

**Wir investieren in Gewinner.** Das bedeutet, dass wir in starke Unternehmen investieren, die mit nachhaltigen Geschäftsmodellen, soliden Bilanzen und hohen Margen einen Mehrwert für ihre Anteilseigner schaffen. Wir halten die Risiken klein und investieren dann, wenn unser Engagement von einem positiven Ereignis beflügelt wird. Wir nennen das die Kombination aus Value und Event.

### Linde AG

Linde und die US-amerikanische Praxair Inc. möchten zum Marktführer für Industriegase mit einem Jahresumsatz von 29 Mrd. USD fusionieren. Die beiden Branchenschwergewichte schlossen im Juni 2017 ein „Business Combination Agreement“, das die Konditionen für einen Aktientausch in eine gemeinsame Holding vorsieht. Das Aktionariat der neuen Linde plc soll sich zu gleichen Teilen aus den beiden Altgesellschaften zusammensetzen. Die Amerikaner stimmten dem Vorhaben im September 2017 mit einer Hauptversammlungsmehrheit von 99% zu. Sie erhalten durch Verschmelzung für jede Praxair-Aktie eine Aktie der neuen Holding. Die Deutschen stimmten im Rahmen eines freiwilligen öffentlichen Umtauschangebots ebenfalls zu. Sie erhalten für jede Linde-Aktie 1,54 Aktien der neuen Holding. Das Angebot endete im November 2017 mit einer Annahmquote von 92%. Seine Umsetzung steht noch unter dem Vorbehalt der kartellbehördlichen Genehmigung, die unter Auflagen bis zum 18. Juli 2018 erwartet wird. Danach beabsichtigt die Linde plc für die verbliebenen 8% der Aktien der Linde AG einen umwandlungsrechtlichen Squeeze-out gemäß § 62 Abs. 5 UmwG.

Wir erwarben Linde-Aktien mit einem Kursabschlag von 6% gegenüber den zum Umtausch eingereichten Aktien. Beim Squeeze-out müssen die Aktionäre gemäß Art. 14 Abs. 1 GG für den Verlust ihres Eigentums vollständig kom-

pensiert werden. Als Untergrenze ist der umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenkurs im Dreimonatszeitraum vor Ankündigung des Squeeze-out relevant. Hierfür muss die notwendige Kapitalmehrheit im Zeitpunkt des Beschlussfassungsverlangens vorhanden sein (OLG Düsseldorf, I-16 W 63/03). Eine Ankündigung kann bei Linde also erst dann erfolgen, wenn die Wettbewerbshüter der Fusion zugestimmt haben und die Aktien der Linde AG in das Eigentum der Linde plc übergegangen sind. Derzeit liegt der relevante Durchschnittskurs mit 181 Euro deutlich über dem Börsenkurs. Darüber hinaus muss eine angemessene Barabfindung der objektivierten Unternehmensbewertung nach IDW S1 standhalten. Der Ertragswert dürfte deutlich über dem Börsenkurs liegen. Unseres Erachtens hat sich Linde unter Wert in die angestrebte Fusion eingebracht. Linde macht doppelt so viel Umsatz, mehr Gewinn und hat weniger Schulden als Praxair. Das Wachstumspotential ist dank der Stärke auf dem chinesischen Markt ausgeprägter. Linde ist zwar weniger profitabel, verfügt aber über deutlich mehr Substanz und ein höheres Ertragspotential. Während Linde auf steigende Rohstoffpreise und eine bessere Konjunktur in einigen Schwellenländern wartet, hat sich Praxair auf Rentabilität getrimmt und Schulden gemacht, um eigene Aktien zurückzukaufen und den Börsenwert in die Höhe zu treiben. Am Ende wird die Linde plc den Restaktionären der Linde AG eine üppige Prämie gewähren müssen. Bis dahin wird uns das Warten mit einer attraktiven Dividendenrendite von 4% versüßt.

Mit freundlichen Grüßen



J. Henrik Muhle



Dr. Uwe Rathausky