

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit
der Barabfindung für die beabsichtigte Übertra-
gung der Aktien der Minderheitsaktionäre der

Nexus AG, Donaueschingen
auf die

Project Neptune Bidco GmbH, München
nach §§ 327c Abs. 2, 293e Abs. 1 AktG

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Bezeichnung
A&M oder Bewertungsgutachterin	A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt
AG	Aktiengesellschaft, Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
Bloomberg	Bloomberg Finance L.P., New York/USA
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DB	Der Betrieb
EBIT	Earnings before interest and taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
EBT	Earnings before taxes (Ergebnis vor Steuern)
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro
EZB	Europäische Zentralbank

Abkürzung	Bezeichnung
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IFRS	International Financial Reporting Standards
KHZG	Krankenhauszukunftsgesetz
KIS	Krankenhausinformationssystem
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
Mio.	Millionen
Nexus AG oder Gesellschaft	Nexus AG, Donaueschingen
OLG	Oberlandesgericht
p. a.	per annum (pro Jahr)
PPA	Kaufpreisallokation
Project Neptune Bidco GmbH	Project Neptune Bidco GmbH, München
RSM Ebner Stolz	RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart
SaaS	Software-as-a-Service

Abkürzung	Bezeichnung
Stellungnahme	Gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung der angemessenen Abfindung im Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NEXUS AG, Donaueschingen gemäß §§ 327a ff. AktG zum 25. September 2025 von A&M
TA	Verbundenen Unternehmen der TA Associates Management, L.P.
TEUR	Tausend Euro
TV	Terminal Value (ewige Rente)
ÜJ	Übergangsjahr
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

Inhaltsverzeichnis

	Seite
1. Auftrag und Auftragsdurchführung	1
2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung	6
2.1 Übertragungsbeschluss	6
2.2 Bericht des Hauptaktionärs	7
2.3 Prüfungsbericht	7
3. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	8
3.1 Methodische Schätzgrundlagen	8
3.2 Ergebnis	10
4. Bewertungsobjekt	11
a) Rechtliche Grundlagen	11
b) Geschäftsmodell	13
5. Börsenkurs	16
5.1 Durchschnittsbildung und Börsenkurstichtag	16
5.2 Maßgeblicher Dreimonatsdurchschnittskurs	18
5.3 Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren“ Wert	19
a) Zielbild und Beurteilungskriterien	19
b) Analyse der Beurteilungskriterien des IDW ES 17 hinsichtlich des Börsenkurses der Nexus AG	21
c) Gesamtbeurteilung zur Angemessenheit des Börsenkurses der Nexus AG	38
5.4 Beurteilung des Börsenkurses als Untergrenze der Barabfindung	39
6. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit der von der Bewertungsgutachterin erstellten Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung des IDW S 1	41
7. Prüfungsfeststellungen zur Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung des IDW S 1 im Einzelnen	43
7.1 Objektivierter Unternehmenswert	43

a) Grundlagen	43
b) Zukunftserfolgswert (Ertragswert)	44
c) Liquidations- und Substanzwert	49
d) Vergleichsorientierte Bewertung	50
e) Vorerwerbe durch den Hauptaktionär	51
7.2 Bewertungsstichtag	52
7.3 Prüfung der Vollständigkeit	52
7.4 Ertragswert	53
a) Analyse der Vergangenheitsergebnisse	53
b) Operative Planungsrechnung	59
c) Übergangsphase und nachhaltiges operatives Ergebnis	76
d) Überleitung zum Konzernjahresüberschuss	78
e) Erfolgsrechnung	80
f) Ableitung der erwarteten Nettoeinnahmen	81
g) Kapitalisierungszinssatz	83
h) Nachhaltige Wachstumsrate	93
i) Ertragswertberechnung	101
7.5 Sonderwerte	101
7.6 Unternehmenswert	102
8. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	103
9. Ermittlung der angemessenen Barabfindung	104
10. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung	105

Anlagen

Beschluss des LG Mannheim vom 20. Mai 2025	Anlage 1
Allgemeine Auftragsbedingungen	Anlage 2

<p>Aus rechentechnischen Gründen können in den Tabellen Rundungsdifferenzen in Höhe von \pm einer Einheit (TEUR, % usw.) auftreten.</p>
--

1. Auftrag und Auftragsdurchführung

Auf Verlangen des Hauptaktionärs

Project Neptune Bidco GmbH, München
(im Folgenden auch „Project Neptune Bidco GmbH“),

soll die Hauptversammlung der

Nexus AG, Donaueschingen
(im Folgenden auch „Nexus AG“ oder „Gesellschaft“),

am 25. September 2025 gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der Nexus AG auf die Project Neptune Bidco GmbH gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

Die Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen. Diese werden auf Antrag des Hauptaktionärs – hier der Project Neptune Bidco GmbH – vom Gericht ausgewählt und bestellt.

Das Landgericht Mannheim hat uns auf Antrag der Project Neptune Bidco GmbH mit Beschluss vom 20. Mai 2025 gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 3, 293c Abs. 1 AktG zum sachverständigen Prüfer bestellt (vgl. Anlage 1). Wir bestätigen analog § 321 Abs. 4a HGB, dass wir bei unserer Angemessenheitsprüfung die Vorschriften zur Unabhängigkeit beachtet haben.

Bei unserer Prüfung haben wir die höchstrichterliche und obergerichtliche Rechtsprechung zur Relevanz des Börsenkurses sowie den Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (IDW S 1 i.d.F. 2008) beachtet. Ferner haben wir den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Dilligence und Fairness Opinion“ berücksichtigt. Bei der Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren“ Wert der Anteile haben wir den Entwurf eines IDW Standards: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW ES 17) mit Stand vom 14. Mai 2025 beachtet.

Klarstellend weisen wir darauf hin, dass die Entwurfsfassung des IDW ES 1 i.d.F. 2024 (Stand: 7. November 2024) eine noch nicht abschließend abgestimmte Berufsauffassung darstellt und nach den Maßgaben des FAUB eine vorzeitige Anwendung ausgeschlossen ist.

Bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung hat sich die Geschäftsleitung der Project Neptune Bidco GmbH der sachverständigen Unterstützung durch die A&M GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt (im Folgenden „A&M“ oder „Bewertungsgutachterin“), bedient. Die Bewertungsgutachterin hat mit Datum vom 13. August 2025 eine Gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung der angemessenen Abfindung im Zusammenhang mit der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NEXUS AG, Donaueschingen, gemäß §§ 327a ff. AktG zum 25. September 2025 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung abgegeben (im Folgenden: „Stellungnahme“). Die Stellungnahme fasst das Vorgehen, die getroffenen Annahmen sowie die Ergebnisse der Bewertungsgutachterin bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung zusammen.

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir in die Bewertungsunterlagen von A&M Einsicht genommen.

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

Ergänzend wurden uns Auskünfte von der Project Neptune Bidco GmbH erteilt. Die Vollständigkeit der erteilten Aufklärungen und Nachweise wurde uns von der Geschäftsleitung der Project Neptune Bidco GmbH in einer schriftlichen Erklärung bestätigt.

Wir haben unsere Prüfung ab dem 2. Juni 2025 in den Geschäftsräumen der Nexus AG, Donaueschingen und in unserem Büro in Stuttgart durchgeführt und am 13. August 2025 abgeschlossen. Wir haben dabei unsere Prüfungstätigkeit teilweise zeitlich parallel zu den Arbeiten der Bewertungsgutachterin durchgeführt und dabei auf der Grundlage von Zwischenergebnissen zur Bewertung und zur Vorbereitung des Übertragungsberichts sowie den Endergebnissen geprüft und unser Prüfungsurteil unabhängig und eigenverantwortlich gefällt.

Insbesondere fanden folgende Besprechungen statt:

Datum	Teilnehmer	Inhalt	Ort
6. Juni 2025	Kirkland, A&M, RSM Ebner Stolz	Kick-off Call (insb. Zeitplan)	Telefon-/Videokonferenz
16. Juni 2025	A&M, RSM Ebner Stolz	Relevanz Börsenkurs, Business Plan	Telefon-/Videokonferenz
9. Juli 2025	A&M, RSM Ebner Stolz	Peer Group Auswahl und Betafaktor	Telefon-/Videokonferenz
15. Juli 2025	Nexus AG, A&M, RSM Ebner Stolz	Geschäftsmodell, Markteinschätzung und Business Plan	Nexus AG, Donaueschingen
25. Juli 2025	Project Neptune Bidco GmbH, Kirkland, A&M, RSM Ebner Stolz	Geschäftsmodell, Markteinschätzung und Business Strategy	Telefon-/Videokonferenz
30. Juli 2025	Nexus AG, A&M, RSM Ebner Stolz	Business Plan	Telefon-/Videokonferenz

Darüber hinaus fanden während des gesamten Zeitraums unserer Prüfungshandlungen zahlreiche weitere Abstimmungen auf Arbeitsebene zu verschiedenen bewertungsrelevanten Themenkomplexen statt, insbesondere mit der Bewertungsgutachterin.

Die Angemessenheitsprüfung wurde im Wesentlichen durch die unterzeichnenden Wirtschaftsprüfer geleitet und durchgeführt. Sie wurden dabei durch einen Director, einen Manager, einen Senior Consultant und einen Consultant unterstützt.

Sollten sich in der Zeit zwischen der Unterzeichnung dieses Prüfungsberichts und der Beschlussfassung der Hauptversammlung der Nexus AG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Mehrheitsaktionär am 25. September 2025 wesentliche Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts der Nexus AG ergeben, sind diese bei der Bemessung der Barabfindung noch zu berücksichtigen.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass sich unsere Prüfungstätigkeit nicht auf die Buchführung, die Jahres- und Konzernabschlüsse und Lageberichte oder auf die Geschäftsführung der Nexus AG bezogen hat. Eine solche Überprüfung ist nicht Gegenstand der Prüfung nach § 327c Abs. 2 AktG.

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind die als Anlage beigefügten „Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften“ in der Fassung vom 1. Januar 2024 maßgebend. Diese Allgemeinen Auftragsbedingungen regeln, ergänzend zur gesetzlichen Haftungsbegrenzung durch §§ 327c Abs. 2, 293d Abs. 2 AktG i. V. m. § 323 Abs. 2 HGB, unsere Verantwortlichkeit auch im Verhältnis zu Dritten.

Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist danach der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und RSM Ebner Stolz bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens auf EUR 4 Mio. beschränkt (vgl. § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO). Dies gilt nicht für Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen.

Dieser Prüfungsbericht dient ausschließlich als Information und Entscheidungsgrundlage für die am Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Nexus AG beteiligten Parteien, deren Berater und Rechtsanwälte sowie für das uns bestellende Gericht. Der Bericht darf den Minderheitsaktionären der Nexus AG in Kopie zur Verfügung gestellt werden. Für andere Zwecke darf der Bericht nicht verwendet werden. Die Verwendungsbeschränkung findet keine Anwendung auf Veröffentlichungen und Maßnahmen im Zusammenhang mit der Vorbereitung und der Durchführung der Hauptversammlung, die über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre entscheidet, oder Gerichtsverfahren, die in diesem Zusammenhang geführt werden könnten. Darüber hinaus bedarf eine Weitergabe an Dritte unserer textförmlichen Zustimmung.

Aus gegebenem Anlass weisen wir darauf hin, dass eine darüber hinausgehenden Weitergabe oder Bezugnahme auf unseren Prüfungsbericht – vorbehaltlich unserer ausdrücklichen schriftlichen Zustimmung – nur im vollen Wortlaut einschließlich einer schriftlichen Erklärung über den Zweck des zu Grunde liegenden Auftrags sowie den mit dem Auftrag verbundenen Weitergabebeschränkungen und Haftungsbedingungen und nur an Dritte erfolgen darf, wenn der jeweilige Dritte sich zuvor mit den Allgemeinen Auftragsbedingungen sowie seinerseits einer verbindlichen Vertraulichkeitsverpflichtung uns gegenüber schriftlich einverstanden erklärt hat.

Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:

- mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehene Berichte über die Prüfung der Konzernabschlüsse sowie Konzernlageberichte der Nexus AG für die Geschäftsjahre 2022 bis 2024,
- nach International Financial Reporting Standards (IFRS) erstellte Konzernabschlüsse und Konzernlageberichte der Nexus AG für die Geschäftsjahre 2022 bis 2024,

- mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehene Berichte über die Prüfung der nach HGB erstellten Jahresabschlüsse und Lageberichte der Nexus AG für die Geschäftsjahre 2022 bis 2024,
- am 6. August 2025 vom Vorstand beschlossene aktualisierte Einschätzung zur zukünftigen Entwicklung des Nexus Konzerns für die Jahre 2025 bis 2029 (Unternehmensplanung),
- Handelsregisterauszug der Nexus AG vom 5. August 2025,
- Satzung der Nexus AG vom 22. Mai 2025,
- Protokolle der Aufsichtsratssitzungen ab dem Jahr 2023 bis Mai 2025,
- Marktstudie von Gartner „Forecast Analysis: Enterprise IT Spending Across Vertical Industries, Worldwide“ aus Februar 2025,
- zwei Markt- und Wettbewerbsstudien (Commercial Due Diligence) einer von TA beauftragten externen Beratungsgesellschaft,
- von der Bewertungsgutachterin erstellte Bewertungsunterlagen und Analysen,
- öffentlich zugängliche Informationen, insbesondere Kapitalmarktdaten.

2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung

2.1 Übertragungsbeschluss

Nach § 327b Abs. 1 AktG legt der Hauptaktionär die Barabfindung fest. Diese muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung berücksichtigen.

Die Project Neptune Bidco GmbH hat die Barabfindung auf einen Betrag von EUR 70,00 je Aktie festgelegt. Der Hauptaktionär hat die Barabfindung auf Basis des gewichteten Dreimonatsdurchschnittsbörsenkurses vor Ankündigung des Squeeze Out am 28. April 2025 festgelegt. Der von der BaFin nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung bezogen auf diesen Zeitpunkt ermittelte Dreimonatsdurchschnittskurs beträgt EUR 69,16 und wurde auf EUR 70,00 aufgerundet.

Nach § 327a Abs. 1 AktG ist Voraussetzung für den Beschluss der Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär, dass dem Hauptaktionär 95 % (oder mehr) der Anteile am Grundkapital gehören. Das Grundkapital der Nexus AG in Höhe von EUR 17.274.695 ist eingeteilt in 17.274.695 auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie. Zum Ende der Prüfungsarbeiten hält der Hauptaktionär unmittelbar 16.425.580 Aktien sowie die Nexus AG selbst 14.902 eigene Aktien. Die Beteiligung des Hauptaktionärs entspricht daher zum Ende der Prüfungsarbeiten 95,16 % des Grundkapitals der Nexus AG.

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Nexus AG gehen gemäß § 327e Abs. 3 AktG alle Aktien der Minderheitsaktionäre der Nexus AG kraft Gesetzes und ohne weiteren Übertragungsakt auf den Hauptaktionär über.

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

2.2 Bericht des Hauptaktionärs

Der Hauptaktionär hat der Hauptversammlung der Nexus AG gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.

Wir haben im Rahmen unserer Tätigkeit die im Bericht des Hauptaktionärs (Übertragungsbericht) und in der Stellungnahme von A&M und – zeitlich vorgelagert – in den jeweiligen Entwürfen enthaltenen Angaben zur Ermittlung, Art und Höhe der Barabfindung im Hinblick auf die Angemessenheit der Barabfindung geprüft. Im Übrigen war die Prüfung der weiteren Voraussetzungen, wie insbesondere die Prüfung auf Vollständigkeit und Richtigkeit des Berichts des Hauptaktionärs oder die Beurteilung der wirtschaftlichen Zweckmäßigkeit der Übertragung der Aktien, nicht Gegenstand unseres Prüfungsauftrags.

2.3 Prüfungsbericht

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

Der Schwerpunkt der Prüfung liegt in der Beurteilung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung. Der Prüfer hat in diesem Zusammenhang zu prüfen, ob die vom Hauptaktionär angewandten Methoden zur Ermittlung der Barabfindung angemessen sind.

Nach § 327c Abs. 2 S. 4 AktG, § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG, ist der Prüfungsbericht mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die vorgeschlagene Barabfindung angemessen ist. Dabei ist anzugeben

- nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist,
- aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist,
- welche Barabfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde. Zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der vorgeschlagenen Barabfindung und der ihr zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und
- welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind.

3. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

3.1 Methodische Schätzgrundlagen

Der BGH hat in zwei jüngeren Beschlüssen vom 21. Februar 2023 („TLG/WCM“, II ZB 12/21) sowie vom 31. Januar 2024 („Kabel Deutschland“, II ZB 5/22) seine Auffassung bestätigt, dass die Bezugnahme auf den Börsenkurs den gesetzlichen Bewertungszielen der Ermittlung einer angemessenen Abfindung bzw. eines angemessenen Ausgleichs grundsätzlich entspricht. Die Angemessenheit ist dabei mit Blick auf den von der Rechtsprechung für Abfindungsfälle geforderten „vollen (wirtschaftlichen) Wertausgleich“ zu beurteilen. Hierzu ist unter Berücksichtigung der wirtschaftswissenschaftlichen oder betriebswirtschaftlichen Theorie und der entsprechenden Praxis zu untersuchen, ob der Börsenkurs den „wahren“ Wert abbildet. Im konkreten Fall ist zu untersuchen, ob davon ausgegangen werden kann, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft der Unternehmen (tatsächlich) zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung in den Börsenkursen (tatsächlich) niedergeschlagen hat.

Die Relevanz des Börsenkurses ist entsprechend durch den gerichtlich bestellten Angemessenheitsprüfer auf Basis ökonomischer Kriterien und Überlegungen zu beurteilen. In den beiden BGH-Beschlüssen wurden verschiedene Beurteilungskriterien thematisiert,¹ die teilweise bereits in die aktuelle Prüfungspraxis eingeflossen sind. Zur Unterstützung der Prüfungspraxis hat der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW den Entwurf eines IDW Standards: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW ES 17) mit Stand vom 14. Mai 2025 Grundsätze veröffentlicht. IDW ES 17 soll Wirtschaftsprüfern – unbeschadet ihrer Eigenverantwortlichkeit – eine Orientierung bieten, wie im Rahmen aktien- oder umwandlungsrechtlicher Angemessenheitsprüfungen die Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen im Hinblick auf die volle wirtschaftliche – auch als „wahrer“ Wert bezeichnete – Kompensation beurteilt werden kann. Der Standardentwurf beinhaltet eine noch nicht abschließend abgestimmte Berufsauffassung. Der FAUB hat eine unmittelbare Anwendung empfohlen, da es bisher keine Verlautbarungen des FAUB zur Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen gibt.²

Zudem haben die Grundsätze der Unternehmensbewertung, die in der betriebswirtschaftlichen Theorie und Praxis als gesichert gelten, ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des IDW, insbesondere im IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008), gefunden (siehe hierzu sogleich unter Ziffer 3.2. ff.). Die Verlautbarungen

¹ Vgl. zu den in den Beschlüssen thematisierten Analysen und Prüfungshandlungen Ruthardt, AG 2024, S. 770, 774 ff.

² Der Entwurf ist derzeit abrufbar unter: <https://www.idw.de/idw/idw-verlautbarungen/idw-es-17.html>.

des IDW zur Unternehmensbewertung werden von den Gerichten als Expertenauffassung für die Ermittlung des Unternehmenswerts als Grundlage für die angemessene Abfindung bzw. Ausgleichszahlung anerkannt.³

In der Stellungnahme von A&M wird ausgeführt, dass zur Plausibilisierung der Ergebnisse der Börsenkursanalyse die Bewertungsgrundsätze beachtet worden sind, die heute in der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert gelten und ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des IDW, insbesondere in dem IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 2. April 2008 (IDW S 1 i.d.F. 2008), gefunden haben.

§ 327b Abs. 1 S. 1 AktG legt fest, dass die angemessene Barabfindung „die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung“ berücksichtigen muss. Dazu korrespondiert das Stichtagsprinzip als allgemein anerkannter Grundsatz ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung: Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 22, 23, sind Unternehmenswerte zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln. Dabei ist der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können.⁴

Die Bewertungsgutachterin hat vorliegend als Bewertungsstichtag den 25. September 2025 als Tag der außerordentlichen Hauptversammlung der Nexus AG zu Grunde gelegt.

Die Beurteilung, ob im konkreten Fall der Börsenkurs oder der gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 ermittelte objektivierte Unternehmenswert je Aktie den „wahren“ Wert abbildet, ist zu trennen von der Frage, ob ein Börsenkurs als Wertuntergrenze – auch sog. „Desinvestitionswert“ – für eine Abfindung Relevanz hat. Diese Untergrenzenfunktion des Börsenkurses geht auf die DAT/ALTANA Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999⁵ zurück, in der die Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze bei der Bemessung der Abfindung im Falle des Abschlusses eines Ergebnisabführungsvertrags und bei der Eingliederung hervorgehoben wurde, die nach ganz herrschender Meinung und Rechtsprechung des BGH⁶ auch auf Squeeze-Out-Fälle Anwendung findet.

³ Vgl. repräsentativ Drescher in BeckOGK/AktG, Stand: 1. Juni 2024, § 8 SpruchG Rz. 8, der formuliert: „Faktisch herrschend ist in Deutschland der IDW Standard S 1, der eine anerkannte Expertenauffassung wiedergibt“. Das OLG Düsseldorf vom 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 71 (BeckRS), stellt fest: „Die Verlautbarungen des FAUB [insb. IDW S 1] sind in der Fachwissenschaft wie dem Berufsstand der Wirtschaftsprüfer anerkannt und werden bei Unternehmensbewertungen in der Praxis ganz überwiegend beachtet. Sie stellen daher eine anerkannte Expertenauffassung und gebräuchliche Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der fundamental-analytischen Ermittlung des Unternehmenswerts dar.“

⁴ Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechts handbook Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.83.

⁵ Vgl. BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566 ff.

⁶ Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 630.

Für diese Untergrenzenfunktion⁷ des Börsenkurses kommt es nur darauf an, ob eine Veräußerung zu diesem Kurs unter Abstraktion von der relevanten Strukturmaßnahme möglich gewesen wäre. Anders als beim „wahren“ Wert ist dagegen das Ausmaß der Informationseffizienz oder eine „richtige“ Informationsbewertung durch den Markt nicht von Relevanz.

3.2 Ergebnis

Der Übertragungsbericht verweist zur näheren Erläuterung und Begründung der angemessenen Barabfindung auf die Stellungnahme der Bewertungsgutachterin A&M.

Durch die ausschließliche Verwendung des Börsenkurses für die Festlegung der Barabfindung entfällt die Berichterstattung über die Gewichtung verschiedener Methoden nach § 327c Abs. 2 S. 4 AktG, § 293e Abs. 1 Satz 3 Nr. 3 AktG.

Der unter Berücksichtigung des IDW S 1 i.d.F. 2008 von der Bewertungsgutachterin ermittelte objektivierte Unternehmenswert je Aktie liegt unter dem vorliegend als maßgebliche Grundlage für die Bemessung der angemessenen Barabfindung herangezogenen Dreimonatsdurchschnittskurs der Aktie der Nexus AG.

Wie nachfolgend im Einzelnen ausgeführt wird, halten wir diese Einschätzung für zutreffend.

⁷ In der Literatur wird teilweise vertreten, dass ein aussagekräftiger Börsenkurs allein maßgeblich sei und keine Untergrenze mehr darstelle; vgl. Wasmann, AG 2023, S. 810 ff; Herfs, AG 2024, S 653 ff.

4. Bewertungsobjekt

a) Rechtliche Grundlagen

Die Nexus AG mit Sitz in Donaueschingen ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft. Sie ist beim Amtsgericht Freiburg im Breisgau unter der Nummer HRB 602434 in das Handelsregister eingetragen. Das Geschäftsjahr der Nexus AG entspricht dem Kalenderjahr.

Die Aktien der Gesellschaft sind unter der ISIN DE0005220909 bzw. WKN 522090 zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen. Sie können außerdem im elektronischen Handelssystem (Exchange Electronic Trading System, „XETRA“) der Deutsche Börse AG, Frankfurt am Main, gehandelt werden. Darüber hinaus werden die Aktien im Freiverkehr u. a. an den Wertpapierbörsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München und Stuttgart sowie über Tradegate Exchange gehandelt.

Gegenstand der Nexus AG ist gemäß Satzung vom 22. Mai 2025 die Beratung bei Hard- und Softwareauswahl von Computern, Vertrieb von Hard- und Software und die Entwicklung sowohl von individueller als auch generell einsetzbarer Software sowie die Beteiligung an anderen Unternehmen mit gleichem oder ähnlichem Gesellschaftszweck im In- und Ausland, die Gründung solcher Unternehmen und der Erwerb von sämtlichen oder einzelnen Wirtschaftsgütern, unabhängig davon, ob materiell oder immateriell, oder Teilbetrieben von solchen Unternehmen.

Das Grundkapital der Nexus AG beläuft sich zum Abschluss der Prüfungsarbeiten und voraussichtlich am Bewertungsstichtag auf EUR 17.274.695,00 und ist in 17.274.695 auf den Inhaber lautende Stückaktien (Stammaktien ohne Nennwert) eingeteilt. Die Gesellschaft hält zum Ende der Prüfungsarbeiten und voraussichtlich am Bewertungsstichtag 14.902 eigene Aktien. Diese eigenen Aktien sind für die Ermittlung der Aktienzahl für die Berechnung des Werts je Aktie nicht zu berücksichtigen.⁸ Die für die Berechnung des Werts je Aktie maßgebliche Anzahl der ausstehenden Aktien der Nexus AG beträgt somit 17.259.793 Stück.

Der Vorstand ist durch Beschluss der Hauptversammlung vom 16. Mai 2023 ermächtigt, das Grundkapital der Gesellschaft mit Zustimmung des Aufsichtsrats bis zum 30. April 2028 einmal oder mehrmals um insgesamt bis zu EUR 1.727.469,00 gegen Bar- und/oder Sacheinlage zu erhöhen (Genehmigtes Kapital I 2023). Durch weiteren Beschluss vom 16. Mai 2023 ist der Vorstand ermächtigt das Grundkapital der Gesellschaft mit Zustimmung des Aufsichtsrates bis zum 30. April 2028 einmal oder mehrmals um insgesamt bis zu EUR 3.454.900,00 gegen Bareinlage

⁸ Vgl. BayObLG, 23. August 2023, 101 W 184/21, Tz. 55 (BeckRS); LG München I, 19. April 2023, 5 HK O 9734/222, Beschlusstext S. 95.

zu erhöhen (Genehmigtes Kapital II 2023). Zum Abschluss der Prüfungsarbeiten hat der Vorstand von diesen Ermächtigungen keinen Gebrauch gemacht.

Die Nexus AG unterliegt dem deutschen Steuerrecht und wird beim Finanzamt Villingen-Schwenningen geführt. Zum 31. Dezember 2024 bestehen im Inland Verlustvorträge in Höhe von TEUR 3.411 bei der Körperschaftsteuer bzw. in Höhe von TEUR 3.381 bei der Gewerbesteuer. Bei den ausländischen Konzernunternehmen sind steuerliche Verlustvorträge in Höhe von TEUR 12.961 vorhanden.

Am 5. November 2024 kam es zum Abschluss und zur Bekanntgabe einer Investorenvereinbarung zwischen der Nexus AG und der Project Neptune Bidco GmbH, einer Holdinggesellschaft, die von Investmentfonds kontrolliert wird, die von verbundenen Unternehmen der TA Associates Management, L.P. (zusammen „TA“) beraten und verwaltet werden. Der Vereinbarung lag die Absicht der Bieterin zu Grunde, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot für alle Aktien der Gesellschaft gegen Zahlung einer Gegenleistung von EUR 70,00 je Aktie der Nexus AG zu unterbreiten. Die weitere Annahmefrist des Angebots endete am 3. Januar 2025. Zum Zeitpunkt des Abschlusses des öffentlichen Übernahmeangebots hielt die Project Neptune Bidco GmbH 94,95 % der Aktien der Nexus AG, die im Zuge des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots angedient wurden. Zum Abschluss der Prüfungsarbeiten hält die Project Neptune Bidco GmbH insg. 16.425.580 der Aktien der Nexus AG. Unter Berücksichtigung der von der Nexus AG gehaltenen eigenen Aktien entspricht die Beteiligung 95,16 % des Grundkapitals.

Gegenstand der Unternehmensbewertung ist die Nexus AG einschließlich ihrer Tochtergesellschaften. Wir bezeichnen daher im weiteren Verlauf die Nexus AG einschließlich ihrer Tochtergesellschaften und Beteiligungen als „Nexus-Gruppe“.

Die Nexus-Gruppe umfasst zum Abschluss unserer Prüfungsarbeiten die Konzernmutter Nexus AG und 49 Tochterunternehmen.

b) Geschäftsmodell

Die Nexus-Gruppe ist spezialisiert auf die Entwicklung, den Vertrieb und die Wartung von **Softwarelösungen für Einrichtungen des Gesundheitswesens**. Alle Softwarelösungen sind darauf ausgerichtet, Prozessabläufe der Kunden zu digitalisieren, zu beschleunigen sowie effizienter zu gestalten. Zu den Kunden der Nexus-Gruppe gehören insbesondere Krankenhäuser, Rehaeinrichtungen, Fachkliniken und Pflegeheime.

Das **Produktportfolio** der Nexus-Gruppe entwickelte sich in der Vergangenheit zu einem umfassenden Lösungsportfolio einschließlich ganzheitlicher Informationssysteme für verschiedene Gesundheitseinrichtungen. Bspw. enthält das Klinikinformationssystem NEXUS / KIS^{NG} Funktionen, um klinische Abläufe zu optimieren und bietet die Möglichkeit, zusätzlich hochspezialisierte Fachanwendungen zu integrieren. Die Softwarelösungen der Nexus-Gruppe kommen zudem in zahlreichen diagnostischen Fachbereichen wie Endoskopie, Kardiologie, Urologie, Geburtshilfe sowie Ophthalmologie zum Einsatz.

Die **Nexus-Softwarearchitektur** ist modular und verfügt über eine Integrationsplattform. Die ONE / NEXUS-Lösungen sind bereits als interoperable Lösungen konzipiert. Die verschiedenen Softwaremodule werden zur Verbesserung der Verwaltungs-, Abrechnungs- und Behandlungsabläufe sowie zur Optimierung der Dokumentationsqualität von Patientendaten eingesetzt. Die Softwarelösungen der Nexus-Gruppe werden beim Kunden installiert, gepflegt und weiterentwickelt. Sofern kundenseitig erwünscht, erfolgt der Betrieb der Software auch durch die Nexus-Gruppe.

Die Nexus-Gruppe erzielt **Umsatzerlöse** im Wesentlichen mit Softwarelizenzen und damit in Zusammenhang stehenden Dienstleistungen. Die verschiedenen Arten der Umsatzerzielung können in die Bereiche Lizenzen (15 % der Umsatzerlöse im Jahr 2024), Softwarepflege inkl. wiederkehrende Erlöse wie Software-as-a-Service (SaaS)-Erlöse (zusammen 54 % der Umsatzerlöse im Jahr 2024), Dienstleistungen (25 % der Umsatzerlöse im Jahr 2024), sowie Hardware (Lieferungen) (6 % der Umsatzerlöse im Jahr 2024) unterteilt werden.

Die Umsatzerlöse aus **Softwarelizenzverkäufen** werden in der Regel einmalig vergütet. Die Lizenzen berechtigen zur dauerhaften Nutzung der Software und lösen keine künftigen Lizenzzahlungen oder nutzungsabhängigen Abrechnungen aus.

Unter **Softwarepflege** fallen Umsatzerlöse aus Verträgen, die dem Kunden nach Auslieferung des Produktes Zugang zu neuen Versionen von Softwareprodukten geben. Die Aktualisierungen dienen der Fehlerbehebung, der Verbesserung der Leistung und weiterer Eigenschaften, aber auch der Anpassung an geänderte Rahmenbedingungen. Daneben gehören zu dieser Kategorie **SaaS-Erlöse** aus der Einräumung eines Rechts auf Nutzung von Softwarefunktionen sowie weitere wiederkehrende Erlöse in untergeordnetem Umfang.

Der Kategorie **Dienstleistungen** werden Dienstleistungen zugeordnet, die auf Stundenbasis oder zu vertraglich vereinbarten Festpreisen vergütet werden. Dazu gehören bspw. Projektmanagement, Analysen, Schulungen, Systemkonfiguration sowie kundenbezogene Programmierung.

Mit **Hardware (Lieferungen)** werden Umsatzerlöse aus dem Verkauf von zuvor beschafften Hardware- und Infrastrukturkomponenten generiert. Diese Komponenten umfassen u.a. PCs, Server, Monitore, Drucker, Switches, Racks sowie Netzwerkkomponenten.

Daneben ist die Geschäftstätigkeit der Nexus-Gruppe in drei **Segmente**: Nexus / DE (Deutschland), Nexus / DIS (diagnostische Softwarelösungen für den deutschen und internationalen Markt) sowie Nexus / ROE („Rest of Europe“) eingeteilt. Jedes Segment besteht aus mehreren rechtlichen Einheiten.

Die **Steuerung** der Nexus-Gruppe ist nach den drei Segmenten NEXUS / DE, NEXUS / DIS sowie NEXUS / ROE ausgerichtet. Innerhalb dieser Segmente ist die Nexus-Gruppe wiederum in verschiedene Geschäftsgebiete untergliedert. Auf Ebene der einzelnen Gesellschaften werden die Produktprogramm-, Markt-, Technologie- und Vertriebsstrategien als Grundlage der Geschäftsgebietsstrategie umgesetzt. Wesentliche Steuerungsgrößen der Gesellschaft sind Umsatz und EBT auf Ebene der drei Segmente.

Die **Entwicklung neuer Software** stellt einen zentralen Bestandteil der Geschäftstätigkeit der Nexus-Gruppe dar. Im Jahr 2024 beliefen sich die Aufwendungen für Entwicklungen auf insgesamt EUR 50,4 Mio., was rund 19 % der Umsatzerlöse dieses Jahres entspricht.

Im Jahresdurchschnitt 2024 beschäftigte die Nexus-Gruppe **1.774 Mitarbeitende**. Die Mitarbeitenden sind an verschiedenen Standorten in Europa tätig, wobei ein wesentlicher Anteil in Deutschland beschäftigt ist. Daneben gibt es einen Standort in Oklahoma City, Oklahoma/USA.

Geografisch liegt der Fokus der Geschäftstätigkeit auf Europa mit einem deutlichen Schwerpunkt auf Deutschland. Im Geschäftsjahr 2024 wurden rund 88 % der Umsätze in den Ländern Deutschland, Schweiz und Niederlande erzielt (insgesamt rund 55 % in Deutschland).

Strategisch verfolgt die Nexus-Gruppe sowohl organisches als auch anorganisches Wachstum. Das anorganische Wachstum wird von der Nexus-Gruppe nach den uns erteilten Auskünften benötigt, um ein Wachstum mit dem Markt zu ermöglichen. Dazu werden laufend Anteile an kleineren Unternehmen erworben, um auf diese Weise neue Anwendungsgebiete, bspw. diagnostische Module oder KI-Lösungen zu erschließen.

5. Börsenkurs

Die Aktien der Nexus AG werden im regulierten Markt (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse sowie an weiteren Börsenplätzen und elektronischen Handelssystemen (insb. XETRA) gehandelt. Somit kommt eine Relevanz des Börsenkurses der Nexus AG für die Bemessung der angemessenen Barabfindung grundsätzlich in Betracht.

Nachfolgend werden die Anforderungen der Rechtsprechung an die Relevanz des Börsenkurses der Nexus AG für die Bemessung der angemessenen Barabfindung untersucht.

5.1 Durchschnittsbildung und Börsenkurstichtag

Nach dem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 („Stollwerck“)⁹ ist der einer angemessenen Abfindung zu Grunde zu legende Börsenwert grundsätzlich auf Basis eines gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines Dreimonatszeitraumes **vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme** zu errechnen. In seinem Beschluss vom 31. Januar 2024 hat der BGH zudem ausdrücklich festgestellt, dass nicht nur der Börsenkurs als Desinvestitionswert, sondern auch der Börsenkurs als Maßstab für den „wahren“ Wert anhand dieses Durchschnittskurses zu ermitteln ist.¹⁰ Der Zeitpunkt unmittelbar vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme wird in der Folge als **„Börsenkurstichtag“** bezeichnet.

Die Berechnung der Dreimonatsfrist erfolgt in Anlehnung an die WpÜG-Angebotsverordnung gemäß den §§ 187, 188 Abs. 2 BGB.¹¹

Um potenzielle Manipulationen des Börsenkurses durch eine Vorverlegung des Endzeitpunkts der Dreimonatsfrist möglichst auszuschalten, wird in der Regel verlangt, dass in der Verlautbarung die uneingeschränkte Absicht des Unternehmens zur Durchführung der **konkreten Strukturmaßnahme** zum Ausdruck kommt. Zudem müsse objektiv die Aussicht bestehen, dass die konkrete Strukturmaßnahme in absehbarer Zeit tatsächlich durchgeführt wird.¹²

⁹ Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629 ff.

¹⁰ Vgl. BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Tz. 32 (BeckRS).

¹¹ Vgl. Fragen und Antworten zum IDW S 1 i.d.F. 2008 (Stand: 14. Oktober 2020), Abschn. 3.1, IDW Life 2020, S. 955.

¹² Vgl. van Rossum, in: Münchener Kommentar AktG, 6. Aufl., 2023, § 305 AktG, Rz. 104.

Als Endzeitpunkt der einbezogenen Aktienkurse wird in der Stellungnahme auf den **27. April 2025** (einschließlich) abgestellt. Dabei handelt es sich um den letzten Tag vor der Bekanntgabe der Absicht der Project Neptune Bidco GmbH, einen Squeeze Out bei der Nexus AG durchzuführen.

Die Festlegung des Endzeitpunkts bzw. Börsenkurstichtags ist nach unserer Einschätzung sachgerecht.

Nach der Rechtsprechung des BGH wäre eine „**Hochrechnung**“ des Börsenkurses auf den Bewertungsstichtag vorzunehmen, wenn ein „längerer Zeitraum“ zwischen dem Tag der Bekanntmachung und dem Tag der Hauptversammlung liegt und die „allgemeine oder branchentypische“ Börsenentwicklung eine Anpassung als notwendig erscheinen lässt.¹³

An dieser Stelle ist klarzustellen, dass der in Bezug genommene „Stollwerck“-Beschluss des BGH aus dem Jahr 2010 ausschließlich die Funktion des Börsenkurses als Untergrenze betrifft. Eine für die Kompensation materielle Hochrechnung des Börsenkurses in der Funktion als Schätzgrundlage für den „wahren“ Wert wurde in der Rechtsprechung nach unserem Kenntnisstand bislang dagegen nicht vorgenommen.

Der BGH war in der Stollwerck-Entscheidung bei einem Zeitraum von siebeneinhalb Monaten zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der beschlussfassenden Hauptversammlung von einem „längeren Zeitraum“ ausgegangen. In der Fachliteratur wird jedenfalls ein Zeitraum bis zu sechs Monaten nicht als „längerer Zeitraum“ gesehen. Zum Teil werden auch Zeiträume bis zu siebeneinhalb Monaten – d. h. die konkrete Zeitspanne im Stollwerck-Beschluss des BGH – noch nicht als „längere“ Zeiträume gesehen.¹⁴ In der Rechtsprechung wird der „längere Zeitraum“ restriktiv gehandhabt und die Hochrechnung auf „unübliche“ Ausnahmefälle beschränkt. Ein Zeitraum von bis zu sechs Monaten zwischen Bekanntwerden und Tag der Hauptversammlung wird als „normal“ oder „üblich“ angesehen, da sechs Monate regelmäßig für die Bewertung, Prüfung und Vorbereitung der Hauptversammlung benötigt werden.¹⁵

Zwischen der am 28. April 2025 erfolgten Veröffentlichung der Absicht, einen Squeeze Out durchzuführen, und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 25. September 2025 werden knapp fünf Monate liegen. Eine Hochrechnung des Börsenkurses ist daher nach der Rechtsprechung nicht erforderlich und wurde entsprechend von A&M nicht vorgenommen.

¹³ Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632.

¹⁴ Vgl. zu Literaturnachweisen Popp/Ruthardt, WPg 2017, S. 1222, 1223.

¹⁵ Vgl. bspw. OLG Stuttgart, 24. Juli 2013, 20 W 2/12, Tz. 174 (juris).

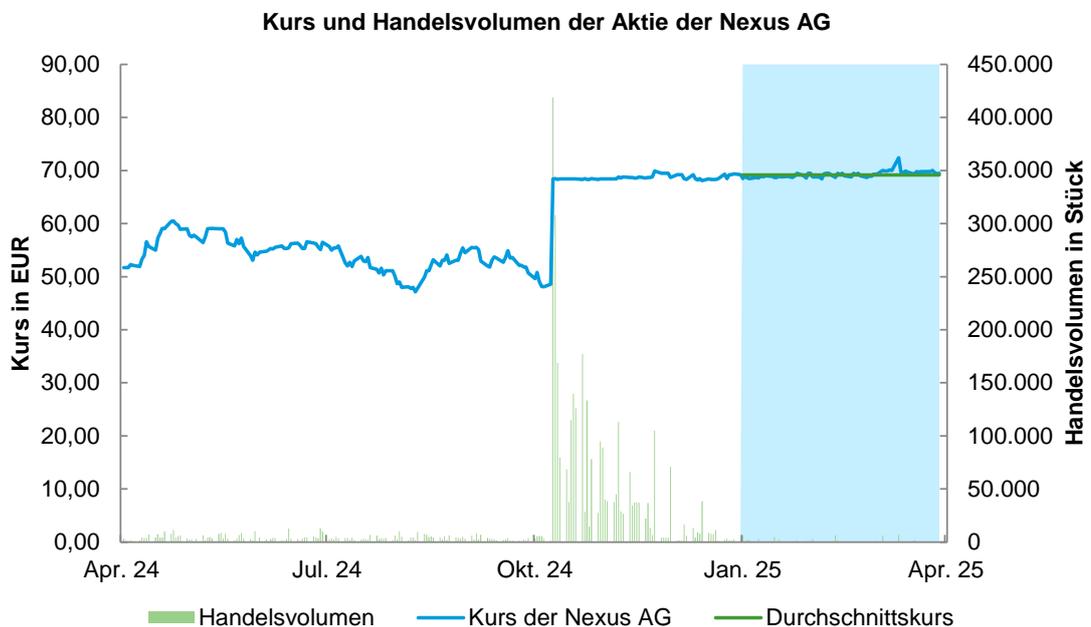
5.2 Maßgeblicher Dreimonatsdurchschnittskurs

Entsprechend einer uns vorliegenden Mitteilung der BaFin vom 21. Juli 2025 beträgt der volumengewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs der Nexus AG zum 27. April 2025 (einschließlich)

EUR 69,16.

Diesen haben wir auf Basis eigener Berechnungen anhand der Kursdaten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg plausibilisiert. Nach unseren eigenen Berechnungen liegt der volumengewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs im regulierten Markt zum 27. April 2025 (einschließlich) bei EUR 69,15.

Das folgende Schaubild zeigt die Kursentwicklung sowie das Handelsvolumen (jeweils nur XETRA-Handel) bis zum Börsenkurstichtag sowie den relevanten Dreimonatsdurchschnittskurs der Nexus AG. Hellblau hervorgehoben ist der Dreimonatszeitraum vor dem Tag der Bekanntgabe der Absicht, einen Squeeze Out durchzuführen.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Der Kurs der Aktie der Nexus AG lag vor der Ankündigung des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots Ende 2024 durch die Project Neptune Bidco GmbH unter EUR 50,00. Am 5. November 2024 kam es zum Abschluss und zur Bekanntgabe einer Investorenvereinbarung zwischen der Nexus AG und der Project Neptune Bidco GmbH, einer Holdinggesellschaft, die von Investmentfonds kontrolliert wird, die von verbundenen Unternehmen der TA Associates Management, L.P. beraten und verwaltet werden. Der Vereinbarung lag die Absicht der Bieterin zu Grunde, ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot für alle Aktien der Gesellschaft gegen Zahlung einer Gegenleistung von EUR 70,00 je Aktie der Nexus AG zu unterbreiten. Daraufhin kam es zu Kursreaktionen und der Kurs der Aktie der Nexus AG sprang um mehr als 40 % auf EUR 68,40.

Im Zeitraum des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots durch die Project Neptune Bidco GmbH konnten die größten Handelsvolumina beobachtet werden. Im Dreimonatszeitraum lagen die täglichen Handelsvolumina regelmäßig unter 1.000 Aktien.

5.3 Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren“ Wert

a) Zielbild und Beurteilungskriterien

Nach ständiger Rechtsprechung soll das Kriterium „angemessen“ im Fall aktien- und umwandlungsrechtlicher Anlässe sicherstellen, dass ausscheidende Minderheitsaktionäre bzw. außenstehende Aktionäre den **vollen wirtschaftlichen Wert** ihrer Beteiligung an der Gesellschaft ersetzt bekommen. Da solche Abfindungsfälle in die grundgesetzlich geschützten Eigentumsrechte von Aktionären eingreifen, betont die Rechtsprechung einen „vollen“ Ersatz des „wahren“ Werts.

Der „wahre“ Wert lässt sich gemäß der juristischen Kommentierung und Rechtsprechung nicht an den Kriterien „richtig“ oder „falsch“ spiegeln. Der „wahre“ Wert sei vielmehr als „angemessene“ Größe im Sinne einer Wertspanne zu verstehen.¹⁶

In den Wirtschaftswissenschaften und der betriebswirtschaftlichen Praxis ist anerkannt, dass ein Marktmechanismus unter bestimmten Bedingungen in der Lage ist, knappe Ressourcen durch Handelsprozesse ihrer optimalen Verwendung zuzuführen. Voraussetzung hierfür ist das Fehlen ökonomisch dominierender Anteilseigner bzw. das Vorliegen einer atomistischen Marktstruktur, also einer großen Anzahl potenzieller Käufer und Verkäufer. Darüber hinaus setzt die Theorie der Informationsaggregation voraus, dass keine wesentlichen Informationsasymmetrien zwischen Käufern und Verkäufern bestehen und die vorliegenden Informationen in die Preisgebote

¹⁶ Vgl. mit umfassenden Verweisen Gayk, in Kölner Kommentar zum AktG, Anh. zu § 11 SpruchG, 4. Aufl. 2022, Rz. 3.

einfließen. Unter diesen idealisierten Bedingungen entspricht der am Markt entstandene Preis, der Ergebnis eines fairen Preisbildungsprozesses ist, dem „wahren“ Wert.¹⁷

Da ideale Marktbedingungen in der Praxis häufig nicht gegeben sind, können Marktpreise auf realen Kapitalmärkten auch über längere Zeiträume von ihrem „wahren“ Wert abweichen. Dies bedeutet jedoch nicht, dass bei Abweichungen von idealen Marktbedingungen unmittelbar davon auszugehen ist, dass der Börsenkurs nicht als Schätzgrundlage für den „wahren“ Anteilswert herangezogen werden kann. Vielmehr hält **IDW ES 17**, Rz. 27, allgemein fest, dass die Beurteilung der Eignung des Börsenkurses als Schätzgrundlage für den „wahren“ Wert **auf Basis umfassender ökonomischer Beurteilungshandlungen** vorzunehmen ist.¹⁸ Dazu werden in IDW ES 17 Grundprinzipien und Kriterien beschrieben, die eine transparente und nachvollziehbare Beurteilung ermöglichen sollen, ob im Einzelfall (= „tatsächlich“) davon ausgegangen werden kann, dass der Marktmechanismus der vom BGH geforderten effektiven Informationsverarbeitung und Informationsbewertung gerecht wird.

IDW ES 17 formuliert unter Berücksichtigung der in Theorie, Praxis und Rechtsprechung entwickelten Standpunkte Beurteilungskriterien und -handlungen, die vom Wirtschaftsprüfer mindestens durchzuführen sind und in eine eigenverantwortliche **Gesamtbeurteilung** münden.

In Abschnitt 5.3. b) werden unter Berücksichtigung des IDW ES 17 verschiedene Analysen zur Aussagefähigkeit der Börsenkurse der Nexus AG dargestellt. Die Diskussion zu den im Rahmen der Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses im Einzelnen durchzuführenden Analysen sowie auch die konkrete Umsetzung/Einschätzung zu den in IDW ES 17 genannten Beurteilungskriterien ist aktuell allerdings noch nicht abgeschlossen.

Zur Strukturierung der Beurteilungskriterien sowie der Gesamtbeurteilung verwendet IDW ES 17 ein Ampelsystem „grüner“, „gelber“ oder „roter“ Börsenkurse.

Sofern die Ausprägungen aller Beurteilungskriterien **„grün“** beurteilt werden, kann der Börsenkurs gemäß IDW ES 17, Rz. 39, ohne zwingenden Vergleich mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 (im Folgenden auch synonym als „Ertragswert“ bezeichnet) als maßgebliche Indikation für den „wahren“ Wert herangezogen werden.

Liegt bei mindestens einem Beurteilungskriterium eine **„gelbe“** Ausprägung vor, ist die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts gemäß IDW S 1 (Ertragswert) erforderlich. Gemäß

¹⁷ Vgl. IDW ES 17, Rz. 23 f. In den Wirtschaftswissenschaften und der Betriebswirtschaftslehre ist anerkannt, dass Börsenkurse regelmäßig Verzerrungen aufweisen, die erst langfristig ausgeglichen werden. Vgl. dazu ausführlich bspw. Schäffer/Schultze, WPg 2025, S. 429 ff., die zudem formulieren, dass Analysen des Börsenkurses „allenfalls die Schwächen des Börsenkurses aufzeigen, jedoch niemals seine Eignung bestätigen.“

¹⁸ Vgl. auch Ruthardt, AG 2024, S. 770, 775, der darauf hinweist, dass umfassende Prüfungshandlungen erforderlich sind, um festzustellen, ob im Einzelfall davon ausgegangen werden kann, dass der Marktmechanismus für die Aktie eine effektive Informationsverarbeitung und -bewertung abbildet.

IDW ES 17, Rz. 38, hat der Wirtschaftsprüfer bei Vorliegen „gelber“ Kurse eigenverantwortlich zu entscheiden, ob der Börsenkurs oder der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 als maßgebliche und **im Einzelfall vorrangige Schätzgrundlage** für den „wahren“ Wert herangezogen werden kann. Bei der Gesamtbeurteilung ist somit das Ausmaß der im Hinblick auf die Marktbeurteilung vorliegenden (Rest-)Zweifel einzuschätzen.

Bestehen im Einzelfall lediglich (Rest-)Zweifel im Hinblick auf den Börsenkurs, könnte der Ertragswert auch bei Vorliegen „gelber“ Ausprägungen unter Berücksichtigung der Rechtsprechung „nur“ zu Kontrollzwecken bzw. als umfassender Plausibilisierungsmaßstab herangezogen werden. Wird der Ertragswert als umfassender Plausibilisierungsmaßstab bzw. zu Kontrollzwecken herangezogen, bedürfte es nach der Rechtsprechung keiner abschließenden Entscheidung über einzelne Parameter des Ertragswertverfahrens; jedenfalls solange der Börsenwert in einer Gesamtschau innerhalb einer plausiblen Ertragswertbandbreite liegt.¹⁹

Liegt bei mindestens einem Beurteilungskriterium eine „rote“ Ausprägung vor, kann der Börsenkurs gemäß IDW ES 17, Rz. 37, nicht als alleiniger Maßstab für den „wahren“ Wert herangezogen werden. In diesem Fall wäre maßgeblich auf den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 abzustellen.

b) Analyse der Beurteilungskriterien des IDW ES 17 hinsichtlich des Börsenkurses der Nexus AG

Anteilseignerstruktur

Bei Vorliegen kontrollierender oder ökonomisch dominierender Anteilseigner besteht nach einheitlicher Auffassung der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und der betriebswirtschaftlichen Praxis ein Risiko wirtschaftlich einseitig beeinflusster (verzerrter) Preise.²⁰

Für eine Orientierung hinsichtlich des Vorliegens ökonomisch dominierender Anteilseigner verweist IDW ES 17, Rz. 40, auf die Kriterien, die im Zusammenhang mit der Feststellung eines (faktisch) beherrschenden Einflusses nach § 290 Abs. 2 HGB entwickelt wurden. Besonders hervorgehoben wird dabei die **unmittelbare oder mittelbare Stimmrechtsmehrheit**. Dabei ist die Anteilseignerstruktur grundsätzlich zum Börsenkurstichtag zu beurteilen.

¹⁹ Vgl. BGH v. 31.1.2024 - II ZB 5/22, AG 2024, S. 665, Rz. 55; Ruthardt, AG 2025, S. 557, Rz. 25 f.

²⁰ Vgl. IDW ES 17, Rz. 40.

In IDW ES 17, Rz. 40, findet sich folgendes Ampelschema:

- Grün: Es liegt kein einzelner Anteilseigner und keine Gruppe gemeinsam handelnder Anteilseigner vor, der oder die einen beherrschenden Einfluss auf das Unternehmen ausüben können (sog. atomistische Anteilseignerstruktur).
- Gelb: Ein einzelner Anteilseigner oder eine Gruppe gemeinsam handelnder Anteilseigner verfügt über einen (faktisch) beherrschenden Einfluss auf das Unternehmen.
- Rot: Das Unternehmen ist vertraglich beherrscht gemäß § 291 AktG, d.h. es hat seine Leitung einem anderen Unternehmen unterstellt (Beherrschungsvertrag) oder sich verpflichtet, seinen ganzen Gewinn an ein anderes Unternehmen abzuführen (Gewinnabführungsvertrag).

Im Rahmen der Investorenvereinbarung vom 5. November 2024 erhielt TA unwiderrufliche Andienungsvereinbarungen für rund 26,9 % der Aktien der Nexus AG. Bis zum Ablauf der weiteren Annahmefrist am 3. Januar 2025 des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots sicherte sich TA 94,95 % aller Aktien der Nexus AG. Die Abwicklung der Transaktion („Closing“) erfolgte am 14. April 2025 nach Genehmigung durch die zuständigen regulatorischen Behörden. Zum Börsenkurstichtag, 27. April 2025, d.h. am Ende des Dreimonatszeitraums, hielt TA rund 95,16 % der Aktien, sodass zu diesem Zeitpunkt von einer faktischen Beherrschung ausgegangen werden kann.

Der Sinn und Zweck des Beurteilungskriteriums „Anteilseignerstruktur“ liegt in der Abwägung, ob und inwieweit die Anteilseignerstruktur (isoliert betrachtet) im Einzelfall zu nach unten verzerrten Börsenkursen geführt haben könnte. Insofern könnte im Rahmen der Einschätzung des Beurteilungskriteriums „Anteilseignerstruktur“ berücksichtigt werden, ob die abfindungs- oder ausgleichsauslösende Strukturmaßnahme in einem zeitlichen und materiellen Zusammenhang zu einem vorangegangenen öffentlichen Übernahmeangebot steht, durch das erst die mittel- oder unmittlere Stimmenmehrheit erlangt wurde. D.h. die Stimmenmehrheit im Rahmen freier Transaktionen zwischen fremden Dritten erworben wurde.²¹

Die Anteilseignerstruktur der Nexus AG war vor der Übernahme durch die Project Neptune Bidco GmbH von einem breiten Streubesitz und der Abstinenz eines kontrollierenden Anteilseigners gekennzeichnet. Die Project Neptune Bidco GmbH hat deutlich über 90 % der Anteile (zwischenzeitlich rund 95 %) in zeitlicher Nähe zum Börsenkurstichtag über freiwillige Transaktionen mit fremden Dritten erworben. Darüber hinaus hat sich der Börsenkurs während des Übernahmezeitraums sowie auch in der kurzen Zeit zwischen dem Closing und dem Börsenkurstichtag stabil

²¹ Vgl. Ruthardt, AG 2025, S. 557, Rz. 41. Dies deckt sich inhaltlich mit der Einschätzung zur Rechtsprechung von Ruthardt, AG 2024, S. 771, Rz. 42, der ausführt, dass eine alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses nach der Rechtsprechung des BGH u.a. dann in Frage kommt, wenn der Strukturmaßnahme in einem engen zeitlichen Zusammenhang ein erfolgreiches Übernahmeangebot für das zuvor nicht beherrschte Bewertungsobjekt vorangegangen ist.

im Rahmen des Übernahmeangebots von EUR 70,00 bewegt. Offensichtliche Hinweise für eine negative Beeinflussung bzw. Verzerrung des Börsenkurses im Zeitraum der vorliegenden Beherrschung sind nicht ersichtlich.

Gemäß § 39a Abs. 3 WpÜG ist eine im Rahmen eines Übernahme- oder Pflichtangebots gewährte Gegenleistung (bei einem übernahmerechtlichen Squeeze Out) als angemessen anzusehen, wenn der Bieter auf Grund des Angebots Aktien in Höhe von mindestens 90 % des vom Angebot betroffenen Grundkapitals erworben hat. Zwar kann aus diesem „Markttest“ nicht unmittelbar auf eine angemessene Barabfindung im Rahmen eines aktienrechtlichen Squeeze Out geschlossen werden, dennoch wird einer hohen Annahmequote eine gewisse Indikationswirkung zugemessen. Insofern kann ergänzend darauf hingewiesen werden, dass der nach der Rechtsprechung des BGH maßgebliche Börsenkurs mit EUR 69,16 nur um rund 1,2 % unter dem Übernahmeangebot liegt, dass vorliegend von deutlich mehr als 90 % des vom Angebot betroffenen Grundkapitals angenommen wurde.

Im Ergebnis gehen wir von einer „grünen“ Ausprägung des Beurteilungskriteriums „Anteilseignerstruktur“ aus.²²

²² Vgl. IDW ES 17, Rz. 40.

Liquidität

Eine hohe Liquidität der Aktie erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung. Beispielsweise ist eine geringe Geld-Brief-Spanne ein Maßstab für den Umfang an Transaktionskosten. Geringe Transaktionskosten erhöhen die Wahrscheinlichkeit, dass neue Informationen schnell eingepreist werden und Arbitrageprozesse möglich sind. Eine hohe Liquidität wird von der Rechtsprechung als gewichtiger, wenn nicht gar wichtigster Indikator für die Aussagefähigkeit des Börsenkurses gesehen.

Als Liquiditätsmaße werden in der Praxis und der Rechtsprechung insbesondere die Geld-Brief-Spanne, der Handelsumsatz (mit dem bezahlten Kurs bewertete gehandelte Aktien), das tägliche Handelsvolumen (Anzahl der gehandelten Aktien oder synonym zu Handelsumsatz verwendet), die Anzahl der Handelstage und der Free-Float-Anteil (potenziell für den Handel zur Verfügung stehende Aktien) genannt.²³

In der Kapitalmarkttheorie existieren für die einzelnen Liquiditätskennzahlen keine allgemein anerkannten Schwellenwerte für „liquide“ Aktien.²⁴ Zudem muss bei Veröffentlichungen stets hinterfragt werden, für welchen Zweck von „liquiden“ Aktien gesprochen wird.

In IDW ES 17, Rz. 41, findet sich folgendes Ampelschema:

- **Grün:** Die Liquidität des Wertpapiers des Unternehmens ist im relevanten Zeitraum vergleichbar oder besser als die übliche Liquidität von Unternehmen der liquidesten deutschen Aktienindizes DAX oder MDAX. Dabei ist die Liquidität unter Beachtung der unterschiedlichen Dimensionen eines liquiden Markts (vor allem Marktbreite und -tiefe) anhand von unterschiedlichen Liquiditätskennziffern – z.B. relative Geld-Brief-Spanne, relatives und absolutes Handelsvolumen pro Tag, Handelsumsatz pro Tag oder Anzahl der Handelstage – zu beurteilen.
- **Gelb:** Unter Heranziehung obiger Liquiditätskennziffern liegt keine zu den Unternehmen der deutschen Aktienindizes DAX oder MDAX vergleichbare Liquidität vor.
- **Rot:** Die Kriterien des § 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG oder des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung sind erfüllt. Danach sind im relevanten Zeitraum inländische Börsenkurse nicht zu berücksichtigen, wenn an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden sind und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander abweichen.

²³ Vgl. dazu Popp/Ruthardt, Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechts Handbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.119 ff.

²⁴ Vgl. Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 240, 245; van Rossum in Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl. 2023, § 305 AktG, Rz. 110.

IDW ES 17, Rz. 41, verweist somit zur Abgrenzung „grüner“ Kurse auf die übliche Liquidität der liquidesten deutschen Aktienindizes DAX und MDAX. Eine „rote“ Ausprägung, bei der der Ertragswert aufgrund mangelnder Liquidität der Aktie unmittelbar maßgeblich ist, wird unter IDW ES 17 nur in sehr restriktiven Fällen angenommen. Die hierfür herangezogenen Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung werden auch in der Rechtsprechung als Indiz für eine mangelnde Veräußerbarkeit und damit vollständige Nichtberücksichtigung des Börsenkurses angesehen. In solchen Fällen bildet der Börsenkurs auch keine Untergrenze für die angemessene Kompensation.²⁵

Sind die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung nicht erfüllt und ist gleichzeitig die Liquidität der Aktie nicht vergleichbar zu den Ausprägungen der MDAX-Unternehmen, liegt gemäß IDW ES 17 eine „gelbe“ Ausprägung vor. Da die engen Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung nur in Ausnahmefällen vorliegen und gleichzeitig eine Vergleichbarkeit mit dem MDAX hohe Liquiditätsanforderungen stellt, wird es in der Praxis im Hinblick auf die Ausprägungen der Liquiditätsmaße deutliche Unterschiede „gelber“ Aktien geben. In Anlehnung an IDW ES 17, Rz. 38, ist die Aussagekraft des Börsenkurses (isoliert für das Beurteilungskriterium „Liquidität“) umso kritischer einzuschätzen, je weiter man sich von einer zu den MDAX-Unternehmen vergleichbaren Liquidität entfernt.

Im Hinblick auf die **Geld-Brief-Spanne** wurde in Beschlüssen verschiedener Spruchgerichte eine eingeschränkte Liquidität ab einer Größenordnung von 1,0 % bis 1,25 % gesehen.²⁶ Bei darüber liegenden Werten soll der Kurs zu träge auf Kapitalmarktinformationen reagieren, da die Transaktionskosten durch hohe Geld-Brief-Spannen zu hoch seien.²⁷

Im Hinblick auf den **Handelsumsatz** wurde in einzelnen Beschlüssen jeweils unter Verweis auf Analysen der gerichtlich bestellten Sachverständigen darauf verwiesen, dass ab einem Handelsumsatz von (weniger als) rund TEUR 115 pro Tag „regelmäßig nicht mehr“ von einer hinreichenden Liquidität auszugehen sei.²⁸

Den **durchschnittlichen Handelsumsatz** der Aktie der Nexus AG haben wir zum Börsenkurstichtag analysiert. Die Ergebnisse sind in der folgenden Tabelle dargestellt, jeweils über Ein-Jahresscheiben, die ein Jahr, zwei Jahre, usw. bis fünf Jahre vor dem genannten Stichtag beginnen:²⁹

²⁵ Vgl. Ruthardt/Popp, AG 2020, 240, 244.

²⁶ Vgl. OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17, Tz. 28 (BeckRS); OLG Frankfurt, 20. November 2019, 21 W 77/14, Tz. 78 (BeckRS); LG München I, 28. Juni 2024, 5 HK O 15162/20, Beschlusstext S. 136; LG München I, 9. Juni 2018, 5 HK 4268/17, Beschlusstext S. 65; LG Stuttgart, 20. Dezember 2018, 31 O 38/16, Beschlusstext S. 103.

²⁷ Vgl. LG München I, 30. Juni 2017, 5 HK 13182/15, Beschlusstext S. 120.

²⁸ Vgl. OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17, Tz. 28 (BeckRS); OLG Frankfurt, 20. November 2019, 21 W 77/14, Tz. 78 (BeckRS). Vgl. hierzu kritisch: Popp/Ruthardt, § 12, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.121, Fn. 269.

²⁹ Die erste Spalte (t_{-1} bis t_0) deckt den Zwölfmonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungstichtag ab. Die zweite Spalte (t_{-2} bis t_{-1}) umfasst die Monate 13 bis 24 vor dem Auswertungstichtag, usw.

Durchschn. Handelsumsatz an Tagen mit Handel in TEUR nach Jahresscheiben

Stichtag (t ₀)	t ₋₁ bis t ₀	t ₋₂ bis t ₋₁	t ₋₃ bis t ₋₂	t ₋₄ bis t ₋₃	t ₋₅ bis t ₋₄
27.04.2025	965	227	254	374	318

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen (Handelsplatz XETRA).

In den Beobachtungszeiträumen von zwei bis fünf Jahren vor dem Börsenkurstichtag lagen die durchschnittlichen Handelsumsätze an Tagen mit Handel zwischen TEUR 227 und TEUR 374. Im letzten Jahr vor dem Börsenkurstichtag ist der durchschnittliche Handelsumsatz aufgrund des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebotes deutlich gestiegen.

Im **Dreimonatszeitraum vor dem Börsenkurstichtag** wurde die Aktie der Nexus AG an allen Handelstagen (62 von 62 Tagen) gehandelt. Der durchschnittliche tägliche Handelsumsatz der Aktie der Nexus AG belief sich im Dreimonatszeitraum lediglich auf rund TEUR 77 (Handelsplatz XETRA). Nachdem Anfang Januar 2025 die Annahmefrist für das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot abgelaufen ist, reduzierten sich die durchschnittlichen täglichen Handelsumsätze deutlich. Auf dieser Basis ist zumindest für den Dreimonatszeitraum vor dem Börsenkurstichtag nicht mehr von einem sehr liquiden Börsenkurs auszugehen.

Zur relativen Beurteilung haben wir die durchschnittlichen Handelsumsätze für alle MDAX-Unternehmen für den Zeitraum bis fünf Jahre vor dem Börsenkurstichtag nach Jahresscheiben analysiert. In der folgenden Übersicht werden der marktwertgewichtete Mittelwert, der Median sowie das Minimum und Maximum der Unternehmen im MDAX dargestellt:³⁰

Durchschn. Handelsumsatz an Tagen mit Handel in TEUR nach Jahresscheiben – MDAX

Stichtag (t ₀)	t ₋₁ bis t ₀	t ₋₂ bis t ₋₁	t ₋₃ bis t ₋₂	t ₋₄ bis t ₋₃	t ₋₅ bis t ₋₄
Minimum	946	1.297	851	3.109	5.980
Marktwertgewichteter Mittelwert	11.234	11.713	13.744	19.809	24.169
Median	9.941	8.812	8.528	13.010	15.437
Maximum	41.028	36.628	42.218	64.692	59.478

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen (Handelsplatz XETRA).

³⁰ Die erste Spalte (t₋₁ bis t₀) deckt den Zwölfmonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungsstichtag ab. Die zweite Spalte (t₋₂ bis t₋₁) umfasst die Monate 13 bis 24 vor dem Auswertungsstichtag, usw.

Die durchschnittlichen Handelsumsätze an Tagen mit Handel der Aktien der Nexus AG lagen in den dargestellten Beobachtungszeiträumen nahezu durchweg unter dem Minimum der MDAX-Unternehmen. Allerdings ist im Jahr vor dem Börsenkurstichtag der durchschnittliche Handelsumsatz der Aktie der Nexus AG bedingt durch das erhöhte Handelsvolumen im Rahmen des Übernahmeangebots mit dem Minimum der MDAX-Unternehmen vergleichbar. Im Dreimonatszeitraum lag der durchschnittliche Handelsumsatz der Nexus AG deutlich unter dem Minimum der MDAX-Unternehmen.

Ergänzend haben wir für die Aktie der Nexus AG die durchschnittlichen **Geld-Brief-Spannen** über verschiedene Zeiträume ausgehend vom 27. April 2025 analysiert. Die Ergebnisse sind in der folgenden Tabelle dargestellt:³¹

Durchschn. Geld-Brief-Spannen nach Jahresscheiben (Schlusskurs-Methode)					
Stichtag (t_0)	t_1 bis t_0	t_2 bis t_1	t_3 bis t_2	t_4 bis t_3	t_5 bis t_4
27.04.2025	0,83%	1,14%	1,31%	0,72%	0,91%

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen (Handelsplatz XETRA).

In den dargestellten Beobachtungszeiträumen vor dem Börsenkurstichtag lagen die durchschnittlichen Geld-Brief-Spannen zwischen 0,72 % und 1,31 % und damit teilweise über den in der Rechtsprechung genannten 1,0 % bzw. 1,25 %. Die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne lag im Jahr vor der Bekanntgabe der Absicht, einen Squeeze Out durchzuführen, mit 0,83 % unter den in der Rechtsprechung genannten Grenzwerten.

Im Dreimonatsdurchschnitt vor dem Börsenkurstichtag betrug die Geld-Brief-Spanne der Aktie der Nexus AG rund 0,61 %.

Zur weiteren Einordnung der erhobenen Geld-Brief-Spannen haben wir die Ausprägungen der Geld-Brief-Spannen für alle MDAX-Unternehmen für den gleichen Zeitraum bis fünf Jahre vor dem Börsenkurstichtag nach Jahresscheiben erhoben. Dazu werden in der folgenden Übersicht der marktwertgewichtete Mittelwert, der Median sowie das Minimum und Maximum dargestellt:³²

³¹ Die erste Spalte (t_1 bis t_0) deckt den Zwölfmonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungstichtag ab. Die zweite Spalte (t_2 bis t_1) umfasst die Monate 13 bis 24 vor dem Auswertungstichtag, usw.

³² Die erste Spalte (t_1 bis t_0) deckt den Zwölfmonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungstichtag ab. Die zweite Spalte (t_2 bis t_1) umfasst die Monate 13 bis 24 vor dem Auswertungstichtag, usw.

Durchschn. Geld-Brief-Spannen nach Jahresscheiben (Schlusskurs-Methode) – MDAX

Stichtag (t ₀)	t ₋₁ bis t ₀	t ₋₂ bis t ₋₁	t ₋₃ bis t ₋₂	t ₋₄ bis t ₋₃	t ₋₅ bis t ₋₄
Minimum	0,07%	0,08%	0,06%	0,06%	0,06%
Marktwertgewichteter Mittelwert	0,17%	0,15%	0,13%	0,10%	0,10%
Median	0,15%	0,14%	0,13%	0,10%	0,11%
Maximum	0,37%	0,30%	0,72%	0,26%	0,32%

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen (Handelsplatz XETRA).

Die durchschnittlichen Geld-Brief-Spannen der Aktie der Nexus AG lagen sowohl deutlich über dem marktwertgewichteten Mittelwert und dem Median als auch über dem Maximum der MDAX-Unternehmen über alle dargestellten Zeiträume. Auch im Dreimonatszeitraum vor dem Börsenkurstichtag lag die Geld-Brief-Spanne der Aktie der Nexus AG über dem Maximum der MDAX-Unternehmen.

Unsere Erkenntnisse decken sich mit den Analysen der Bewertungsgutachterin, die zu dem Ergebnis kommt, dass die Aktien der Nexus AG (gemessen an den meisten Liquiditätskennzahlen) weniger liquide als die Aktien der MDAX-Unternehmen sind.

Ferner hat die Bewertungsgutachterin ausgewählte Liquiditätskennzahlen der Nexus AG mit Werten aus verschiedenen jüngeren Entscheidungen aus Spruchverfahren verglichen. An dieser Stelle fügen sich insbesondere die Beschlüsse des OLG Frankfurt a.M. vom 9. Februar 2024 - 21 W 129/22 (Isra-Vision) sowie vom 27. Mai 2025 - 21 W 59/23 (Akasol) ein, in denen bei Geld-Brief-Spannen von 0,46 % bzw. 0,45 % (jeweils im Dreimonatszeitraum) von einer zufriedenstellenden allerdings nicht optimalen Liquidität ausgegangen wurde. Daher wurde jeweils das Ertragswertverfahren zu Kontrollzwecken bzw. für eine umfassende Plausibilisierung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses herangezogen.

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass die Ausprägung des Liquiditätskriteriums gemäß IDW ES 17 als „gelb“ einzustufen ist.

Marktabdeckung

Zur Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren Wert“ ist auch die Beobachtung der Aktie durch professionelle Marktbeobachter wie Analysten, Ratingagenturen oder institutionelle Marktteilnehmer von Relevanz. Professionelle Marktbeobachter sammeln Informationen über das Unternehmen und das Marktumfeld und publizieren Einschätzungen dazu. Das Vorliegen von mehreren Marktmeinungen sowie relativ übereinstimmende Erwartungen der beteiligten Akteure und Marktbeobachter erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung.³³

In IDW ES 17, Rz. 42, findet sich folgendes Ampelschema:

- Grün: Es liegt eine breite und aktuelle Marktabdeckung vor. Zudem weisen die Prognosen der Marktteilnehmer untereinander eine relativ geringe Spannweite auf.
- Gelb: Es liegt eine aktuelle Marktabdeckung vor. Allerdings bestehen deutliche Abweichungen zwischen den Prognosen der Marktteilnehmer untereinander zum Börsenkurstichtag.
- Rot: Das Unternehmen wird nicht durch Analysten beobachtet oder es liegen keine aktuellen Analystenprognosen vor.

Vor der Übernahme gab es regelmäßig Einschätzungen von sieben Analysten für die Aktie der Nexus AG. Die jüngsten uns vorliegenden Analystenreports wurden unmittelbar nach der Bekanntgabe des Übernahmeangebots im November 2024 veröffentlicht und stammen von fünf Analysten.

Die Anzahl der im November 2024 vorliegenden Analystenreports zur Aktie der Nexus AG entspricht noch in etwa dem Minimum der Anzahl an Analysteneinschätzungen, die für MDAX-Unternehmen beobachtet werden können.

Alle fünf Analystenreports berücksichtigen bereits das Übernahmeangebot und nennen übereinstimmend einen Zielkurs in Höhe des Übernahmeangebots von EUR 70,00. Somit liegt der nach der Rechtsprechung des BGH maßgebliche Börsenkurs nur um rund 1,2 % unter den Zielkursen der Analysten. Eine erfolgreiche Übernahme bzw. eine relativ hohe Annahmquote wurde von den Analysten als wahrscheinlich eingeschätzt. Zudem haben die Analysten den Übernahmepreis als fair eingestuft.

Die Bewertungsgutachterin hat zudem die jüngsten vorliegenden Prognosen der Analysten auf der Ebene des Umsatzes, EBITDAs und EBTs, für die Jahre 2024 und 2025 mit den

³³ Vgl. IDW ES 17, Rz. 42.

entsprechenden Ist- bzw. Planzahlen verglichen. Im Ergebnis liegen die Ist- und Plan-Werte im Wesentlichen innerhalb der Bandbreite der von den Analysten prognostizierten Beträgen.

Der Börsenkurstichtag liegt vorliegend mehrere Monate nach der Veröffentlichung der Analystenreports. Aufgrund dieses zeitlichen Versatzes ist zu hinterfragen, ob noch von einer „aktuellen“ Marktabdeckung im Sinne des IDW ES 17, Rz. 42, ausgegangen werden kann.

Im Hinblick auf die Aktualität der von den Analysten im November geäußerten Prognosen kann hinterfragt werden, ob zwischen der Veröffentlichung der Analystenprognosen und dem Börsenkurstichtag potenziell kursbeeinflussende Informationen veröffentlicht wurden, die eine materielle Anpassung der Analystenprognosen zur Folge gehabt haben könnten. Vorliegend ist hierzu allerdings zu berücksichtigen, dass eine Änderung der Analystenprognosen insbesondere bei veränderten Erwartungen im Hinblick auf das Übernahmeangebot zu erwarten gewesen wäre – offensichtliche Anhaltspunkte für solche Veränderungen sind nicht ersichtlich.

Zur weiteren Fundierung haben wir ebenfalls einen Abgleich der im März 2025 veröffentlichten Ist-Zahlen für das Geschäftsjahr 2024 mit den in den Analystenreports aus November 2024 erwarteten Zahlen für das Jahr 2024 vorgenommen. Der Vergleich zeigt, dass die Analysten den Umsatz und das EBIT der Nexus-Gruppe für das Geschäftsjahr 2024 im Mittelwert leicht überschätzten. Auf Ebene des EBT und des Konzernjahresüberschusses liegen die Ist-Zahlen des Jahres 2024 etwas über den im Mittelwert prognostizierten Werten der Analystenreports. Auch aus diesen Analysen ergeben sich keine Hinweise auf eine mangelnde Aktualität der im November 2024 geäußerten Zielkurse der Analysten.

Im Ergebnis gehen wir von einer „grünen“ Ausprägung des Beurteilungskriteriums „Marktabdeckung“ aus.

Umfang der Berichterstattung

Ein hoher Grad an Informationsbereitstellung durch das Unternehmen ist eine Grundvoraussetzung für eine effektive Informationsverarbeitung und -bewertung im Börsenkurs.³⁴

In IDW ES 17, Rz. 43, findet sich folgendes Ampelschema:

- Grün: Das Wertpapier des Unternehmens ist im regulierten Markt oder in einem ausländischen vergleichbaren Börsensegment notiert, das die höchsten Berichterstattungspflichten gegenüber dem Kapitalmarkt umfasst, oder das Unternehmen veröffentlicht (freiwillig) Informationen in einem vergleichbaren Umfang (z.B. Quartalsberichte) und in einer vergleichbaren zeitlichen Nähe zu den dortigen Berichterstattungspflichten.
- Gelb: Das Wertpapier des Unternehmens wird nach Antrag und Zustimmung des Emittenten nur im Freiverkehr gehandelt, unterliegt somit lediglich eingeschränkten Berichterstattungspflichten gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern und veröffentlicht auch freiwillig keine Informationen, die den höchsten Berichterstattungspflichten entsprechen.
- Rot: Das Wertpapier des Unternehmens wird ohne Antrag oder Zustimmung des Emittenten im Freiverkehr gehandelt, sodass keine spezifischen Berichterstattungspflichten gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern bestehen.

Die Aktien der Nexus AG werden u. a. im regulierten Markt (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt und werden in verschiedene Indizes einbezogen (u. a. CDAX, DAX Software, DAX Technology All Share). Die Nexus AG unterliegt damit nicht nur der Pflicht nach WpHG, halbjährige Zwischenberichte zu veröffentlichen, sondern ist auch verpflichtet, Quartalsberichte zu publizieren. Zudem bestehen Ad-hoc Publizitätspflichten. Durch die Zulassung zum Prime Standard unterliegt die Nexus AG weiteren Zulassungsfolgepflichten, die sich durch ein im Vergleich zum General Standard höheres Maß der Transparenzanforderungen auszeichnen.

Darüber hinaus liegen uns keine Hinweise für eine Verletzung der Informationspflichten durch die Nexus AG vor.

Das Beurteilungskriterium „Umfang der Berichterstattung“ ist gemäß IDW ES 17, Rz. 43, als „grün“ einzuordnen.

³⁴ Vgl. IDW ES 17, Rz. 43.

Stichtagsprinzip

Bei der Ermittlung der angemessenen Kompensation sind die Verhältnisse des Unternehmens im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über die Strukturmaßnahme (Bewertungsstichtag) zu berücksichtigen. Zur Einhaltung des Stichtagsprinzips ist zu beurteilen, ob der relevante Börsenkurs zum Börsenkurstichtag die Verhältnisse zum Bewertungsstichtag angemessen reflektiert.³⁵

In IDW ES 17, Rz. 44, findet sich folgendes Ampelschema:

- Grün: Die operative und finanzielle Struktur des Unternehmens und die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben sich zwischen dem Referenzzeitraum für den Börsenkurs und dem Bewertungsstichtag nicht deutlich verändert.
- Rot: Die operative und finanzielle Struktur oder die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben sich zwischen dem Referenzzeitraum für den Börsenkurs und dem Bewertungsstichtag deutlich verändert. Ein unternehmensbezogener Anhaltspunkt hierfür ist, wenn die Gesellschaft zwischen dem Börsenkurstichtag und dem Bewertungsstichtag eine Ad-hoc-Mitteilung, für die die Vermutung einer kursbeeinflussenden Tatsache gilt, zu einem Unternehmensereignis herausgegeben hat.

Insofern ist gemäß IDW ES 17, Rz. 44, zu analysieren, ob sich die operative und finanzielle Struktur des Unternehmens und die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zwischen dem Referenzzeitraum für den Börsenkurs bzw. dem Börsenkurstichtag und dem Bewertungsstichtag deutlich verändert haben könnten.

Die Bewertungsgutachterin hat dazu die dem Kapitalmarkt kommunizierten bzw. von den Analysten erwarteten Ergebnisse mit den nach dem Börsenkurstichtag veröffentlichten Ist-Ergebnissen für das Geschäftsjahr 2024 sowie den Halbjahreszahlen 2025 abgeglichen. Diese Analyse haben wir nachvollzogen. Wir teilen die Einschätzung der Bewertungsgutachterin, dass sich die wirtschaftliche Entwicklung der Nexus-Gruppe insoweit mit den Erwartungen der Marktteilnehmer deckt.

³⁵ Vgl. IDW ES 17, Rz. 44.

Im Zeitraum zwischen dem Börsenkurstichtag und der Unterzeichnung dieser gutachtlichen Stellungnahme hat die Nexus-Gruppe ihr Geschäft grundsätzlich in gewöhnlichem Umfang fortgesetzt. Soweit in der Zeit zwischen dem Börsenkurstichtag und dem Bewertungsstichtag in kleinerem Umfang M&A Aktivitäten („Mikroakquisitionen“) erfolgt sind, ist festzuhalten, dass solche kleineren Zukäufe zu der bestehenden und kommunizierten Geschäftsstrategie der Nexus-Gruppe gehören. So wurden in den vergangenen Geschäftsjahren 2022 bis 2024 mehr als zehn Unternehmensakquisition umgesetzt.

Darüber hinaus ergeben sich aus der auf den Bewertungsstichtag bezogenen Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts gemäß IDW S 1 keine Hinweise darauf, dass vorliegend der Börsenkurs den „wahren“ Wert unterschreitet (vgl. unten Abschnitt 7.4 ff.).

Im Ergebnis gehen wir von einer „grünen“ Ausprägung des Beurteilungskriteriums „Stichtagsprinzip“ aus.

Kursbeeinflussung

Zur weiteren Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses ist der Beobachtungszeitraum gemäß IDW ES 17, Rz. 45, daraufhin zu untersuchen, ob offensichtliche Anhaltspunkte für eine nicht durch die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartungen der Investoren beeinflusste Börsenkursentwicklung vorliegen.

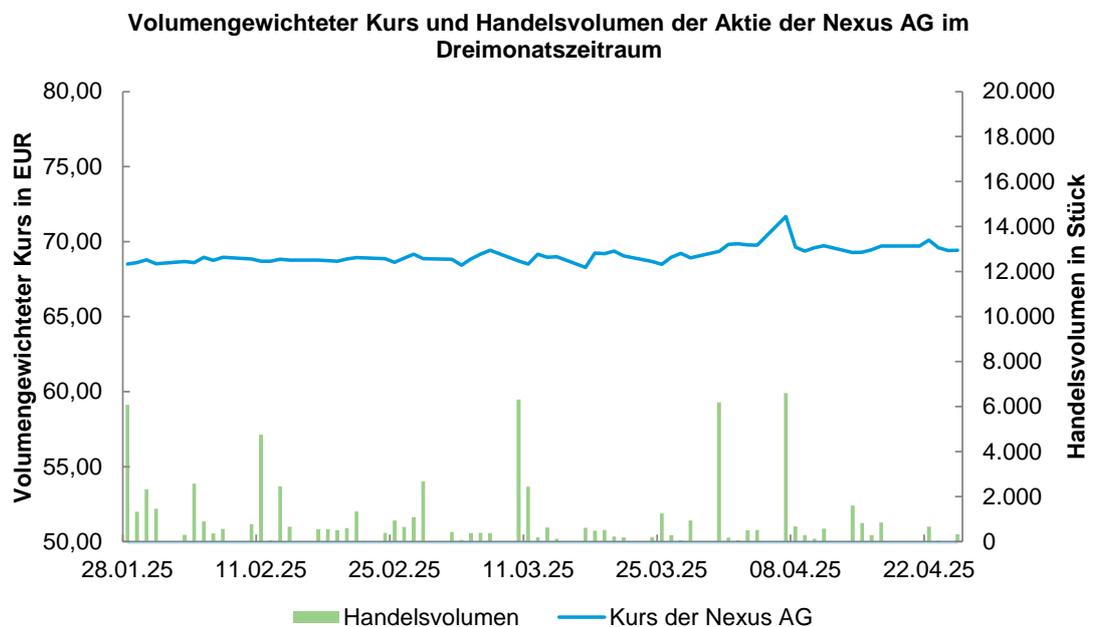
In IDW ES 17, Rz. 45, findet sich folgendes Ampelschema:

- Grün: Es liegen keine offensichtlichen Anhaltspunkte für eine nicht durch die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartung der Investoren beeinflusste Börsenkursentwicklung vor.
- Gelb: Es liegen offensichtliche Anhaltspunkte für eine nicht durch die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartung der Investoren beeinflusste Börsenkursentwicklung vor. Solche Anhaltspunkte sind z.B. deutliche Kursausschläge von über 5 %, die nicht durch neue Informationen zum konkreten Wertpapier oder zum Markt erklärt werden können, und eingeleitete Ermittlungen von Behörden oder Gerichten zu Börsenkursmanipulationen.
- Rot: Es liegen behördlich oder gerichtlich festgestellte Verstöße gegen die Vorschriften der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 (Marktmissbrauchsverordnung) vor.

Uns liegen keine Hinweise für behördlich oder gerichtlich festgestellte Verstöße der Nexus AG gegen die Marktmissbrauchsverordnung vor, zudem sind uns keine eingeleiteten Ermittlungen von Behörden oder Gerichten zu Börsenkursmanipulationen bekannt.

Im Rahmen des Beurteilungskriteriums „Kursbeeinflussung“ kann zunächst untersucht werden, ob deutliche Kursausschläge von über 5 % vorlagen, die nicht durch neue Informationen zum konkreten Wertpapier oder zum Markt erklärt werden können.³⁶ Das Vorliegen eines „Kursauschlags“ orientiert sich betragsmäßig an § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung, der auf nacheinander³⁷ festgestellte Abweichungen der Börsenkurse um mehr als 5 % verweist.

Die folgende Darstellung zeigt den täglichen, volumengewichteten Kurs und das Handelsvolumen der Aktie der Nexus AG im Dreimonatszeitraum vor dem Börsenkurstichtag:



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen (regulierter Markt).

Im Dreimonatszeitraum liegen keine deutlichen Kursausschläge über 5 % vor. Die größte Kursveränderung fand am 8. April 2025 um -2,8 % statt, nachdem der Kurs am Vortag um 2,7 % gestiegen war.³⁸

³⁶ Vgl. IDW ES 17, Rz. 45.

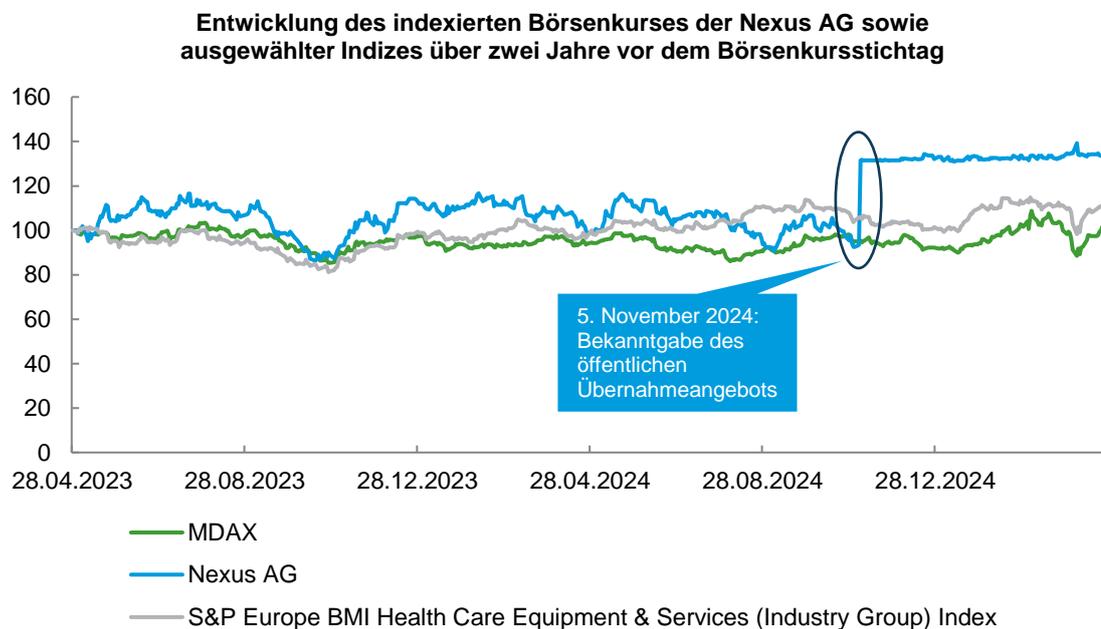
³⁷ Vgl. hierzu: BGH vom 22. Oktober 2019 - XI ZR 682/18, Rz. 12 (BeckRS).

³⁸ Kurssprünge jeweils basierend auf den umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkursen pro Tag ermittelt. Vgl. hierzu: OLG Karlsruhe, 8. Mai 2025, 12 W 21/23, Rz. 57 (BeckRS).

Zur Analyse offensichtlicher Anhaltspunkte für eine nicht durch die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartung der Investoren beeinflusste Börsenkursentwicklung kann darüber hinaus analysiert werden, ob sich der Börsenkurs von der Kursentwicklung des Marktes abgekoppelt hat.

Die Bewertungsgutachterin hat dazu die Entwicklung des Aktienkurses der Nexus AG der Entwicklung der aggregierten Peer Group über den Zeitraum von Anfang Januar 2023 bis Ende Mai 2025 analysiert. Sie kommt zu dem Ergebnis, dass sich der Aktienkurs in mehreren Zeiträumen von der Entwicklung der aggregierten Peer Group abgekoppelt hat. Diese Abweichungen werden über verschiedene positive Ergebnisveröffentlichungen der Nexus AG sowie das Übernahmeangebot im November 2024 erklärt.

Ergänzend dazu zeigt die folgende Abbildung die Entwicklung des Börsenkurses der Nexus AG im Vergleich zur Entwicklung des MDAX und eines branchenspezifischen Index über zwei Jahre vor dem Börsenkurstichtag. Beide Indizes sowie die Aktie der Nexus AG wurden zu Vergleichszwecken auf den 28. April 2023 (zwei Jahre vor dem Börsenkurstichtag) normiert:



Quelle: Bloomberg, Capital IQ, eigene Berechnungen.

Aus der Abbildung wird insbesondere die Abkopplung des Kurses der Nexus AG aufgrund der Bekanntgabe des öffentlichen Übernahmeangebots durch die Project Neptune Bidco GmbH von den Entwicklungen des MDAX und des branchenspezifischen Index S&P Europe BMI Health Care Equipment & Services (Industry Group) Index seit November 2024 deutlich. Mit der Bekanntgabe des öffentlichen Übernahmeangebots am 5. November 2024 stieg der XETRA-Schlusskurs der Nexus AG sprunghaft von EUR 48,55 um mehr als 40 % auf EUR 68,40. In der Folgezeit und auch im Dreimonatszeitraum vor dem Börsenkurstichtag verlief der Kurs der Nexus AG weitgehend flach und war weiterhin offensichtlich durch das Übernahmeangebot und die damit zusammenhängenden Renditeerwartungen der Investoren geprägt. Im Dreimonatszeitraum lag der eintägige volumengewichtete Börsenkurs lediglich an zwei einzelnen Tagen vorübergehend über EUR 70,00.³⁹ Abgesehen davon hat sich der Kurs im Dreimonatszeitraum leicht unter EUR 70,00 bewegt.

Die Nexus AG veröffentlichte im gesamten Dreimonatszeitraum, abgesehen von den regelmäßigen Mitteilungen, dass keine Aktien im Rahmen des Aktienrückkaufs der Gesellschaft gekauft wurden, keine weiteren Ad-hoc-Mitteilungen. Daneben haben wir die im Dreimonatszeitraum veröffentlichten Pressemitteilungen analysiert. Nach unserer Einschätzung lagen keine Ad-hoc-Mitteilungen oder Pressemitteilungen im Dreimonatszeitraum vor, die zu einer wesentlichen Kursbeeinflussung des Börsenkurses der Nexus AG hätten führen können. Vor diesem Hintergrund erscheint der nahezu flache Kursverlauf der Nexus AG im Dreimonatszeitraum nachvollziehbar.

Soweit der Kurs – wie hier – aufgrund eines (freiwilligen) Übernahmeangebots von der Marktentwicklung abgekoppelt ist, kann er nach der Auffassung des OLG Frankfurt a.M. aufgrund der dadurch nach unten begrenzten Schwankungsbreite zwar nicht (mehr) als Risikomaß (d.h. für die Ermittlung des originären Betafaktors) herangezogen werden, wohl aber als Obergrenze für den inneren Wert der Aktie.⁴⁰ Dieser Auffassung zustimmend hat der BGH festgehalten, dass jedenfalls „bei der Überprüfung der Angemessenheit einer vertraglich festgelegten Abfindung [...] ein, wie vorliegend, durch Übernahmespekulationen nach oben verzerrter Börsenkurs unabhängig von einer daraus folgenden Verzerrung des originären Betafaktors des Unternehmens und dessen Verwerfung im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht gegen seine Verwendung als Schätzgrundlage“ spreche. „Denn der nach oben verzerrte, die operative Ertragskraft des Unternehmens ggf. übersteigende Börsenkurs stellt den Anteilseigner besser.“⁴¹ Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass nach der aktuellen obergerichtlichen Rechtsprechung – isoliert betrachtet für das Beurteilungskriterium „Marktbeeinflussung“ – bei Vorliegen eines allein aufgrund eines Übernahmeangebots von der allgemeinen Marktentwicklung abgekoppelten und nach oben

³⁹ Am 7. April EUR 71,67 je Aktie sowie am 22. April EUR 70,10 je Aktie.

⁴⁰ Vgl. OLG Frankfurt a.M. vom 9. Februar 2024 - 21 W 129/22, Rz. 33 f.

⁴¹ BGH vom 31. Januar 2024 - II ZB 5/22, AG 2024, S. 665, Rz. 39; unter Verweis auf Decher, AG 2023, S. 106 Rn. 67 f.; a.A. Knoll/Sekera-Terplan, GWR 2022, S. 341.

verzerrten Börsenkurses eine alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Ermittlung einer Barabfindung nicht ausgeschlossen ist.⁴²

In diesem Zusammenhang halten wir fest, dass nach unseren Erkenntnissen jedenfalls keine offensichtlichen Anhaltspunkte dafür vorliegen, dass der Börsenkurs die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartungen der Investoren zu niedrig bewertet.

Ergänzend weisen wir darauf hin, dass sich auch aus der auf den Bewertungsstichtag bezogenen Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts gemäß IDW S 1 keine Hinweise darauf ergeben, dass vorliegend der Börsenkurs den „wahren“ Wert unterschreitet (vgl. unten Abschnitt 7.4 ff.).

Im Ergebnis gehen wir jedenfalls im Hinblick auf die vorliegende Beurteilung einer angemessenen Barabfindung⁴³ von einer „grünen“ Ausprägung des Beurteilungskriteriums „Kursbeeinflussung“ aus.

⁴² Dies deckt sich mit der Einschätzung zur Rechtsprechung von Ruthardt, AG 2024, S. 771, Rz. 42, der ausführt, dass eine alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses nach der Rechtsprechung des BGH in Frage kommt, wenn die folgenden Kriterien von dem entscheidenden Gericht eindeutig positiv im Hinblick auf eine effektive Informationsbewertung beurteilt werden: Stichtagsprinzip; Informationsasymmetrie (Umfang der Berichterstattung, Marktabdeckung); Anteilseignerstruktur (der Strukturmaßnahme ist in einem engen zeitlichen Zusammenhang ein erfolgreiches Übernahmeangebot für das zuvor nicht beherrschte Bewertungsobjekt vorangegangen); Liquidität.

⁴³ Soweit der Börsenkurs im Einzelfall nach oben „verzerrt“ ist, wäre er ohnehin in den meisten Fällen als Untergrenze der Barabfindung maßgeblich (vgl. dazu Abschnitt 5.4). Wenn im Einzelfall der Börsenkurs über dem „wahren“ bzw. inneren Wert liegt, kann die Abfindung maßgeblich auf Basis des Börsenkurses festgelegt werden. Anders zu beurteilen wäre im Einzelfall ggf. die Frage der Relevanz eines, in der Folge eines Übernahmeangebots gegenüber dem inneren Wert nach oben verzerrten, Börsenkurses als Verrentungsbasis für die Ermittlung der angemessenen Ausgleichszahlung nach (§ 304 AktG). Dies deckt sich mit der Rechtsprechung, die – jedenfalls in der Zeit vor den beiden BGH-Beschlüssen der Jahre 2023 und 2024 als Verrentungsbasis regelmäßig auf den Ertragswert verwiesen hat, selbst dann, wenn dieser unter dem Börsenkurs lag. Vgl. Ruthardt, AG 2024, S. 771, Rz. 63.

c) Gesamtbeurteilung zur Angemessenheit des Börsenkurses der Nexus AG

Die folgende Darstellung gibt einen zusammenfassenden Überblick über die vorstehend analysierten Beurteilungskriterien sowie deren Ausprägungen im Fall der Aktie der Nexus AG:

Kriterium	Beurteilung
Anteilseignerstruktur	
Liquidität	
Marktabdeckung	
Umfang der Berichterstattung	
Stichtagsprinzip	
Kursbeeinflussung	

Da nach unserer Einschätzung bei mindestens einem Beurteilungskriterium von einer „gelben“ Ausprägung auszugehen ist, ist unter Berücksichtigung des IDW ES 17, Rz. 38, die Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts nach IDW S 1 erforderlich. Vor dem Hintergrund der oben dargestellten Analysen und Beurteilungen gehen wir vorliegend davon aus, dass der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 – d. h. das Ertragswertverfahren – unter Berücksichtigung der Rechtsprechung und den Grundsätzen des IDW ES 17 zu Kontrollzwecken bzw. für eine umfassende Plausibilisierung heranzuziehen ist.

Unter Berücksichtigung der in der Folge dargestellten Ergebnisse zur Prüfung der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts gemäß IDW S 1 i. d. F. 2008 teilen wir die Einschätzung der Bewertungsgutachterin, dass der Börsenkurs im vorliegenden Fall eine angemessene Grundlage zur Bemessung der Abfindung darstellt.

5.4 Beurteilung des Börsenkurses als Untergrenze der Barabfindung

Die Beurteilung, ob im konkreten Fall der Börsenkurs oder der gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 ermittelte objektivierte Unternehmenswert je Aktie den „wahren“ Wert abbildet, ist zu trennen von der Frage, ob ein Börsenkurs als Wertuntergrenze – auch sog. „Desinvestitionswert“ – für eine Abfindung Relevanz hat. Diese Untergrenzenfunktion des Börsenkurses geht auf die DAT/ALTANA Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999⁴⁴ zurück, in der die Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze bei der Bemessung der Abfindung im Falle des Abschlusses eines Ergebnisabführungsvertrags und bei der Eingliederung hervorgehoben wurde, die nach ganz herrschender Meinung und Rechtsprechung des BGH⁴⁵ auch auf Squeeze-Out-Fälle Anwendung findet. Für diese Untergrenzenfunktion⁴⁶ des Börsenkurses kommt es nur darauf an, ob eine Veräußerung zu diesem Kurs unter Abstraktion von der relevanten Strukturmaßnahme möglich gewesen wäre. Anders als beim „wahren“ Wert ist dagegen das Ausmaß der Informationseffizienz oder eine „richtige“ Informationsbewertung durch den Markt nicht von Relevanz.

Ein Unterschreiten des Börsenkurses bei der Festlegung der Barabfindung kommt nach der Rechtsprechung lediglich in Ausnahmefällen in Betracht, wenn

- über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel der Aktie stattgefunden hat,
- einzelne Aktionäre aufgrund einer Marktengpass nicht in der Lage gewesen wären, ihre Aktien am Markt zu veräußern, oder
- Anzeichen für eine Manipulation des Börsenkurses vorliegen.⁴⁷

Als grundsätzlich nicht entscheidend wird gesehen, „ob es der Gesamtheit der außenstehenden Aktionäre möglich gewesen wäre, ihre Aktien zum Stichtag oder auch in einem überschaubaren Zeitraum zum festgestellten Börsenkurs zu verkaufen“.⁴⁸ Auch soll es nicht darauf ankommen, wie sich der Börsenkurs verändert hätte, wenn „alle Minderheitsaktionäre gezwungen gewesen wären, ihre Beteiligung zu veräußern“.⁴⁹

⁴⁴ Vgl. BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566 ff.

⁴⁵ Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 630.

⁴⁶ In der Literatur wird teilweise vertreten, dass ein aussagekräftiger Börsenkurs allein maßgeblich sei und keine Untergrenze mehr darstelle; vgl. Wasmann, AG 2023, S. 810 ff; Herfs, AG 2024, S. 653 ff.

⁴⁷ Vgl. BGH, 12. März 2001, II ZB 15/00, NJW 2001, S. 2080, 2082.

⁴⁸ OLG Stuttgart, 14. Februar 2008, 20 W 9/08, Tz. 50 (juris).

⁴⁹ OLG Frankfurt, 30. März 2010, 5 W 32/09, Tz. 35 (juris).

Für die Prüfung der freiwilligen Veräußerbarkeit werden in der Rechtsprechung die **Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung** als Indiz herangezogen.⁵⁰

Unter Bezugnahme auf die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung scheidet eine Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze der Barabfindung aus, wenn (1) an weniger als einem Drittel der Börsentage im Berechnungszeitraum Kurse festgestellt wurden und (2) mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander abweichen. Der BGH hat hierzu klarstellend festgestellt, dass die zwei Kurssprünge von jeweils über 5 % an zwei unmittelbar hintereinander folgenden Tagen (mit Handel) vorliegen müssen.⁵¹

Die Aktie der Nexus AG wurde im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Squeeze-Out-Ab-sichten an 62 von 62 Tagen und somit an mehr als einem Drittel der Handelstage im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Insoweit kommt es auf die Untersuchung von Kurssprüngen vorliegend nicht an.

Da die engen Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung vorliegend nicht erfüllt sind, stellt der umsatzgewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs in Höhe von **EUR 69,16** (entsprechend einer Mitteilung der BaFin vom 21. Juli 2025) die Untergrenze der angemessenen Abfindung dar.

⁵⁰ Vgl. OLG Karlsruhe, 16. April 2024, 12 W 27/23, Tz. 59 (BeckRS); OLG Hamburg, 7. September 2020, 13 W 123/20, Tz. 30 (BeckRS); OLG Karlsruhe, 12. September 2017, 12 W 1/17, Tz. 33 (BeckRS); OLG Frankfurt, 28. März 2014, 21 W 15/11, AG 2014, S. 822; LG München I, 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22, Beschlusstext S. 24; LG Frankfurt, 9. März 2023, 3-05 O 183/21, Beschlusstext S. 35; LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 91; LG Stuttgart, 8. Mai 2019, 31 O 25/13, Tz. 294 (BeckRS).

⁵¹ Vgl. BGH, 22. Oktober 2019, XI ZR 682/18, Tz. 12 (BeckRS).

6. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit der von der Bewertungsgutachterin erstellten Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung des IDW S 1

Die Bewertungsgutachterin hat den objektivierten Unternehmenswert („Unternehmenswert“) der Nexus AG unter Anwendung der Ertragswertmethode nach IDW S 1 i. d. F. 2008 in der Funktion eines neutralen Gutachters ermittelt. Der Ermittlung des Unternehmenswerts liegt die nach Auskunft der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Berichtserstellung aktuelle Planungsrechnung der Nexus-Gruppe für das Budget-Jahr 2025 sowie die Planjahre 2026 bis 2029 zugrunde.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Planungsrechnung auf Konsistenz und Plausibilität der Annahmen untersucht.⁵² Unsere Prüfungshandlungen haben wir auf Vergangenheitsanalysen, Erläuterungen zur Planungsrechnung durch das Management, Arbeitsunterlagen der Bewertungsgutachterin sowie veröffentlichte markt- und wettbewerbsbezogene Informationen gestützt.

Eine Planung ist insgesamt als plausibel anzusehen, wenn sie sowohl rechnerisch richtig und auf Grundlage eines geeigneten Planungsprozesses erstellt ist als auch konsistent an die Vergangenheits- und Lageanalyse des Bewertungsobjekts anknüpft, bestehende Abweichungen zur vergangenen Entwicklung schlüssig erklärbar sind und die erwartete Entwicklung des Bewertungsobjekts nachvollziehbar reflektiert ist.⁵³ Dagegen kann eine unvertretbare und damit unplausible Planung vorliegen, wenn sie einseitige, systematische Verzerrungen aufweist oder wenn bei entsprechender Marktcontinuität ein bisher auch in den besten oder schlechtesten Zeiten nie erreichtes Niveau ohne nachvollziehbare Begründung geplant worden ist.⁵⁴

Zur internen Plausibilisierung haben wir die historische Entwicklung der Nexus-Gruppe betrachtet. Zudem hat uns das Management der Gesellschaft die Geschäftstätigkeit sowie die Grundlagen und Annahmen der Planungsrechnung ausführlich erläutert. Zur externen Plausibilisierung der Planung haben wir ferner diverse Kennzahlen und Steigerungsraten ermittelt und Abgleiche mit Markt- und Wettbewerbsinformationen sowie mit historischen und von Analysten prognostizierten Kennzahlen von Vergleichsunternehmen (Peer-Group-Unternehmen) vorgenommen. Zu Einzelheiten verweisen wir auf unsere nachstehenden Ausführungen.

⁵² Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 5.

⁵³ Vgl. OLG Düsseldorf, 25. Februar 2020, 26 W 7/18, Tz. 39 (BeckRS).

⁵⁴ Vgl. Thüringer OLG, 16. Mai 2022, 2 W 197/19, Beschlusstext S. 22; OLG Düsseldorf, 24. September 2020, 26 W 5/16, Tz. 37 (BeckRS).

Für die Vergangenheitsanalysen lagen uns die Prüfungsberichte der Jahres- und Konzernabschlüsse der Nexus AG für die Geschäftsjahre 2022 bis 2024 vor. Wesentliche Einflussfaktoren wurden uns von dem Management in Gesprächen ergänzend erläutert.

Zur Prüfung der Unternehmensbewertung haben wir die von der Bewertungsgutachterin in elektronischer Form zur Verfügung gestellten Bewertungsmodelle, die Stellungnahme sowie weitere Bewertungsunterlagen der Bewertungsgutachterin herangezogen. Zu Einzelfragen wurde uns jeweils mündlich und/oder in schriftlicher Form Auskunft erteilt. Bei der Beurteilung der methodischen Vorgehensweise haben wir geprüft, ob die Grundsätze des IDW S 1 i.d.F. 2008 beachtet worden sind. Den Kapitalisierungszinssatz haben wir anhand der Arbeitsunterlagen der Bewertungsgutachterin sowie auf Basis öffentlich zugänglicher Kapitalmarktdaten geprüft. Auf der Grundlage der zur Verfügung gestellten Vergangenheitsinformationen sowie durch eine Befragung der uns benannten Auskunftspersonen haben wir untersucht, ob nicht betriebsnotwendiges Vermögen gesondert zu erfassen ist.

Bei der Überprüfung der Ertragswertermittlung haben wir folgende Prüfungsschwerpunkte festgelegt:

1. Vollständigkeit der Abbildung des Bewertungsobjekts,
2. Analyse des Markt- und Wettbewerbsumfeldes,
3. Analyse der Bereinigungen im Rahmen der Vergangenheitsanalyse,
4. zutreffende Anwendung des IDW S 1 i.d.F. 2008,
5. Plausibilität der verabschiedeten Planung unter Berücksichtigung aktueller Entwicklungen,
6. Ableitung der Grobplanungsphase sowie des nachhaltigen Ergebnisses, der nachhaltigen Thesaurierung und nachhaltigen preisbedingten Wachstumsrate,
7. Zusammenstellung der Peer Group und Ableitung des Betafaktors.

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

7. Prüfungsfeststellungen zur Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung des IDW S 1 im Einzelnen

7.1 Objektivierter Unternehmenswert

a) Grundlagen

In Theorie, Praxis und Rechtsprechung besteht heute Einigkeit, dass es einen „objektiven, allgemeingültigen“ Unternehmenswert nicht gibt. Vielmehr wird die Abhängigkeit vom jeweiligen Bewertungszweck herausgestellt. Ob ein Entscheidungs-, Schieds- oder objektivierter Wert zu ermitteln ist, wird durch den Zweck determiniert, zu dem die Bewertung erfolgt, und ist somit abhängig von der Funktion, die der Bewerter einnimmt.

In Abhängigkeit vom jeweiligen Bewertungszweck ergeben sich in der Regel unterschiedliche Annahmen über die Prognose und Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse, Art und Umfang einzubeziehender Synergien sowie zu den persönlichen Verhältnissen der Anteilseigner bzw. deren anlassbezogenen Typisierung. Daher setzt eine sachgerechte Unternehmenswertermittlung voraus, dass im Rahmen der Auftragserteilung festgelegt wird, in welcher Funktion der Wirtschaftsprüfer tätig wird, um daraus die dem jeweiligen Bewertungszweck entsprechenden Annahmen und Typisierungen herleiten zu können.

Nach herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis, der auch die von A&M erstellte Bewertung folgt, ist im Rahmen der Ermittlung einer angemessenen Abfindung auf den objektivierten Unternehmenswert abzustellen.⁵⁵ Der objektivierter Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren.⁵⁶

⁵⁵ Vgl. OLG Stuttgart, 26. Dezember 2024, 20 W 27/20, Beschlusstext S. 48 f.; OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 74 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 21. Februar 2019, 26 W 5/18, Tz. 42 (BeckRS); LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 31; LG München I, 28. Juni 2024, 5 HK O 16162/20, Beschlusstext S. 49; LG München I, 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22, Beschlusstext S. 27.

⁵⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 29.

b) Zukunftserfolgswert (Ertragswert)

Der Barwert der künftigen finanziellen Überschüsse bildet den theoretisch richtigen Wert eines Unternehmens. Nach IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 7, kann der Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert nach dem Ertragswertverfahren oder nach den Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden.

Vorliegend wurde der objektivierte Unternehmenswert der Nexus AG durch die Bewertungsgutachterin nach dem in der Praxis in Deutschland am meisten verbreiteten und von der Rechtsprechung anerkannten **Ertragswertverfahren** ermittelt.

Die Bewertungsgutachterin hat nach unserer Einschätzung den Ertragswert rechnerisch richtig ermittelt (vgl. Abschnitt 7.4 i)).

Da bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung und des Risikogehalts der Tax Shields sowie bei Verwendung geeigneter Formeln zur Anpassung des Betafaktors an die Kapitalstruktur, die Discounted-Cashflow-Verfahren und das Ertragswertverfahren zu gleichen Unternehmenswerten führen,⁵⁷ konnte auf eine zusätzliche Darstellung der Unternehmenswerte nach einem Discounted-Cashflow-Verfahren verzichtet werden.

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der **Kapitalisierungszinssatz** repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage, die dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.⁵⁸ Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und einen von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderten Risikozuschlag zerlegen.

Die von der Bewertungsgutachterin angesetzten Kapitalisierungszinssätze sind nach unserer Einschätzung nachvollziehbar abgeleitet worden und betragsmäßig angemessen (vgl. Abschnitt 7.4 g)).

⁵⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 101.

⁵⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 114.

Synergieeffekte

IDW S 1 unterscheidet im Einklang mit der Rechtsprechung in Spruchverfahren zwischen echten und unechten Synergieeffekten.⁵⁹ **Echte Synergien** ergeben sich erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme. Dagegen sind sogenannte **unechte Synergieeffekte** dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne die Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen.⁶⁰

Im Rahmen der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts sind die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten zu berücksichtigen.⁶¹ Dies gilt nach Auffassung der Rechtsprechung jedoch nur insoweit, als die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind.⁶²

Der Einbezug **echter Synergien** ist dagegen im Rahmen der objektivierten Bewertung im Einklang mit der herrschenden Meinung der Rechtsprechung nicht angezeigt.⁶³

Im Rahmen unserer Arbeiten haben wir die Synergiethematik sowohl mit dem Vorstand der Nexus AG als auch Vertretern des Hauptaktionärs erörtert und qualitativ dargelegte Erwartungen nachvollzogen. Ausweislich der Angebotsunterlage der Project Neptune Bidco GmbH vom 18. November 2024, S. 36, möchte der Hauptaktionär die Nexus AG insbesondere bei der Wachstumsstrategie, die nach den uns erteilten Auskünften in der der Bewertung zugrunde gelegten Planungsrechnung abgebildet ist, unterstützen. Insoweit berücksichtigt die Bewertung durch die Bewertungsgutachterin nach unseren Erkenntnissen aus der Sicht des Bewertungsstichtags unter Abstraktion von der Strukturmaßnahme des Squeeze Outs erwartete Effekte. Die Planungsrechnung bildet aus der Perspektive des Bewertungsstichtags nicht konkretisiertes, allerdings unter dem Geschäftsmodell der Nexus AG auch zukünftig grundsätzlich erwartbares, anorganisches Wachstum aus M&A-Aktivitäten nicht explizit ab. Dahinter steht die vertretbare Annahme, dass zukünftig von der Nexus AG getätigte Investitionen ihre Kapitalkosten verdienen und insofern eine kapitalwertneutrale Verwendung der nicht explizit geplanten investiven Beträge unterstellt wird (vgl. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 37).

⁵⁹ Vgl. ausführlich Popp, Der Konzern 2023, S. 58, 65 f.; Bertl/Popp, RWZ 2022, S. 88 ff.; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.30 ff.

⁶⁰ Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 120.

⁶¹ Vgl. IDW S 1 i. d. F. 2008, Tz. 34.

⁶² Vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 60 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 10. März 2016, 26 W 14/13, Tz. 51 (BeckRS).

⁶³ Vgl. OLG Stuttgart, 26. Dezember 2024, 20 W 27/20, Beschlusstext S. 60; OLG München, 19. Januar 2022, 31 Wx 366/17, Beschlusstext S. 18; OLG Hamburg, 23. September 2021, 13 W 87/18, Beschlusstext S. 15; OLG Düsseldorf, 8. Juli 2021, 26 W 10/20, Beschlusstext S. 20; OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 41; OLG Düsseldorf, 24. September 2020, 26 W 5/16, Tz. 56 (BeckRS); OLG Stuttgart, 3. März 2020, 20 W 2/17, Beschlusstext S. 21; OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16, Tz. 81 (BeckRS); OLG Zweibrücken, 14. August 2018, 9 W 4/14, Beschlusstext S. 21; OLG München, 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, Tz. 46 (BeckRS); OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 61 (BeckRS).

Gewinnverwendungspolitik

Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 35, ist bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des dokumentierten Unternehmenskonzepts und rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Die Gewinnverwendungspolitik wird von der Rechtsprechung als unternehmerische Entscheidung des Vorstands der Gesellschaft gesehen,⁶⁴ die nicht dahingehend zu überprüfen sei, ob sie sich gewinnmaximierend auswirkt.⁶⁵

Im Rahmen der **Gewinnverwendungspolitik** sind die Innenfinanzierung in der Detailplanungsphase sowie die Wachstumsthesaurierung in der Rentenphase festzulegen. Ergibt sich aus dem integrierten Planungsmodell in der Detailplanungsphase temporär nach Ausnutzung der geplanten Fremdfinanzierung ein Kapitalbedarf, kann dieser durch die Nichtausschüttung von Gewinnen finanziert werden. Diese Form der **Innenfinanzierung** in der Detailplanungsphase (auch sog. Ist-Thesaurierung) kann zur Tilgung von Verbindlichkeiten oder zur Verwendung für operativ notwendige Investitionen herangezogen werden.

In der Rentenphase wird regelmäßig von einem preis- bzw. inflationsbedingten Wachstum des Unternehmens ausgegangen. Auch bei einer nachhaltigen Vollausschüttung der finanziellen Überschüsse (teilweise auch als fiktive Vollausschüttung bezeichnet) unterliegt das im Unternehmen gebundene Kapital inflationsbedingten Wachstumseinflüssen, wodurch sich das in der Plan-Bilanz zum Ende des letzten Jahres der Detailplanungsphase ausgewiesene wirtschaftliche Eigenkapital in der Phase der ewigen Rente inflationsbedingt fortentwickelt.⁶⁶ Zur Finanzierung des bilanziellen Wachstums in der ewigen Rente müssen regelmäßig Teile des nachhaltigen Ergebnisses einbehalten werden, da anderenfalls kein eingeschwungener Verschuldungsgrad (zu Marktwerten) realisiert werden kann – sog. **Wachstumsthesaurierung**.⁶⁷ Der Betrag der sog. Wachstumsthesaurierung ergibt sich – bei bilanzieller Betrachtung – aus dem Produkt der Wachstumsrate und dem wirtschaftlichen Eigenkapital zum Ende der Planungsphase.⁶⁸

Das geplante Ausschüttungsvolumen wird im sog. **Wertbeitrag aus Ausschüttungen** abgebildet. In der Fortführungsphase (sog. ewige Rente) wird regelmäßig die typisierende Annahme

⁶⁴ Vgl. OLG München, 9. September 2014, 31 Wx 128/14, Beschlusstext S. 8, 10; OLG Frankfurt, 9. Februar 2010, 5 W 33/09, Tz. 51 (juris); LG Stuttgart, 13. August 2019, 31 O 50/15, Beschlusstext S. 77; LG München I, 28. Mai 2014, 5 HK O 22657/12, S. 26 (BeckRS).

⁶⁵ Vgl. OLG Schleswig-Holstein, 9. März 2020, 9 W 169/15, Beschlusstext S. 12; OLG Frankfurt, 5. März 2012, 21 W 11/11, AG 2012, S. 417, 419; OLG Frankfurt, 29. April 2011, 21 W 13/11, Tz. 58 (juris); OLG Frankfurt, 9. Februar 2010, 5 W 33/09, ZIP 2010, S. 279, 731.

⁶⁶ Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 455.

⁶⁷ Vgl. Popp, Der Konzern 2019, S. 105, 108 f.; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.78.

⁶⁸ Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.78.

getroffen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist.⁶⁹

Sofern vom Jahresergebnis (anteilig) Beträge einbehalten werden, für diese allerdings keine konkrete Verwendung geplant ist, wird im Rahmen des Ertragswertverfahrens für diese üblicherweise die ökonomisch sinnvolle Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage getroffen. Die (fiktive) Investition der Beträge auf Unternehmensebene führt in den Jahren nach der Thesaurierung zu zusätzlichen Erträgen. Unter der Annahme der kapitalwertneutralen Reinvestition⁷⁰ können diese formal nicht ausgeschütteten Mittel wertgleich durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner – als sog. **Wertbeitrag aus Thesaurierungen** – abgebildet werden.

Die von der Bewertungsgutachterin getroffenen Annahmen zur Gewinnverwendungspolitik sowie zur Höhe der angesetzten Wachstumsthesaurierung sind nach unseren Erkenntnissen nachvollziehbar (vgl. Abschnitt 7.4 f)).

Steuerbelastung der Anteilseigner

Da die Ermittlung des Unternehmenswerts aus der Sicht der Unternehmenseigner erfolgt, sind die Steuerbelastungen der Anteilseigner auf die Dividenden sowie die Veräußerungsgewinne zu berücksichtigen. Auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes sind die steuerlichen Wirkungen auf Ebene der Anteilseigner zu berücksichtigen. Nach den berufsständischen Bewertungsgrundsätzen und unserer Auffassung ist als Alternativanlage auf die Rendite eines Aktienportfolios abzustellen und die durchschnittlich auf solche Renditen entfallende Steuerbelastung zu ermitteln.⁷¹

Darüber hinaus ist die Berücksichtigung der Steuerfolgen **inflationsbedingter Veräußerungsgewinne** bei der Ableitung der Nettoeinnahmen in der Bewertungspraxis und der

⁶⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 37.

⁷⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 37.

⁷¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 93.

Rechtsprechung anerkannt.⁷² Alternativ ist rechentechnisch ein Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im Nenner möglich.⁷³

Die Bewertungsgutachterin hat die Steuerbelastung der Anteilseigner nach unserer Einschätzung sachgerecht berücksichtigt (vgl. Abschnitt 7.4 f)).

Sonderwerte

Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden, sind gesondert zu bewerten und dem Ertragswert als **Sonderwert** (einschließlich Schulden) hinzuzurechnen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen kommen dafür unter anderem bestimmte Finanzaktiva wie Beteiligungen, steuerliche Effekte, Pensionsverpflichtungen und Verwässerungseffekte aus Wandelanleihen bzw. Aktienoptionsprogrammen in Frage.

Nicht betriebsnotwendige Vermögensteile, die einzeln veräußert werden können, ohne die eigentliche Unternehmensaufgabe zu berühren (funktionales Abgrenzungskriterium), werden mit dem Liquidationswert unter Abzug der Kosten der Liquidation sowie den steuerlichen Folgen auf Unternehmensebene berücksichtigt. Inwieweit **Steuern auf der Eigentümerebene** zu berücksichtigen sind, hängt von der beabsichtigten Verwendung der erzielten Erlöse ab.⁷⁴ Wird von einer Ausschüttung der erzielten Erlöse oder nicht betriebsnotwendiger Liquidität ausgegangen, erfordert dies in der Regel die Berücksichtigung (typisierter) persönlicher Ertragsteuern der Anteilseigner.⁷⁵

Die Bewertungsgutachterin hat den Wert gesondert bewerteter Vermögenswerte nach unseren Erkenntnissen nachvollziehbar abgeleitet. Bei der Ermittlung des Wertbeitrags der Sonderwerte wurde auf den Abzug persönlicher Steuern auf der Eigentümerebene verzichtet. Da diese

⁷² Vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1582 ff.; Popp, Der Konzern 2019, S. 149 ff.; Ruthardt/Popp, AG 2019, S. 196, 200; OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 66 (BeckRS); OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21, Beschlusstext S. 21; KG Berlin, 1. November 2021, 2 W 6/17, Tz. 82 ff. (BeckRS); OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Tz. 73 ff. (BeckRS); OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 74 ff. (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 101 ff. (BeckRS); LG München I, 16. April 2021, 5 HK O 5711/19, Beschlusstext S. 68 f.; LG Berlin, 5. Februar 2021, 102 O 25/12, Beschlusstext S. 55.

⁷³ Vgl. Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349, 356; Jonas/Wieland-Blöse, § 17 Berücksichtigung von Steuern, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Fn. 5 zu Rz. 17.41; Raths, Restwertermittlung in der Unternehmensbewertung, 2018, S. 89 f.; Dierkes/Sümpelmann, BewP 2019, S. 66, 68 f.; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., 2018, Fn. 708 auf S. 141.

⁷⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 61.

⁷⁵ Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.181; Popp, Der Konzern 2025, S. 303 ff.; Popp, Der Konzern 2020, S. 177, 179 m.w.N.; Thüringer OLG, 5. Januar 2022, 2 W 135/19, Tz. 80 (BeckRS); OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19, Tz. 121 (BeckRS) i.V.m. LG München I, 29. August 2018, 5 HK O 16585/15, Beschlusstext S. 126; LG Dortmund, 23. März 2023, 18 O 74/16, Beschlusstext S. 35.

Annahme den Unternehmenswert positiv beeinflusst, wird unser Prüfungsurteil hierdurch nicht berührt (vgl. Abschnitt 7.5).

c) Liquidations- und Substanzwert

Nach den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen ist der Liquidationswert alternativ zum Ertragswert zu ermitteln, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt.⁷⁶

Nach den für die Abfindungs- und Ausgleichsermittlung maßgeblichen Grundsätzen der Rechtsprechung soll es auf den Liquidationswert allenfalls dann ankommen, wenn die Absicht besteht, das Unternehmen tatsächlich zu liquidieren und die Ertragsaussichten des Unternehmens auf Dauer negativ sind⁷⁷ oder die finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen oder die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht vertretbar erscheint.⁷⁸ Die Abwägung speziell der aktienrechtlichen Spruchverfahrensentscheidungen, wonach nicht stets der Liquidationswert als Untergrenze anzusehen ist, resultiert nicht zuletzt daraus, dass ihn die abfindungsberechtigten Minderheitsaktionäre nicht realisieren können.⁷⁹ Besteht ein rechtlicher oder tatsächlicher Zwang zur Unternehmensfortführung, scheidet eine Unternehmensbewertung anhand des Liquidationswerts aus.⁸⁰

Bei einer überschlägigen Liquidationsbetrachtung ausgehend vom Nettovermögen der Nexus-Gruppe zum 31. Dezember 2024 ergeben sich keine Hinweise dafür, dass der Liquidationswert über dem Fortführungswert liegen könnte.

Im Gegensatz zum Liquidationswert ist der Substanzwert i.S.d. IDW S 1 i.d.F. 2008 sowohl für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung als auch für den Fall einer

⁷⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 5.

⁷⁷ Vgl. BGH, 18. September 2006, II ZR 225/04, AG 2006, S. 887, 889; OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16, Tz. 22 (BeckRS); OLG München, 17. Juli 2014, 31 Wx 407/13, S. 6 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 10. Juni 2009, 26 W 1/07, Tz. 96 f. (juris); OLG Düsseldorf, 29. Juli 2009, 26 W 1/08, Tz. 37 (juris).

⁷⁸ Vgl. OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 84 (BeckRS); OLG München, 15. Dezember 2020, 31 Wx 299/16, Beschlusstext S. 7.

⁷⁹ Vgl. OLG Karlsruhe, 30. Juli 2024, 12 W 26/23, Beschlusstext S. 28; OLG Frankfurt, 13. September 2021, 21 W 38/15, Tz. 149 (BeckRS); OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 84 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 27. Februar 2004, 19 W 3/00, AG 2004, S. 324, 328; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.192.

⁸⁰ Vgl. OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, 26 W 7/07, AG 2009, S. 667, 668.

beabsichtigten Liquidation ohne Aussagewert.⁸¹ Bei einer anzunehmenden Liquidation ist nicht der Substanz-, sondern der Liquidationswert anzusetzen.

d) Vergleichsorientierte Bewertung

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

Analog zu den Discounted-Cashflow-Verfahren kann bei der Multiplikatorbewertung nach Enterprise-Ansätzen und Equity-Ansätzen differenziert werden. Bei den Equity-Ansätzen wird direkt der Wert für die Eigenkapitalgeber ermittelt. Dagegen wird bei den Enterprise-Ansätzen zunächst der gesamte Wert des Unternehmens für die Eigen- und Fremdkapitalgeber ermittelt. Der Wert des Eigenkapitals ergibt sich durch Subtraktion des Marktwerts des Fremdkapitals. Im Falle von EBIT- bzw. EBITDA-Multiplikatoren (also vor Abzug des Finanz- bzw. Zinsergebnisses) handelt es sich um einen Enterprise-Ansatz, so dass auf den Gesamtunternehmenswert als Bezugsgröße abzustellen ist.

Multiplikator-Bewertungen stellen nur vereinfachte Wertfindungen dar, können jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle bieten.⁸² Nach Auffassung des OLG Stuttgart kann eine Multiplikatoranalyse allenfalls das Ergebnis einer fundamentalen Bewertung bestätigen, nicht aber widerlegen.⁸³

Die Bewertungsgutachterin hat ergänzend zu der analytischen Bewertung nach der Ertragswertmethode eine vergleichsorientierte Bewertung anhand von Börsenmultiplikatoren sowie anhand von Transaktionsmultiplikatoren vorgenommen. Als Bezugsgröße hat die Bewertungsgutachterin

⁸¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6; OLG Stuttgart, 14. September 2011, 20 W 6/08, Tz. 202 (juris); OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, 26 W 7/07, AG 2009, S. 667, 668; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.198; Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 29; LG Berlin, 3. Dezember 2021, 102 O 46/14, Beschlusstext S. 82; LG München I, 27. August 2021, 5 HK O 5884/20, Beschlusstext S. 72.

⁸² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 143; OLG Düsseldorf, 29. Oktober 2018, 26 W 13/17, Tz. 55 (BeckRS); kritisch zur Aussagekraft: OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12, Tz. 146 (BeckRS); OLG Frankfurt 2. Mai 2011, 21 W 3/11, Tz. 83 (juris); OLG Frankfurt, 15. Februar 2010, 5 W 52/09; Tz. 105 (juris); LG München I, 2. Dezember 2016, 5 HK 5781/15, Tz. 62 (juris).

⁸³ Vgl. OLG Stuttgart, 26. Dezember 2024, 20 W 27/20, Beschlusstext S 49; OLG Stuttgart, 11. Januar 2021, 20 W 10/19, Tz. 71 (BeckRS).

jeweils auf das EBITDA abgestellt. Für die Ermittlung der Börsenmultiplikatoren wurde eine Vergleichsgruppe börsennotierter Unternehmen herangezogen.

Wir haben die Berechnungen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen. Der von der Bewertungsgutachterin ermittelte objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 i.d.F. 2008 liegt oberhalb der von A&M auf Basis von Börsenmultiplikatoren ermittelten Bandbreite bzw. am oberen Ende der von A&M auf Basis von Transaktionsmultiplikatoren ermittelten Bandbreite.

Es ergeben sich keine Anhaltspunkte dafür, dass der ertragswertbasiert ermittelte Unternehmenswert im Vergleich zum aktuellen Kapitalmarktumfeld zu gering ist.

e) Vorerwerbe durch den Hauptaktionär

Das BVerfG hat mit seiner Entscheidung vom 27. April 1999 festgestellt, dass die von einem Mehrheitsaktionär tatsächlich gezahlten Preise für Aktien einer abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Anteilseigentums zur Bemessung der Abfindung gemäß § 305 AktG unberücksichtigt bleiben können, weil sie regelmäßig weder zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderheitsaktionäre noch zu dem Verkehrswert der Aktien eine Beziehung haben.⁸⁴ Die Erwägungen eines Mehrheitsaktionärs, der im Vorfeld und zur Vorbereitung einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme – z. B. im Rahmen eines Übernahmeangebots – gegebenenfalls überhöhte Preise zu akzeptieren bereit ist, seien lediglich für den Mehrheitsaktionär bestimmend, während sie für Dritte keine Bedeutung hätten. Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelänge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch. Diese Entscheidung entspricht der herrschenden Meinung in der Literatur und der höchstrichterlichen Rechtsprechung⁸⁵ und wurde vom BGH jüngst nochmals bestätigt.⁸⁶

Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH am 15. Oktober 2009⁸⁷ getroffen. Nach Auffassung des EuGH enthält das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz, durch den die Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt sind, dass der Hauptaktionär verpflichtet ist, deren Aktien zu den gleichen Bedingungen aufzukaufen wie die, die beim Erwerb einer Beteiligung vereinbart wurden, mit der der Hauptaktionär die Kontrolle erlangt oder seine Kontrolle verstärkt hat. Dass Preisen, die der Hauptaktionär zahlt, in der Regel keine Relevanz für die angemessene Abfindung

⁸⁴ Vgl. BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566, 568.

⁸⁵ Vgl. für alle: van Rossum, in: Münchener Kommentar zum AktG, 6. Aufl., 2023, § 305, Tz. 91; BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632.

⁸⁶ Vgl. BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Tz. 51 (juris).

⁸⁷ Vgl. Rs. C 101/08, AG 2009, S. 821 ff.

zukommt, wurde ebenfalls ausdrücklich vom BGH⁸⁸, dem OLG München⁸⁹, dem OLG Düsseldorf⁹⁰, dem OLG Stuttgart⁹¹, dem OLG Frankfurt⁹², dem Thüringer OLG⁹³, dem OLG Karlsruhe⁹⁴ sowie dem OLG Hamburg⁹⁵ festgehalten.⁹⁶

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass Vorerwerbspreisen aus früheren Aktienkäufen keine Bewertungsrelevanz zukommt.

7.2 Bewertungsstichtag

Als Bewertungsstichtag wurde der 25. September 2025 gewählt. Dies ist nach § 327b Abs. 1 AktG zutreffend, da dies der Tag ist, an dem die Hauptversammlung der Nexus AG über die Übertragung der Aktien beschließen soll.

7.3 Prüfung der Vollständigkeit

Die Vollständigkeit des durch die Bewertungsgutachterin abgebildeten Bewertungsobjekts haben wir auf Basis der vorgelegten Informationen, insbesondere Anteilsbesitzlisten, sowie ergänzend erteilter Auskünfte der Nexus AG geprüft. Es liegen uns keine Erkenntnisse vor, nach denen das Bewertungsobjekt im Rahmen der von A&M durchgeführten Bewertung nicht vollständig abgebildet wird.

⁸⁸ Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZR 18/09, AG 2010, S. 629, 632.

⁸⁹ Vgl. OLG München, 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, Tz. 34 (BeckRS).

⁹⁰ Vgl. OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21, Tz. 183 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 22. März 2018, 26 W 20/14, Tz. 58 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 12. November 2015, 26 W 9/14, Tz. 43 (BeckRS).

⁹¹ Vgl. OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 61 f.; 4. Mai 2020, 20 W 3/19, Beschlusstext S. 34.

⁹² Vgl. OLG Frankfurt, 26. Mai 2023, 21 W 119/22, Beschlusstext S. 31; OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 33 (BeckRS).

⁹³ Vgl. Thüringer OLG, 16. Mai 2022, 2 W 197/19, Beschlusstext S. 19; 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 18.

⁹⁴ Vgl. OLG Karlsruhe, 16. April 2024, 12 W 27/23, Tz. 71 (BeckRS).

⁹⁵ Vgl. OLG Hamburg, 8. Oktober 2018, 13 W 20/16, Tz. 30 (BeckRS); 27. März 2012, 13 W 20/09, Beschlusstext S. 7.

⁹⁶ Gl. A.: LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 93; LG Berlin, 15. November 2022, 102 O 100/12, Beschlusstext S. 105; LG München I, 28. Juni 2024, 5 HK O 15162, Beschlusstext S. 194; LG München I, 25. August 2023, 5 HK O 12034/21, Beschlusstext S. 88; LG München I, 28. März 2019, 5 HK 3374/18, Beschlusstext S. 85, m.w.N.

7.4 Ertragswert

a) Analyse der Vergangenheitsergebnisse

Als Ausgangspunkt für die Analyse der Unternehmensplanung und für Plausibilitätsbeurteilungen werden in der Folge ausgehend von den geprüften Konzernabschlüssen der Nexus AG für die Geschäftsjahre 2022 bis 2024 die Vergangenheitsergebnisse analysiert. Die Bewertungsgutachterin hat im Rahmen ihrer Bewertungsarbeiten die Aufwendungen und Erträge um Sondereffekte bereinigt und ein bereinigtes EBITDA erzeugt.

Durch die Eliminierung von Sachverhalten mit Einmalcharakter kann die Planungsrechnung besser eingeordnet werden.⁹⁷

Die bereinigten **Vergangenheitsergebnisse** auf Konzernebene für die Geschäftsjahre 2022 bis 2024 auf Basis der IFRS-Geschäftsberichte stellen sich im Einzelnen wie folgt dar:

⁹⁷ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 25.

	2022 Ist	2023 Ist	2024 Ist	2022-24 CAGR
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	%
Umsatzerlöse	209,1	241,5	261,5	11,8%
Aktivierte Entwicklungsleistungen	2,4	3,8	4,1	30,5%
Gesamtleistung	211,5	245,2	265,5	12,0%
Materialaufwand	-35,0	-42,2	-42,4	10,0%
Personalaufwand	-117,8	-133,3	-147,5	11,9%
Sonstige betriebliche Erträge	1,0	0,9	4,2	109,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-16,9	-16,6	-20,2	9,6%
EBITDA bereinigt	42,7	54,1	59,5	18,0%
Abschreibungen	-16,5	-18,5	-19,0	7,2%
EBIT bereinigt	26,2	35,6	40,5	24,4%
Bereinigungen	1,6	-3,7	-1,9	n/a
EBIT	27,8	31,9	38,7	18,0%
Finanzergebnis	-0,5	1,1	1,4	n/a
EBT	27,3	33,0	40,0	21,2%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-7,5	-9,2	-8,9	8,9%
Konzernjahresüberschuss	19,8	23,8	31,2	25,6%
Nicht beherrschende Anteile	-0,4	0,2	-0,3	-9,2%
Konzernjahresüberschuss n. n. b. Anteilen	19,3	24,0	30,8	26,2%
<i>Umsatzwachstumsrate</i>	<i>11,1%</i>	<i>15,5%</i>	<i>8,3%</i>	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>				
<i>Materialaufwand</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,5%</i>	<i>16,2%</i>	
<i>Personalaufwand</i>	<i>56,4%</i>	<i>55,2%</i>	<i>56,4%</i>	
<i>Sonstige betriebliche Erträge</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,4%</i>	<i>1,6%</i>	
<i>Sonstige betriebliche Aufwendungen</i>	<i>8,1%</i>	<i>6,9%</i>	<i>7,7%</i>	
<i>EBITDA bereinigt</i>	<i>20,4%</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,8%</i>	
<i>EBIT bereinigt</i>	<i>12,5%</i>	<i>14,7%</i>	<i>15,5%</i>	
<i>EBIT</i>	<i>13,3%</i>	<i>13,2%</i>	<i>14,8%</i>	

Quelle: Geschäftsberichte der Nexus AG der Jahre 2022 bis 2024.

Der dargestellte Vergangenheitszeitraum ist von einem deutlichen Anstieg der **Umsatzerlöse** geprägt. Die Nexus-Gruppe konnte trotz teilweise herausfordernder wirtschaftlicher und politischer Rahmenbedingungen ihre Softwarelösungen bei Kunden, insbesondere Krankenhäusern, Rehaeinrichtungen, Fachkliniken und Pflegeheimen platzieren. Die verstärkte Nachfrage nach digitalen Lösungen im Gesundheitswesen hat das Umsatzwachstum in den Jahren 2022 bis 2024 deutlich gefördert. Politische Beschlüsse und Reformen wie das Krankenhauszukunftsgesetz (KHZG), die Digitalisierungsstrategie des Bundesministeriums für Gesundheit sowie weitere Gesundheitsreformen und Investitionsprogramme führten zu einer starken Nachfrage der Gesundheitsbranche im Digitalisierungsbereich.

Neben dem organischen Wachstum stiegen die Umsatzerlöse der Nexus-Gruppe in der Vergangenheit aufgrund diverser **Unternehmensakquisitionen** (Umsatzplus von EUR 10,7 Mio. im Jahr 2023 und EUR 0,8 Mio. im Jahr 2024).

Im Hinblick auf den **geografischen Fokus** der Nexus-Gruppe ist festzuhalten, dass über den Vergangenheitszeitraum jeweils über 50 % der Umsatzerlöse in Deutschland erzielt wurden. Die Region Schweiz / Liechtenstein ist der umsatzstärkste ausländische Markt der Nexus-Gruppe (20,4 % der Gesamterlöse im Jahr 2024). Die restlichen Umsätze verteilen sich im Wesentlichen auf weitere europäische Länder (Niederlande, Polen, Frankreich, Österreich sowie andere Regionen). Insgesamt hat sich die geografische (prozentuale) Umsatzverteilung der Nexus-Gruppe in den Jahren 2022 bis 2024 nicht wesentlich verändert.

Die **aktivierten Entwicklungsleistungen** stehen im Zusammenhang mit selbstentwickelter Software. Die Entwicklungskosten umfassen vorwiegend Personalaufwendungen.

Insbesondere aufgrund der deutlich gestiegenen Umsatzerlöse erhöhte sich die **Gesamtleistung** der Nexus-Gruppe in den Jahren 2022 bis 2024 um durchschnittlich 12,0 % p.a.

Der **Materialaufwand** umfasst Aufwendungen für bezogene Waren (2024: EUR 19,5 Mio.) und bezogene Leistungen (2024: EUR 23,0 Mio.). Die Aufwendungen für bezogene Waren entstehen vorwiegend aus Lizenz- und Hardwarekäufen, die zum Weiterverkauf bestimmt sind. Leistungen, die im Zuge des Projektgeschäfts an Dritte vergeben werden, sind in den bezogenen Leistungen enthalten. Der Rückgang der Materialaufwandsquote im Jahr 2024 ist im Wesentlichen auf weniger materialaufwendige Kundenaufträge zurückzuführen.

Der **Personalaufwand** stellt die größte Kostenposition der Nexus-Gruppe über den Betrachtungszeitraum dar. Der Personalaufwand enthält Löhne und Gehälter (2024: EUR 124,5 Mio.) sowie soziale Abgaben und Aufwendungen für Altersversorgung und Unterstützung (2024: EUR 23,0 Mio.). Der Anstieg des Personalaufwands in den Jahren 2022 bis 2024 resultierte insbesondere aus der gestiegenen Anzahl an Mitarbeitern (+223 zwischen den Jahren 2022 und 2024) sowie neuen Vorstandsverträgen und höheren Vertriebsprovisionen. Die Personalaufwandsquote schwankte im Betrachtungszeitraum zwischen 55,2 % und 56,4 %.

Die **sonstigen betrieblichen Erträge** wurden zu einem wesentlichen Teil bereinigt. Der Anstieg der bereinigten sonstigen betrieblichen Erträge im Jahr 2024 resultiert vornehmlich aus einem Anstieg der Zuwendungen der öffentlichen Hand von EUR 0,7 Mio. im Jahr 2023 auf EUR 3,0 Mio. im Jahr 2024. Die Zuwendungen der öffentlichen Hand betreffen insbesondere Steuersubventionen für Forschung und Entwicklung. In der bereinigten Darstellung der Ertragslage der Nexus-Gruppe sind die sonstigen betrieblichen Erträge von untergeordneter Bedeutung.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** enthalten Verwaltungskosten, Vertriebskosten, Betriebskosten sowie übrige sonstige betriebliche Aufwendungen. Zudem umfassen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen in der obigen Darstellung den Wertminderungsaufwand aus finanziellen Vermögenswerten. Der Anstieg der bereinigten sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Jahr 2024 ist u.a. auf einen Anstieg der Verwaltungskosten zurückzuführen. Die Quote der bereinigten sonstigen betrieblichen Aufwendungen in Bezug zu den Umsatzerlösen bewegte sich zwischen 6,9 % und 8,1 %.

Das **bereinigte Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)** ist im dargestellten Vergangenheitszeitraum insbesondere aufgrund des deutlichen Umsatzwachstums gestiegen. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate im Zeitraum zwischen 2022 und 2024 beträgt 18,0 %. Die bereinigte EBITDA-Marge erhöhte sich von 20,4 % im Jahr 2022 auf 22,8 % im Jahr 2024.

Die **Abschreibungen** beinhalten vorwiegend planmäßige Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte (2024: EUR 10,8 Mio.), auf Nutzungsrechte an Leasinggegenständen (2024: EUR 5,7 Mio.) sowie auf Sachanlagen (2024: EUR 2,5 Mio.). Die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte umfassen im Jahr 2024 Abschreibungen auf aus Kaufpreisallokationen (PPA) stammende Kundenbeziehungen und Technologie in Höhe von EUR 6,9 Mio. sowie Abschreibungen auf aktivierte eigene Entwicklungen in Höhe von EUR 3,3 Mio. Der Anstieg der Abschreibungen im Jahr 2023 resultierte im Wesentlichen aus einem Anstieg der Abschreibungen auf Kundenbeziehungen und Technologie (aus PPA). In den Jahren 2022 bis 2024 erfolgten keine außerplanmäßigen Abschreibungen auf Geschäfts- oder Firmenwerte.

Auch das **bereinigte operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)** erhöhte sich in den Geschäftsjahren 2023 und 2024 deutlich. Das starke Umsatzwachstum bei teilweise unterproportionalem Wachstum der Kostenpositionen führte zwischen den Jahren 2022 und 2024 zu einem deutlichen Anstieg des bereinigten EBIT um rund EUR 14,3 Mio. auf EUR 40,5 Mio. im Jahr 2024. Die bereinigte EBIT-Marge stieg von 12,5 % im Jahr 2022 auf 15,5 % im Jahr 2024. Das tatsächlich berichtete EBIT im Jahr 2024 betrug EUR 38,7 Mio. bei einer EBIT-Marge von 14,8 %.

Das **Finanzergebnis** umfasste im Geschäftsjahr 2024 Finanzerträge von rund EUR 3,8 Mio. und Finanzaufwendungen von rund EUR -2,4 Mio. Die Finanzerträge stammen hauptsächlich aus verschiedenen Festgeldern. Die Finanzaufwendungen enthalten u.a. Aufzinsungen aus Kaufpreisverpflichtungen (2024: EUR -1,0 Mio.) sowie Zinsaufwendungen aus Nutzungsrechten (2024: EUR -0,7 Mio.).

Das **Ergebnis vor Steuern (EBT)** erhöhte sich in den Geschäftsjahren 2023 und 2024 analog zum EBITDA und EBIT deutlich. Zudem trugen die gestiegenen (positiven) Finanzergebnisse zum Anstieg des EBT im dargestellten Vergangenheitszeitraum bei.

Die **Steuern vom Einkommen und vom Ertrag** enthalten den tatsächlichen Steueraufwand (-ertrag) für das laufende Jahr und das Vorjahr sowie den latenten Steueraufwand (-ertrag) für die Entstehung / Umkehrung latenter Differenzen. Die betragsmäßige Erhöhung im Jahr 2023 ist maßgeblich auf geringere latente Steuererträge zurückzuführen. Die geringfügige Reduktion im Jahr 2024 resultierte insbesondere aus einem geringeren laufenden Steueraufwand. Der geringere laufende Steueraufwand im Jahr 2024 – trotz gestiegenem EBT – ist auf deutlich gestiegene nicht steuerbare Erträge (Kaufpreisanpassungen und Zuwendungen der öffentlichen Hand) zurückzuführen. Der kombinierte (nominale) Ertragsteuersatz der Nexus-Gruppe betrug im Jahr 2024 rund 30,15 %.

Der **Konzernjahresüberschuss** ist vorwiegend aufgrund der gestiegenen Umsatzerlöse im betrachteten Vergangenheitszeitraum ausgehend von EUR 19,8 Mio. im Jahr 2022 auf EUR 31,2 Mio. im Jahr 2024 deutlich gestiegen.

Nach Abzug der **nicht beherrschenden Anteile** an erworbenen, bereits vollkonsolidierten Unternehmen ergibt sich im Jahr 2024 ein **Konzernjahresüberschuss nach nicht beherrschenden Anteilen** von EUR 30,8 Mio.

Die Bewertungsgutachterin hat im Rahmen ihrer Bewertungsarbeiten die in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse der Nexus-Gruppe auf Ebene des EBITDA um nicht nachhaltige Ergebniseinflüsse bereinigt. In der folgenden Übersicht werden die **Bereinigungen** der Bewertungsgutachterin dargestellt:

	2022 Ist	2023 Ist	2024 Ist
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.
Erträge aus Kaufpreisanpassungen	1,4	0,6	5,1
Erträge aus Fremdwährungsgewinnen	0,4	0,4	0,5
Erträge aus der Ausbuchung von kurzfristigen Verbindlichkeiten	2,1	2,0	0,3
Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen	0,8	0,6	0,2
Restrukturierungskosten		-3,4	-3,4
Kosten für die Integration neuer Unternehmen	-1,7	-1,8	-1,8
Aufwendungen aus Kaufpreisanpassungen	-0,6	-1,2	-0,4
Aufwendungen aus Währungskursverlusten	-0,8	-0,9	-0,3
Aufwendungen für die Zuführung zu Rückstellungen			-2,0
Bereinigungen	1,6	-3,7	-1,9

Quelle: Geschäftsberichte der Nexus AG der Jahre 2022 bis 2024, A&M, Unternehmensinformationen.

In allen drei Geschäftsjahren wurden die Erträge und Aufwendungen aus Kaufpreisanpassungen, die aus Minderungen der Kaufpreisverbindlichkeiten aufgrund von Schätzungsänderungen resultieren, bereinigt.

Die Erträge aus Fremdwährungsgewinnen sowie analog die Aufwendungen aus Währungskursverlusten wurden von der Bewertungsgutachterin in allen drei Geschäftsjahren bereinigt.

Zudem wurden die im Zusammenhang mit Schadensersatzforderungen und Bonusansprüchen stehenden Erträge aus der Ausbuchung von kurzfristigen Verbindlichkeiten sowie die Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen (für ausstehende Projektleistungen) in den Jahren 2022 bis 2024 bereinigt.

Aufwandseitig wurden im Wesentlichen Sonderaufwendungen, die im Rahmen der Unternehmenserwerbe und Unternehmensintegrationen der Nexus-Gruppe entstanden sind, bereinigt. Dazu gehören die Restrukturierungskosten in Höhe von EUR 3,4 Mio. in den Jahren 2023 und 2024 sowie die Kosten für die Integration neuer Unternehmen von knapp EUR 2,0 Mio. in den Jahren 2022 bis 2024.

Darüber hinaus umfassen die Bereinigungen im Geschäftsjahr 2024 eine einmalige, außerordentliche Rückstellungsbildung in Höhe von EUR 2,0 Mio.

Die von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Bereinigungen betreffen die sonstigen betrieblichen Erträge sowie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Bereinigungen und Erläuterungen der Bewertungsgutachterin anhand der uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und ergänzenden Erläuterungen durch die Gesellschaft nachvollzogen und halten diese für sachgerecht.

b) Operative Planungsrechnung

Planungsprozess

Die Nexus-Gruppe erstellt nach dem regulären Planungsprozess jährlich ein Budget für das jeweils anschließende Geschäftsjahr. Der Planungsprozess umfasst einen Top-Down-/Bottom-Up-Ansatz. Der Aufsichtsrat hat die Budgetplanung für das Geschäftsjahr 2025 in der Aufsichtsrats-sitzung vom 20. Dezember 2024 gebilligt. Der Fokus der Budgeterstellung liegt dabei auf den operativen Größen der Gewinn- und Verlustrechnung für die einzelnen Legaleinheiten sowie einer Konsolidierung. Eine Bilanzplanung wird auf Konzernebene ergänzt. Die Unternehmensplanung reflektiert die organischen Wachstumserwartungen der Nexus-Gruppe. Sie enthält keine Effekte aus potenziellen Unternehmenserwerben.

Bei der Unternehmensbewertung sind die Verhältnisse des Unternehmens am Bewertungsstichtag zu berücksichtigen. Vor diesem Hintergrund hat der Vorstand der Nexus AG in der Sitzung vom 6. August 2025 eine aktualisierte Einschätzung der zukünftigen Entwicklung der Nexus-Gruppe für die Jahre 2025 bis 2029 beschlossen („Unternehmensplanung“ oder „Planungsrechnung“). Die diesem Beschluss als Anhang beigefügten aktuellen Planzahlen der Nexus-Gruppe für das (laufende) Budget-Jahr 2025 sowie die Jahre 2026 bis 2029 (in der Folge zusammen auch „Detailplanungszeitraum“) hat die Bewertungsgutachterin ihrer Unternehmensbewertung zugrunde gelegt.

Plan-Ist-Vergleich

Die Analyse der Planungsgüte erfolgt durch den Vergleich historischer Planungsrechnungen mit den Ist-Ergebnissen sowie einer Ursachenanalyse der Abweichungen. Dies kann zur Einschätzung führen, ob die Planungen in der Vergangenheit gegebenenfalls zu optimistisch bzw. zu pessimistisch oder realistisch waren.⁹⁸

Die Bewertungsgutachterin hat zur Beurteilung der historischen Planungstreue einen Plan-Ist-Vergleich für die jeweiligen (einjährigen) Budgetplanungen der letzten drei Geschäftsjahre (2022 bis 2024) auf Ebene der Umsatzerlöse und des EBIT vorgenommen. Die ursprünglich geplanten Zahlen lagen teilweise über und teilweise unter den tatsächlichen Größen.

Im Rahmen unserer Prüfungsarbeiten haben wir den von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Plan-Ist-Vergleich nachvollzogen.

⁹⁸ Vgl. OLG Düsseldorf, 9. Mai 2022, 26 W 3/21, Tz. 41 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 25. Februar 2020, 26 W 7/18, Tz. 39 (BeckRS); OLG München, 14. Dezember 2021, 31 Wx 190/20, Tz. 109 (BeckRS).

Operative Planungsrechnung

Die folgende Übersicht stellt die von der Bewertungsgutachterin herangezogene **Planungsrechnung** der Nexus-Gruppe nach IFRS für die Planjahre 2025 bis 2029 sowie die bereinigten Ergebnisse des letzten Vergangenheitsjahres 2024 dar:

	2024 Ist	2025 Plan	2026 Plan	2027 Plan	2028 Plan	2029 Plan
	EUR Mio.					
Umsatzerlöse	261,5	289,5	317,7	345,2	372,7	400,3
Aktivierete Entwicklungsleistungen	4,1	4,2	4,5	4,8	5,0	5,3
Gesamtleistung	265,5	293,8	322,1	349,9	377,7	405,6
Materialaufwand	-42,4	-45,3	-49,6	-53,7	-57,8	-61,8
Personalaufwand	-147,5	-158,7	-168,3	-178,6	-189,0	-199,5
Sonstige betriebliche Erträge	4,2	3,5	3,5	3,8	4,2	4,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-20,2	-25,8	-27,0	-28,0	-29,0	-29,5
EBITDA	59,5	67,5	80,7	93,5	106,2	119,4
Abschreibungen	-19,0	-20,9	-22,2	-23,5	-22,1	-22,8
EBIT	40,5	46,6	58,5	70,0	84,1	96,6
<i>Umsatzwachstumsrate</i>	<i>8,3%</i>	<i>10,7%</i>	<i>9,7%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,4%</i>
<i>in % der Umsatzerlöse</i>						
<i>Materialaufwand</i>	<i>16,2%</i>	<i>15,7%</i>	<i>15,6%</i>	<i>15,6%</i>	<i>15,5%</i>	<i>15,4%</i>
<i>Personalaufwand</i>	<i>56,4%</i>	<i>54,8%</i>	<i>53,0%</i>	<i>51,7%</i>	<i>50,7%</i>	<i>49,8%</i>
<i>Sonstige betriebliche Erträge</i>	<i>1,6%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,1%</i>
<i>Sonstige betriebliche Aufwendungen</i>	<i>7,7%</i>	<i>8,9%</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,1%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,4%</i>
<i>EBITDA</i>	<i>22,8%</i>	<i>23,3%</i>	<i>25,4%</i>	<i>27,1%</i>	<i>28,5%</i>	<i>29,8%</i>
<i>EBIT</i>	<i>15,5%</i>	<i>16,1%</i>	<i>18,4%</i>	<i>20,3%</i>	<i>22,6%</i>	<i>24,1%</i>

Quelle: Nexus AG.

Die **Umsatzerlöse** sollen über den Planungszeitraum durchgehend deutlich steigen. Dabei sollen die Wachstumsraten im Planungszeitraum ausgehend von 10,7 % im Jahr 2025 kontinuierlich auf 7,4 % im Jahr 2029 abnehmen. Im Zeitraum zwischen 2024 und 2029 wird mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 8,9 % geplant. Das geplante Wachstum ist ausschließlich organisch. Die bisherige Unternehmensstrategie sowie die geplante kontinuierliche Weiterentwicklung der Softwarelösungen sollen zum geplanten Umsatzwachstum der Nexus-Gruppe beitragen. Zudem soll die Nexus-Gruppe weiterhin von staatlich geförderten nationalen und internationalen Digitalisierungsprojekten (wie kurzfristig noch dem KHZG) sowie den Folgewirkungen des Rückzugs von SAP aus dem Healthcare-Bereich profitieren (vgl. dazu unten zu „Markt- und Wettbewerbsumfeld“).

Die **aktivierten Entwicklungsleistungen** werden planerisch in Abhängigkeit des Personalaufwands fortentwickelt.

Die **Gesamtleistung** soll im Planungszeitraum analog zu den Umsatzerlösen deutlich steigen.

Der **Materialaufwand** umfasst Aufwendungen für bezogene Waren und bezogene Leistungen. Ausgehend von 16,2 % im Jahr 2024 soll sich die Materialaufwandsquote bis zum Jahr 2029 leicht auf 15,4 % reduzieren.

Bei der Planung des **Personalaufwands** wurde ein gegenüber den Umsatzerlösen deutlich unterproportionaler Anstieg abgebildet. Die Personalaufwandsquote soll sich ausgehend von 56,4 % sehr deutlich um rund 7 Prozentpunkte auf 49,8 % im Jahr 2029 reduzieren.

Die **sonstigen betrieblichen Erträge** sollen im Jahr 2025 rund EUR 3,5 Mio. betragen und werden anschließend grundsätzlich mit den Umsatzerlösen fortentwickelt.

Nach einem deutlichen Anstieg der geplanten **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** im Jahr 2025 im Vergleich zum bereinigten Ist-Jahr 2024 sollen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen in den folgenden Planjahren moderater steigen. Dadurch sinkt die geplante Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in Bezug zu den Umsatzerlösen ab dem Jahr 2026 und soll im Jahr 2029 mit rund 7,4 % unter dem Niveau des bereinigten Ist-Jahres 2024 liegen.

Das **EBITDA** soll im Zeitraum 2024 bis 2029 im Wesentlichen aufgrund der geplanten Umsatzsteigerung sowie der geplanten Effizienzsteigerung im Personalbereich mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 14,9 % ansteigen. Die EBITDA-Marge soll im letzten Planjahr 2029 29,8 % betragen.

Die in der Planungsrechnung enthaltenen **Abschreibungen** entfallen insbesondere auf immaterielle Vermögensgegenstände aus Kaufpreisallokationen, Nutzungsrechte, Sachanlagen sowie auf aktivierte Entwicklungskosten.

Das **EBIT** soll als Ergebnis der getroffenen Planannahmen sehr deutlich von EUR 40,5 Mio. im Geschäftsjahr 2024 (bereinigt) auf EUR 96,6 Mio. im Geschäftsjahr 2029 steigen. Die Gesellschaft geht somit über den Planungszeitraum von einem deutlichen profitablen Wachstum aus. Die EBIT-Marge soll bis zum Geschäftsjahr 2029 auf 24,1 % ansteigen.

Markt- und Wettbewerbsumfeld

Marktumfeld

Die Nexus-Gruppe entwickelt, vertreibt und wartet Softwarelösungen für Einrichtungen des öffentlichen Gesundheitswesens, insbesondere Krankenhäuser in Deutschland und im europäischen Ausland (insb. Schweiz, Niederlande, Frankreich, Polen, Spanien, England, Irland und Österreich). Die Auftragslage der Nexus-Gruppe ist von den Budgetentwicklungen der Krankenhäuser in den einzelnen Ländern abhängig. In der Folge der COVID-19-Pandemie wurde die Digitalisierung des Gesundheitssystem in verschiedenen Ländern priorisiert und durch Investitionsprogramme unterlegt, was derzeit zu einer sehr hohen Nachfragesituation führt. Die kurz- und mittelfristige Marktentwicklung ist somit noch stark von staatlichen Programmen, wie dem Krankenhauszukunftsgesetz (KHZG) in Deutschland, Ma Santé 2022 in Frankreich, DigiSanté in der Schweiz und anderen vergleichbaren Programmen in europäischen Ländern geprägt, durch die erhebliche Investitionsmittel für die Digitalisierung des Gesundheitswesens freigesetzt wurden bzw. werden.

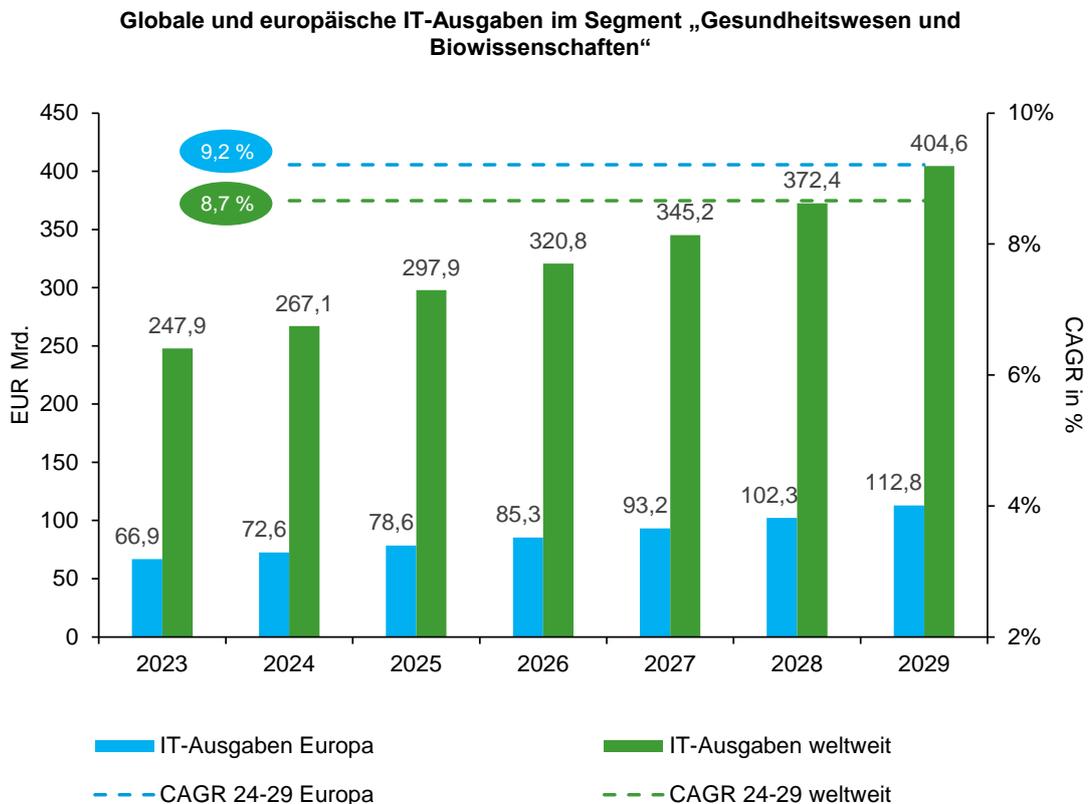
Daneben führen kommunizierte Veränderungen auf der Anbieterseite – insbesondere die Abkündigung der IS-H Branchenlösung von SAP, die bislang im Zusammenspiel mit dem von Oracle Cerner angebotenen i.s.h. med ein Krankenhausinformationssystem (KIS) bildet – zu einer sich ergebenden Ablösedynamik, die Marktanteile in den nächsten Jahren verändern dürfte.⁹⁹

In der Folge werden vor diesem Hintergrund zunächst Wachstumserwartungen für den globalen und den europäischen Markt für Healthcare bezogene IT-Leistungen, gemessen an den IT-Ausgaben im Gesundheitswesen und in der Life-Sciences-Branche, dargestellt. Zudem wird auf die erwarteten Entwicklungen der IT-Ausgaben europäischer und deutscher Krankenhäuser eingegangen.¹⁰⁰

⁹⁹ Nexus AG, Geschäftsbericht 2024, S. 29.

¹⁰⁰ Gartner: Forecast: Enterprise IT Spending for the Healthcare and Life Sciences Markets, Worldwide, 2023-2029, 1Q25 Update.

Die nachstehende Darstellung zeigt die erwartete Entwicklung des globalen sowie europäischen Marktvolumens für IT-Ausgaben im Gesundheitswesen und Biowissenschaften („Healthcare and Life-Sciences“) in den Jahren 2025 bis 2029 sowie das historische Marktvolumen der Jahre 2023 und 2024.



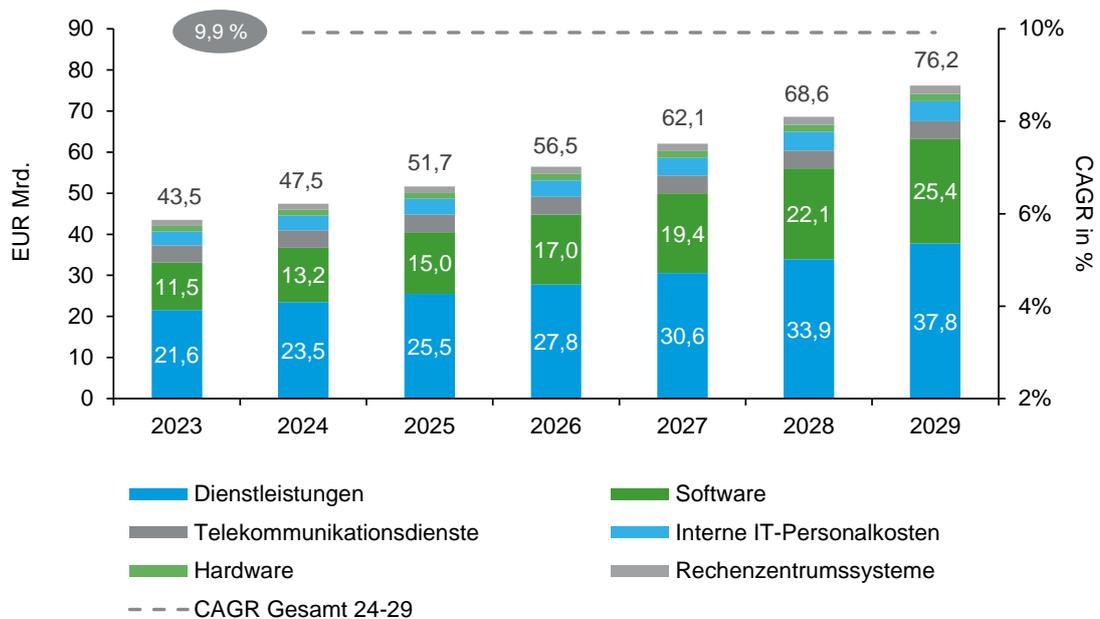
Quelle: Gartner, Forecast Analysis: Enterprise IT Spending Across Vertical Industries, Worldwide, Februar 2025.

Der **globale Markt** für IT-Ausgaben soll demnach im Zeitraum von 2024 bis 2029 von EUR 267,1 Mrd. auf EUR 404,6 Mrd. wachsen. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 8,7 %. Im **europäischen Markt** sollen sich die IT-Ausgaben von EUR 72,6 Mrd. im Jahr 2024 auf EUR 112,8 Mrd. im Jahr 2029 erhöhen. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 9,2 % für den Zeitraum 2024 bis 2029.

Im Einklang mit der Geschäftsausrichtung der Nexus-Gruppe bilden Krankenhäuser das zentrale Segment im Markt für IT-Ausgaben in der Gesundheits- und Life-Sciences-Branche.

Der **europäische Markt für IT-Ausgaben im Krankenhaus-Segment** soll im Zeitraum von 2024 bis 2029 von EUR 47,5 Mrd. auf EUR 76,2 Mrd. anwachsen. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 9,9 %. Die Analyse der Struktur der erwarteten IT-Ausgaben in Europa zeigt, dass der Großteil der IT-Ausgaben im Zeitraum von 2025 bis 2029 auf Software (ca. 30 %) sowie auf Dienstleistungen (ca. 50 %) entfällt. Die IT-Ausgaben für Software sollen sich zwischen 2024 und 2029 mit einer jährlichen durchschnittlichen Wachstumsrate von 14,0 % entwickeln.

IT-Ausgaben der europäischen Krankenhäuser

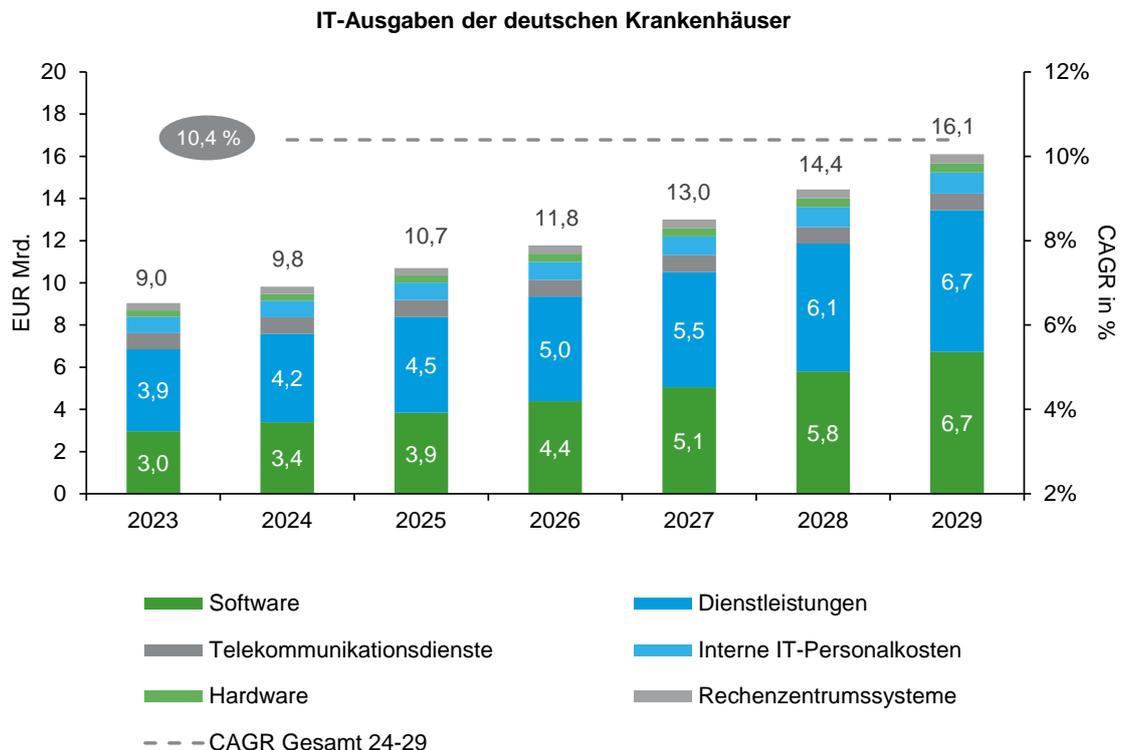


Quelle: Gartner, Forecast Analysis: Enterprise IT Spending Across Vertical Industries, Worldwide, Februar 2025.

Weiterhin prognostiziert Gartner einen Anstieg der **IT-Ausgaben deutscher Krankenhäuser** von EUR 9,8 Mrd. in 2024 auf EUR 16,1 Mrd. im Jahr 2029, was einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 10,4 % entspricht.

Als wesentliche Treiber des prognostizierten Wachstums im deutschen Krankenhaus-IT-Markt können genannt werden:¹⁰¹

- Regulatorische Impulse durch e-Health-Gesetzgebung, insbesondere das KHZG, das gezielt digitale Investitionen fördert,
- der Rückzug von SAP aus dem Healthcare-Segment, wodurch viele Kliniken vor der Herausforderung stehen, auf alternative KIS umzusteigen,
- zunehmender Bedarf an digitalen Lösungen, wie Telemedizin, Online-Terminvergabe, digitale Patientenportale sowie KI-gestützte Diagnoseverfahren,
- steigende Ausgaben für Lizenzen und Hardware,
- wachsende Anforderungen an IT- und Cybersicherheit,
- zunehmendes Outsourcing von IT-Dienstleistungen als Reaktion auf den Fachkräftemangel im IT-Bereich der Krankenhäuser.



Quelle: Gartner, Forecast Analysis: Enterprise IT Spending Across Vertical Industries, Worldwide, Februar 2025.

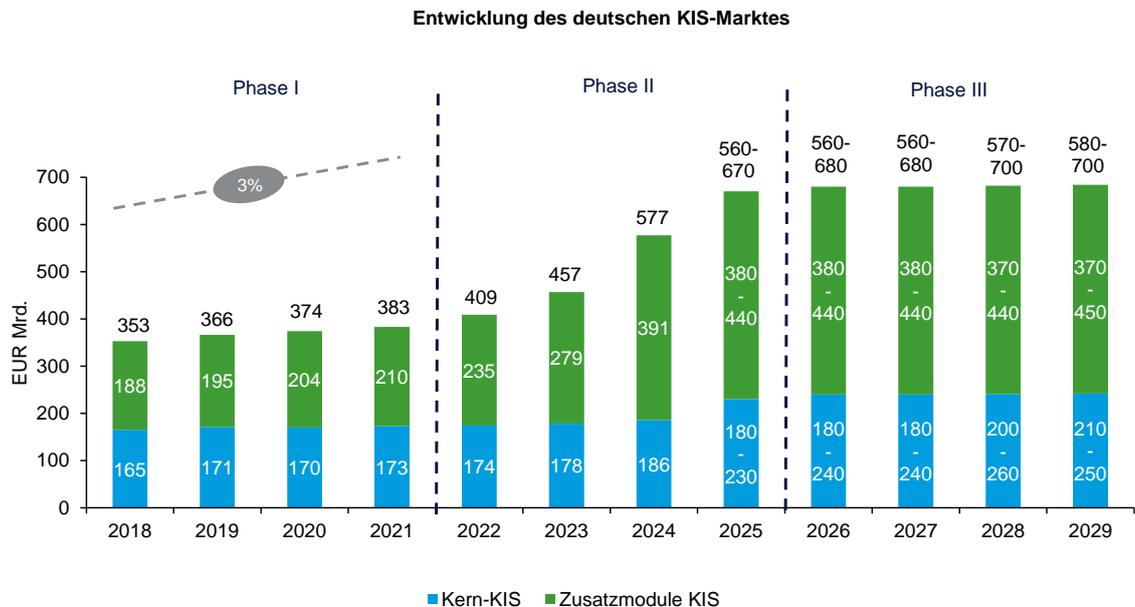
¹⁰¹ Roland Berger: Krankenhaus-IT-Monitor: Strategischer Anspruch, operatives Korsett, Oktober 2022; Richter/ Silberzahn (McKinsey & Company) (Hrsg.): eHealth Monitor 2021 – Deutschlands Weg in die digitale Gesundheitsversorgung – Status quo und Perspektiven, MWV 2021.

Ergänzend wird im Folgenden die Entwicklung des deutschen Marktes für Krankenhausinformationssysteme (KIS), d. h. dem Hauptprodukt der Nexus-Gruppe, dargestellt. Dazu lagen uns im Rahmen der Prüfungsarbeiten zwei Markt- und Wettbewerbsstudien einer von TA beauftragten externen Beratungsgesellschaft vor, in der die Marktaussichten umfassend analysiert und gewürdigt werden. Demnach wird die Marktentwicklung im Hinblick auf KIS in Deutschland derzeit und in der absehbaren Zukunft vor allem durch zwei Faktoren beeinflusst: das KHZG und den Rückzug von SAP aus dem Healthcare-Bereich. Vor diesem Hintergrund wird die Entwicklung des KIS-Marktes in Deutschland in drei Phasen unterteilt:

Phase I (2018–2021) stellt eine Art „Normalbetrieb“ des Marktes bzw. eine „normale“ Marktnachfrage dar. Das Wachstum in diesem Zeitraum war nicht durch externe Sondereffekte geprägt, sondern ergab sich vor allem durch die zunehmende Nutzung zusätzlicher KIS-Module sowie eine leicht steigende Zahl an Projekten im Bereich der Kernsysteme.

Phase II, beginnend ab 2022, wurde bzw. wird derzeit noch stark vom KHZG beeinflusst. Die externe Beratungsfirma geht davon aus, dass insbesondere die Nachfrage nach Zusatzmodulen deutlich gestiegen ist, während auch bei den Kernsystemen ein moderates Wachstum zu beobachten war. Der Höhepunkt der Marktnachfrage aus durch das KHZG geförderten Projekten wird für die Jahre 2024 bis 2025 erwartet. Auch die Wartungskosten sollen zunächst für drei Jahre über das KHZG abgedeckt sein. Ab dem Jahr 2027 wird nicht mehr mit nennenswerten durch das KHZG bedingte Umsätze gerechnet.

Phase III, ab etwa 2025, ist zusätzlich vom Ausstieg SAPs geprägt. Die Umstellung vieler Krankenhäuser auf neue KIS-Anbieter könnte nach einer Einschätzung der externen Beratungsgesellschaft etwa zehn Jahre dauern. Bis zum Jahr 2035 könnten so rund 80 % bis 90 % der bisherigen SAP-Kunden auf andere Systeme gewechselt haben.



Quelle: Markt- und Wettbewerbsstudie einer von TA beauftragten externen Beratungsgesellschaft.

Im Ergebnis ist nach dem Auslaufen der Effekte aus dem KHZG sowie mit zunehmender Umstellung der bislang durch SAP bedienten Krankenhäuser von einem deutlichen Rückgang der Wachstumsdynamik bzw. mit einer „Normalisierung“ der Marktnachfrage zu rechnen. Diese Einschätzung spiegelt sich auch in den Erwartungen weiterer Marktbeobachter wider. Demnach befindet sich der Markt für Krankenhaus-IT in einer Übergangsphase. Nach Jahren hoher Investitionen, vor allem durch das KHZG, zeigt sich nun, dass dieser Aufschwung womöglich nicht nachhaltig ist. Laut der Hochschule Osnabrück lagen die IT-Ausgaben deutscher Kliniken im Jahr 2023 mit KHZG-Förderung bei 4,4 % des Budgets – ohne Förderung jedoch nur bei 3,0 %. Damit liegt Deutschland klar hinter Ländern wie den Niederlanden (5,2 %) oder Dänemark (3,9 %). Die Studie warnt vor einem Rückfall in die digitale Stagnation ohne langfristige Finanzierung.

Generell können die Energiekrise und schwache wirtschaftliche Entwicklungen zu weiteren erheblichen Belastungen der öffentlichen Staatsfinanzen führen, was Rückwirkungen auf die Gesundheitsbudgets der öffentlichen Gesundheitseinrichtungen haben dürfte. Dies kann auch bereits kurz- und mittelfristig zu einer Reduktion der Wachstumserwartungen führen.¹⁰²

In diesem Zusammenhang zeigt der Krankenhaus Rating Report eine sehr angespannte finanzielle Lage der Krankenhäuser: Im Jahr 2024 schreiben voraussichtlich 56 % der Kliniken Verluste.

¹⁰² Vgl. Nexus AG, Geschäftsbericht 2024, S. 29.

Die im Jahr 2023 bereitgestellten EUR 3,9 Mrd. Investitionsförderung reichten laut Report nicht aus, um den Investitionsstau zu beheben.¹⁰³

Ferner erhöht die laufende Strukturreform den Druck auf kleinere Häuser. Die geplante Einteilung in Versorgungslevel benachteiligt weniger gut ausgestattete Kliniken. Gleichzeitig wird moderne IT zur Grundvoraussetzung für den Betrieb – besonders im Rahmen sektorübergreifender Versorgung.¹⁰⁴ In diesem Zusammenhang prognostiziert eine Studie im Auftrag der Bertelsmann Stiftung eine Rationalisierung des Marktes. Der stationäre Behandlungsbedarf werde infolge des demografischen Wandels und der Ambulantisierung sinken. Die geplante Konzentration auf leistungsfähige Krankenhäuser führe zu Standardisierung, Zentralisierung und regionalen Versorgungslücken. Kleine, wirtschaftlich schwache Häuser geraten unter Reformdruck, da sie strukturell oft nicht den Anforderungen an Fallzahlen, Personal oder Ausstattung genügen. Mittelfristig ist mit einer nachlassenden Investitionsdynamik und zunehmender Marktkonsolidierung zu rechnen. Standortschließungen, Fusionen und qualitätsorientierter Wettbewerb könnten das Wachstum bremsen – verstärkt durch neue Versorgungsstrukturen und steigende Anforderungen an Effizienz und Digitalisierung.¹⁰⁵

Wettbewerbssituation und Vergleichsunternehmen

Der Markt für Softwarelösungen im Gesundheitssektor ist durch eine hohe Wettbewerbsintensität, eine starke Anbieterkonzentration und fortlaufende Marktkonsolidierung gekennzeichnet. Es wird erwartet, dass der Konsolidierungsdruck in den nächsten Jahren weiter anhält und die neue Marktsituation zu Verschiebungen führen wird.

Zu den wichtigsten Wettbewerbern der Nexus-Gruppe zählen nach Angaben des Managements: CompuGroup Medical SE & Co. KGaA (CGM), Dedalus Healthcare Systems Group S.p.A., Epic Systems Corporation, EMIS Group plc, Cambio Healthcare Systems AB, Comarch S.A., Engineering Ingegneria Informatica S.p.A., Maincare Solutions SAS, Softway Medical SAS, Medasys, Mesalvo GmbH, Chipsoft B.V. sowie System C Healthcare Limited. Ein Großteil dieser Unternehmen ist entweder nicht börsennotiert oder befindet sich aktuell in einem Verkaufsprozess. Aus diesem Grund wurden sie von der Bewertungsgutachterin nicht in die Vergleichsgruppe (vgl. unten) aufgenommen.

¹⁰³ Vgl. Hochschule Osnabrück / IGW (Hrsg.), Studie: Internationaler Vergleich von IT-Ausgaben in Krankenhäusern, 2025, S. 20ff.

¹⁰⁴ Vgl. RWI – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung / Institute for Health Care Business (HCB) (Hrsg.), Krankenhaus Rating Report 2025, 1. Aufl., medhochzwei Verlag, Heidelberg, 2025

¹⁰⁵ Vgl. Bertelsmann Stiftung / IGES Institut (Hrsg.), Versorgungsversprechen Krankenhaus – Strategien für eine nachhaltige Krankenhauslandschaft, 2024, S. 79ff.

Laut einer Roland-Berger-Studie aus dem Jahr 2023 kommt das KIS ORBIS von Dedalus bei rund 40 % der befragten Krankenhäuser zum Einsatz. Etwa ein Drittel der Kliniken nutzt i.s.h.med von Oracle Cerner – ein System, das direkt von der Einstellung der SAP-Patientenmanagementlösung IS-H zum Jahr 2030 betroffen ist. Nexus belegt mit einem Marktanteil von 13 % den dritten Platz. Die Lösungen von CGM und iSolutions Health (inzw. Mesalvo) werden jeweils in rund 10 % der Häuser verwendet. Telekom-Systeme kommen bei 4 % der Kliniken zum Einsatz, Meierhofer bei 2 %. Trotz der bevorstehenden Abkündigung von IS-H planen insgesamt 73 % der befragten Krankenhäuser keinen Wechsel ihres KIS, darunter sogar 57 % der IS-H-Nutzer. Dies unterstreicht die geringe Wechselbereitschaft im deutschen Markt für Krankenhausinformationssysteme.

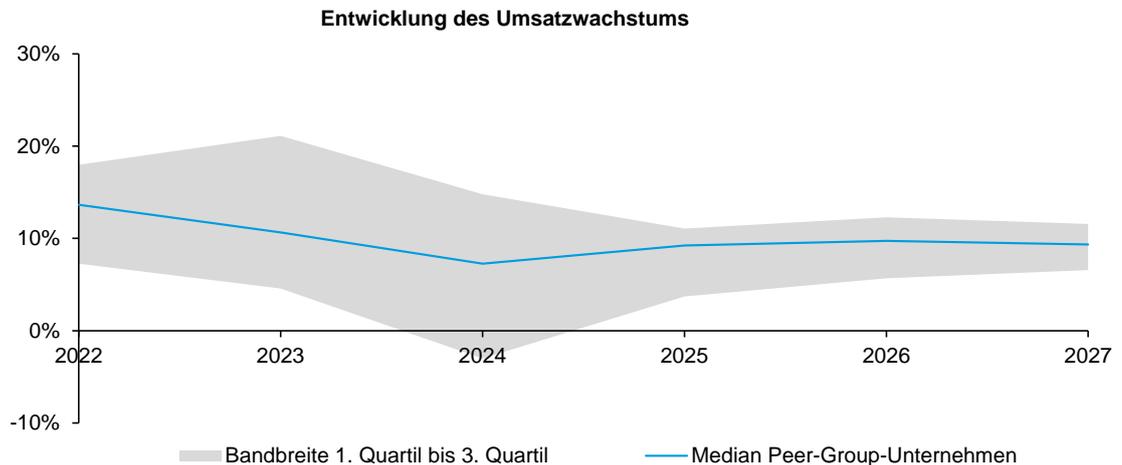
Die Bewertungsgutachterin hat zur Ableitung des operativen Geschäftsrisikos (Betafaktor im Rahmen der Kapitalkostenermittlung), zur Plausibilisierung des Ertragswerts mittels Multiplikatorverfahren sowie für Wachstums- und Margen-Analysen zur externen Planungsplausibilisierung eine Gruppe von **Vergleichsunternehmen (auch „Peer Group“)** herangezogen.

Darin sind die folgenden acht Unternehmen enthalten:

- Craneware plc, Edinburgh/Schottland
- EM Systems Co., Ltd., Osaka/Japan
- Equasens S.A., Villers-lès-Nancy/Frankreich
- Findex Inc., Tokyo/Japan
- GPI S.p.A., Trento/Italien
- Medical Data Vision Co., Ltd., Tokyo/Japan
- Sectra AB, Linköping/Schweden
- TruBridge Inc., Mobile, Alabama/USA

Die Auswahl der Peer-Group-Unternehmen und die diesbezügliche Argumentation der Bewertungsgutachterin haben wir nachvollzogen, eine Beschreibung des Auswahl- und Filterprozesses der Bewertungsgutachterin findet sich in Abschnitt 7.3 f).

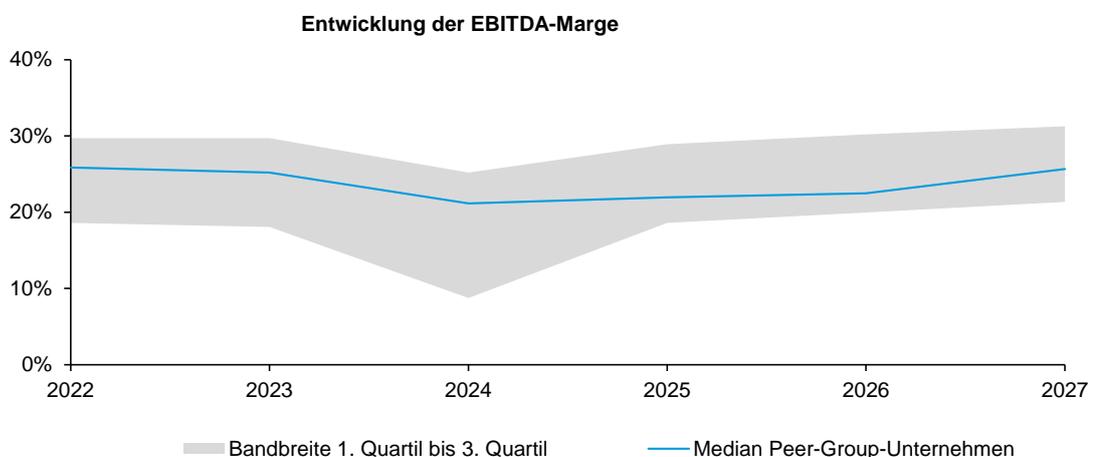
In der folgenden Übersicht sind die Bandbreite sowie der Median des Umsatzwachstums der Peer-Group-Unternehmen für den historischen Zeitraum von 2022 bis 2024 ergänzt um die von Analysten aktuell prognostizierten Wachstumsraten für die Jahre 2025 bis 2027 dargestellt. Der grau hinterlegte Bereich begrenzt das jeweilige erste und dritte Quartil der Bandbreite der Umsatzwachstumsraten.



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Bloomberg.

Die historische und prognostizierte Umsatzentwicklung zeigt im Median der Peer-Group-Unternehmen einen Rückgang beginnend im Jahr 2022 mit einem Median von rund 13,6 % bis hin zu einem Median von rund 9,3 % im Jahr 2027.

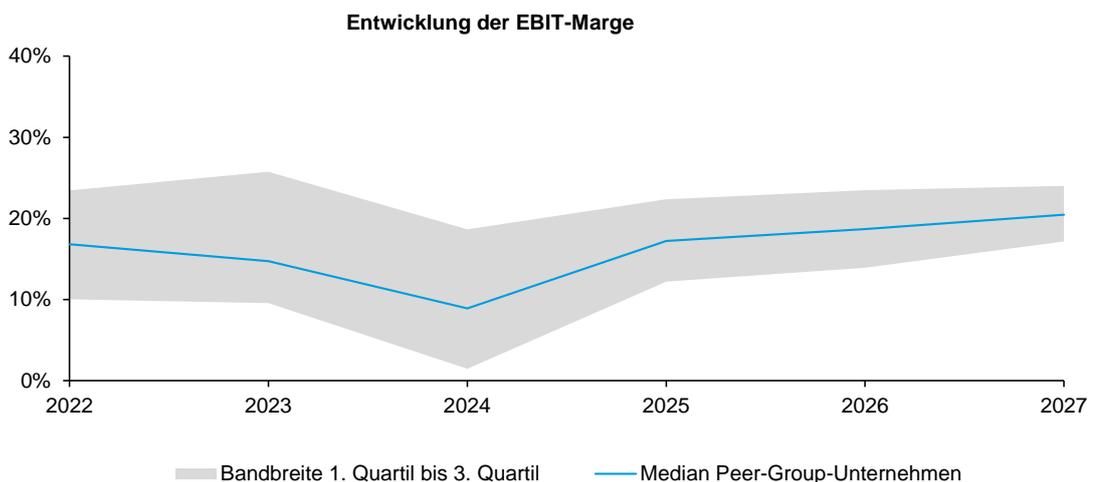
In der folgenden Übersicht werden die Bandbreite sowie der Median der EBITDA-Margen der Peer-Group-Unternehmen für den historischen Zeitraum von 2022 bis 2024 ergänzt um die von Analysten aktuell prognostizierten EBIT-Margen für die Jahre 2025 bis 2027 dargestellt. Der grau hinterlegte Bereich begrenzt das jeweilige erste und dritte Quartil der Bandbreite der EBITDA-Margen.



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Bloomberg.

Der Peer-Group-Median der EBITDA-Margen ist im historischen Zeitraum von 2022 bis 2024 von rund 25,9% auf rund 21,2 % gefallen. Für den Prognosezeitraum wird im Median ein Anstieg der EBITDA-Margen der Vergleichsunternehmen erwartet. In den Jahren 2025 bis 2027 steigt der Median der prognostizierten EBITDA-Margen von rund 21,9 % auf rund 25,7 %.

In der folgenden Übersicht werden die Bandbreite sowie der Median der EBIT-Margen der Peer-Group-Unternehmen für den historischen Zeitraum von 2022 bis 2024 ergänzt um die von Analysten aktuell prognostizierten EBIT-Margen für die Jahre 2025 bis 2027 dargestellt. Der grau hinterlegte Bereich begrenzt das jeweilige erste und dritte Quartil der Bandbreite der EBIT-Margen.



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Bloomberg.

Der Peer-Group-Median der EBIT-Margen ist im historischen Zeitraum von 2022 bis 2024 von rund 16,8 % auf rund 8,9 % gefallen. Für den Prognosezeitraum wird im Median ein Anstieg der EBIT-Margen der Vergleichsunternehmen erwartet. In den Jahren 2025 bis 2027 steigt der Median der prognostizierten EBIT-Margen von rund 17,2 % auf rund 20,5 %.

Klarstellend ist darauf hinzuweisen, dass Kenngrößen von Peer-Group-Unternehmen wie Umsatzwachstum oder auch deren EBIT-Margen sich nicht unmittelbar auf das Bewertungsobjekt übertragen lassen.¹⁰⁶ Zutreffend verweist das LG München I darauf, dass ungeachtet der grundsätzlichen Vergleichbarkeit jedes Unternehmen eine unterschiedliche Struktur hat, weshalb das Umsatzwachstum oder Margen nicht identisch sein können.

¹⁰⁶ Vgl. LG München I, 19. April 2024, 5 HK O 9734/22e, Beschlusstext S. 41 f.

Einordnung und Würdigung der Plausibilität der Planungsrechnung

Mit Blick auf die einer Unternehmensplanung innewohnende Unsicherheit ist zu beurteilen, ob die der Unternehmensplanung zugrunde gelegten Annahmen plausibel, d. h. nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind.¹⁰⁷

Eine Planung ist insgesamt als plausibel anzusehen, wenn sie sowohl rechnerisch richtig und auf Grundlage eines geeigneten Planungsprozesses erstellt ist als auch konsistent an die Vergangenheits- und Lageanalyse des Bewertungsobjekts anknüpft, bestehende Abweichungen zur vergangenen Entwicklung schlüssig erklärbar sind und die erwartete Entwicklung des Bewertungsobjekts nachvollziehbar reflektiert ist.¹⁰⁸

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die der Planung zugrundeliegenden Annahmen erhalten und rechnerisch sowie im Hinblick auf die Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der getroffenen Annahmen geprüft. Hinsichtlich der rechnerischen Konsistenz haben wir keine materiellen Unstimmigkeiten festgestellt. Darüber hinaus sind die Planungsannahmen des Managements nachvollziehbar und werden innerhalb der Planung konsistent angewendet. Nach unseren Erkenntnissen ist die rechnerische und formelle Plausibilität der Planungsrechnung i. S. d. IDW Praxishinweises 2/2017, Tz. 15, 19 ff. gegeben.

Die Prüfung der materiellen internen Plausibilität der Planungsrechnung haben wir auf Basis unserer Erkenntnisse zum Geschäftsmodell, zu den bereinigten Vergangenheitszahlen und unter Berücksichtigung von umfassenden ergänzenden Erläuterungen des Managements sowie zur Verfügung gestellten Unterlagen zu den getroffenen Annahmen vorgenommen. Die Prüfung der materiellen externen Plausibilität haben wir auf Basis unserer Erkenntnisse zum Markt- und Wettbewerbsumfeld vorgenommen.

Nach unseren bei der Prüfung gewonnen Erkenntnissen ist sowohl die materielle interne Plausibilität als auch die materielle externe Plausibilität der Planungsrechnung i. S. d. IDW Praxishinweises 2/2017, Tz. 16 f., 22 ff. gegeben.

Dazu halten wir im Hinblick auf die besonders wesentlichen Planungsparameter fest:

Die Nexus AG befindet sich in einem Marktumfeld, welches durch die Notwendigkeit zur Digitalisierung und steigende Anforderungen an die eingesetzten Softwarelösungen bei gleichzeitig angespannter finanzieller Lage der Kunden, insbesondere der deutschen Krankenhäuser, gekennzeichnet ist. Kurzfristig ist die Marktnachfrage noch stark durch zusätzliche Liquidität aus öffentlich geförderten Programmen wie dem KHZG in Deutschland geprägt. Mittelfristig soll vor allem

¹⁰⁷ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 5.

¹⁰⁸ Vgl. OLG Düsseldorf, 25. Februar 2020, 26 W 7/18, Tz. 39 (BeckRS).

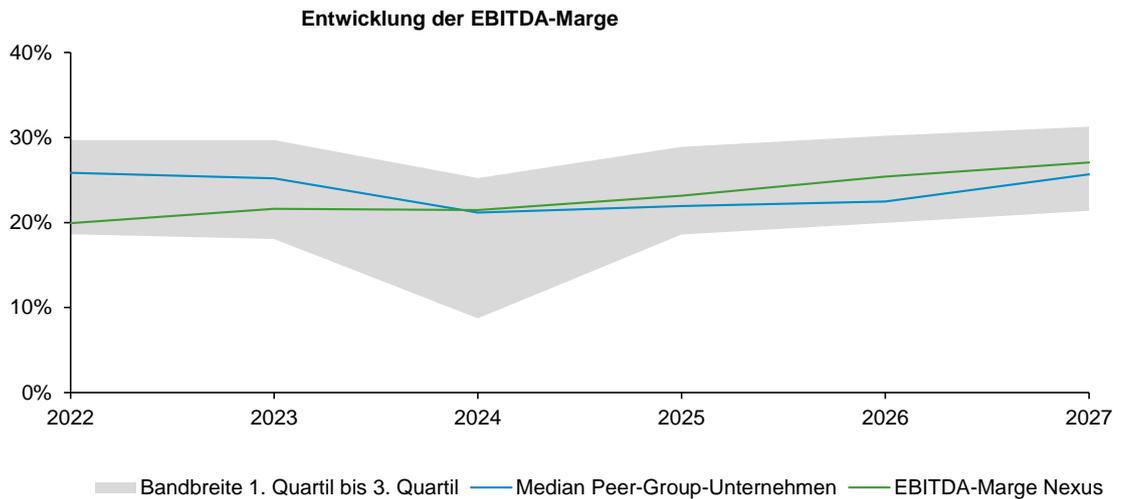
die Einstellung und Ablösung der Softwarelösung von SAP im Krankenhaussektor zu zusätzlichen Wachstumseffekten, verbunden mit einer Verschiebung von Marktanteilen, führen. Langfristig ist aus heutiger Sicht jedoch mit einer Normalisierung und deutlichen Abschwächung des Wachstums zu rechnen. Aufgrund der strukturellen finanziellen Schwäche des Gesundheitssystems wird in Deutschland ein andauernder Konsolidierungs- und Effizienzdruck erwartet, welcher mit Zusammenlegungen und Schließungen von Krankenhäusern verbunden ist. Zudem wird davon ausgegangen, dass die IT-Budgets der Krankenhäuser mittel- bis langfristig wieder auf das historische, im internationalen Vergleich geringe Niveau zurückgehen.

Die Umsatzplanung der Nexus AG ist durch hohe, im Zeitablauf leicht rückläufige organische Wachstumsraten gekennzeichnet, welche die kurz- bis mittelfristig positive Marktentwicklung sowie angestrebte Marktanteilszugewinne abbilden.

Auf Ebene des EBITDA ist ein gegenüber den Umsätzen deutlich überproportionaler Anstieg von EUR 59,5 Mio. im Jahr 2024 auf EUR 119,4 Mio. im Jahr 2029 geplant. Dieser soll durch Skaleneffekte insbesondere im Bereich des eingesetzten Personals aber auch in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen erreicht werden. Damit steigt die EBITDA-Marge entsprechend der Planungsrechnung ausgehend von 22,8 % (bereinigt) im Jahr 2024 auf 29,8 % im Jahr 2029 an. In ihrer Kapitalmarktkommunikation hatte die Nexus AG selbst bislang eine EBITDA-Marge von 27,0 % ohne dämpfende Einflüsse von Unternehmenserwerben als Zielgröße kommuniziert.¹⁰⁹

In der folgenden Übersicht wird zu Vergleichszwecken die EBITDA-Margenentwicklung der Peer-Group-Unternehmen sowie der Nexus AG für den Zeitraum von 2022 bis zum Planjahr 2027 dargestellt.

¹⁰⁹ Vgl. Nexus AG, Equity Story Präsentation Mai 2024, S. 15.



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Bloomberg, Nexus AG.

Zu Beginn des dargestellten Zeitraums liegt die (bereinigte) EBITDA-Marge der Nexus AG noch deutlich unter dem Median der Vergleichsunternehmen. Über den Planungszeitraum soll sich die EBITDA-Marge der Nexus AG deutlich positiv entwickeln. Die für das letzte Planjahr 2029 angesetzte EBITDA-Marge von 29,8 % liegt bereits am oberen Ende der von den Analysten für die Vergleichsunternehmen (bis 2027) prognostizierten Bandbreite.

Nach unserer Einschätzung stellen insbesondere die in den letzten beiden Planjahren angesetzten operativen Ergebnisse vor dem Hintergrund des intensiven Wettbewerbs ein ambitioniertes Szenario dar, welches stark von der erwarteten Sondersituation infolge der Ablösung der SAP-Softwarelösung geprägt ist.

c) Übergangsphase und nachhaltiges operatives Ergebnis

Die finanziellen Überschüsse lassen sich naturgemäß für einen näheren Zeitraum nach dem Bewertungsstichtag genauer prognostizieren als für die fernere Zukunft. Zudem liegt regelmäßig (nur) für einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren eine detaillierte Unternehmensplanung vor (Detailplanungsphase). Nach diesem Zeitraum müssen (zwangsläufig vereinfachende) Annahmen über die nachhaltig bzw. in der Unendlichkeit zu erwartenden Überschüsse getroffen werden. Das festzulegende Ertragsniveau des ersten Jahres der ewigen Rente kann entweder zum Ende des Detailplanungszeitraums erreicht sein oder höher (niedriger) liegen. Das nachhaltige Ergebnis kann auch unter demjenigen des letzten Planjahres oder einzelner Jahre der Detailplanungsphase liegen. Mit der Festlegung des nachhaltigen Ergebnisses verbunden ist die Annahme eines „idealen“ im Hinblick auf die Ertrags-, Finanz- und Vermögenslage eingeschwungenen Gleichgewichtszustandes.

Der IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 54, betont, dass die ewige Rente unter Berücksichtigung besonderer Analysen vom Bewertungsgutachter selbstständig herzuleiten ist. Insofern darf das letzte Planjahr nicht unreflektiert für die Phase der ewigen Rente übernommen werden. Bei der ewigen Rente sind langfristig erzielbare Renditeerwartungen zu berücksichtigen. Anhaltspunkte für die nachhaltig erzielbaren Renditen können sich aus den normalisierten Ergebnissen der Vergangenheit und der Detailplanungsphase sowie anhand von Branchen Kennzahlen ergeben.¹¹⁰

Sollte der Gleichgewichtszustand am Ende des Detailplanungszeitraums noch nicht erreicht sein, kann es erforderlich werden, eine Übergangsphase (auch: „Konvergenzphase“ oder „Grobplanungsphase“) zu planen.¹¹¹

Die Bewertungsgutachterin hat im Anschluss an den Planungszeitraum eine Übergangsphase für die Geschäftsjahre 2030 bis 2035 ergänzt. Zum Ende der Übergangsphase soll dann ein Umsatzvolumen und EBITDA-Margenniveau erreicht werden, das nachhaltig preisbedingt fortentwickelt werden kann. Das nachhaltige Ergebnis wird ab dem Geschäftsjahr 2036 angesetzt.

Dabei hat die Bewertungsgutachterin die Annahme getroffen, dass sich die marktseitige Sonder-situation noch über den Planungszeitraum hinaus in zunächst noch erhöhten, jedoch im Zeitablauf bis zum Jahr 2035 kontinuierlich sinkenden Umsatzwachstumsraten widerspiegeln wird. Über den gesamten Planungszeitraum, inklusive der Grobplanungsphase (d. h. von 2025 bis 2035), wird auf dieser Grundlage ein durchschnittliches Wachstum von rund 6 % p. a. für die Umsatzerlöse der Gesellschaft abgebildet.

¹¹⁰ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 57.

¹¹¹ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 55.

Auf Ebene der EBITDA-Marge bildet die Übergangsphase die auskunftsgemäße Erwartung des Managements der Nexus AG ab, dass die zum Ende der Detailplanungsphase geplante EBITDA-Marge in einem weniger dynamischen Marktumfeld nicht dauerhaft erreichbar ist und aufgrund des (weiter) steigenden Wettbewerbsdruck wieder zurückgehen wird. Die langfristig angesetzte EBITDA-Marge von 27,0 % entspricht der für das Jahr 2027 von der Nexus AG angestrebten Zielgröße und liegt innerhalb der Bandbreite der für die Vergleichsgruppe beobachtbaren Margen.

Ausgehend von der erwarteten Entwicklung des EBITDA hat die Bewertungsgutachterin dazu korrespondierende operative Ergebnisbeiträge abgeleitet.

Auf Basis unserer Prüfungshandlungen und Erkenntnisse halten wir die von der Bewertungsgutachterin abgebildete Übergangsphase sowie das angesetzte nachhaltige Ergebnis für angemessen.

Zusammenfassend stellt die folgende Übersicht die Umsatzerlöse und EBITDA für das Planjahr 2029 ergänzt um die Übergangsphase für die Geschäftsjahre 2030 bis 2035 sowie das nachhaltige Ergebnis der Jahre 2036 ff. (TV) dar:

	2029 Plan	2030 ÜJ	2031 ÜJ	2032 ÜJ	2033 ÜJ	2034 ÜJ	2035 ÜJ	2036 TV
	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.	EUR Mio.
Umsatzerlöse	400,3	425,7	448,2	467,1	481,7	491,7	496,6	501,6
<i>Wachstumsrate</i>	7,4%	6,3%	5,3%	4,2%	3,1%	2,1%	1,0%	1,0%
EBITDA	119,4	124,9	129,4	132,7	134,6	135,1	134,1	135,4
<i>EBITDA-Marge</i>	29,8%	29,3%	28,9%	28,4%	27,9%	27,5%	27,0%	27,0%

Quelle: Nexus AG, A&M.

d) Überleitung zum Konzernjahresüberschuss

Finanzergebnis

Das Finanzergebnis hat die Bewertungsgutachterin ausgehend von der Bilanz der Nexus-Gruppe zum 31. Dezember 2024 auf Basis einer integrierten Bilanz- und Finanzplanung für die jeweiligen Planjahre abgeleitet. Dabei hat die Bewertungsgutachterin die geplanten Investitionen sowie die geplante Entwicklung des Nettoumlaufvermögens berücksichtigt. Die bei der Ermittlung des Finanzergebnisses herangezogenen Zinssätze reflektieren die bestehenden Finanzierungskonditionen der Nexus-Gruppe.

Das zum 31. Dezember 2024 bestehende Festgeldkonto wurde als Sonderwert berücksichtigt. Insofern wurden innerhalb des Finanzergebnisses keine Finanzerträge aus der Anlage dieser Mittel berücksichtigt.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir das durch die Bewertungsgutachterin berücksichtigte Finanzergebnis und die zugrundeliegenden Annahmen nachvollzogen und im Rahmen eines eigenen Bewertungsmodells, auf Grundlage der bestehenden Finanzierungsstruktur, des zukünftig erwarteten Kapitalbedarfs bzw. -überschusses und der Ausschüttungsannahmen der Nexus AG anhand einer integrierten Gewinn- und Verlustrechnung sowie Bilanz- und Cashflowplanung nachvollzogen und hierbei auch die rechnerische Richtigkeit geprüft.

Das Finanzergebnis wurde angemessen ermittelt.

Unternehmenssteuern

Die Besteuerung der Nexus-Gruppe erfolgt nach dem gegenwärtigen Stand des Unternehmenssteuerrechts. Die Ertragsteuern berücksichtigen die Gewerbe- und Körperschaftsteuer sowie den Solidaritätszuschlag zur Körperschaftsteuer, die auf die inländischen Erträge anfallen sowie die ausländischen Unternehmenssteuern. Bezüglich der inländischen Körperschaftsteuer wird die schrittweise Reduktion der Körperschaftsteuer von derzeit 15,0 % ab dem Jahr 2028 auf 10,0 % im Jahr 2032 berücksichtigt.

Bestehende steuerliche Verlustvträge hat die Bewertungsgutachterin als Sonderwert berücksichtigt.

Im Rahmen unserer Prüfungsarbeiten haben wir die von der Bewertungsgutachterin angewandten Steuersätze und die Berechnung der prognostizierten Ertragsteuern nachvollzogen. Der durch die Bewertungsgutachterin berücksichtigte Steueraufwand ist nach unseren Erkenntnissen angemessen.

Nicht beherrschende Anteile am Jahresergebnis

Grundsätzlich sind gemäß dem Grundsatz der Vollkonsolidierung die Planergebnisse von Gesellschaften, an welchen – aus Sicht der Nexus AG – Minderheiten beteiligt sind, vollständig in der Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung zu berücksichtigen. Bewertungsmethodisch bestehen zur Berücksichtigung der nicht beherrschenden Anteile zwei Möglichkeiten. Zum einen können die auf die nicht beherrschenden Anteile entfallenden Jahresergebnisse bei der Ermittlung der zu kapitalisierenden Ergebnisse innerhalb der Plan-Gewinn- und Verlustrechnung abgezogen werden.¹¹² Alternativ können diese Anteile auch separat bewertet und vom Unternehmenswert abgezogen werden.¹¹³

Die Bewertungsgutachterin hat den Wert der Minderheitsanteile der ifa systems AG, Frechen, separat bewertet und als Sonderwert in Abzug gebracht. Die vorgenommene Bewertung ist nachvollziehbar. Weitere zu berücksichtigende Minderheitsanteile bestehen nach den uns erteilten Auskünften und vorliegenden Informationen nicht.

¹¹² Vgl. OLG Karlsruhe, 15. November 2012, 12 W 66/06, Tz. 105 (juris); LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 52.

¹¹³ Vgl. Meichelbeck, Unternehmensbewertung im Konzern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 955, 972.

e) Erfolgsrechnung

In der folgenden Übersicht wird die von der Bewertungsgutachterin für die Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts herangezogene Erfolgsrechnung für den Detailplanungszeitraum sowie das nachhaltige Ergebnis bzw. für den Terminal Value dargestellt.

	2025 Plan	2026 Plan	2027 Plan	2028 Plan	2029 Plan	2030 ÜJ	...	2035 ÜJ	2036 TV
	EUR Mio.	EUR Mio.		EUR Mio.	EUR Mio.				
Umsatzerlöse	289,5	317,7	345,2	372,7	400,3	425,7		496,6	501,6
EBITDA	67,5	80,7	93,5	106,2	119,4	124,9		134,1	135,4
Abschreibungen	-20,9	-22,2	-23,5	-22,1	-22,8	-23,0		-23,0	-23,3
EBIT	46,6	58,5	70,0	84,1	96,6	101,9		111,0	112,1
Finanzergebnis	-1,3	-1,4	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5		-1,9	-2,0
EBT	45,3	57,1	68,5	82,6	95,1	100,4		109,1	110,1
Ertragsteuern	-13,8	-16,9	-20,3	-22,9	-25,5	-25,7		-24,8	-25,1
Konzern-JÜ	31,5	40,2	48,3	59,7	69,6	74,6		84,3	85,0

Quelle: Unternehmensplanung, A&M.

f) Ableitung der erwarteten Nettoeinnahmen

Gewinnverwendungspolitik

Die Bewertungsgutachterin hat in der Detailplanungsphase eine vollständige Thesaurierung des Konzernergebnisses angenommen. Diese Annahme entspricht der vom Management geäußerten Einschätzung. Da in der Planungsrechnung keine explizite Verwendung für diese thesaurierten Mittel getroffen wird, hat die Bewertungsgutachterin für die Jahre 2025 bis 2029 eine unmittelbare Zurechnung des jeweiligen Konzernjahresergebnisses als Wertbeitrag aus Thesaurierung vorgenommen.

Darüber hinaus wird für Bewertungszwecke unterstellt, dass die sich im Planungszeitraum aufbauenden und über den operativen Kassenbestand hinausgehenden liquiden Mittel vollständig als jährliche „Sonderausschüttung“ den Nettoeinnahmen zugerechnet werden.

Für die sich anschließende Übergangsphase sowie die ewige Rente hat die Bewertungsgutachterin unter Verweis auf in der Fachliteratur empfohlene und in der Rechtsprechung anerkannte markttypische Ausschüttungsquoten eine Ausschüttungsquote von 50 % des Konzernergebnisses (berechnet unter Abstraktion von der „Sonderausschüttung“) angesetzt.

In der ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin zur Erhaltung des nachhaltigen Verschuldungsgrades bzw. zur Finanzierung des durch das preisbedingte Wachstum nachhaltigen Investitionsbedarfs eine Wachstumsthesaurierung berücksichtigt. Die wachstumsbedingt thesaurierten Mittel mindern das ausschüttungsfähige Ergebnis bzw. verbleiben dauerhaft im Unternehmen und dienen der Erwirtschaftung von Wachstum und damit der Unternehmenswertsteigerung in der ewigen Rente.

Die Bewertungsgutachterin hat in allen drei Planphasen (Detailplanungsphase, Übergangsphase und ewige Rente) die nicht ausgeschütteten oder als Wachstumsthesaurierung verwendeten Teile des Konzernergebnisses unmittelbar als Wertbeitrag aus Thesaurierung („fiktive Zurechnung von Thesaurierung“) berücksichtigt. Demnach wird von einer kapitalwertneutralen Wiederanlage der Beträge auf Unternehmensebene ausgegangen.

Die von der Bewertungsgutachterin getroffenen Annahmen zur Gewinnverwendungspolitik sowie zur Höhe der angesetzten Wachstumsthesaurierung sind nach unseren Erkenntnissen nachvollziehbar.

Steuerbelastung der Anteilseigner

Die Ausschüttungen hat die Bewertungsgutachterin sachgerecht um die Abgeltungsteuer von 25 % zzgl. Solidaritätszuschlag von 5,5 % vermindert („persönliche Ertragsteuern“).

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir uns davon überzeugt, dass die geplanten Ausschüttungen unterhalb des ausschüttbaren Gewinns liegen und daher entsprechend § 27 Abs. 1. S. 3 KStG nicht von einer Einlagenrückgewähr auszugehen ist.¹¹⁴ Die Ausschüttungen sind der normalen Besteuerung zu unterwerfen, eine Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto ist nicht möglich. Ein gesonderter Werteffekt des steuerlichen Einlagekontos ist daher nicht gegeben.

Die Höhe der Steuerbelastung der Anteilseigner auf die zugerechneten Wertbeiträge aus Thesaurierung (Veräußerungsgewinne) hängt sowohl von der zu unterstellenden Haltedauer, der thesaurierungsbedingten Kursentwicklung beim Bewertungsobjekt als auch von der Alternativanlage ab.¹¹⁵

Die zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen sowie die „Sonderausschüttungen“ hat die Bewertungsgutachterin anstelle der nominellen Steuerlast von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag mit einer effektiven Steuer in Höhe von 13,1875 % belastet („persönliche Ertragsteuer auf fiktive Zurechnung“). Diese typisierende Annahme ist in der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung anerkannt.¹¹⁶

Darüber hinaus hat die Bewertungsgutachterin die Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen sachgerecht berücksichtigt.

¹¹⁴ Vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1572 f.

¹¹⁵ Vgl. Wiese, WPg 2007, S. 368, 375.

¹¹⁶ Vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.); Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1581, m.w.N.; OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 69 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 24. September 2020, 26 W 5/19, Tz. 65 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 28. Oktober 2019, 26 W 3/17, Tz. 56 (BeckRS); OLG München, 26. Juni 2018, 312 Wx 382/15, Tz. 90 (BeckRS); OLG Frankfurt, 5. Februar 2016, 21 W 69/14, Tz. 85 (BeckRS).

g) Kapitalisierungszinssatz

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der Zukunftserfolge auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes sind die steuerlichen Wirkungen auf Ebene der Anteilseigner zu berücksichtigen. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage, die dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.¹¹⁷

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

Basiszinssatz

Die Bewertungsgutachterin hat den risikolosen Basiszinssatz entsprechend den Empfehlungen des FAUB aus der Zinsstrukturkurve für deutsche Staatsanleihen abgeleitet. Die Zinsstrukturkurve zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko. Die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristäquivalenten Zerobondfaktoren gewährleisten die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz.¹¹⁸

Auf Basis der veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank hat die Bewertungsgutachterin zum Zeitpunkt der Erstattung der gutachtlichen Stellungnahme einen **einheitlichen Basiszinssatz** (vor Steuern) in Höhe von gerundet **3,00 %** ermittelt.

Als Datenbasis wurden die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank gewählt, die als Schätzwerte auf der Grundlage von beobachteten Umlaufrenditen von Kuponanleihen, d. h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, ermittelt werden. Die notwendigen Parameterschätzer finden sich auf der Homepage der Deutschen Bundesbank.

Mittels dieser Parameter lassen sich Zinssätze für hypothetische Zerobonds ableiten und damit tägliche Zinsstrukturkurven auf Basis der am Markt gehandelten Bundesanleihen mit Restlaufzeiten bis zu 30 Jahren schätzen. Aus der beobachtbaren Entwicklung der Parameter der Schätzfunktion lässt sich deren begrenzte Verwendbarkeit zur Extrapolation für weiter in der Zukunft liegende Zinsprognosen erkennen. Vor diesem Hintergrund können nach Ansicht des FAUB

¹¹⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 114.

¹¹⁸ Vgl. OLG München, 30. November 2006, 31 Wx 59/06, AG 2007, S. 411, 412.

mangels verfügbarer Marktdaten aus gehandelten Anleihen für die über 30 Jahre hinausgehende Schätzung der Zerobond-Zinssätze und aufgrund allgemeiner Prognoseunsicherheiten die Zerobond-Zinssätze der längsten verfügbaren Restlaufzeiten als nachhaltiger Prognosewert konstant fortgeschrieben werden.¹¹⁹

Zur Glättung von Schwankungen werden nicht ausschließlich die Zinsstrukturdaten zum Bewertungsstichtag, sondern durchschnittliche Werte für die **drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Monate** herangezogen.¹²⁰ Die Berechnung der Dreimonatsfrist erfolgt in Anlehnung an die WpÜG-Angebotsverordnung gemäß §§ 187, 188 Abs. 2 BGB.¹²¹

Entsprechend der Empfehlung des FAUB¹²² ist der einheitliche Basiszinssatz größer 1,0 % auf 1/4-Prozentpunkte **kaufmännisch zu runden** (unter 1,0 % auf 1/10-Prozentpunkte). Dies hat auch Zustimmung in der Rechtsprechung gefunden.¹²³

Gründe für die Rundung sind (1) der Ausgleich von möglichen Schätzfehlern, da es sich bei der Svensson-Methode um ein Schätzverfahren handelt¹²⁴ und (2) der Ausgleich von geringfügigen Veränderungen des Basiszinssatzes im Nachkommabereich während des Bewertungsprozesses, vor allem aber in dem Zeitraum zwischen der Beendigung der Bewertungs- respektive Prüfungsarbeiten und dem Tag der Hauptversammlung.¹²⁵ Das OLG München hat diesen Gesichtspunkt explizit hervorgehoben und ausgeführt, dass die Rundung nicht zuletzt auch der Planungs- bzw. Rechtssicherheit und dem Informationsbedürfnis der Minderheitsaktionäre diene.¹²⁶

Wir haben die Berechnungen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und gelangen übereinstimmend mit der Bewertungsgutachterin zu einem gerundeten Basiszinssatz vor Steuern von 3,00 %. Der Basiszinssatz wurde sachgerecht um die Abgeltungsteuer einschließlich Solidaritätszuschlag von 26,375 % vermindert.¹²⁷ Die Nachsteuergröße beläuft sich auf 2,21 %.

¹¹⁹ Vgl. IDW-FN 2008, S. 491.

¹²⁰ Vgl. OLG Hamburg, 31. März 2022, 13 W 20/21, Beschlusstext S. 16; OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 54 (BeckRS); OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 46 (BeckRS); m.w.N. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.92.

¹²¹ Vgl. Fragen und Antworten zum IDW S 1 i.d.F. 2008 (Stand: 14. Oktober 2020), Abschn. 4.2 i.V.m. Abschn. 3.1, IDW Life 2020, S. 955.

¹²² Vgl. IDW-FN 2005, S. 555 ff.; IDW-LIFE 2016, S. 731 f.

¹²³ Vgl. OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 61 (BeckRS); OLG München, 6. August 2019, 31 Wx 340/17, Tz. 50 (BeckRS).

¹²⁴ Vgl. 86. Sitzung des AKU, IDW-FN 2005, S. 555, 556.

¹²⁵ Vgl. Popp, WPg 2016, S. 926, 929.

¹²⁶ Vgl. OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Tz. 64 (BeckRS); OLG München, 6. August 2019, 31 Wx 340/17, Tz. 52 (BeckRS).

¹²⁷ Vgl. OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 52 (BeckRS); OLG Stuttgart, 4. Mai 2020, 20 W 3/19, Tz. 61 (BeckRS); LG Leipzig, 3. März 2023, 02 HK O 2575/17, Beschlusstext S. 20.

Risikozuschlag

Der Risikozuschlag wird in der Praxis regelmäßig mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (CAPM, Tax-CAPM) aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet. Die Verwendung des CAPM bzw. des Tax-CAPM wird von der ganz überwiegenden Mehrzahl der Gerichte und Literaturstimmen als sachgemäß erachtet und ist die vorherrschende Methode zur Ableitung eines objektivierten Risikozuschlags.¹²⁸

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

Nach dem Tax-CAPM setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und dem auf Basis des Tax-CAPM ermittelten Risikozuschlag nach Ertragsteuern zusammen. Der unternehmensspezifische Risikozuschlag lässt sich in zwei empirisch beobachtbare bzw. ableitbare Faktoren, die Marktrisikoprämie und den Betafaktor, zerlegen.

Marktrisikoprämie

Die Rechtsprechung verweist regelmäßig auf die Aussage des BGH, nach der in Bezug auf die maßgebliche Bewertungsmethode entscheidend sei, „dass die jeweilige Methode in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist“.¹²⁹ Dasselbe muss auch für die bei der Umsetzung der Bewertungsmethode anzusetzenden Parameter gelten, d. h. auch für die Marktrisikoprämie. Allerdings ist eine empirisch genaue und unter allen Kapitalmarktbedingungen eindeutige Festlegung der Marktrisikoprämie – als Punktschätzung – nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich.¹³⁰

In der Praxis als Expertenauffassung anerkannt sind vor diesem Hintergrund die Bandbreitenempfehlungen des FAUB, die dementsprechend von der Rechtsprechung regelmäßig als

¹²⁸ Vgl. WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel C, Tz. 123; OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Tz. 85 (BeckRS); OLG Frankfurt, 26. Mai 2023, 21 W 119/22, Beschlusstext S. 21; OLG Düsseldorf, 20. April 2023, 26 W 8/20, Tz. 33 (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 123 (BeckRS); OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 122/16, Tz. 52 (BeckRS); OLG München, 30. Juli 2018, 31 Wx 136/16, Beschlusstext, S. 9; OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12, Tz. 105 (BeckRS).

¹²⁹ Bspw. OLG Stuttgart, 20. August 2018, 20 W 2/13, Tz. 61 (BeckRS); BGH, 29. September 2015, II ZB 23/14, Tz. 33, 42 (juris); BGH, 12. Januar 2016, II ZB 25/14, Tz. 21 (juris).

¹³⁰ Vgl. OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20, Tz. 67 (BeckRS); Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 28; OLG Düsseldorf, 14. Dezember 2017, 26 W 8/15, Tz. 52 (BeckRS).

sachgerechte Grundlage für die Schätzung der Marktrisikoprämie (nach § 287 Abs. 2 ZPO) herangezogen werden.¹³¹

Der FAUB beobachtet kontinuierlich die Entwicklung auf den Kapitalmärkten, um zu überprüfen, ob seine Bandbreitenempfehlungen anzupassen sind. Dazu werden nach einem **pluralistischen Ansatz** historisch gemessene Aktienrenditen bzw. Marktrisikoprämien, langfristige reale Aktienrenditen sowie Ex-Ante-Analysen impliziter Marktrisikoprämien betrachtet.¹³² Die Bandbreitenempfehlung basiert demnach nicht allein auf einer unabhängig von den Realitäten an den Kapitalmärkten festgelegten Gesamttrenditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer.

Die weiterhin aktuelle Empfehlung des FAUB basiert auf der in der Sitzung vom 22. Oktober 2019 getroffenen Entscheidung. Demnach wurde auf Basis der damaligen Erkenntnisse und Analysen die zuvor gültige Bandbreitenempfehlung auf eine **Bandbreite von 5,0 % bis 6,5 % für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern** leicht nach oben erweitert.¹³³

In der Sitzung vom 30. Januar 2023 hat der FAUB festgestellt, dass zwar seit Februar 2022 deutlich steigende Basiszinssätze zu beobachten seien. Allerdings gehe dies mit ebenfalls deutlich gestiegenen impliziten Gesamttrenditen und Marktrisikoprämien auf Basis der Ex-Ante-Methode (implizite Kapitalkosten) einher. Auch in der Folgezeit hat der FAUB die Entwicklung des Kapitalmarktumfelds weiterhin genau beobachtet. In der Sitzung vom 21. März 2024 hielt es der FAUB weiterhin für sachgerecht, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie an einer Bandbreite von 6,0 % bis 8,0 % vor persönlichen Steuern bzw. 5,0 % bis 6,5 % nach persönlichen Steuern zu orientieren.¹³⁴ Auch seither hat der FAUB keine Veranlassung gesehen, seine Empfehlung zu ändern.

Für Bewertungszwecke ist die Bandbreitenempfehlung des FAUB auf eine **Punktschätzung** zu verdichten. Nach unserer Erfahrung erfolgt diese Verdichtung zumeist auf den Mittelwert der Nachsteuerempfehlung.

Dieser Mittelwert der derzeitigen Bandbreitenempfehlung in Höhe von 5,75 % nach persönlichen

¹³¹ Vgl. Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 28; OLG Bremen, 29. März 2019, 2 W 68/18, Tz. 47 (BeckRS); OLG Stuttgart, 26. Juni 2019, 20 W 27/18, Beschlusstext S. 22; OLG Düsseldorf, 5. September 2019, 26 W 8/17, Tz. 54 (BeckRS); OLG Frankfurt, 27. September 2019, 21 W 64/14, Beschlusstext S. 22; OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 73 (BeckRS); LG Leipzig, 3. März 2023, 02 HK O 2575/17, Beschlusstext S. 21.

¹³² Vgl. für eine ausführliche Begründung des pluralistischen Ansatzes Castedello et al., WPg 2018, S. 806, 806-825.

¹³³ Vgl. IDW Life 2019, S. 818 f.

¹³⁴ Vgl. Berichterstattung über die 169. Sitzung des FAUB am 21. März 2024.

Steuern wurde auch in jüngeren Beschlüssen in Spruchverfahren anerkannt.¹³⁵

Die Bewertungsgutachterin hat ergänzend auf Basis eines eigenen Modells zur Ableitung impliziter Marktrisikoprämien Bandbreiten ermittelt und im Ergebnis die Marktrisikoprämie nach Steuern mit **5,50 %** festgelegt. Diesen Ansatz halten wir vorliegend vor dem Hintergrund des inzwischen auf 3,00 % angestiegenen Basiszinssatzes sowie aktuell tendenziell (gegenüber dem Zeitpunkt der Bandbreitenempfehlung des FAUB) niedrigeren impliziten Marktrisikoprämien für angemessen.

Betafaktor

Der Betafaktor misst im Rahmen des (Tax-)CAPM das systematische, nicht durch Portfoliobil-
dung diversifizierbare Risiko der Aktie und wird als Maß für die Höhe des unternehmensindividuellen Risikos gesehen.¹³⁶ Der Betafaktor ist kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert.¹³⁷

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

¹³⁵ Vgl. OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Beschlusstext S. 37; OLG Frankfurt, 26. Mai 2023, 21 W 119/22, Beschlusstext S. 22; LG München I, 19. April 2024, 5 HK O 9734/222, Beschlusstext S. 72; LG Hamburg, 21. Dezember 2023, 403 HKO 68/21, Beschlusstext S. 16; LG München I, 14. Dezember 2023, 5 HK O 11456/21, Beschlusstext S. 79; LG Hamburg, 3. November 2023, 403 HKO 90/22, Beschlusstext S. 19; LG München I, 25. August 2023, 5 HK O 12034/21, Beschlusstext S. 64; LG München I, 30. Juni 2023, 5 HK O 4509/21, Beschlusstext S. 81; LG München I, 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22, Beschlusstext S. 55; LG Stuttgart, 16. Mai 2023, 40 O 64/20, Beschlusstext S. 35; LG Frankenthal (Pfalz), 20. März 2023, 2 HK O 55/21, Beschlusstext S. 26; LG Frankfurt, 25. November 2021, 3-05 O 13/20, Beschlusstext S. 19 (insoweit nicht dargestellt in BeckRS 2020, 53852, Tz. 61 (bei der dortigen Angabe des Entscheidungsdatums mit dem Jahr 2020 handelt es sich um einen redaktionellen Fehler)).

¹³⁶ Vgl. nur OLG Frankfurt, 17. Juni 2010, 5 W 39/98, Tz. 46 (juris).

¹³⁷ Vgl. nur OLG Stuttgart, 17. März 2011, 20 W 9/08, AG 2010, S. 510; OLG Frankfurt, 2. Mai 2011, 21 W 3/11, AG 2011, S. 828.

Aussagekraft der Betafaktoren

Als Ausgangspunkt für die Schätzung des Betafaktors wird in der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung regelmäßig auf historische Aktienrenditen abgestellt. Bei der praktischen Betaermittlung im Rahmen des CAPM wird eine lineare Regression mit einer Variablen durchgeführt. Der Betafaktor wird demnach anhand einer linearen Regression der unternehmensspezifischen Aktienkursrendite (als zu erklärende, abhängige Variable) auf die Rendite eines Aktienindex (als erklärende, unabhängige Variable) ermittelt. Die Güte der Regressionsfunktion sowie – spezifischer – des Regressionskoeffizienten wird regelmäßig anhand **statistischer Instrumente** überprüft. Bei der Prüfung der Regressionsfunktion geht es darum, ob und wie gut die Aktienkursrendite durch die Indexrendite erklärt wird (Güte des Modells). Als typisches Gütemaß wird hier auf das Bestimmtheitsmaß R^2 abgestellt. Zur Prüfung des Regressionskoeffizienten Beta dient vor allem der t-Test. In den Fällen, in denen der empirisch gemessene Regressionskoeffizient Beta nicht mit einer hinreichenden Wahrscheinlichkeit von dem in der Nullhypothese vorzugebenden Wert (normalerweise Null) unterschieden werden kann und dies nicht durch eine ökonomisch begründete Einschätzung erklärt werden kann, verliert der gemessene Wert seine Aussagekraft und damit zugleich seine Eignung als Schätzer für den Betafaktor.¹³⁸

Grundvoraussetzung für einen aussagekräftigen Betafaktor ist, dass sich die Aktienrenditen und damit die zugrundeliegenden Aktienkurse sachlich und zeitlich unverzerrt an Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen. Daher wird in der Praxis und auch von der Rechtsprechung¹³⁹ inzwischen ein großes Augenmerk auf die **Liquidität der Aktie** gelegt, um die grundsätzliche Prognoseeignung der ermittelten Betafaktoren einzuschätzen. Als Liquiditätsmaße werden bspw. die Geld-Brief-Spanne oder der Handelsumsatz genannt, wobei sich für die Messung der Liquidität bislang weder in der Theorie noch in der Praxis ein überlegenes Messkonzept herausgebildet hat. Zudem existieren (derzeit) für die einzelnen Messkonzepte keine betriebswirtschaftlich allgemein anerkannten Schwellenwerte für „liquide Aktien“.¹⁴⁰

Daneben ist zu beachten, dass aus dem reinen „Erfüllen“ von einzelnen, mehreren oder allen Messgrößen nicht ohne weitere Überlegungen auf die **Prognoseeignung** der historischen Kurse bzw. des Betafaktors geschlossen werden kann. Die Ableitung des künftigen systematischen Risikos anhand des (originären) Betafaktors setzt voraus, dass dieser verlässlich ermittelt und seine zeitliche Stabilität erwartet werden kann. Somit ist auch eine Analyse der Kursentwicklung im Hinblick auf Strukturbrüche oder **verzerrende Ereignisse**, bspw. Übernahmegerüchte/-verfahren vorzunehmen.

¹³⁸ Vgl. ausführlich: Popp/Merkle, DB 2025, S. 271 ff.

¹³⁹ Vgl. Popp/Ruthardt, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2024, Rz. 12.116 ff.

¹⁴⁰ Vgl. ausführlich Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 328 f.

In der Praxis werden häufig **Beobachtungszeiträume** von fünf Jahren mit monatlichen und zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen verwendet.¹⁴¹ Die Aktualität kann für einen kürzeren Zeitraum von z. B. zwei Jahren sprechen.¹⁴² Lange Zeiträume, in denen Strukturbrüche stattgefunden haben, sind für die Berechnung des Betafaktors ungeeignet.¹⁴³

Raw und Adjusted Beta

Das direkt aus den (Kurs-)Renditen mittels Regression abgeleitete Beta wird häufig auch als „Raw Beta“ bezeichnet. Wird dieses mittels einer Gewichtungformel mit einem Gesamtmarktbeta von eins in Beziehung gesetzt, spricht man von einem sog. „Adjusted Beta“. Die Adjustierungsformel setzt an den verschuldeten Betafaktoren an. Erst nachfolgend wird das Unlevern vorgenommen.

Das Adjusted Beta entsprechend der sogenannten „Blume-Anpassung“ stellt im Finanzbereich die am häufigsten genutzte Beta-Adjustierung dar.¹⁴⁴ Bei diesem Verfahren wird das Raw Beta mit 0,667 (=2/3) multipliziert und 0,333 hinzuaddiert.

In der Bewertungspraxis wird sowohl auf Adjusted- als auch auf Raw-Betafaktoren zurückgegriffen.¹⁴⁵ Der Rechtsprechung ist nicht zu entnehmen, dass adjustierten oder nicht-adjustierten Betafaktoren ein genereller Vorrang eingeräumt würde, sodass insoweit keine einheitliche Position vertreten wird.¹⁴⁶

Originärer Betafaktor der Nexus AG

Die Aktien der Nexus AG werden im regulierten Markt (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse sowie an weiteren Börsenplätzen und elektronischen Handelssystemen (insb. XETRA) gehandelt.

Daher kann grundsätzlich ein – historischer – Betafaktor der Nexus AG unmittelbar aus Kapitalmarktdaten ermittelt werden. Korrespondierend zur zeitlichen Abgrenzung des Börsenkurses ist

¹⁴¹ Vgl. OLG Düsseldorf, 27. Juni 2022, 26 W 13/18, Tz. 84 (BeckRS); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 80 (juris); OLG Frankfurt, 20. Dezember 2010, 5 W 51/09, Tz. 63 (juris).

¹⁴² Vgl. OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, Tz. 214 (juris); OLG Frankfurt, 30. August 2012, 21 W 14/11, Tz. 80 (juris); LG Frankfurt, 2. September 2010, 3-5 O 279/08, Beschlusstext S. 27.

¹⁴³ Vgl. OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08, Tz. 204 (juris).

¹⁴⁴ Vgl. Scheld, Fundamental Beta, 2013, S. 77.

¹⁴⁵ Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel A, Tz. 410.

¹⁴⁶ Vgl. OLG Stuttgart, 26. Dezember 2024, 20 W 27/20, Beschlusstext S. 120; OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 101 (BeckRS); OLG Frankfurt, 27. August 2020, 21 W 59/19, Tz. 50 (BeckRS); LG Hamburg, 26. September 2019, 412 HKO 156/16, Beschlusstext S. 35; LG Stuttgart, 24. September 2018, 42 O 49/16, Beschlusstext S. 28; LG München I, 28. April 2017, 5 HK O 26513/11, S. 21 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13, Tz. 58 (BeckRS); OLG Karlsruhe, 23. Juli 2015, 12a W 4/15, Tz. 66 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 51 (juris).

nach der herrschenden Auffassung in der Bewertungs- und Rechtspraxis ein unternehmenseigener Betafaktor auf Basis beobachteter Kurse im Zeitraum nach der Bekanntgabe bzw. dem Bekanntwerden der Strukturmaßnahme (hier: beabsichtigter Squeeze Out) grundsätzlich ungeeignet. Vielmehr muss die Messperiode für die Ermittlung des **unternehmenseigenen Betafaktors** (spätestens) am **Tag der Bekanntmachung der Maßnahme** enden.¹⁴⁷

Die Kursentwicklung der Nexus AG hat sich bereits seit der Bekanntmachung des öffentlichen Übernahmeangebots am 5. November 2024 und damit schon deutlich vor dem Tag der Bekanntmachung der Squeeze-Out-Absicht (28. April 2025) von der Markt- und Branchenentwicklung abgekoppelt (vgl. dazu Abschnitt 5.3 b) „Kursbeeinflussung“). Insofern teilen wir die Einschätzung der Bewertungsgutachterin, dass in einem Zeitraum unmittelbar vor dem Tag der Bekanntmachung der Squeeze-Out-Absicht kein belastbarer originärer Betafaktor der Nexus AG bestimmt werden kann.

Ergänzend haben wir die originären Betafaktoren der Nexus AG sowohl über einen Beobachtungszeitraum von zwei bzw. fünf Jahren vor dem Tag der Bekanntmachung der Übernahmeabsicht (5. November 2024) ermittelt. Dabei haben wir originäre Betafaktoren sowohl über einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren bei wöchentlichen Renditen als auch für einen Betrachtungszeitraum von fünf Jahren bei monatlichen Renditen ermittelt. Für beide Zeitraum-Renditeintervall-Konstellationen haben wir als Referenzindizes sowohl den CDAX als auch den MSCI World Index herangezogen. Den Berechnungen liegen Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg zugrunde.

	Land	Raw Beta				Adjusted Beta			
		2J w		5J m		2J w		5J m	
		Global	Lokal	Global	Lokal	Global	Lokal	Global	Lokal
Nexus AG	DE	0,90	0,72	1,04	0,84	0,92	0,80	1,02	0,88

Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Bloomberg.

Die (unverschuldeten) originären Betafaktoren der Nexus AG liegen vor dem 5. November 2024 zwischen 0,72 und 1,04 (Raw Beta) sowie zwischen 0,80 und 1,02 (Adjusted Beta).

¹⁴⁷ Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.115; OLG Karlsruhe, 13. Mai 2013, 12 W 77/07 (13), Tz. 36 (juris); LG Hannover, 2. März 2016, 13 O 191/09, Beschlusstext S. 31; LG Düsseldorf, 3. September 2014, 33 O 55/07, Tz. 145 (juris).

Betafaktor der Peer Group

Die Bewertungsgutachterin hat entsprechend der gängigen Praxis zur Ableitung des operativen Geschäftsrisikos des zu bewertenden Unternehmens auf eine Vergleichsgruppe börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group) abgestellt. Dieses Vorgehen wird auch von der Rechtsprechung anerkannt.¹⁴⁸ Dies gilt auch hinsichtlich des Einbezugs ausländischer Unternehmen.¹⁴⁹

Zur Auswahl der Peer Group hat die Bewertungsgutachterin zunächst eine Long List an grundsätzlich auf Basis ihres Geschäftsmodells in Frage kommenden Unternehmen erstellt. Dazu hat die Bewertungsgutachterin folgende Quellen herangezogen: Die von der Gesellschaft selbst genannten Wettbewerber; börsennotierte Gesellschaften aus der Branche „Healthcare Technology“ mit einer Marktkapitalisierung über EUR 50 Mio. mit Sitz in Europa, entwickelten Ländern der Asien-Pazifik-Region oder Nordamerika; Vergleichsunternehmen aus der Markt- und Wettbewerbsanalyse eines externen Beratungsunternehmens sowie aus verfügbaren Analysten-Reports.

Anschließend wurden die identifizierten Vergleichsunternehmen im Hinblick auf eine ausreichende Liquidität der Aktien überprüft (auf Basis der Geld-Brief-Spanne sowie einer Betrachtung des Streubesitzanteils). Unternehmen, bei denen eine Kursverzerrung u.a. aufgrund einer unzureichenden Analysten-Coverage vermutet wird, wurden von der Bewertungsgutachterin eliminiert und als Zwischenstand 19 potenzielle Vergleichsunternehmen ermittelt.

Bei diesen 19 Vergleichsunternehmen hat die Bewertungsgutachterin eine tiefere Analyse der Geschäftsmodelle im Hinblick auf die Vergleichbarkeit zur Nexus-Gruppe vorgenommen. In der endgültigen Peer Group finden sich noch die bereits unter Abschnitt 7.4 b) „Wettbewerbssituation“ aufgeführten acht Unternehmen, die als hinreichend vergleichbar zur Nexus-Gruppe eingeschätzt werden. Dabei handelt es sich um Unternehmen, deren Geschäftstätigkeit jeweils einen materiellen Anteil an Softwarelösungen im Gesundheitssektor aufweist.

Die Bewertungsgutachterin hat für die Peer-Group-Unternehmen Betafaktoren sowohl über einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren bei wöchentlichen Renditen als auch für einen Betrachtungszeitraum von fünf Jahren bei monatlichen Renditen zum Ende der Bewertungsarbeiten ermittelt. Für beide Zeitraum-Renditeintervall-Konstellationen hat die Bewertungsgutachterin als Referenzindizes sowohl (lokale) Landesindizes als auch den S&P Global BMI als globalen Index

¹⁴⁸ Vgl. OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 99 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 15. August 2016, 26 W 17/13, Tz. 56 (juris); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 51 f. (juris); OLG Karlsruhe, 22. Juni 2015, 12a W 5/15, Tz. 60 (juris).

¹⁴⁹ Vgl. Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 30; OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 142 (BeckRS); OLG Stuttgart, 3. April 2020, 20 W 2/17, Beschlusstext S. 25; OLG Hamburg, 18. September 2015, 13 W 44/14, Beschlusstext S. 12; OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, 26 W 8/10, Tz. 64 (juris); OLG Stuttgart, 19. Januar 2011, 20 W 2/07, Tz. 224 (juris); OLG Düsseldorf, 27. Mai 2009, 26 W 5/07, Beschlusstext S. 43.

herangezogen. Den Berechnungen der Bewertungsgutachterin liegen Daten des Finanzinformationsdienstleisters Capital IQ zugrunde.

Zur Bereinigung der unternehmensspezifischen Betafaktoren um Kapitalstruktureffekte hat die Bewertungsgutachterin die rechnerisch ermittelten verschuldeten Betafaktoren in unverschuldete Betafaktoren umgerechnet (so genanntes „Unlevern“). Die Umrechnung hat die Bewertungsgutachterin nach einer Anpassungsformel unter der Annahme unsicherer Tax Shields sowie unter der Annahme ausfallrisikobehafteter Fremdkapitalbestände („Debt Beta“) auf Basis des Verhältnisses von Fremdkapital zum Marktwert des Eigenkapitals vorgenommen.

In der folgenden Übersicht werden die auf Basis lokaler Indizes sowie auf Basis des S&P Global BMI von der Bewertungsgutachterin ermittelten unverschuldeten Betafaktoren der Peers dargestellt. Statistisch nicht signifikante Betas wurden nicht in die Mittelwert- bzw. Medianbildung einbezogen.

Peer-Unternehmen	Beta Global		Beta Lokal		Ø
	5J	2J	5J	2J	
Craneware	Insig.	0,8	Insig.	Insig.	0,8
EM Systems	1,1	0,5	1,1	0,6	0,8
Equasens	0,8	Insig.	0,7	0,6	0,7
FINDEX	0,8	0,7	1,2	0,7	0,8
GPI	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5
Medical Data	1,0	0,9	1,1	1,1	1,0
Sectra	1,8	0,8	1,1	0,8	1,1
TruBridge	0,6	0,5	Insig.	Insig.	0,6
Mittelwert	1,0	0,7	0,9	0,7	0,8
Median	0,8	0,7	1,1	0,7	0,8

Quelle: A&M.

Auf Basis dieser Ergebnisse hat die Bewertungsgutachterin einen unverschuldeten Betafaktor von 0,8 angesetzt. Dieser liegt eher am unteren Ende der Bandbreite der originären Betafaktoren der Nexus AG vor der Bekanntgabe des Übernahmeangebots.

Im Rahmen unserer Prüfung des Betafaktors haben wir die Auswahl der Vergleichsunternehmen sowie das von der Bewertungsgutachterin angewendete methodische Vorgehen nachvollzogen. Die Auswahl der von der Bewertungsgutachterin in die Peer Group einbezogenen Unternehmen haben wir unter Berücksichtigung der wesentlichen operativen Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren der Nexus-Gruppe auf Basis der uns im Rahmen unserer Prüfungstätigkeit vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte ergänzt um eigene Recherchen und Analysen überprüft. Die von der Bewertungsgutachterin ermittelten Betafaktoren haben wir unter Rückgriff auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg plausibilisiert. Dabei haben wir neben Raw Betas auch Adjusted Betas berechnet.

Nach unseren bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnissen liefert der von der Bewertungsgutachterin angesetzte unverschuldete **Betafaktor in Höhe von 0,8 eine angemessene Indikation** für das zukünftige systematische Risiko der Nexus-Gruppe.

h) Nachhaltige Wachstumsrate

Methodische Überlegungen zur nachhaltigen Wachstumsrate

Ursachen und Abbildung des Wachstums finanzieller Überschüsse

Als Quellen des Wachstums finanzieller Überschüsse lassen sich rein realwirtschaftliche Entwicklungen der leistungswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren im Sinne eines **operativen Wachstums** (Kapazitätsoptimierungen und Kapazitätserweiterungen) sowie rein nominale, d. h. durch Preisveränderungen bedingte Entwicklungen (**preisbedingtes Wachstum**) abgrenzen. Zusätzlich sind steuerlich bedingte Effekte, z. B. aus der differenzierten Besteuerung von Gewinneinbehaltungen und Ausschüttungen, gesondert zu berücksichtigen.¹⁵⁰

In dem Planungszeitraum ist das erzielbare Wachstum in den erwarteten Entwicklungen der Erträge und Aufwendungen sowie der Bilanzposten reflektiert. Auch in den Geschäftsjahren der **ewigen Rente** werden sich die Posten der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung und somit auch die daraus ableitbaren Nettoeinnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum der Gesellschaft lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden.

¹⁵⁰ Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Tz. 441 ff.

Ausgehend von den vorstehend genannten Ursachen des Wachstums finanzieller Überschüsse ist zunächst die Frage zu klären, welche Effekte hiervon im Wachstumsabschlag zu berücksichtigen sind.

Ursachen des Wachstums der finanziellen Überschüsse			
Kapazitätsoptimierung	Kapazitätserweiterung	inflationsbedingtes Wachstum	
Berücksichtigung in der Detailplanungsphase	direkte Zurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung	keine direkte Zurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung	finanzielle Überschüsse wachsen mit der unternehmensspezifischen Inflationsrate
		Dividend Discount Model	Ertragswertverfahren
Berücksichtigung im Wachstumsabschlag			
Nein	Nein	Ja (Gesamtwachstumsrate)	Ja

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 1028, Kap. A, Tz. 451.

In der ewigen Rente wird von einer expliziten Abbildung von Kapazitätsoptimierungen abgesehen. Im Hinblick auf die Berücksichtigung von kapitalwertneutralen Kapazitätserweiterungen sind mit dem Ertragswertverfahren und dem Dividend Discount Model zwei alternative Modelle zu unterscheiden, die bei konsistenten Annahmen zum selben Wert führen.

Beim **Ertragswertverfahren** nach IDW S 1 i.d.F. 2008 bestehen die zu diskontierenden Nettoeinnahmen nachhaltig nicht nur aus dem Wertbeitrag aus Ausschüttungen, sondern auch aus dem Wertbeitrag aus Thesaurierungen. In der ewigen Rente erwartete kapitalwertneutrale Kapazitätserweiterungen als Resultat von Thesaurierungen bzw. thesaurierungsbedingte Wachstumseffekte werden demnach durch eine direkte Zurechnung als Wertbeitrag aus Thesaurierung erfasst, so dass hierfür kein Wachstumsabschlag erforderlich ist.¹⁵¹

Aufgrund der mit Ausnahmen der notwendigen Thesaurierung für das Wachstum des wirtschaftlichen Eigenkapitals vollständigen Zurechnung der finanziellen Überschüsse (sog. fiktive Vollausschüttung) bildet der Wachstumsabschlag im Ertragswertverfahren primär das **inflations- bzw. preisbedingte Wachstum** der finanziellen Überschüsse in der ewigen Rente ab;¹⁵² maßgeblich ist die unternehmensspezifische Wachstumsrate des zu bewertenden Unternehmens.

¹⁵¹ Vgl. OLG Düsseldorf, 20. April 2023, 26 W 8/20, Tz. 40 (BeckRS); OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, Tz. 119 (BeckRS).

¹⁵² Vgl. OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 105 (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 147 (BeckRS).

Beim **Dividend Discount Model** wird dagegen in der ewigen Rente nur der Dividendenanteil, kapitalisiert. Es kommt demnach nicht zu einer direkten Zurechnung des Wertbeitrags aus Thesaurierungen. Dieser verbleibende Teil des Ausschüttungspotentials wird im Unternehmen zur Innenfinanzierung bzw. zur Wachstumsthesaurierung verwendet und liefert einen zusätzlichen Wachstumseffekt. Insofern sind die aus der Thesaurierung resultierenden zusätzlichen Wachstumseffekte in Gestalt einer „Gesamtwachstumsrate“ zu berücksichtigen.

Nach dem Dividend Discount Model ergibt sich der zum Ertragswertverfahren wertäquivalente Unternehmenswert zu Beginn der ewigen Rente nach dem folgenden Zusammenhang:¹⁵³

$$V_t = \frac{(ZdE_{t+1} - WbT_{t+1})}{r_{EK} - w}$$

mit:

V_t = Ertragswert zu Beginn der ewigen Rente, ZdE_{t+1} = Zu diskontierendes Ergebnis im ersten Rentenjahr, WbT_{t+1} = Wertbeitrag aus Thesaurierung im ersten Rentenjahr, r_{EK} = nachhaltige Eigenkapitalkosten, w = Gesamtwachstumsrate.

Durch Umstellen des Zusammenhangs kann die Gesamtwachstumsrate wie folgt dargestellt werden:

$$w = r_{EK} - \frac{(ZdE_{t+1} - WbT_{t+1})}{V_t}$$

Diese **Gesamtwachstumsrate** bildet neben den unternehmensspezifischen Preissteigerungen auch das thesaurierungsbedingte Wachstum ab.¹⁵⁴

¹⁵³ Vgl. dazu auch Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349, 357.

¹⁵⁴ Vgl. OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, Tz. 119 (BeckRS).

Gewinnwachstumsrate

In empirischen Studien zum historischen Gewinnwachstum werden Durchschnittswerte über begrenzte Zeiträume in der Vergangenheit über verschiedene Unternehmen aus unterschiedlichsten Branchen gebildet. Neben einer teilweise nur mangelnden Vergleichbarkeit der dort enthaltenen Unternehmen mit dem jeweiligen Bewertungsobjekt ist zu beachten, dass die angegebenen Wachstumsraten regelmäßig nicht nur das Resultat rein inflationsbedingter Erhöhungen der finanziellen Überschüsse sind, sondern zu einem wesentlichen Teil auch das Ergebnis von sogenannten thesaurierungsbedingten bzw. durch Erweiterungen der Unternehmenskapazität begründeten Gewinnsteigerungen umfassen.¹⁵⁵ Das am Markt beobachtbare Gewinnwachstum ist bewertungstechnisch nicht mit der Wachstumsrate in der ewigen Rente gleichzusetzen, weil bei Unternehmen Akquisitionen, Verkäufe und Zusammenschlüsse vorgenommen werden und insbesondere neues Kapital der Gesellschaft zugeführt wird.¹⁵⁶

Schieszl/Bachmann/Amman¹⁵⁷ gelangen bei der notwendigen **Thesaurierungsbereinigung** von Unternehmensgewinnen über den Zeitraum von 1972 bis 2011 zu Wachstumsraten zwischen rund 0 % und 2 % bzw. typischerweise zu preisbedingten Wachstumsraten von unter 2 %. Emmert/Becker/Suerbaum¹⁵⁸ gelangen nach einer **Bereinigung um Mengen- oder Thesaurierungseffekte** für einen Zeitraum von 1998 bis 2020 zu einer rechnerischen Überwältzbarkeit der durchschnittlichen gewichteten Inflationsrate zwischen 54 % und 69 % des operativen Gewinnwachstums. Große Kapitalgesellschaften und Großunternehmen können hiernach im Median etwas mehr als 50 % der gewichteten Inflationsrate weitergeben. Bei einer langfristigen Inflationserwartung von rund 2,0 % würden die Wachstumsabschläge in einer Bandbreite von 0,5 % bis 2,0 % bestätigt.¹⁵⁹ Entsprechend wird regelmäßig davon ausgegangen, dass der Wachstumsabschlag unter der allgemeinen Inflationsrate liegt.¹⁶⁰

Dies liegt daran, dass auch die Beteiligung an einem Unternehmen **nicht völlig inflationssicher** ist.¹⁶¹ Der Wachstumsabschlag bezweckt auch nicht einen unbedingten Inflationsausgleich.¹⁶² Bereits dem Grunde nach wird sich das Management bei der Preissetzung nicht an der

¹⁵⁵ Vgl. OLG Stuttgart, 4. Mai 2020, 20 W 3/19, Tz. 83 (BeckRS); OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 63 (juris); LG München I, 27. November 2019, 5 HK O 6321/14, Beschlusstext S. 242 ff.; OLG Frankfurt, 5. März 2012, 21 W 11/11, Tz. 89 (juris).

¹⁵⁶ Vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 63 (juris).

¹⁵⁷ Vgl. Schieszl/Bachmann/Amman, Das Wachstum der finanziellen Überschüsse in der Unternehmensbewertung, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., 2015, S. 699, 715.

¹⁵⁸ Vgl. Emmert/Becker/Suerbaum, WPg 2023, S. 877, 882.

¹⁵⁹ Vgl. Emmert/Becker/Suerbaum, WPg 2023, S. 877, 884 f.

¹⁶⁰ Vgl. Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 247; WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 127; OLG München, 3. Dezember 2020, 31 Wx 330/16, Tz. 106 (BeckRS).

¹⁶¹ Vgl. OLG München, 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, Tz. 26 (juris); OLG Düsseldorf, 11. April 1988, 19 W 32/86, WM 1988, S. 1052, 1059; OLG Düsseldorf, 12. Februar 1992, 19 W 3/91, AG 1992, S. 200, 204.

¹⁶² Vgl. OLG Düsseldorf, 13. September 2021, 26 W 1/19, Tz. 77 (BeckRS); OLG Stuttgart, 11. Januar 2021, 20 W 10/19, Tz. 67 (BeckRS); OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 70 (BeckRS); OLG Karlsruhe, 12. September 2017, 12 W 1/17, Tz. 83 (BeckRS).

konsumorientierten allgemeinen Inflationsrate (z. B. gemessen anhand des Verbraucherpreisindex für sämtliche Waren und Dienstleistungen des privaten Bedarfs) orientieren,¹⁶³ sondern das unternehmensspezifische Geschäftsmodell im Fokus haben. Klarstellend ist darauf hinzuweisen, dass in dem **Inflationsziel der EZB** die unternehmensspezifische Inflation nicht hinreichend abgebildet ist.¹⁶⁴ Ein genereller Ansatz in Höhe des Inflationsziels ist somit nicht sachgerecht.

Wachstum der finanziellen Überschüsse

Im Zusammenhang mit der Ermittlung des Wachstumsabschlags ist zu betonen, dass es hierbei primär nicht um die Erhöhung von Umsatzerlösen oder die Erhöhung von Aufwendungen geht, sondern um die Wirkung der preisänderungsbedingten unternehmensspezifischen Inflationsrate auf die Saldogröße finanzieller Überschuss, d. h. das **Wachstum der Ergebnisse**.¹⁶⁵

Begründung der Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate

Grundsätzlich ist für die Wachstumsaussichten neben der allgemeinen Entwicklung der Branche auch die Wettbewerbsposition des zu bewertenden Unternehmens zu berücksichtigen. Da die nachhaltige Wachstumsrate angibt, mit welcher durchschnittlichen Steigerung der finanziellen Überschüsse in der ewigen Rente gerechnet wird, können die Wachstumsraten des operativen Ergebnisses innerhalb des Detailplanungszeitraums sowie der Übergangsphase nicht ohne weiteres als Wachstumsabschlag beim Kapitalisierungszins verwendet werden.¹⁶⁶

Ohne Anspruch auf Vollständigkeit können je nach Einzelfall das (forschungsintensive) Geschäftsmodell,¹⁶⁷ die langfristige Markt- und Branchenentwicklung,¹⁶⁸ die zu erwartende Veränderung der Wettbewerbssituation,¹⁶⁹ demographische Rahmenbedingungen,¹⁷⁰ mögliche

¹⁶³ Vgl. OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Tz. 119 (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 147 (BeckRS).

¹⁶⁴ Vgl. OLG München, 19. Januar 2022, 31 Wx 366/17, Beschlusstext S. 29; OLG Düsseldorf, 13. September 2021, 26 W 1/19, Tz. 77 (BeckRS); LG München I, 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22, Beschlusstext S. 73; LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 82; LG München I, 31. Juli 2015, 5 HK O 16371/13, Tz. 325 (juris).

¹⁶⁵ Vgl. OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, Tz. 119 (BeckRS); OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20, Tz. 78 (BeckRS); OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, Tz. 222 (juris).

¹⁶⁶ Vgl. OLG München, 15. Dezember 2020, 31 Wx 299/16, Beschlusstext S. 16; OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 62 (juris).

¹⁶⁷ Vgl. OLG Düsseldorf, 25. Mai 2016, 26 W 2/15, Tz. 70 (BeckRS).

¹⁶⁸ Vgl. OLG Karlsruhe, 1. April 2015, 12a W 7/15, Tz. 113 (juris); OLG Düsseldorf, 25. Mai 2016, 26 W 2/15, Tz. 70 (BeckRS).

¹⁶⁹ Vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 83 (BeckRS).

¹⁷⁰ Vgl. OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 62.

regulatorische Änderungen,¹⁷¹ hohe Wettbewerbsintensität,¹⁷² Rationalisierungsanforderungen und Preisdruck,¹⁷³ Konkurrenzdruck¹⁷⁴ oder die vorliegende und zu erwartende Kundenstruktur¹⁷⁵ Einfluss auf die Höhe der unternehmensspezifischen Wachstumsrate haben.

Die Bewertungsgutachterin hat für das preisbedingte Wachstum in der ewigen Rente einen Wachstumsabschlag auf den Kapitalisierungszinssatz in Höhe von 1,0 % berücksichtigt.

Die Gesamtwachstumsrate nach dem Dividend Discount Model (vgl. oben) beträgt gemäß unseren Berechnungen vorliegend 4,7 %.

Den von der Bewertungsgutachterin angesetzten Wachstumsabschlag haben wir ausgehend von der erwarteten durchschnittlichen Preissteigerung geprüft. Als Anhaltspunkte werden in der folgenden Übersicht die aktuellen Prognosen von Bankanalysten sowie des Internationalen Währungsfonds über die Entwicklung der Verbraucherpreise in Deutschland, die aus der Verzinsung inflationsgestützter deutscher Staatsanleihen abgeleitete Inflationserwartung sowie aktuelle Prognosen der EZB zur Inflationserwartung in der Eurozone dargestellt.

¹⁷¹ Vgl. OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 62; OLG Karlsruhe, 1. April 2015, 12a W 7/15, Tz. 113 (juris).

¹⁷² Vgl. OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Tz. 122 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21, Tz. 175 (BeckRS).

¹⁷³ Vgl. OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20, Tz. 78 (BeckRS).

¹⁷⁴ Vgl. OLG Frankfurt, 27. September 2019, 21 W 64/14, Beschlusstext S. 26.

¹⁷⁵ Vgl. OLG Frankfurt, 18. Dezember 2014, 21 W 34/12, Tz. 107 (juris).

Schätzungen von Bankanalysten - Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland

2025	
Untergrenze der Schätzungen	1,9%
Obergrenze der Schätzungen	2,6%
Gewichteter Durchschnitt	2,2%
2026	
Untergrenze der Schätzungen	1,3%
Obergrenze der Schätzungen	2,5%
Gewichteter Durchschnitt	1,9%
2027	
Untergrenze der Schätzungen	1,7%
Obergrenze der Schätzungen	2,3%
Gewichteter Durchschnitt	2,0%

Schätzungen des Internationalen Währungsfonds - Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland

2025	2,1%
2026	1,9%
2027	2,1%
2028	2,2%
2028	2,2%
2029	2,2%

Schätzungen der Europäischen Zentralbank - ECB staff projections

2025	2,0%
2026	1,6%
2027	2,0%

Inflationserwartung abgeleitet aus der Verzinsung inflationsgeschützter deutscher Staatsanleihen

10-jährige Staatsanleihen	1,8%
25-jährige Staatsanleihen	1,9%

Quelle: Bloomberg, Internationaler Währungsfonds, EZB.

Die dargestellten Inflationserwartungen zeigen über die nächsten Jahre moderate Inflationsraten von rund 2 %. Die EZB prognostiziert für das Jahr 2025 für die Eurozone eine Preissteigerung in Höhe des Inflationsziels. Der Internationale Währungsfonds erwartet in den Jahren 2025 bis 2029 in Deutschland eine Veränderung des Verbraucherpreisindex zwischen 1,9 % und 2,2 % p.a.

Grundsätzlich ist für die preisbedingten Wachstumsaussichten der Nexus AG neben der allgemeinen Entwicklung der Branche auch die Wettbewerbsposition bzw. insbesondere die erwartete langfristige preisbedingte Entwicklung von Softwarelösungen für Einrichtungen des öffentlichen Gesundheitswesens zu berücksichtigen.

Der Markt für Softwarelösungen im Gesundheitssektor ist durch eine hohe Wettbewerbsintensität gekennzeichnet. Ferner weisen die (öffentlichen) Krankenhäuser als primäre Kunden der Nexus-Gruppe eine sehr angespannte Finanzlage auf, die ihre Zahlungsbereitschaft und -möglichkeiten einschränkt. Gleichzeitig handelt es sich bei dem wesentlichen Inputfaktor der Nexus AG – qualifizierten IT-Kräften – um ein knappes Gut, für das regelmäßige Lohnsteigerungen erfolgt sind und auch zukünftig erwartet werden. Nach den uns von der Nexus AG ergänzend erteilten Auskünften wurden in der Vergangenheit nur in einzelnen Jahren Preiserhöhungen in laufenden Geschäftsbeziehungen umgesetzt; insofern ist es der Nexus-Gruppe in der Vergangenheit nur sehr eingeschränkt gelungen insbesondere personalkostenseitige Preissteigerungen auf Ihre Kunden zu überwälzen.

Vor diesem Hintergrund halten wir den von der Bewertungsgutachterin angesetzten Wachstumsabschlag in Höhe von 1,0 % (vor persönlichen Steuern) für vertretbar.

Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte Wachstumsabschlag entspricht der von der Bewertungspraxis häufig angesetzten und in der Rechtsprechung regelmäßig als angemessen eingestuften Größenordnung von im Mittel rund 1,0 %.¹⁷⁶

¹⁷⁶ Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.156.

i) Ertragswertberechnung

Die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes für die Detailplanungs- und Übergangsphase sowie die ewige Rente wurde von der Bewertungsgutachterin sachgerecht vorgenommen. Wir haben uns von der zutreffenden finanzmathematischen Berechnung überzeugt.

Die Kapitalisierung der erwarteten Nettoeinnahmen haben wir nachvollzogen.

Für die Diskontierung der jährlichen Ausschüttungen ist die Bewertungsgutachterin davon ausgegangen, dass die Ausschüttungen und die Zurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung zum Ende des Geschäftsjahres erfolgen. Die Ausschüttungsbeträge werden im Bewertungsmodell vom Ende des jeweiligen Geschäftsjahres zunächst auf den technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2024 abgezinst und anschließend auf den Bewertungsstichtag aufgezinst.

Auf dieser Basis ermittelt die Bewertungsgutachterin einen Ertragswert von **EUR 1.034,4 Mio.** für die Nexus AG zum 25. September 2025.

Die rechnerische Ableitung des Ertragswerts ist nach unserer Überzeugung sachgerecht erfolgt. Wir haben uns durch Kontrollrechnungen und mittels eines Nachbaus in einem eigenen integrierten Bewertungsmodell von der finanzmathematischen Richtigkeit des Ertragswerts überzeugt.

7.5 Sonderwerte

Die Bewertungsgutachterin hat bezogen auf den Bewertungsstichtag Sonderwerte in Höhe von EUR 66,1 Mio. ermittelt und für die Ermittlung des Unternehmenswerts auf den Ertragswert zum 25. September 2025 addiert.

Im Einzelnen wurden der Wert der Minderheitsanteile (EUR 10,5 Mio.) sowie die bestehenden Kaufpreisverbindlichkeiten aus M&A-Aktivitäten der Vergangenheit (EUR 27,6 Mio.) mit einem negativen Vorzeichen berücksichtigt. Mit einem positiven Vorzeichen wurden der Gegenwert des Festgeldkontos (EUR 100,3 Mio.), zum 31. Dezember 2024 bestehende Ansprüche auf Zuwendungen der öffentlichen Hand (EUR 2,8 Mio.) sowie ein Sonderwert für die bestehenden Verlustvorträge (EUR 1,1 Mio.) berücksichtigt.

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die Ermittlung der Sonderwerte sowie die zugrunde gelegten Annahmen nachvollzogen. Die Bewertungsgutachterin hat bei der Ermittlung des Wertbeitrags der Sonderwerte auf den Abzug persönlicher Steuern verzichtet. Da diese Annahme den Unternehmenswert positiv beeinflusst, wird unser Prüfungsurteil hierdurch nicht berührt.

Nach Auskunft des Vorstands der Nexus AG liegen keine weiteren bei der Bewertung als Sonderwert zu berücksichtigende (nicht betriebsnotwendige) Vermögensgegenstände vor. Auch nach unserer Beurteilung aufgrund der bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnisse liegen keine Anhaltspunkte für die Existenz von weiteren als Sonderwert zu berücksichtigenden Sachverhalten vor.

7.6 Unternehmenswert

Unter Bezugnahme auf die Darstellung in der Stellungnahme von A&M ergibt sich für die Nexus AG zum **Bewertungsstichtag 25. September 2025 ein aus dem Ertragswert abgeleiteter Unternehmenswert in Höhe von EUR 1.100,5 Mio.** Dies entspricht einem anteiligen **Wert je Aktie in Höhe von EUR 63,76.**

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

8. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

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

9. Ermittlung der angemessenen Barabfindung

Die Ausgangswerte für die Ermittlung der Barabfindung sind in der Stellungnahme von A&M dargestellt.

Aus dem objektivierten Unternehmenswert der Nexus AG in Höhe von rund EUR 1.100,5 Mio. hat die Bewertungsgutachterin einen Wert je Aktie in Höhe von EUR 63,76 abgeleitet.

Entsprechend einer uns vorliegenden Mitteilung der BaFin vom 21. Juli 2025 beträgt der volumengewichtete durchschnittliche Börsenkurs der Nexus AG für den einschlägigen Dreimonatszeitraum bis zum 27. April 2025 (einschließlich) EUR 69,16.

Der Hauptaktionär der Nexus AG hat die Höhe der Barabfindung auf

EUR 70,00 je Aktie

festgelegt.

Die festgelegte Barabfindung ist aus unserer Sicht angemessen.

10. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung

„Nach unseren Feststellungen ist aus den vorstehend dargelegten Gründen die Barabfindung, die den ausscheidenden Aktionären der Nexus AG, Donaueschingen, infolge der Übertragung der Aktien gemäß §§ 327a ff. AktG gewährt wird, in Höhe von EUR 70,00 je Stückaktie angemessen.“

Stuttgart, 13. August 2025

RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft



Dr. Matthias Popp
Wirtschaftsprüfer



Dr. Frederik Ruthardt
Wirtschaftsprüfer

Aktenzeichen:
23 O 17/25 AktG



Landgericht Mannheim

Beschluss

In dem Rechtsstreit

Project Neptune Bidco GmbH, vertreten durch d. Geschäftsführer Stefan Alexander Dandl, Irmastraße 1, 78166 Donaueschingen
- Antragstellerin -

wegen Auswahl und Bestellung eines sachverständigen Prüfers

hat das Landgericht Mannheim - 3. Kammer für Handelssachen - durch die Vorsitzende Richterin am Landgericht Gredner-Steigleider am 20.05.2025 beschlossen:

1. Zum sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der von der Project Neptune Bidco GmbH als Hauptaktionärin der Nexus AG mit Sitz in Donaueschingen, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Freiburg im Breisgau unter HRB 602434, festzulegenden Barabfindung für die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre der Nexus AG („Minderheitsaktionäre“) gemäß § 327c Abs. 2 S.3 Abs. 1 AktG wird bestellt:

RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Steuerberatergesellschaft

Sachbearbeiter: Dr. Frederik Ruthardt

Kronenstraße 30

70174 Stuttgart

(Tel. +49 711 2049 1657, E-Mail: Frederik.Ruthardt@ebnerstolz.de)

2. Der Geschäftswert wird auf 60.000 € festgesetzt.
3. Die Antragsteller haben 1.466,00 € an die Landesoberkasse zu bezahlen.

GRÜNDE

Der Antrag vom 13.05.2025 ist zulässig, die Zuständigkeit des Landgerichts Mannheim folgt aus §§ 293c I 3, 4; 327c II 4 AktG in Verbindung mit § 13 II Nr. 10 ZuVoJu von Baden-Württemberg.

Die Antragstellerin ist Hauptaktionärin im Sinne von § 327a I 1 AktG. Sie hält nach eigenen Angaben ca. 95,16 % der Aktien an der Nexus AG. Die Project Neptune Bidco GmbH hat am 28. April 2025 bei der Gesellschaft das Verlangen gestellt, über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre der Gesellschaft auf die Project Neptune Bidco GmbH gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung zu entscheiden. Gemäß § 327c II 2, 3 AktG ist auf ihren Antrag ein sachverständiger Prüfer zu bestellen.

Das Gericht hat Herrn Wirtschaftsprüfer Dr. Frederik Ruthardt ausgewählt und bestellt. Dieser ist geeignet, die übertragene Aufgabe zu übernehmen (§§ 327c II 4, 293d I 1 AktG in Verbindung mit § 319 I HGB).

Der bestellte Prüfer hat mit Erklärung vom 08.05.2025 (Anlagen Ast 2) versichert, dass keine Hinderungsgründe im Sinne von §§ 319 I-IV, 319b I HGB sowie § 316a HGB i.V.m. Artikel 5 der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 oder §§ 43 ff. WPO entgegenstehen.

Die Entscheidung über den Geschäftswert beruht auf § 67 I Nr. 1 GNotGK. Daraus ergeben sich in Verbindung mit Nr. 13500 der Anlage 1 zum GNotKG sowie der Anlage 2 Gerichtskosten im angeforderten Umfang.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen die Festsetzung des Geschäftswerts findet die Beschwerde statt, wenn der Wert des Beschwerdegegenstands 200,00 € übersteigt oder wenn und soweit die Beschwerde in diesem Beschluss zugelassen wurde.

Die Beschwerde ist nur zulässig, wenn sie innerhalb einer Frist von sechs Monaten, nachdem die Entscheidung in der Hauptsache Rechtskraft erlangt oder das Verfahren sich anderweitig erledigt hat, eingelegt wird.

Ist der Geschäftswert später als einen Monat vor Ablauf dieser Frist festgesetzt worden, kann sie noch innerhalb eines Monats nach Zustellung oder nach Bekanntmachung durch formlose Mitteilung des Festsetzungsbeschlusses eingelegt werden. Im Falle der formlosen Mitteilung gilt der Beschluss mit dem vierten Tage nach der Aufgabe zur Post als bekannt gemacht.

Die Beschwerde ist bei dem
Landgericht Mannheim
A 1, 1
68159 Mannheim
einzulegen.

Die Beschwerde kann zu Protokoll der Geschäftsstelle erklärt oder schriftlich eingereicht werden. Die Beschwerde kann auch vor der Geschäftsstelle eines anderen Amtsgerichts zu Protokoll erklärt werden; die Frist ist jedoch nur gewahrt, wenn das Protokoll rechtzeitig bei dem oben genannten Gericht eingeht.

Die Mitwirkung eines Rechtsanwalts ist nicht vorgeschrieben. Im Übrigen gelten für die Bevollmächtigung die Regelungen der für das zugrunde liegende Verfahren geltenden Verfahrensordnung entsprechend.

Rechtsbehelfe können auch als elektronisches Dokument eingelegt werden. Eine Einlegung per E-Mail ist nicht zulässig. Wie Sie bei Gericht elektronisch einreichen können, wird auf www.ejustice-bw.de beschrieben.

Schriftlich einzureichende Anträge und Erklärungen, die durch eine Rechtsanwältin, einen Rechtsanwalt, durch eine Notarin, einen Notar, durch eine Behörde oder durch eine juristische Person des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihr zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse eingereicht werden, sind als elektronisches Dokument zu übermitteln. Ist dies aus technischen Gründen vorübergehend nicht möglich, bleibt die Übermittlung nach den allgemeinen Vorschriften zulässig. Die vorübergehende Unmöglichkeit ist bei der Ersatzeinreichung oder unverzüglich danach glaubhaft zu machen; auf Anforderung ist ein elektronisches Dokument nachzureichen.

Gredner-Steigleider
Vorsitzende Richterin am Landgericht

Allgemeine Auftragsbedingungen

für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Januar 2024

1. Geltungsbereich

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

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

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

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

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

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

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

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

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

4. Sicherung der Unabhängigkeit

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

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

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags in gesetzlicher Schriftform oder Textform darzustellen hat, ist allein diese Darstellung maßgebend. Entwürfe solcher Darstellungen sind

unverbindlich. Sofern nicht anders gesetzlich vorgesehen oder vertraglich vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie in Textform bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

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

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

7. Mängelbeseitigung

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

(2) Ein Nacherfüllungsanspruch aus Abs. 1 muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Nacherfüllungsansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

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

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

9. Haftung

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

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt. Gleiches gilt für Ansprüche, die Dritte aus oder im Zusammenhang mit dem Vertragsverhältnis gegenüber dem Wirtschaftsprüfer geltend machen.

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

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

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

(6) § 323 HGB bleibt von den Regelungen in Abs. 2 bis 5 unberührt.

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

- 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 Auslagensatz 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 Auslagensatz nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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

