

Beglaubigte Abschrift

Landgericht Nürnberg-Fürth

Az.: 1 HK O 7230/17



In dem Rechtsstreit

wegen Spruchverfahren

erlässt das Landgericht Nürnberg-Fürth - 1. Kammer für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht den Handelsrichter und den Handelsrichter am 26.02.2026 folgenden

Beschluss

1. Die Anträge der Antragsteller zu 6, 7, 8, 9, 25, 31, 43, 61, 62, 63, 65, 70, 71 und 75 werden als unzulässig zurückgewiesen.

Die Anträge der übrigen Antragsteller auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als 46,08 € je Inhaberstückaktie werden als unbegründet zurückgewiesen.

2. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller, mit Ausnahme der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu 6, 7, 8, 9, 25, 31, 43, 61, 62, 63, 65, 70, 71 und 75. Diese tragen die Antragsteller zu 6, 7, 8, 9, 25, 31, 43, 61, 62, 63, 65, 70, 71 und 75 selbst.

3. Der Geschäftswert sowie der Wert für die von der Antragsgegnerin zu tragende Vergütung der gemeinsamen Vertreterin der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre der GfK SE werden auf 200.000 € festgesetzt.

Gründe:

I.

Gegenstand des vorliegenden Verfahrens ist die Überprüfung der Angemessenheit der den Minderheitsaktionären der GfK SE (im Folgenden: "GfK") aus Anlass der Übertragung der Aktien an die Antragsgegnerin gemäß §§ 327a ff. AktG gewährten Barabfindung.

Per Ad-hoc-Mitteilung vom 22.03.2017 machte die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin der GfK ihre Squeeze-out-Absicht bekannt. Sie beauftragte (im Folgenden: Bewertungsgutachterin) zum Stichtag am 21.07.2017, den Wert einer angemessenen Barabfindung im Rahmen des beabsichtigten Ausschlusses der Minderheitsaktionäre (Squeeze-out) zu ermitteln. Die zu erstellende gutachtliche Stellungnahme sollte der Antragsgegnerin als Infor-

mation und Entscheidungsgrundlage im Zusammenhang mit der Ermittlung der angemessenen Barabfindung und der Erstattung des Übertragungsberichtes gemäß § 327c Abs. 2 AktG i.V.m. Art. 9 Abs. 1 lit. c) ii) SE-Verordnung dienen.

Ende März 2017 hielt die Antragsgegnerin insgesamt 35.285.787 Aktien der GfK, was 96,66 % des Grundkapitals entsprach.

Mit Beschluss der Kammer vom 10.04.2017 (Az. 1 HK O 2248/17) wurde als sachverständige Prüferin für die Prüfung der Angemessenheit der im Rahmen der beabsichtigten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der GfK auf die Hauptaktionärin, die Antragsgegnerin, gemäß § 327b AktG festzusetzende Barabfindung (im Folgenden: sachverständige Prüferin) ausgewählt und bestellt.

Am 02.06.2017 hat die Bewertungsgutachterin ihre gutachtliche Stellungnahme erstellt, wobei sie den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert der GfK zum 21.07.2017 mit rund 1.461,4 Mio. Euro und den Wert je Aktie – bezogen auf eine Zahl von 36.503.896 Aktien – mit 40,03 € angab. Den von der BaFin ermittelten umsatzgewichteten Durchschnittskurs der GfK-Aktie innerhalb des Dreimonatszeitraums vor Bekanntgabe des Squeeze-out-Verlangens am 22.03.2017 gab sie mit 46,08 € an.

Am 02.06.2017 erstellte die Antragsgegnerin den Übertragungsbericht über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der GfK auf die Antragsgegnerin sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung, wobei sie den Drei-Monats-Durchschnittskurs der GfK-Stückaktie von 46,08 € als Höhe der Barabfindung festlegte.

Mit Bericht vom 08.06.2017 bestätigte die sachverständige Prüferin die Ergebnisse der von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Prüfung.

Mit Stichtagserklärung vom 21.07.2017 bestätigte die Bewertungsgutachterin, dass der ertragswertbasierte Unternehmenswert je Aktie weiterhin unter der festgelegten Barabfindung von 46,08 € je Aktie liegt.

Mit Schreiben vom 21.07.2017 bestätigte die sachverständige Prüferin, dass die Aktualisierung der Bewertung im Vergleich zum Prüfbericht vom 08.06.2017 nicht zu einer Erhöhung der angemessenen Abfindung führen würde.

In der Hauptversammlung der GfK vom 21.07.2017 wurde unter TOP 7 die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre der GfK auf die Antragsgegnerin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschlossen. Zu diesem Zeitpunkt betrug das Grundkapital der GfK 153.316.363,20 € und war eingeteilt in 36.503.896 auf den Inhaber lautende Stückaktien, jeweils

mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital in Höhe von 4,20 € je Aktie.

Der Übertragungsbeschluss wurde am 17.10.2017 in das Handelsregister eingetragen. Zu diesem Zeitpunkt befanden sich noch 1.218.109 Aktien der GfK in den Händen außenstehender Aktionäre.

Die Kammer hat am 03.04.2025 Mitarbeiter der sachverständigen Prüferin und der Bewertungsgutachterin mündlich angehört.

II.

Die Anträge der Antragsteller zu 6, 7, 8, 9, 25, 31, 43, 61, 62, 63, 65, 70, 71 und 75 sind unzulässig, die Anträge der übrigen Antragsteller sind zulässig.

Hinsichtlich der Zulässigkeit der Anträge gilt Folgendes:

1. Auf das vorliegende Verfahren ist im Wesentlichen das SpruchG in der bis 28.02.2023 geltenden Fassung anzuwenden, da der Antrag auf gerichtliche Entscheidung vor dem 31.01.2023 gestellt wurde (vgl. § 17 Abs. 3 SpruchG in der Fassung vom 22.2.2023).

Die dreimonatige Antragsfrist des § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 SpruchG (auch im Folgenden ist immer das SpruchG in der bis zum 28.02.2023 geltenden Fassung gemeint) begann am Tag der Bekanntmachung der Eintragung der verfahrensgegenständlichen Maßnahme in das Handelsregister am 18.10.2017 (§ 10 HGB) und endete damit mit Ablauf des 18.01.2018. Die Frist wird gemäß § 4 Abs. 1 Satz 2 SpruchG durch Einreichung des Antrags bei jedem zunächst zuständigen Gericht gewahrt.

Die Antragsgegnerin hat gerügt, dass die Anträge der Antragsteller zu 48, 58, 61, 62, 65, bis 69, 70 bis 73 und 75 nach Ablauf der Antragsfrist bei Gericht eingegangen seien. Diese Rüge der Antragsgegnerin greift hinsichtlich folgender Antragsteller nicht durch: Die Anträge der Antragsteller zu 48, 58, 60, 61, 62, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72, 73 und 74 sind rechtzeitig eingegangen. Hinsichtlich des Antragstellers zu 75, dessen Antrag erst am 19.01.2018 und damit verspätet eingegangen ist, greift die Rüge der Antragsgegnerin hingegen durch. Dessen Antrag ist unzulässig.

2. Hinsichtlich des Nachweises der Antragsberechtigung gilt Folgendes:

a) Die Antragsgegnerin hat den fehlenden Nachweis der Antragsberechtigung bzw. wirksame Vertretung bei einer Reihe von Antragstellern gerügt.

Bei den Antragstellern zu 6 bis 9, 25, 29, 31 bis 34, 37, 42 bis 45, 61, 62, 63, 65, 70, 71 rügt die Antragsgegnerin fehlende bzw. nicht ausreichende Nachweise der Aktionärsstellung zum relevan-

ten Stichtag. Bei den minderjährigen Antragstellern zu 33 und zu 45 fehle es an einer wirksamen Verfahrensvollmacht. Die Eltern dürften die Antragsteller nicht vertreten, weil das getätigte Rechtsgeschäft dem Kind nicht lediglich einen rechtlichen Vorteil bringe. Ohne Bestellung eines Ergänzungspflegers dürften die Eltern die Antragsteller nicht vertreten.

Bei der Antragstellerin zu 31 (einer Erbengemeinschaft) werde die Erbberechtigung nicht nachgewiesen.

b) Dass einzelne Antragsteller die Nachweise der Aktionärsstellung nicht bereits innerhalb der Antragsfrist eingereicht haben, steht der Zulässigkeit der Anträge nicht entgegen.

aa) Das Gericht muss die Antragsberechtigung von Amts wegen ermitteln. Für Ermittlungen besteht aber kein Anlass, wenn der Antragsteller seine Antragsberechtigung entsprechend § 4 Abs. 2 Nr. 3 in der Anspruchsbegründung darlegt und daran keine Zweifel geweckt werden. Ein Nachweis muss bis zur Entscheidung des Gerichts erbracht sein, nicht schon bei Antragstellung oder bis zum Ende der Antragsfrist (vgl. BeckOGK/Drescher, 01.10.2025, SpruchG § 3 Rn. 21, m.w.N., BGH, Beschluss vom 25.06.2008 – II ZB 39/07 –, BGHZ 177, 131-141, Rn. 13).

bb) Hinsichtlich der von den Antragstellern zu 29 und 37 nachträglich vorgelegten Bankbescheinigungen hat die Antragsgegnerin mit Schriftsatz vom 30.01.2019 erklärt, die entsprechenden Rügen nicht weiter aufrechtzuerhalten, wenn dem Gericht Originale oder zumindest beglaubigte Kopien vorgelegt worden seien. Dies war hier der Fall. Auch hinsichtlich des Antragstellers zu 5 wurde nach Vorlage des Nachweises die Rüge nicht weiter aufrechterhalten. Auch bei der Antragstellerin zu 51 hat die Antragsgegnerin ihre Rüge nach Vorlage der Bankbestätigung ihre Rüge nicht mehr aufrechterhalten. Die Antragstellerinnen zu 22 und 39 haben entgegen den Rügen der Antragsgegnerin bereits mit dem Antrag auf sie ausgestellte Bankbescheinigungen vorgelegt, die ihre Aktionärsstellung am 17.10.2017 belegen.

c) Soweit teilweise keine Originalurkunden vorgelegt wurden, steht dies der Zulässigkeit entsprechender Anträge nicht entgegen. Die Vorlage von Originalurkunden als Nachweis der Antragsberechtigung im Sinne des § 3 Satz 3 SpruchG ist nur dann erforderlich, wenn die Vorlage einer Kopie Zweifel an deren Authentizität aufkommen lässt, im Übrigen ist die Vorlage der Kopie ausreichend (MüKoAktG/Krenek, 6. Aufl. 2023, SpruchG § 3 Rn. 30), insbesondere wenn eine fehlende Übereinstimmung mit dem Original nicht von der Antragsgegnerin konkret geltend gemacht wird (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 10. Oktober 2005 – 20 W 226/05 –, Rn. 21, juris; LG Düsseldorf, Beschluss vom 1. Juni 2018 – 35 O 11/15 –, Rn. 23, juris). Vorliegend liegen keine konkreten Anhaltspunkte dafür vor, dass die vorgelegten Kopien nicht mit dem Original übereinstimmen. Dies gilt auch für Urkunden, die maschinell erstellt wurden und keine Unterschrift enthalten.

d) Anträge der minderjährigen Antragsteller waren jeweils zulässig.

Für minderjährige Antragsteller kann der Antrag durch deren Eltern in Vertretung gestellt werden. Entgegen der Ansicht der Antragsgegnerin musste kein Ergänzungspfleger bestellt werden. Insbesondere liegt kein Fall vor, in dem die Eltern gemäß § 1629 Abs. 2 Satz 1, § 1795 Abs. 1 Nr. 1 BGB von der Vertretung ausgeschlossen wären. Da die minderjährigen Antragsteller im eigenen Namen klagen und keine gewillkürte Prozessstandschaft oder ein Fall des § 181 BGB vorliegt, ist kein Grund für den Ausschluss der Vertretungsmacht der Eltern und Bestellung eines Ergänzungspflegers ersichtlich (vgl. auch Wälzholz in: Widmann/Mayer, Umwandlungsrecht, 214. Ergänzungslieferung, August 2024, § 4 SpruchG, Rn. 11 und LG München I, Beschluss vom 31.07.2015 – 5 HKO 16371/13 –, Rn. 101, juris).

e) Hinsichtlich des fehlenden Nachweises der Aktionärsstellung zum maßgeblichen Stichtag gilt Folgendes:

aa) In den Fällen des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG sind nur die ausgeschiedenen Aktionäre antragsberechtigt. Dies bedeutet umgekehrt für den Squeeze-out, dass diejenigen Aktionäre, deren Anteile dem Hauptaktionär nach § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 und 4 AktG zugerechnet wurden, nicht antragsberechtigt sind; denn sie sind in der Gesellschaft verblieben und haben somit keinen Abfindungsanspruch. Da der Abfindungsanspruch mit der Eingliederung bzw. der Übertragung auf den Hauptaktionär entsteht und diese mit der Eintragung im Handelsregister des zugrunde liegenden Beschlusses wirksam werden, ist auf diesen Zeitpunkt abzustellen (vgl. MüKoAktG/Krenke, 6. Aufl. 2023, SpruchG § 3 Rn. 15; BeckOGK/Drescher, 1.10.2025, SpruchG § 3 Rn. 11, jeweils m.w.N.). Die Bescheinigung über die Ausbuchung beim Squeeze-out und der Eingliederung genügt nicht, weil die Ausbuchung banktechnisch erst nach der Eintragung ins Handelsregister geschieht und ein Handel danach möglich ist (BeckOGK/Drescher, 1.10.2025, SpruchG § 3 Rn. 22, m.w.N.).

bb) Bei den Antragstellern zu 25, 63 und zu 65 rügt die Antragsgegnerin zu Recht, dass die Bescheinigungen keinen Nachweis auf maßgeblichen Stichtag bieten. Die vorgelegten Bankbescheinigungen erwähnen einen späteren Zeitpunkt. Ein Nachweis der Aktionärsstellung zum relevanten Stichtag wurde nicht vorgelegt. Damit sind die Anträge unzulässig.

Auch die Anträge der Antragsteller zu 6 bis 9, 61, 62, 70, 71 sind mangels Vorlage von Nachweisen der Aktionärsstellung zum relevanten Stichtag – trotz Rüge der Antragsgegnerin – unzulässig. Zutreffend ist auch, dass die Antragstellerin zu 43 keinen Nachweis über Aktionärsstellung zum 17.10.2017 vorgelegt hat. Der vorgelegten Bankbescheinigung ist lediglich ein späteres Datum zu entnehmen. Damit ist der Antrag der Antragstellerin zu 43 unzulässig.

Hinsichtlich des Antragstellers zu 25 und der Antragstellerin zu 42 greift entsprechende Rüge der Antragsgegnerin nicht durch, da die Antragsteller durch die Vorlage einer Bankbescheinigung nachgewiesen haben, dass sie am 17.10.2017 Aktionären waren.

f) Soweit die Antragsgegnerin rügt, bei der Antragstellerin zu 31 (einer Erbengemeinschaft) werde die Erbberechtigung nicht nachgewiesen, ist dies zutreffend; die Antragstellerin zu 31 hat ihre Antragsberechtigung weder hinreichend dargelegt noch nachgewiesen.

III.

Die übrigen Anträge auf Erhöhung der gezahlten Barabfindung sind zwar zulässig, jedoch unbegründet.

Nach dem anzuwendenden Prüfungs- und Bewertungsmaßstab und der entsprechend § 287 ZPO vorgenommenen Schätzung ist die Höhe der gezahlten Barabfindung angemessen. Eine weitere Aufklärung, etwa durch eine weitere Anhörung der Mitarbeiter der sachverständigen Prüferin oder Einholung eines Sachverständigengutachtens, war nicht geboten, weil selbst bei Änderung der Bewertungspunkte, in denen man eine andere Auffassung als die Bewertungsgutachterin bzw. die sachverständige Prüferin vertreten könnte, auch unter Zugrundelegung der aus den Berechnungen der Antragsteller oder der Bewertungsgutachterin folgenden rechnerischen Konsequenzen, im Ergebnis keine höhere als die von der Antragsgegnerin gezahlte Barabfindung zu schätzen wäre.

1. Hinsichtlich des Prüfungs- und Bewertungsmaßstabs gilt Folgendes:

Die Bewertungsmethode und die innerhalb der Bewertungsmethode gewählten Berechnungsverfahren müssen – auch unter Berücksichtigung der Umstände des konkreten Falls – im Einklang mit dem durch diese rechtliche Vorgabe geprägten Bewertungsziel stehen. Insoweit geht es im Spruchverfahren um Rechtsanwendung. Demgegenüber fällt die Feststellung des konkreten Unternehmenswerts in den Bereich der Tatsachenfeststellung. Sie unterliegt entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO dem Schätzungsermessen des Gerichts. Die Frage, welche der nach den rechtlichen Vorgaben prinzipiell in Betracht kommenden Bewertungsweisen im Einzelfall den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet, ist Teil der Sachverhaltswürdigung und beurteilt sich nach der wirtschaftswissenschaftlichen oder betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und -praxis. Da jede Wertermittlung mit zahlreichen Prognosen, Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht auf Richtigkeit, sondern nur auf Vertretbarkeit gerichtlich überprüfbar sind, kann keine Bewertungsmethode den Wert der Unternehmensbe-

teilung exakt berechnen. Vielmehr kann jede Methode nur rechnerische Ergebnisse liefern, die ihrerseits Grundlage und Anhaltspunkt für die Schätzung des Gerichts nach § 287 Abs. 2, 1 ZPO bilden (Bayerisches Oberstes Landesgericht, Beschluss vom 08.08.2025 – 101 W 116/24 –, Rn. 29, m.w.N., juris).

Zu berücksichtigen ist auch Folgendes: Zur Ermittlung des Verkehrswertes der Aktie gibt es weder eine als einzig richtig anerkannte Methode noch ist eine der gebräuchlichen Methoden in der Wirtschaftswissenschaft unumstritten. Vielmehr wird über jede der möglichen Bewertungsmethoden und über eine Vielzahl methodischer Einzelfragen, die sich bei der Anwendung der unterschiedlichen Bewertungsmethoden stellen, kontrovers diskutiert (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 29.09.2025 – 20 W 15/23 –, Rn. 49, juris).

Ausgehend von dem genannten Prüfungs- und Bewertungsmaßstab stellt sich vorliegend die von der Mehrheitsgesellschafterin festgesetzte Barabfindung als angemessener Ausgleich dar, weil sie den Anteil am Unternehmenswert zutreffend abbildet.

2. Die gutachtliche Stellungnahme der Bewertungsgutachterin im Rahmen des Übertragungsberichtes, der Prüfbericht der gerichtlich bestellten sachverständigen Prüferin und die Ausführungen ihrer Mitarbeiter bei ihrer Anhörung durch das Gericht im Erörterungstermin sind geeignet und ausreichend, um über die entscheidungserheblichen Bewertungsfragen zu befinden und den Wert des Unternehmens der GfK zu schätzen. Weiterer Aufklärungsbedarf besteht nicht. Die Einholung eines weiteren Sachverständigengutachtens ist somit nicht erforderlich.

Maßgeblich für die Kammer sind die Prognosen und Planungen des betroffenen Unternehmens. Es ist nicht Aufgabe der Kammer, anstelle der Prognosen über die künftige Entwicklung des Unternehmens und seiner Erträge im Übertragungsbericht eigene Prognosen aufzustellen. Denn die Prognosen im Übertragungsbericht sind in erster Linie Ergebnis von unternehmerischen Entscheidungen der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage jedoch annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts ersetzt werden (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 05.03.2012 – 21 W 11/11 –, Rn. 22, m.w.N., juris). Die von der Bewertungsgutachterin vorgenommene und von der sachverständigen Prüferin beurteilte Planungsrechnung sind nicht zu beanstanden, auch die Aktualisierung der Planungsrechnung für die Jahre 2017 bis 2021 wird hinreichend und nachvollziehbar erklärt. Hinsichtlich der Einzelheiten wird auf das Bewertungsgutachten und den Bericht der sachverständigen Prüferin Bezug genommen.

3. Soweit manche Antragsteller die aus ihrer Sicht fehlende Unabhängigkeit der sachverständigen Prüferin rügen und bereits aus diesem Grund die Einholung des Gutachtens eines gerichtlich bestellten Sachverständigen beantragen, war diese Rüge zurückzuweisen und diesem Antrag nicht nachzukommen.

a) Abgesehen davon, dass gegen den sachverständigen Prüfer kein Ablehnungsrecht besteht, da die für Sachverständige geltenden Vorschriften der §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 30 Abs. 1 FamFG, 406 ZPO auf ihn keine Anwendung finden (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 08.06.2020 – I-26 W 7/20 (AktE) –, Rn. 25, juris, m.w.N.), ist der Grundsatz der Waffengleichheit oder des fair trial durch die Verwertung der Ergebnisse der sachverständigen Prüferin nicht verletzt, weil es sich zum einen um kein echtes kontradiktorisches Verfahren handelt (vgl. OLG München, Beschluss vom 26.06.2018 – 31 Wx 382/15 –, Rn. 138, juris) und zum anderen der Verweis über §§ 327c Abs. 2 Satz 4, § 293d Abs. 1 AktG auf §§ 319, 319a HGB darüber hinaus in ausreichendem Maße die Unabhängigkeit des Prüfers sicherstellt (vgl. OLG München, Beschluss vom 20.03.2019 – 31 Wx 185/17 –, Rn. 88, juris).

b) Nichts anderes ergibt sich daraus, dass die sachverständige Prüferin aus Vorschlägen der Antragsgegnerin ausgewählt und bestellt wurde: Gemäß § 327 c Abs. 2 Satz 3 AktG werden sachverständige Prüfer auf Antrag des Hauptaktionärs vom Gericht ausgewählt und bestellt. Unabhängig davon, ob hieraus sogar ein eigenes Vorschlagsrecht des Hauptaktionärs abzuleiten ist, ist ein solcher Vorschlag nach Wortlaut sowie Sinn und Zweck des Gesetzes dem Hauptaktionär jedenfalls nicht verboten; denn dadurch wird die Unabhängigkeit der allein dem Gericht obliegenden Auswahl- bzw. Bestellungsentscheidung und damit zugleich die bestmögliche Gewähr für die Unabhängigkeit des sachverständigen Prüfers nicht tangiert (vgl. BGH, Urteil vom 18.09.2006 – II ZR 225/04 –, Rn. 13, juris).

c) Dass die sachverständige Prüferin ihre Arbeiten parallel zu denen der Gutachterin durchgeführt hat, schmälert den Wert dieser Arbeiten, entgegen der Ansicht einiger Antragsteller, nicht. Die rechtliche Zulässigkeit der sogenannten Parallelprüfung ist anerkannt. Insbesondere liegt in dieser Parallelprüfung keine unzulässige Mitwirkung am Bericht der Hauptaktionärin, sondern ein sinnvolles Vorgehen, das eine frühzeitige Fehlerkorrektur durch den Prüfer ermöglicht und dessen Unabhängigkeit nicht in Frage stellt. Selbst eine Beratungstätigkeit durch den sachverständigen Prüfer wäre unter dem Blickwinkel einer verbotenen Mitwirkung erst dann unzulässig, wenn sich diese auf unternehmerische Zweckmäßigkeitentscheidungen erstreckt. Das ist aber allein aus der Tatsache einer Parallelprüfung, die durchaus sinnvoll ist, nicht zu entnehmen (vgl. BGH, Urteil vom 18.09.2006 – II ZR 225/04 –, Rn. 14, juris; BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 19.09.2007 – 1 BvR 2984/06 –, Rn. 17, juris, jeweils m.w.N.).

4. Das - von der sachverständigen Prüferin bestätigte - methodische Vorgehen der Bewertungsgutachterin ist nicht zu beanstanden.

a) Die Bewertungsgutachterin hat ihrem Gutachten die „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (IDW) in der Fassung vom 2. April 2008 und den IDW-Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ zugrunde gelegt. Die Bewertungstätigkeit bezog sich nicht auf die Beurteilung der Buchführung, der Jahresabschlüsse, Konzernjahresabschlüsse sowie der zusammengefassten Lageberichte oder der Geschäftsführung des zu bewertenden Unternehmens. Die Übereinstimmung der Jahresabschlüsse bzw. Konzernjahresabschlüsse sowie der zusammengefassten Lageberichte mit den jeweiligen gesetzlichen Vorschriften war von den bestellten Abschlussprüfern bestätigt worden. Die Bewertungsgutachterin hat den Unternehmenswert nach dem Ertragswertverfahren ermittelt. Auf eine zusätzliche Ableitung des Unternehmenswerts nach einem Discounted-Cash-flow-Verfahren hat sie verzichtet.

b) Nach der Ertragswertmethode, näher definiert zum Stichtag durch die „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen IDW S 1 i.d.F. 2008“, bestimmt sich der Unternehmenswert nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, wobei dieser Wert durch Diskontierung der den Anteilseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden, gewonnen wird. Dieser Wert wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens.

c) Dass die Bewertungsgutachterin den Unternehmenswert nach der Ertragswertmethode bestimmt hat, ist nicht zu beanstanden. Diese Methode ist allgemein anerkannt (vgl. OLG München, Beschluss vom 13.04.2021 – 31 Wx 2/19 –, Rn. 49, juris, m.w.N.).

Hinsichtlich der Einzelheiten wird auf die gutachtliche Stellungnahme der Bewertungsgutachterin und den Bericht der sachverständigen Prüferin Bezug genommen.

Folgende Ausführungen beschränken sich auf die von den Antragstellern gerügten Punkte, soweit diese entscheidungserheblich sind:

aa) Im Rahmen der Bewertung der Planungsrechnungen rügen einige Antragsteller die Annahme der Ausschüttungsquote.

(1) Die Bewertungsgutachterin hat hierzu ausgeführt: Abgesehen von dem Geschäftsjahr 2016, für das keine Ausschüttung vorgesehen sei, gehe die Gesellschaft von einer Dividendenzahlung in Höhe von 25 % bis 35 % des Jahresüberschusses aus. Die thesaurierten Mittel würden benö-

tigt, um das geplante Wachstum zu finanzieren. Im Zeitraum der ewigen Rente könne grundsätzlich angenommen werden, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage sei. Alternativ könne die nachhaltige Ausschüttungsquote auch aus der Peer Group abgeleitet werden. Darin werde ein Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens abgebildet, das äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage sei. Ab dem Geschäftsjahr 2022 ff. sei daher unter Berücksichtigung einer empirischen Auswertung, die auf durchschnittliche Ausschüttungsquoten zwischen 40 % und 60 % verweise, eine Ausschüttungsquote von 60 % angesetzt worden, die im Rahmen des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens liege.

(2) Die sachverständige Prüferin hat die von der Bewertungsgutachterin angenommene Ausschüttungsquote von 30 % nicht beanstandet. Auch die Annahme einer Ausschüttungsquote von 60 % für den nachhaltigen Planungszeitraum sei vertretbar. Bei Annahme einer ebenfalls vertretbaren Ausschüttungsquote von 50 % würde sich der Unternehmenswert der GfK um 0,70 € pro Aktie erhöhen.

(3) Eine inhaltliche Entscheidung zum Thema Ausschüttungsquote war mangels Entscheidungserheblichkeit hier nicht erforderlich: Würde man vorliegend eine geringere Ausschüttungsquote als 60 % annehmen, würde dies nicht zu einer Erhöhung des Unternehmenswerts führen, die den Wert der gezahlten Barabfindung übersteigen würde.

bb) Einige Antragsteller beanstanden - ohne Erfolg - den Abzug eines Betrags von 3,5 Mio. Euro jährlich für die Jahre 2022 ff. im Rahmen der Wachstumsthesaurierung. Dieser Abzug könne nicht angesetzt werden, weil die Bewertungsgutachterin gleichzeitig in der Konzern-Gewinn-und-Verlustrechnung nachhaltige Abschreibungen für den nachhaltigen Investitionsbedarf angesetzt habe. Würde man den für die Wachstumsthesaurierung angesetzten Betrag nicht berücksichtigen, würde sich der Ertragswert der Gesellschaft um 1,43 € je Aktie erhöhen. Diesbezüglich verweisen die Antragsteller auf den Beschluss des Oberlandesgerichts Düsseldorf vom 06.04.2017, Az. I-26 W 10/15.

Die Kammer folgt in dieser Frage jedoch – nach eigener kritischer Würdigung - der Rechtsprechung des Oberlandesgerichts München, nach der es eine in Literatur und Rechtsprechung anerkannte Grundannahme gibt, dass sich die Gesellschaft in der Phase der ewigen Rente in einem sog. eingeschwungenen Zustand befindet, in dem von einem konstanten (inflationsbedingten) Wachstum in Höhe des Wachstumsabschlags bei konstanter Finanzierungsstruktur ausgegangen wird. Um dieses Wachstum generieren zu können, ohne dass die Fremdverschuldungsquote steigt, müssen Teile des nachhaltigen Wachstums einbehalten und zur Finanzierung dieses Wachstums verwendet werden (vgl. OLG München, Beschluss vom 13.04.2021 – 31 Wx 2/19 –,

Rn. 70, juris). Dabei sind grundsätzlich verschiedene Modellrechnungen zur Darstellung dieser Finanzierung denkbar, die letztlich aber alle zum gleichen Ergebnis führen (sollten). So ist insbesondere entweder eine Einbeziehung in die Cashflow-orientierten Größen oder eine Ableitung über gewinn- und ertragsorientierte Größen denkbar. Während bei ersteren ein ausdrücklicher Posten für wachstumsbedingte Thesaurierungen nicht vorhanden ist, da der aus dem bilanziellen Wachstum resultierende Kapitalbedarf unmittelbar im bewertungsrelevanten Cashflow enthalten ist, ist in einer ertragsorientierten Darstellung die Position wachstumsbedingte Thesaurierung grundsätzlich ausdrücklich ausgewiesen. Dennoch gelangen beide Ansätze letztlich zum selben Ergebnis, ohne dass eine doppelte Belastung vorliegt (vgl. OLG München, Beschluss vom 13.04.2021 – 31 Wx 2/19 –, Rn. 71, 72 juris). Auch hier liegt kein Sachverhalt vor, der dem vom Oberlandesgericht Düsseldorf entschiedenen Sachverhalt entspricht (Identität zwischen Abschreibungen und Investitionen und daher Ersetzung der Abschreibungen durch Reinvestitionsrate).

Selbst wenn man den Antragstellern in ihrer Bewertung folgen würde, würde dies auch hinsichtlich dieses Bewertungspunktes im Ergebnis nicht zu einem Ertragswert führen, der eine Erhöhung der Barabfindung rechtfertigen würde.

cc) Soweit einige Antragsteller die Annahme der Besteuerung der Veräußerungsgewinne angreifen, greifen auch diese Rügen nicht durch.

(1) Die Bewertungsgutachterin nimmt an, dass eine typisierende Annahme einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 12,5 % zuzüglich Solidaritätszuschlag (insgesamt 13,1875 %) sachgerecht sei. Entscheidend sei, dass es primär nicht um die Höhe der Veräußerungsgewinnbesteuerung der konkreten Barabfindung nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses, sondern die - vorgelagerte - Berechnung des Ertragswertes bei unterstellt unendlicher Lebensdauer des Unternehmens gehe. Aufgrund der notwendigen Typisierungen sei die Annahme einer hälftigen Abgeltungsbesteuerung thesaurierungsbedingter Kursgewinne auch unabhängig davon geboten, ob für einen Teil der Aktionäre keine Veräußerungsgewinnbesteuerung anfällt (bspw. weil die Anteile vor dem 1. Januar 2009 angeschafft wurden). Die zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen in der ewigen Rente seien anstelle der nominellen Steuerlast von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag mit dieser effektiven Steuer von 13,1875 % belastet worden. Daneben sei die notwendige und in der Praxis angewandte effektive Steuerlast auf inflationsbedingte Kursgewinne zu berücksichtigen. Diese basiere auf der einfachen Erkenntnis, dass auch rein inflationsbedingte Unternehmenswertsteigerungen künftige Veräußerungsgewinne darstellen. Diese unterlägen damit ebenfalls der effektiven Besteuerung von 13,1875 %. Zu diesen rein inflationsbedingten (zusätzlichen) Unternehmenswertsteigerungen komme es durch die Reduzie-

zung der Kapitalkosten um den Wachstumsabschlag.

(2) Soweit die Antragsteller rügen, dass in der Phase II ein Steuersatz von 19,4 % angesetzt worden sei, kann dies weder dem Bewertungsgutachten noch dem Bericht der sachverständigen Prüferin entnommen werden.

(3) Auch hinsichtlich der Frage der Berücksichtigung einer effektiven Ertragssteuer auf inflationsbedingte Wertsteigerungen in der ewigen Rente folgt die Kammer der Rechtsprechung des Oberlandesgerichts München, nach der ihr Ansatz mindestens vertretbar ist (vgl. OLG München, Beschluss vom 13.04.2021 – 31 Wx 2/19 –, Rn. 73, juris). Mit der zitierten Entscheidung hat das Oberlandesgericht München die Entscheidung des Landgerichts München I vom 29.08.2018, Az. 5 HK O 16585/15, aufgehoben, weil es u.a. diesen Punkt abweichend vom Landgericht gesehen hat. Auf die genannte Entscheidung des Landgerichts München I nehmen jedoch die Antragsteller, die diesen Bewertungspunkt angreifen, Bezug. Die Berücksichtigung einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung auf die inflationsbedingte Wertsteigerung wird auch sonst in der Rechtsprechung und Literatur akzeptiert (vgl. Nachweise bei Ruiz de Vargas in: Bürgers/Lieder, Aktiengesetz, 6. Auflage 2024, Kommentierung, Rn. 75). Ausgangspunkt der Überlegungen ist der Umstand, dass auch bei einer nachhaltigen Vollauskehrung der finanziellen Überschüsse (fiktive Vollausschüttung) der Unternehmenswert in der Phase der ewigen Rente jährlich in Höhe der Wachstumsrate ansteigt. Hieran anknüpfend stellen sich diese durch das inflationsbedingte Wachstum induzierten nominellen Unternehmenswertsteigerungen in der ewigen Rente als künftige Veräußerungsgewinne dar. Dies wiederum hat zur Folge, dass diese grundsätzlich den gleichen steuerlichen Belastungen unterliegen, wie thesaurierungsbedingte operative Unternehmenswertsteigerungen (OLG Frankfurt, Beschluss vom 08.09.2020 – 21 W 121/15 –, Rn. 105, juris).

5. Auch die Annahmen der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin zum Kapitalisierungszinssatz sind nicht zu beanstanden.

a) Der angenommene Basiszinssatz von 1,25 % entspricht dem aus der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank abgeleiteten Basiszinssatz. Dies entspricht der obergerichtlichen Rechtsprechung (vgl. Nachweise bei Franken/Schulte in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Auflage 2024, 4. Der Basiszinssatz in der Rechtsprechung, Rn. 6_36 ff.)

b) Entgegen den Ausführungen der Antragsteller und der gemeinsamen Vertreterin hat die Bewertungsgutachterin zutreffend eine Marktrisikoprämie von 5,5 % angenommen.

aa) Die Bewertungsgutachterin hat hierzu ausgeführt, dass die Finanzmarkt- und Staatschuldenkrise zu massiven Verwerfungen geführt habe, die geeignet seien, die längerfristigen Überlegungen zur Höhe der Aktienrendite in Zeiten stabiler Verhältnisse zu hinterfragen. Da anderweitige Er-

kenntnismöglichkeiten zeitnah nicht verfügbar gewesen seien, seien im Schrifttum wie auch seitens des FAUB sowohl implizite Marktrisikoprämien als auch reale Aktienrenditen näher untersucht worden. In diesem Zusammenhang halte der FAUB es seit seinem Hinweis vom 19.09.2012 für sachgerecht, derzeit bei der Bemessung der Marktrisikoprämie von einer Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 % (nach persönlichen Steuern) auszugehen. Die Empfehlung zur Erhöhung der Marktrisikoprämie erfolge aus einer Gesamtschau und berücksichtige in theoretischer wie inhaltlicher Sicht den Umstand eines höheren Risikos bei Aktieninvestitionen gegenüber risikolosen bzw. staatlich abgesicherten Anlageformen. Bei einer Normalisierung der Marktsituation, die in positiven Nominal- und Realrenditen und geringen Unterschieden zwischen laufzeitkongruentem EURIBOR und deutscher Staatsanleiherendite zum Ausdruck käme, wäre auch von wieder normalisierten durchschnittlichen Risikoprämien auszugehen. Nach gutachtlichem Ermessen lege die Bewertungsgutachterin die Marktrisikoprämie nach Steuern mit 5,5 % fest. Die verwendete Marktrisikoprämie liege damit innerhalb der vom IDW empfohlenen Bandbreite.

bb) Die von der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin angenommene Marktrisikoprämie von 5,5 % ist angemessen.

(1) Auch hinsichtlich der Marktrisikoprämie bestimmt sich die gerichtliche Überprüfung im Spruchverfahren nach § 287 Abs. 2 ZPO. Für die gerichtliche Schätzung sind grundsätzlich all diejenigen Werte ohne weiteres akzeptabel, die innerhalb der Bandbreite der bezogen auf den Bewertungszeitpunkt in einschlägigen betriebswirtschaftlichen Untersuchungen wie auch in der Bewertungspraxis herkömmlich anzutreffenden, mithin anerkannten und gebräuchlichen Werte für Marktrisikoprämien liegen, insbesondere solche Werte, die sich innerhalb der Spanne in Verlautbarungen des IDW empfohlener Marktrisikoprämien halten. Die Empfehlungen des IDW zur Bestimmung der Marktrisikoprämie stellen zwar keine Rechtsnormen dar, sie gelten aber als - wenn auch nicht unbestrittene, so doch anerkannte - Expertenauffassungen. Die Annahme einer Marktrisikoprämie, die dem Mittelwert der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) empfohlenen Bandbreite entspricht, ist sachgerecht (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 05.06.2025 – I-26 W 7/22 (AktE) –, Rn. 74, juris, m.w.N.).

(2) Auch hinsichtlich der Marktrisikoprämie folgt die Kammer der obergerichtlichen Rechtsprechung, nach der jedenfalls für die Niedrigzinsphase ab 2015 die Annahme einer Marktrisikoprämie in Höhe von 5,5 % (nach Steuern) zutreffend ist (vgl. OLG München, Beschluss vom 12.05.2020 – 31 Wx 361/18 –, Rn. 66, juris; Beschluss vom 07.01.2022 – 31 Wx 399/18, Rn 60, juris, m.w.N.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 28.11.2022 – I-26 W 4/21 (AktE) –, Rn. 157, juris). Auch in 84 % der Bewertungen im Zeitraum 2013 bis 2019 wurde die Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,5 % angesetzt (vgl. Beumer in: Peemöller, Praxishandbuch der Unter-

nehmensbewertung, 8. Aufl., S. 805). Diese Größenordnung lässt sich auch der I-Advise-Studie zur Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen entnehmen:

<https://www.i-advise.de/wp-content/uploads/2026/01/I-ADVISE-Studie-Bewertungspraxis-12.-Auflage.pdf>

6. Hinsichtlich des Beta-Faktors liegen folgende Feststellungen vor:

a) Die Bewertungsgutachterin hat den unverschuldeten Beta-Faktor der GfK basierend auf ihren Analysen und der Risikoeinschätzung des Geschäftsmodells der GfK im Kontext des Wettbewerbsumfeldes gutachterlich mit 0,75 festgelegt und im Rahmen der Ertragswertberechnung den unverschuldeten Beta-Faktor periodenspezifisch anhand des Verschuldungsgrads wieder angepasst (so genanntes Relevern).

aa) Die Ermittlung des eigenen Beta-Faktors der GfK hat sie, basierend auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg, mit einem Analysezeitraum von zwei Jahren sowie wöchentlichen Renditen durchgeführt. In einer ergänzenden Ermittlung hat sie den Beta-Faktor für einen Fünfjahreszeitraum bei monatlicher Renditebeobachtung erhoben. Der jeweilige Beobachtungszeitraum endete vor der Bekanntgabe des Übertragungsverlangens am 22.03.2017. Der unverschuldete Beta-Faktor (raw) lag über einen Zeitraum von zwei Jahren bei wöchentlichem Berechnungsintervall bei rund 0,77, der unverschuldete Beta-Faktor (raw) lag über einen Berechnungszeitraum von fünf Jahren bei monatlichem Berechnungsintervall bei rund 0,66. Der unverschuldete Beta-Faktor (adjusted) lag über einen Zeitraum von zwei Jahren bei wöchentlichem Berechnungsintervall bei rund 0,79, für einen Berechnungszeitraum von fünf Jahren bei monatlichem Berechnungsintervall lag der unverschuldete Beta-Faktor (adjusted) bei rund 0,72. Des Weiteren hat die Bewertungsgutachterin den Aktienkurs der GfK mit der Entwicklung des CDAX seit April 2015 vergleichen und festgestellt, dass sich der Kursverlauf der GfK-Aktie mit der Bekanntgabe über die Absicht der Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots am 08.12.2016 weitgehend vom allgemeinen Marktgeschehen entkoppelt habe. An diesem Tag habe sich der Schlusskurs um 29,1 % von EUR 33,55 auf EUR 43,30 gegenüber dem Vortag erhöht. Ein weiterer Kurssprung habe im Februar 2017 nach der Bekanntgabe des Erreichens der Mindestannahmequote stattgefunden. Seither sei die Kursentwicklung mehr oder weniger einzig durch Abfindungserwartungen beeinflusst gewesen. Der unternehmenseigene Beta-Faktor sei daher im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht weiter berücksichtigt worden.

bb) Neben dem originären Beta-Faktor der GfK habe die Bewertungsgutachterin zusätzlich zur Ableitung des operativen Geschäftsrisikos des zu bewertenden Unternehmens auf eine Vergleichsgruppe internationaler börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group) abgestellt. Zur

Herleitung einer geeigneten Peer Group habe sie zunächst auf die von der GfK im sog. „Fact Sheet“ publizierte Vergleichsunternehmen abgestellt. Darüber hinaus habe die GfK auf Seite 54 des Geschäftsberichts 2016 die Top 10 der Marktforschungsbranche aufgelistet, deren Eignung als potentiell Vergleichsunternehmen ebenfalls von der Bewertungsgutachterin geprüft wurde. Die Bewertungsgutachterin hat fünf Unternehmen als Peer Group geprüft und die in der Vergangenheit beobachteten Beta-Faktoren der verschuldeten Peer Group-Unternehmen in unverschuldete Beta-Faktoren umgerechnet (so genanntes „unlevern“), um eine Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt herstellen zu können. Die Umrechnung erfolgte nach einer Anpassungsformel auf Basis des Verhältnisses von Fremdkapital zum Marktwert des Eigenkapitals. In der Peer-Group-Analyse habe sich für einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren bei wöchentlichen Renditen eine Bandbreite von so genannten unverschuldeten Beta-Faktoren (raw) von 0,60 (Ipsos) bis 0,85 (WPP) ergeben. Der Mittelwert belaufe sich auf rund 0,76. Der Mittelwert der unverschuldeten Beta-Faktoren (adjusted) der Peer Group für einen Betrachtungszeitraum von zwei Jahren bei wöchentlichen Renditen habe rund 0,80 betragen. Ferner hat die Bewertungsgutachterin noch die Werte bezogen auf fünf Jahre bei monatlichen Renditen ermittelt. Der Mittelwert der fünfjährigen Beta-Faktoren habe dabei bei 0,80 gelegen. Der Mittelwert der unverschuldeten Beta-Faktoren (adjusted) der Peer Group für einen Betrachtungszeitraum von fünf Jahren bei monatlichen Renditen habe rund 0,83 betragen.

b) Die sachverständige Prüferin hat das von der Bewertungsgutachterin gefundene Ergebnis bestätigt. Sie habe den Beta-Faktor von GfK auf Basis eigener Analysen unter Verwendung von Bloomberg-Daten plausibilisiert. Dabei sei sie übereinstimmend mit der Bewertungsgutachterin zu der Auffassung gelangt, dass der eigene Beta-Faktor von GfK in erheblichem Maße durch die Ankündigung der Abgabe des öffentlichen Übernahmeangebots vom 08.12.2016 und die Bekanntgabe des Erreichens der Mindestannahmequote im Februar 2017 geprägt sei. Die Kursentwicklungen habe sie mit Veröffentlichungen von Unternehmensinformationen und allgemeinen Aktienmarktentwicklungen abgeglichen, wodurch die Entkoppelung des Kursverlaufs der GfK-Aktie vom allgemeinen Marktgeschehen bestätigt worden sei. Obwohl der Beta-Faktor der GfK statistisch signifikant sei, erachte sie die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin, diesen nicht zu verwenden, für sachgerecht. Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte Beta-Faktor von 0,75 liege innerhalb der in der gutachtlichen Stellungnahme von der Bewertungsgutachterin dargestellten Bandbreite des eigenen Beta-Faktors der GfK. Die von der Bewertungsgutachterin zusammengestellte Peer Group sei nachvollziehbar. Lediglich die WPP PLC sei durch die sachverständige Prüferin aus der Peer Group entfernt worden, weil es sich um einen Grenzfall handle. Auf Basis von Daten des Finanzdienstleisters Bloomberg und eigener Berechnungen hätten sich die Ergebnisse der Peer-Group-Analyse unter Beachtung verschiedener methodischer Alternativen

der Ermittlung des Beta-Faktors für die GfK so dargestellt, dass sich über alle Szenarien eine Bandbreite der Mittelwerte der unlevered (unverschuldeten) Beta-Faktoren von 0,67 bis 0,73 ergeben habe. Im Zuge der eigenen Berechnungen im Rahmen der Angemessenheitsprüfung habe sie eine weitere Berechnungsvariante auf Basis von Adjusted-Beta-Faktoren entwickelt. Dies führe zu einer Bandbreite an Beta-Faktoren von 0,72 bis 0,76. Die Bewertungsgutachterin sei bei der Ableitung der unlevered Beta-Faktoren dem sogenannten Debt-Beta-Ansatz gefolgt, der die Risikoabsorption durch die Fremdkapitalgeber in die Berechnung einbeziehe. Aufgrund der Üblichkeit habe die sachverständige Prüferin ebenfalls eine Berechnungsvariante unter Einbeziehung des Debt Beta auf Basis der Raw-Beta-Faktoren erstellt. Hierbei habe sich im Rahmen der eigenen Berechnungen im Mittel eine Bandbreite der Beta-Faktoren von 0,76 bis 0,82 ergeben. Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte (unlevered) Beta-Faktor von 0,75 liege in der Mitte dieser Bandbreite und sei damit als sachgerecht und unter Würdigung der zahlreichen verschiedenen methodischen Ansätze zur Ableitung von Beta-Faktoren ausgewogen einzustufen.

c) Ob vorliegend der Beta-Faktor von 0,75 anzunehmen ist oder – den Antragstellern und der gemeinsamen Vertreterin folgend – dieser etwa auf 0,70 zu reduzieren ist, kann im Ergebnis dahinstehen. Nach der – insoweit nicht angegriffenen – Berechnung der Bewertungsgutachterin würde der Wert einer GfK-Aktie bei einem Beta-Faktor von 0,70 und einer Marktrisikoprämie von 5,50 % bei 43,42 € und damit immer noch unter der durch die Antragsgegnerin gezahlten Barabfindung liegen.

7. Soweit die gemeinsame Vertreterin die Berücksichtigung des Ansatzes von Länderisikoprämien als nicht sachgerecht bezeichnet, ist anzumerken, dass die Bewertungsgutachterin Länderisikoprämien weder durch Abschläge von den Planzahlen noch durch Zuschläge im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt hat. Zwar hat die sachverständige Prüferin ausgeführt, dass es naheliege, die im Ausland, soweit die GfK dort tätig sei, herrschenden wirtschaftlichen und rechtlichen Verhältnisse bei der Ertragswertberechnung einzubeziehen, weil die GfK in den Jahren 2014 bis 2016 mit durchschnittlich 74% ihrer externen Umsätze auch einen wesentlichen Teil des operativen Ergebnisses im Ausland erzielt habe. Aus der Sicht der sachverständigen Prüferin sei es daher sachgerecht, den in anderen Ländern herrschenden Risiken für Investitionen bzw. Kapitalgeber dann gesondert Rechnung zu tragen, wenn diese aufgrund einer besonderen Instabilität des institutionellen und politischen Umfelds sowie der makroökonomischen Rahmenbedingungen gegenüber der Situation im Inland systematisch deutlich erhöht sind. Bei der Berücksichtigung einer Länderisikoprämie nach Steuern in einer Bandbreite von rund 0,6% bis 1,1% würde sich ein um € 5,36 bzw. € 9,55 niedrigerer Ertragswert je Aktie der GfK ergeben. Da die Bewertungsgutachterin jedoch etwaige Länderisikoprämien bei der Ermittlung des Unternehmenswerts nicht be-

rücksichtigt hat, war diese Frage nicht entscheidungserheblich.

8. Gegen den von der Bewertungsgutachterin und – ihr folgend – der sachverständigen Prüferin angesetzten Wachstumsabschlag von 1,00 % bestehen keine durchgreifenden Bedenken. Dieser ist nicht zu niedrig bemessen.

a) Die Bewertungsgutachterin hat die Bestimmung der nachhaltigen Wachstumsrate unter Einbeziehung der historischen und erwarteten Veränderung des Verbraucherpreisindex für Deutschland, der Inflationserwartung, welche sich aus dem Vergleich der Verzinsung inflationsgeschützter mit nicht-inflationsgeschützten deutschen Staatsanleihen ergibt, und der Wettbewerbsposition der GfK getroffen. Zusammenfassend kommt die Bewertungsgutachterin zu dem Ergebnis, dass die GfK zwar nachhaltig in der Lage sein dürfte, Effekte der allgemeinen Preissteigerung zumindest teilweise an ihre Kunden weiterzugeben, das Ausmaß der Überwälzbarkeit von Kostensteigerungen aber begrenzt sei. Die auf dieser Basis festgelegte Wachstumsrate beträgt aus Sicht der Bewertungsgutachterin 1,0 % p.a.

b) Die sachverständige Prüferin hat hierzu nachvollziehbar und schlüssig ausgeführt, dass sie die Einschätzung der Bewertungsgutachterin teile und im Ergebnis der Analyse des Geschäftsmodells und der Wettbewerbssituation der GfK ebenfalls eine begrenzte Überwälzbarkeit von inflationsbedingten Kostensteigerungen sehe. Die Beobachtung, dass traditionelle Marktforschungserhebungen aufgrund der Digitalisierung an Bedeutung verlieren und neue Wettbewerber in den Markt eintreten, sehe sie in der jüngeren Entwicklung der GfK bereits im Ansatz bestätigt. Da die Märkte, in denen die GfK tätig sei, auch weltweit gesättigt erschienen, sehe sie keine besonderen Wachstumsimpulse, die für einen vom durchschnittlichen Ergebniswachstum deutscher Unternehmen abweichenden nachhaltigen Wachstumspfad sprechen. Vor diesem Hintergrund stuft sie den Wachstumsabschlag von 1,0 % als sachgerecht ein.

c) Diese Ausführungen sind ohne Weiteres nachvollziehbar und entsprechen den Anforderungen der obergerichtlichen Rechtsprechung. Der Wachstumsabschlag – auch als Inflationsabschlag oder Geldentwertungsabschlag bezeichnet – berücksichtigt bei der Unternehmensbewertung das im langfristigen Durchschnitt erwartete Gewinnwachstum. Wenn damit zu rechnen ist, dass ein Unternehmen nachhaltig in der Lage ist, Effekte der allgemeinen Preissteigerung zumindest teilweise an seine Abnehmer weiterzugeben oder aus anderen Gründen ein nachhaltiges Wachstum zu erreichen, so ist vom Kapitalisierungszins nach Steuern ein Wachstumsabschlag vorzunehmen. Die Höhe des Wachstumsabschlags bringt zum Ausdruck, welches Wachstum für das betrachtete Unternehmen zu erwarten ist. Dies bedeutet nicht, dass der Wachstumsabschlag notwendig der erwarteten Inflationsrate entsprechen muss. Er richtet sich vielmehr danach, inwieweit das Unternehmen nachhaltig in der Lage ist, die in seinem Fall erwarteten, nicht notwendig

mit der Inflationsrate identischen Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite (z. Bsp. Materialkosten, Personalkosten) durch entsprechende Preissteigerungen an seine Kunden weiterzugeben oder durch Effizienzsteigerungen zu kompensieren. Ob danach ein künftiges Wachstumspotential besteht, ist damit eine Frage aller Umstände des Einzelfalls. Einflussfaktoren sind die langfristige Markt- und Branchenentwicklung, die zu erwartenden Veränderungen der Wettbewerbssituation oder mögliche regulatorische Änderungen. Gesamtwirtschaftlich ist die Inflationserwartung von Bedeutung (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 01.04.2015 – 12a W 7/15 –, Rn. 113, juris, m.w.N.). Die sachverständige Prüferin hat vorliegend zutreffend berücksichtigt, dass sich das erwartete Umsatzwachstum nachhaltig in einem von einem harten Wettbewerb geprägten Umfeld entwickeln wird (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.01.2017 – 21 W 75/15 –, Rn. 83, juris).

Die Höhe des Wachstumsabschlags entspricht auch dem Median der durchschnittlichen Wachstumsraten im Jahr 2017, was sich der I-Advise-Studie zur Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen entnehmen lässt:

<https://www.i-advise.de/wp-content/uploads/2026/01/I-ADVISE-Studie-Bewertungspraxis-12.-Auflage.pdf>

9. Soweit einzelne Antragsteller auf den im Jahr 2023 erfolgten Verkauf der GfK an abstellen und auch vor diesem Hintergrund die Einholung eines Sachverständigenutachtens beantragen, war dem nicht zu folgen. Abgesehen davon, dass konkrete Feststellungen zu den Einzelheiten, etwa zum Verkaufspreis, nicht erfolgen können und daher die für ein Sachverständigenutachten erforderlichen Anknüpfungstatsachen nicht feststellbar sind, spielen Nacherwerbspreise für die Schätzung des Unternehmenswerts zum maßgeblichen Stichtag nur ausnahmsweise eine Rolle. Diese Ausnahmen liegen hier nicht vor.

Zum einen ist zwischen dem hier maßgeblichen Bewertungsstichtag und dem Verkauf im Jahr 2023 ein erheblicher Zeitraum von etwa sechs Jahren vergangen, es liegt somit kein zeitnaher Verkauf nach dem maßgeblichen Stichtag vor. Zum anderen gilt Folgendes: Nacherwerbspreise können zwar u.U. eine Rolle spielen, wenn sie „wertaufhellend“ sind oder in denen Faktoren sichtbar werden, die am Stichtag „in der Wurzel angelegt“ sind (vgl. Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., Rn. 267, 1132, m.w.N.).

Nach der sogenannten Wurzeltheorie sind solche Entwicklungen des Unternehmens zu berücksichtigen, die schon in den am Stichtag bestehenden Verhältnissen angelegt sind. Nach dem Stichtag liegende Entwicklungen dürfen mithin grundsätzlich (nur) berücksichtigt werden, wenn sie bereits „im Kern“ oder „in ihren Ursprüngen“ angelegt waren, wenn deren Verursachung also in die Zeit vor dem Bewertungsstichtag fällt und zu diesem Zeitpunkt die spätere Entwicklung be-

reits mit genügend hoher Wahrscheinlichkeit vorauszusehen ist. Hingegen müssen spätere Entwicklungen, deren Wurzeln in der Zeit nach dem Bewertungsstichtag liegen, außer Betracht bleiben (Bayerisches Oberstes Landesgericht, Beschluss vom 08.08.2025 – 101 W 116/24 –, Rn. 106, m.w.N., juris). Zukünftig nachweisbare Erfolgchancen können bei der Bewertung der Ertragskraft nur berücksichtigt werden, wenn die Voraussetzungen der Nutzung dieser Chancen bereits am Stichtag im Ansatz geschaffen sind. Als Ausgangspunkt für die Ermittlung des Ertragswerts des Unternehmens kommen nur Organisationsverhältnisse und Strukturen in Betracht, die am Stichtag vorhanden waren. Jedoch können Entwicklungen, die erst später eintreten, aber schon in den am Stichtag bestehenden Verhältnissen angelegt sind, berücksichtigt werden. Dabei muss der wesentliche Inhalt des erst nach dem Stichtag verwirklichten Sachverhalts bereits zum Bewertungsstichtag hinreichend konkretisiert sein (OLG München, Beschluss vom 05.05.2015 – 31 Wx 366/13 –, Rn. 41, juris). Allerdings ist nicht jeder Umstand, der bereits zum Bewertungsstichtag angelegt ist, bei der Ertragsplanung zu berücksichtigen. Hinzukommen muss vielmehr das zusätzliche Erfordernis der Vorhersehbarkeit der Entwicklung (OLG Frankfurt, Beschluss vom 29.01.2016 – 21 W 70/15 –, Rn. 31, juris).

Ausgehend hiervon konnten hier keine Anhaltspunkte dafür festgestellt werden, dass der im Jahr 2023 erzielte Verkaufspreis für die hier relevante Bewertung zum Stichtag zu berücksichtigen ist.

IV.

1. Die Kostenentscheidung beruht auf folgenden Erwägungen:

Die Gerichtskosten muss nach § 15 Abs. 1 SpruchG und § 23 Nr. 14 GNotKG grundsätzlich der Antragsgegner tragen, in den Fällen der §§ 304, 305 AktG also allein der andere Vertragsteil, d.h. das herrschende Unternehmen (§ 5 Nr. 1), und zwar kraft Gesetzes (§ 15), sodass es dafür keiner besonderen Kostenentscheidung bedarf (Emmerich/Habersack KonzernR/Emmerich, 10. Aufl. 2022, SpruchG § 15 Rn. 20, m.w.N.). Der im Tenor erfolgte Kostenauspruch diesbezüglich erfolgt daher deklaratorisch. Die Kostentragungspflicht hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller, die unzulässige Anträge eingereicht haben, entspricht der Billigkeit (§ 15 Abs. 1 SpruchG).

2. Die Entscheidung über den Geschäftswert folgt aus § 74 GNotKG. Da die Anträge keinen Erfolg hatten, war der Mindestgeschäftswert von € 200.000,-- festzusetzen (MüKoAktG/Krenek, 6. Aufl. 2023, SpruchG § 15 Rn. 8, m.w.N.), der auch für die Erstattung der Kosten des gemeinsamen Vertreters der nicht als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre maßgeblich ist.

V.

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen diesen Beschluss finden das Rechtsmittel der Beschwerde gemäß § 12 SpruchG statt. Die Beschwerde ist innerhalb einer Frist von einem Monat (§ 63 Abs. 1 FamFG) durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift beim Landgericht Nürnberg-Fürth, Fürther Straße 110, 90429 Nürnberg, einzulegen. Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses. Erfolgt diese durch Zustellung nach den Vorschriften der Zivilprozessordnung, ist das Datum der Zustellung maßgebend. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Aufgabe zur Post, und soll die Zustellung im Inland bewirkt werden, gilt das Schriftstück drei Tage nach Aufgabe zur Post als bekannt gegeben, wenn nicht der Beteiligte glaubhaft macht, dass ihm das Schriftstück nicht oder erst zu einem späteren Zeitpunkt zugegangen ist. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass, § 63 Abs. 3 Satz 2 FamFG. Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.