald die Linde plc (in-)direkt mindestens 90 % der Anteile an der Linde AG besitzt, wird es unserer Einschätzung nach zum sogenannten Squeeze-out, dem zwangsweisen Ausschluss der Minderheitsaktionäre, kommen. In diesem Fall erhalten die noch verbliebenen Aktionäre der Linde AG eine Barabfindung im Gegenzug für ihre Aktien an der Linde AG. In vergleichbaren Fällen verhielt es sich in der Vergangenheit so, dass in den meisten Fällen die Barabfindung im Rahmen des Squeeze-outs höher

war als alle anderen zuvor im Wege von Übernahmen angebotenen Preise. Auch in diesem Falle ist also aus unserer Sicht damit zu rechnen, dass der dann gezahlte Preis über dem aktuellen Börsenkurs bzw. dem Abfindungsangebot im Rahmen des Abschlusses des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages liegen wird. Ob der dann gezahlte Preis jedoch auch höher sein wird als der rechnerische Gegenwert der Aktien der Linde plc, welche man im Falle der Annahme des Übernahmeangebotes erhält, ist fraglich.

### **Steuerliche Einschätzung**

Privataktionäre, die steuerlich in Deutschland ansässig sind und ihre Linde-Aktien vor der Einführung der Abgeltungssteuer (1. Januar 2009) erworben haben, können die Aktien grundsätzlich steuerfrei veräußern, sofern sich die Beteiligung des Aktionärs in den letzten 5 Jahren auf weniger als 1 % des jeweils ausstehenden Grundkapitals belief. Nach Auffassung der Finanzgerichte Düsseldorf und München würden die im Tausch gegen vor dem 1. Januar 2009 erworbenen Linde-Aktien gewährte Linde plc-Aktien trotz des nach dem 31. Dezember 2008 erfolgten Aktien-tausches weiterhin als vor dem 1. Januar 2009 erworben gelten. Der Bundesfinanzhof hat allerdings hierzu noch keine endgültige Entscheidung getroffen. Daher besteht das Risiko, dass die im Tausch bezogenen Linde plc-Aktien im Rahmen einer zukünftigen Veräußerung von den Finanzbehörden als steuerpflichtig behandelt werden und dass der Bundesfinanzhof diese Auffassung gegebenenfalls bestätigt. Es ist aus unserer Sicht also eher ratsam, das Umtauschangebot nicht anzunehmen, sofern man davon ausgeht, dass der zukünftige Kurszuwachs bei den Linde plc-Aktien die steuerlichen Nachteile gegenüber dem Kurszuwachs bei den Linde AG-Aktien nicht ausgleicht. Wir halten dies für eher wahrscheinlich.

Sofern Sie die Linde-Aktien nach dem 1. Januar 2009 erworben haben sollten, gehen wir davon aus, dass die im Tausch bezogenen Linde plc-Aktien an die Stelle der betreffenden Linde-Aktien treten und im Grundsatz deren steuerliche Einstufung übernehmen. Somit dürften die Anschaffungskosten der Linde-Aktien als Anschaffungskosten der eingetauschten Linde-plc-Aktien fortzuführen sein. Sollte der Fiskus dies anders sehen, müssten die betreffenden Linde-Aktionäre den eventuell aufgelaufenen Gewinn beim Umtausch versteuern. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass dies der Fall sein wird. Somit dürften erst dann Steuerzahlungen anfallen, sobald die Linde-Aktien – bzw. sofern man das Übernahmeangebot annimmt, die Linde plc-Aktien – veräußert werden. Da wir davon ausgehen, dass die Linde plc-Aktien aufgrund eines Bewertungsaufschlages für den Branchenführer und der höheren Liquidität in der deutlich höher bewertet werden wird, erscheint eine Annahme des Übernahmeangebotes für diejenigen, die die Linde-Aktien nach dem 1. Januar 2009 erworben haben, zumindest auf mittlere Sicht vorteilhaft. Denn demgegenüber steht das Risiko, dass die Übernahme an der Annahmeschwelle von 75 % scheitert, und es im Falle eines Scheiterns der Übernahme zu deutlichen Kursrückgängen kommen dürfte. Sofern Sie jedoch sicher davon ausgehen, dass die Übernahme scheitern sollte, wäre auch ein Verkauf der Linde-Aktien zu überdenken.

**Fazit**

Trotz eines aus unserer Sicht vom Vorstand der Linde AG schlecht verhandelten Umtauschverhältnisses wäre ein Zustandekommen der Übernahme aus Aktionärs-sicht begrüßenswert. In diesem Sinne sollten Aktionäre, die nach dem 1.1.2009 Aktien der Linde AG erworben haben, darüber nachdenken, ihre Aktien im Rahmen des Übernahmeangebotes anzudienen.

Für Rückfragen stehen wir unseren Mitgliedern gerne unter 089 / 2020846-0 oder [info@sdk.org](mailto:info@sdk.org) zur Verfügung.

München, den 4. Oktober 2017  
SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.

***Disclaimer: Haftungsausschluss, Hinweis auf Totalverlustrisiko, Ausschluss der Anlageberatung, mögliche Interessenkonflikte***

*Es handelt sich bei den Inhalten nicht um Anlageberatung, Kauf- bzw. Verkaufsempfehlungen oder Zusicherungen hinsichtlich der weiteren Wertentwicklung. Die Information hat keinen Bezug zu den spezifischen Anlagezielen, zur finanziellen Situation oder zu sonstigen bestimmten Umständen des Empfängers. Geschäfte mit Finanzinstrumenten sind generell mit Risiken verbunden, die bis hin zum Totalverlust des eingesetzten Vermögens und in bestimmten Fällen auch zu einem Verlust über das eingesetzte Vermögen führen können. Die historische Wertentwicklung ist nicht notwendigerweise ein Hinweis auf zukünftige Resultate. Der Empfänger sollte daher in jedem Fall vor Entscheidung über eine Geldanlage eine anleger- und anlagegerechte Beratung bei einem hierauf spezialisierten Anbieter in Anspruch nehmen.*