

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

GK Software SE, Schöneck/Vogtland  
auf die

Fujitsu ND Solutions AG, München  
nach §§ 327c Abs. 2, 293e Abs. 1 AktG

## Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Bezeichnung
AG	Aktiengesellschaft, Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
Americas	Nord- und Südamerika
APAC	Asien-Pazifik
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
Deutsche Fiskal	DF Deutsche Fiskal GmbH, Berlin
EBIT	Earnings before interest and taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amor- tization (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschrei- bungen)
EBT	Earnings before taxes (Ergebnis vor Steuern)
EMEA	Europa, Naher Osten und Afrika

Abkürzung	Bezeichnung
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro
EZB	Europäische Zentralbank
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
FC	Forecast
FNDS	Fujitsu ND Solutions AG, München
GK Software SE	GK Software SE, Schöneck/Vogtland
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
IFRS	International Financial Reporting Standards
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
Mio.	Millionen
MoFo	Morrison & Foerster
Nomitri GmbH	Nomitri GmbH, Berlin
OLG	Oberlandesgericht
p. a.	per annum (pro Jahr)

Abkürzung	Bezeichnung
POS	Point-of-Sale
PwC	PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
RGJ	Rumpfgeschäftsjahr
RSM Ebner Stolz	RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart
RWZ	Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen
SaaS	Software-as-a-Service
SE	Societas Europaea (Europäische Aktiengesellschaft)
TEUR	Tausend Euro
TV	Terminal Value (ewige Rente)
ÜJ	Übergangsjahr
USD	US-Dollar
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	6
2.3 Prüfungsbericht	7
3. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	8
3.1 Allgemeines	8
3.2 Objektivierter Unternehmenswert	9
a) Grundlagen	9
b) Zukunftserfolgswert (Ertragswert)	10
c) Liquidations- und Substanzwert	15
d) Vergleichsorientierte Bewertung	16
e) Vorerwerbe durch die FNDS	18
3.3 Ergebnis	19
4. Börsenkurs	20
4.1 Durchschnittsbildung und Börsenkurstichtag	20
4.2 Maßgeblicher Dreimonatsdurchschnittskurs	22
4.3 Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren“ Wert	23
a) Zielbild und Analysekriterien	23
b) Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses der GK Software SE	24
4.4 Beurteilung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung	31
5. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit der Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung des IDW S 1	33
6. Prüfungsfeststellungen zur Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung des IDW S 1 im Einzelnen	35
6.1 Bewertungsobjekt	35

a) Rechtliche Grundlagen	35
b) Geschäftsmodell	38
c) Prüfung der Vollständigkeit	40
6.2 Bewertungsstichtag	40
6.3 Ertragswert	40
a) Analyse der Vergangenheitsergebnisse	40
b) Planungsrechnung	46
c) Weitere Planungskomponenten	63
d) Übergangsphase und nachhaltiges Ergebnis	65
e) Ableitung der erwarteten Netto-Ausschüttungen	68
f) Kapitalisierungszinssatz	71
g) Nachhaltige Wachstumsrate	81
h) Ertragswertberechnung	89
6.4 Sonderwerte	89
6.5 Unternehmenswert	90
6.6 Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	90
7. Ermittlung der angemessenen Barabfindung	91
8. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung	92

Allgemeine Auftragsbedingungen

### Anlagen

Beschluss des LG Leipzig vom 16. Dezember 2024 sowie vom 13. Januar 2025	Anlage 1
Allgemeine Auftragsbedingungen	Anlage 2

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

## 1. Auftrag und Auftragsdurchführung

Auf Verlangen des Hauptaktionärs

**Fujitsu ND Solutions AG, München**  
(im Folgenden auch „FNDS“),

soll die Hauptversammlung der

**GK Software SE, Schöneck/Vogtland**  
(im Folgenden auch „GK Software SE“ oder „Gesellschaft“),

am 26. März 2025 gemäß Artikel 9 Abs. 1 lit. c SE-Verordnung i. V. m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der GK Software SE auf die FNDS als Hauptaktionärin 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 FNDS – vom Gericht ausgewählt und bestellt.

Das Landgericht Leipzig hat uns auf Antrag der FNDS ausgewählt und mit Beschluss vom 16. Dezember 2024 (bzgl. der Firmierung berichtigt mit Beschluss vom 13. Januar 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 Rechtsprechung des BGH 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 Diligence und Fairness Opinion“ 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 der Vorstand der FNDS der sachverständigen Unterstützung durch die PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main (im Folgenden „PwC“ oder „Bewertungsgutachterin“), bedient.

Die Bewertungsgutachterin hat mit Datum vom 7. Februar 2025 eine Gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der GK Software SE, Schöneck/Vogtland, und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG zum 26. März 2025 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung (nachfolgend „Bewertungsgutachten“ oder „Gutachtliche Stellungnahme“) abgegeben.

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir in die Bewertungsunterlagen Einsicht genommen.

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

Ergänzend wurden uns Auskünfte von der FNDS erteilt. Die Vollständigkeit der erteilten Aufklärungen und Nachweise wurde uns von dem Vorstand der FNDS in einer schriftlichen Erklärung bestätigt.

Wir haben unsere Prüfung ab dem 19. Dezember 2024 in den Geschäftsräumen der GK Software SE in Schöneck/Vogtland und in unserem Büro in Stuttgart durchgeführt und am 10. Februar 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
19. Dezember 2024	FNDS, MoFo, PwC, RSM Ebner Stolz	Kick-off Call	Telefon-/Videokonferenz
13. Januar 2025	GK Software SE, PwC, RSM Ebner Stolz	Unternehmensvorstellung, Geschäftsmodell	Vor-Ort-Termin
14. Januar 2025	GK Software SE, PwC, RSM Ebner Stolz	Markt, Planungsprozess, Planungsrechnung, Einsichtnahme Aufsichtsratsprotokolle	Vor-Ort-Termin
22. Januar 2025	GK Software SE, PwC, RSM Ebner Stolz	Markt- und Wettbewerbsumfeld	Telefon-/Videokonferenz
27. Januar 2025	FNDS, GK Software SE, MoFo, PwC, RSM Ebner Stolz	Unternehmensstrategie	Telefon-/Videokonferenz
3. Februar 2025	GK Software SE, PwC, RSM Ebner Stolz	Planungsrechnung, Übergangsphase	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 beiden unterzeichnenden Wirtschaftsprüfer geleitet und durchgeführt. Sie wurden dabei durch einen Director, einen Manager und einen Senior Consultant unterstützt.

Sollten sich in der Zeit zwischen der Unterzeichnung dieses Prüfungsberichts und der Beschlussfassung der Hauptversammlung der GK Software SE über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Mehrheitsaktionär am 26. März 2025 wesentliche Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts der GK Software SE 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 GK Software SE 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.

Dieser Prüfungsbericht dient ausschließlich als Information und Entscheidungsgrundlage für die am Ausschluss der Minderheitsaktionäre der GK Software SE beteiligten Parteien, deren Berater und Rechtsanwälte sowie für das uns bestellende Gericht. Der Bericht darf den Minderheitsaktionären der GK Software SE 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:

- Prüfungsberichte zu den mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlüssen nach IFRS der GK Software SE für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 sowie für das Rumpfgeschäftsjahr vom 1. Januar 2024 bis zum 31. März 2024,
- Prüfungsberichte zu den mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Einzelabschlüssen der GK Software SE für das Geschäftsjahr 2023 sowie das Rumpfgeschäftsjahr vom 1. Januar 2024 bis zum 31. März 2024,
- Satzung der GK Software SE vom 25. Oktober 2024,
- Handelsregisterauszug der GK Software SE vom 7. Januar 2025,
- Berichte über die Prüfung des Abhängigkeitsberichts für das Geschäftsjahr vom 16. Mai 2023 bis zum 31. Dezember 2023 sowie für das Rumpfgeschäftsjahr vom 1. Januar 2024 bis zum 31. März 2024,

- Mittelfristplanung der GK Software Gruppe für die Geschäftsjahre 2024/2025 bis 2026/2027,
- im Januar 2025 aktualisierte Hochrechnung der Plan-Gewinn- und Verlustrechnung der GK Software Gruppe für das Geschäftsjahr 2024/2025,
- Grobplanung der Umsatzerlöse der GK Software Gruppe für die Geschäftsjahre 2027/2028 bis 2029/2030,
- Informationen über steuerliche Verlustvorträge und sonstige Aspekte hinsichtlich der steuerlichen Situation,
- Einsichtnahme in die Aufsichtsratsprotolle aus dem Zeitraum vom 31. Mai 2023 bis zum 8. Januar 2025,
- 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 FNDS hat die Barabfindung für die Aktien der Minderheitsaktionäre auf EUR 262,25 je Aktie der GK Software SE festgelegt.

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 GK Software SE in Höhe von EUR 2.273.025,00 ist eingeteilt in 2.273.025 auf den Namen lautende nennwertlose Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 1,00 je Aktie. Zum Ende der Prüfungsarbeiten hält der Hauptaktionär unmittelbar 2.189.659 Aktien bzw. rund 96,33 % der Aktien der GK Software SE.

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

Als Kompensation für den Ausschluss steht den ausgeschiedenen Minderheitsaktionären der GK Software SE 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 der GK Software SE – die FNDS – hat der Hauptversammlung der GK Software SE 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 finalen Entwurf des Übertragungsberichts und in der gutachtlichen Stellungnahme, und – zeitlich vorgelagert – in den Berichts- und Gutachtenentwürfen enthaltenen Angaben und Erläuterungen 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 – hier der FNDS – angewandten Methoden zur Ermittlung der Barabfindung angemessen sind.

Insbesondere ist dabei zu untersuchen, ob die zur Ermittlung der Barabfindung durchgeführte Unternehmensbewertung den allgemein anerkannten Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen entspricht und ob die zugrunde gelegten Daten fachgerecht abgeleitet und die Zukunftsschätzungen plausibel 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 Allgemeines

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.

Zudem haben die Grundsätze der Unternehmensbewertung, die in der betriebswirtschaftlichen Theorie und Praxis als gesichert gelten, ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer e.V. („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 des IDW zur Unternehmensbewertung werden auch von den Gerichten als Expertenauffassung für die Ermittlung des Unternehmenswerts als Grundlage für die angemessene Abfindung bzw. Ausgleichszahlung anerkannt.<sup>1</sup>

In dem Bewertungsgutachten wird ausgeführt, dass die Bewertungsgrundsätze beachtet worden sind, die heute in der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert gelten und ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer e. V. („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.

---

<sup>1</sup> 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.“

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.<sup>2</sup>

Die Bewertungsgutachterin hat vorliegend als Bewertungsstichtag den 26. März 2025 als Tag der außerordentlichen Hauptversammlung der GK Software SE 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 1999<sup>3</sup> 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 BGH<sup>4</sup> auch auf Squeeze-Out-Fälle Anwendung findet. Für diese Untergrenzenfunktion<sup>5</sup> 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 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.

<sup>2</sup> Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.83.

<sup>3</sup> Vgl. BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566 ff.

<sup>4</sup> Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 630.

<sup>5</sup> In der Literatur wird teilweise vertreten, dass ein aussagekräftiger Börsenkurs allein maßgeblich sei und keine Untergrenze mehr darstelle; vgl. Wasmann, AG 2023, 810 ff; Herfs, AG 2024, S 653 ff.

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 PwC erstellte Bewertung folgt, ist im Rahmen der Ermittlung einer angemessenen Abfindung auf den objektivierten Unternehmenswert abzustellen.<sup>6</sup> Der objektivierter Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbareren 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.<sup>7</sup>

## 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 Unternehmenswert der GK Software SE von PwC 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 6.3 h)).

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

---

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 29.

Ertragswertverfahren zu gleichen Unternehmenswerten führen,<sup>8</sup> 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 Alternativenanlage, die dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.<sup>9</sup> 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 6.3 f)).

### Synergieeffekte

IDW S 1 unterscheidet im Einklang mit der Rechtsprechung in Spruchverfahren zwischen echten und unechten Synergieeffekten.<sup>10</sup> **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.<sup>11</sup>

Im Rahmen der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts sind die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten zu berücksichtigen.<sup>12</sup> Dies gilt nach Auffassung der Rechtsprechung jedoch nur insoweit, als die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind.<sup>13</sup>

<sup>8</sup> Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 101.

<sup>9</sup> Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 114.

<sup>10</sup> 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.

<sup>11</sup> Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 120.

<sup>12</sup> Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 34.

<sup>13</sup> 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).

Der Einbezug **echter Synergien** ist dagegen im Rahmen der objektivierten Bewertung im Einklang mit der herrschenden Meinung der Rechtsprechung nicht angezeigt.<sup>14</sup>

Im Rahmen unserer Arbeiten haben wir die Synergiethematik sowohl mit dem Vorstand der GK Software SE als auch Vertretern des Hauptaktionärs erörtert und dargelegte Erwartungen nachvollzogen.

Die Bewertung durch PwC berücksichtigt nach unseren Erkenntnissen alle aus der Sicht des Bewertungsstichtages unter Abstraktion von der Strukturmaßnahme des Squeeze Outs erwarteten Effekte aus der Zusammenarbeit zwischen der GK Software Gruppe und der Fujitsu-Gruppe.

Die Umsetzung einzelner Maßnahmen zur Realisierung umsatzseitiger Verbundvorteile ist nach Auskunft der GK Software SE und der FNDS erst im Nachgang des Squeeze Outs zu erwarten. Unabhängig davon hat die Bewertungsgutachterin prognostizierte operative Ergebnisbeiträge aus umsatzseitigen Verbundvorteilen hälftig bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der GK Software SE berücksichtigt. Allerdings ist der Konkretisierungsgrad denkbarer Maßnahmen aktuell sehr gering und die damit verbundenen Verbundvorteile stark unsicherheitsbehaftet.

### **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,<sup>15</sup> die nicht dahingehend zu überprüfen sei, ob sie sich gewinnmaximierend auswirkt.<sup>16</sup>

---

<sup>14</sup> 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).

<sup>15</sup> 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).

<sup>16</sup> 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.

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 Vollausskehrung 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.<sup>17</sup> 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**.<sup>18</sup> Der Betrag der sog. Wachstumsthesaurierung ergibt sich – bei bilanzieller Betrachtung – aus dem Produkt der Wachstumsrate und dem wirtschaftlichen Eigenkapital zum Ende der Planungsphase.<sup>19</sup>

Das geplante Ausschüttungsvolumen wird im sog. **Wertbeitrag aus Ausschüttungen** abgebildet. In der Fortführungsphase (sog. ewige Rente) wird regelmäßig die typisierende Annahme getroffen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist.<sup>20</sup>

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 Reinvestition<sup>21</sup> 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.

<sup>17</sup> Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 455.

<sup>18</sup> 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.

<sup>19</sup> Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.78.

<sup>20</sup> Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 37.

<sup>21</sup> Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 37.

Die von der Bewertungsgutachterin getroffenen Annahmen zur Gewinnverwendungspolitik sowie zur Höhe der angesetzten Wachstumsthesaurierung sind nach unseren Erkenntnissen nachvollziehbar (vgl. Abschnitt 6.3 e)).

### 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.<sup>22</sup>

Darüber hinaus ist die Berücksichtigung der Steuerfolgen **inflationsbedingter Veräußerungsgewinne** bei der Ableitung der Nettoeinnahmen in der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung anerkannt.<sup>23</sup> Alternativ ist rechentechnisch ein Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im Nenner möglich.<sup>24</sup>

Die Bewertungsgutachterin hat die Steuerbelastung der Anteilseigner nach unserer Einschätzung sachgerecht berücksichtigt (vgl. Abschnitt 6.3 e)).

### 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.

<sup>22</sup> Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 93.

<sup>23</sup> 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.

<sup>24</sup> 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.

**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.<sup>25</sup> Wird von einer Ausschüttung der erzielten Erlöse oder nicht betriebsnotwendiger Liquidität ausgegangen, erfordert dies in der Regel die Berücksichtigung (typisierter) persönlicher Ertragsteuern der Anteilseigner.<sup>26</sup>

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 Annahme den Unternehmenswert positiv beeinflusst, wird unser Prüfungsurteil hierdurch nicht berührt (vgl. Abschnitt 6.4).

### 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.<sup>27</sup>

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 sind<sup>28</sup> oder die finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen oder die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht vertretbar erscheint.<sup>29</sup> Die Abwägung speziell der aktienrechtlichen Spruchverfahrensentscheidungen, wonach nicht stets der Liquidationswert als Untergrenze anzusehen ist, resultiert nicht zuletzt daraus, dass ihn die

<sup>25</sup> Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 61.

<sup>26</sup> Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.181; 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.

<sup>27</sup> Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 5.

<sup>28</sup> 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).

<sup>29</sup> 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.

abfindungsberechtigten Minderheitsaktionäre nicht realisieren können.<sup>30</sup> Besteht ein rechtlicher oder tatsächlicher Zwang zur Unternehmensfortführung, scheidet eine Unternehmensbewertung anhand des Liquidationswerts aus.<sup>31</sup>

Um zu überprüfen, ob der Liquidationswert den Ertragswert übersteigt, hat die Bewertungsgutachterin den Liquidationswert der GK Software SE überschlägig ermittelt. Im Rahmen unserer Prüfungsarbeiten haben wir die von PwC vorgenommenen Berechnungen und zugrundeliegenden Überlegungen nachvollzogen.

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 beabsichtigten Liquidation ohne Aussagewert.<sup>32</sup> 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

<sup>30</sup> 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.

<sup>31</sup> Vgl. OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, 26 W 7/07, AG 2009, S. 667, 668.

<sup>32</sup> 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.

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.<sup>33</sup> Nach Auffassung des OLG Stuttgart kann eine Multiplikatoranalyse allenfalls das Ergebnis einer fundamentalen Bewertung bestätigen, nicht aber widerlegen.<sup>34</sup>

Die Bewertungsgutachterin hat ergänzend zu der vorgenommenen analytischen Bewertung nach der Ertragswertmethode eine vergleichsorientierte Bewertung unter Verwendung von Analystenschätzungen (Börsenmultiplikatoren) durchgeführt.

Wir haben die Berechnungen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen. Der von der Bewertungsgutachterin ermittelte objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 i.d.F. 2008 liegt leicht oberhalb der auf Basis von EBITDA-Multiplikatoren bzw. innerhalb der auf Basis von EBIT-Multiplikatoren im Bewertungsgutachten dargestellten Wertbandbreite. Es ergeben sich keine Anhaltspunkte dafür, dass der ertragswertbasiert ermittelte Unternehmenswert im Vergleich zum aktuellen Kapitalmarktumfeld zu gering ist.

---

<sup>33</sup> 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).

<sup>34</sup> 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).

## e) Vorerwerbe durch die FNDS

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.<sup>35</sup> 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 Rechtsprechung<sup>36</sup> und wurde vom BGH jüngst nochmals bestätigt.<sup>37</sup>

Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH am 15. Oktober 2009<sup>38</sup> 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 zukommt, wurde ebenfalls ausdrücklich vom BGH<sup>39</sup>, dem OLG München<sup>40</sup>, dem OLG Düsseldorf<sup>41</sup>, dem OLG Stuttgart<sup>42</sup>, dem OLG Frankfurt<sup>43</sup>, dem Thüringer OLG<sup>44</sup>, dem OLG Karlsruhe<sup>45</sup> sowie dem OLG Hamburg<sup>46</sup> festgehalten.<sup>47</sup>

<sup>35</sup> Vgl. BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566, 568.

<sup>36</sup> 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.

<sup>37</sup> Vgl. BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Tz. 51 (juris).

<sup>38</sup> Vgl. Rs. C 101/08, AG 2009, S. 821 ff.

<sup>39</sup> Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZR 18/09, AG 2010, S. 629, 632.

<sup>40</sup> Vgl. OLG München, 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, Tz. 34 (BeckRS).

<sup>41</sup> 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).

<sup>42</sup> Vgl. OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 61 f.; 4. Mai 2020, 20 W 3/19, Beschlusstext S. 34.

<sup>43</sup> 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).

<sup>44</sup> Vgl. Thüringer OLG, 16. Mai 2022, 2 W 197/19, Beschlusstext S. 19; 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 18.

<sup>45</sup> Vgl. OLG Karlsruhe, 16. April 2024, 12 W 27/23, Tz. 71 (BeckRS).

<sup>46</sup> Vgl. OLG Hamburg, 8. Oktober 2018, 13 W 20/16, Tz. 30 (BeckRS); 27. März 2012, 13 W 20/09, Beschlusstext S. 7.

<sup>47</sup> Vgl. 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.

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

### 3.3 Ergebnis

Der Übertragungsbericht verweist zur näheren Erläuterung und Begründung der angemessenen Barabfindung auf das Bewertungsgutachten von PwC.

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 Untergrenze für die angemessene Barabfindung maßgeblichen Dreimonatsdurchschnittskurs der Aktie der GK Software SE.

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

## 4. Börsenkurs

Die Aktie der GK Software SE wurde bis zu ihrem Delisting im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse sowie an weiteren Börsenplätzen gehandelt. Mit Ablauf des 1. August 2023 wurde der Handel von GK Software Aktien auf XETRA und im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) eingestellt. Die Aktien der Gesellschaft werden weiterhin im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt. Dieser Handel wurde weder von der Gesellschaft veranlasst noch von ihr unterstützt. Dennoch kommt vor diesem Hintergrund eine Relevanz der Kurse der GK Software Aktien für die Bemessung der angemessenen Barabfindung grundsätzlich in Betracht.

Nachfolgend werden die Anforderungen der Rechtsprechung an die Relevanz des Börsenkurses der GK Software SE für die Bemessung der angemessenen Barabfindung untersucht.

### 4.1 Durchschnittsbildung und Börsenkurstichtag

Nach dem Beschluss des BGH vom 19. Juli 2010 („Stollwerck“)<sup>48</sup> 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.<sup>49</sup> 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.<sup>50</sup>

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.<sup>51</sup>

<sup>48</sup> Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629 ff.

<sup>49</sup> Vgl. BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Tz. 32 (BeckRS).

<sup>50</sup> Vgl. Fragen und Antworten zum IDW S 1 i.d.F. 2008 (Stand: 14. Oktober 2020), Abschn. 3.1, IDW Life 2020, S. 955.

<sup>51</sup> Vgl. van Rossum, in: Münchener Kommentar AktG, 6. Aufl., 2023, § 305 AktG, Rz. 104.

Als Endzeitpunkt der einbezogenen Aktienkurse wird im Bewertungsgutachten auf den **1. Dezember 2024** abgestellt. Dabei handelt es sich um den letzten Tag vor der Bekanntgabe der Absicht der FNDS, einen Squeeze Out bei der GK Software SE durchzuführen.<sup>52</sup>

Die Festlegung des Endzeitpunkts 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.<sup>53</sup>

Die Hochrechnung bezieht sich – sofern einschlägig – nach unserer Einschätzung allerdings nur auf den Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung, d. h. den Desinvestitionswert, und nicht auf die Frage, ob der Börsenkurs im konkreten Fall den „wahren“ Wert sachgerecht abbildet.

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.<sup>54</sup> 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.<sup>55</sup>

Zwischen der am 2. Dezember 2024 erfolgten Veröffentlichung der Absicht, einen Squeeze Out durchzuführen, und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung am 26. März 2025 werden rund vier Monate liegen. Eine Hochrechnung des Börsenkurses ist daher nach der Rechtsprechung nicht erforderlich.

---

<sup>52</sup> Vgl. Pressemitteilung der GK Software SE vom 2. Dezember 2024.

<sup>53</sup> Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 632.

<sup>54</sup> Vgl. zu Literaturnachweisen Popp/Ruthardt, WPg 2017, S. 1222, 1223.

<sup>55</sup> Vgl. bspw. OLG Stuttgart, 24. Juli 2013, 20 W 2/12, Tz. 174 (juris).

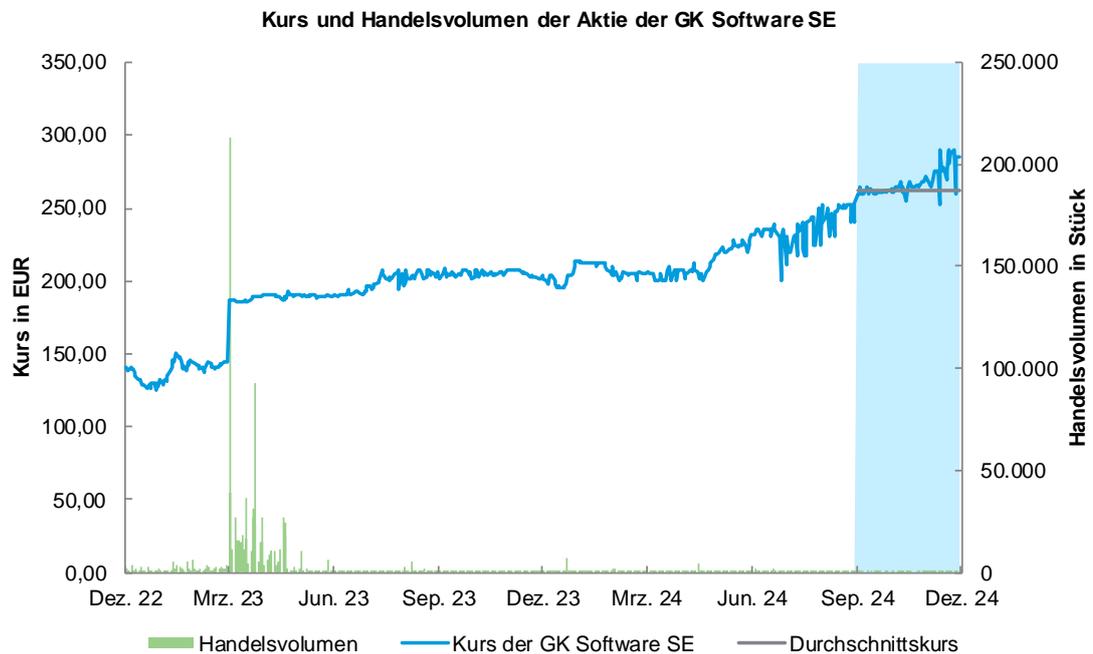
## 4.2 Maßgeblicher Dreimonatsdurchschnittskurs

Entsprechend den Berechnungen der Bewertungsgutachterin beträgt der volumengewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs zum 1. Dezember 2024

**EUR 262,25.**

Die Berechnungen der Bewertungsgutachterin haben wir anhand der Kursdaten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg nachvollzogen. Der maßgebliche Börsenkurs wurde nach unserer Einschätzung sachgerecht ermittelt.

Das folgende Schaubild zeigt die Kursentwicklung sowie das Handelsvolumen (jeweils über alle deutschen Börsenplätze) bis zum Börsenkurstichtag sowie den relevanten Dreimonatsdurchschnittskurs der GK Software SE. 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 GK Software SE lag vor dem öffentlichen Übernahmeangebot im Jahr 2023 durch FNDS unter EUR 150,00. Am 1. März 2023 kam es zum Abschluss eines Business Combination Agreement. Der Vereinbarung lag die Absicht der Bieterin zu Grunde ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot für alle Aktien der Gesellschaft gegen Zahlung einer Gegenleistung von EUR 190,00 je Aktie der GK Software SE zu unterbreiten. Daraufhin kam es zu Kursreaktionen und der Kurs der Aktie der GK Software SE sprang um knapp 30 % auf EUR 185,60.

Im Zeitraum des öffentlichen Übernahmeangebots und weiterer Aktienerwerbe durch FNDS konnten die größten Handelsvolumina beobachtet werden. Ab Mitte des Jahres 2023 lagen die täglichen Handelsvolumina regelmäßig unter 1.000 Aktien.

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

#### a) Zielbild und Analysekriterien

Nach ständiger Rechtsprechung soll das Kriterium „angemessen“ im Falle 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.

In den Wirtschaftswissenschaften ist anerkannt, dass unter bestimmten Bedingungen – und zwar insbesondere, wenn ein Markt aus einer sehr großen Anzahl von „kleinen“ Käufern und Verkäufern (sog. atomistische Marktstruktur<sup>56</sup>) besteht und signifikante Informationsasymmetrien zwischen den Käufern und Verkäufern nicht vorliegen – der Marktmechanismus dazu fähig ist, knappe Wirtschaftsgüter durch Handelsprozesse ihrer optimalen Verwendung zuzuführen. Unter Vorliegen dieser Voraussetzungen kann der Markt einen „richtigen“ Gleichgewichtspreis oder „wahren“ Wert bestimmen.<sup>57</sup>

Auf realen Kapitalmärkten kann nicht davon ausgegangen werden, dass die notwendigen Preisbildungsbedingungen stets vollständig vorliegen. Entsprechend sind umfassende Prüfungshandlungen erforderlich, um festzustellen, ob ein „funktionierender“ Kapitalmarkt vorliegt bzw. ob im konkreten Fall davon ausgegangen werden kann, dass der Marktmechanismus für die

---

<sup>56</sup> Bei einer atomistischen Marktstruktur ist es für keinen Marktteilnehmer möglich, den Marktpreis durch das eigene Handeln zu beeinflussen, da sie im Vergleich zu der Größe des Marktes unbedeutend klein sind.

<sup>57</sup> Vgl. FAUB, AG 2021, S. 588, 589.

betreffenden Anteile (tatsächlich) eine hinreichend effektive Informationsverarbeitung und Informationsbewertung abbildet.

Der BGH hat klargestellt, dass ein Rückgriff auf Börsenkurse ausscheiden kann, wenn über einen längeren Zeitraum **praktisch kein Handel** stattgefunden hat. An hinreichender Aussagekraft mangle es Börsenkursen unter anderem auch dann, wenn **unerklärliche Kursausschläge** oder **Kursmanipulationen** vorliegen oder wenn **kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten** nicht eingehalten worden seien. Insoweit werden durch den BGH Negativkriterien definiert, die darauf hinweisen können, dass ein funktionierender Kapitalmarkt nicht vorliegt. Die genannten Indizien stellen allerdings vor dem Hintergrund der betriebswirtschaftlichen bzw. wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und Praxis keinen abschließenden Katalog dar; vielmehr sind für die Überprüfung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses darüber hinaus gehende Analysen bzw. Prüfungshandlungen sachgerecht.<sup>58</sup>

Zudem ist es nach unserer Einschätzung sachgerecht, jedenfalls zu Kontrollzwecken bzw. zur umfassenden Plausibilisierung<sup>59</sup> unter Berücksichtigung der Grundsätze des IDW S 1 ermittelte objektivierte Werte zu berücksichtigen. Wenn auf Basis der umfassenden Analysen erhebliche Zweifel an der Aussagefähigkeit des Börsenkurses bestehen, ist der „wahre“ Wert vorrangig über das Ertragswertverfahren zu ermitteln.<sup>60</sup>

## b) Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses der GK Software SE

In der Folge werden unter Berücksichtigung des oben dargestellten Zielbildes verschiedene Analysen zur Aussagefähigkeit des Börsenkurses der GK Software SE dargestellt. Die Diskussion zu den im Rahmen der Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses durchzuführenden Analysen ist aktuell im Fluss. Die durchgeführten Analysen bzw. deren Hinweise sind nicht überschneidungsfrei und nicht im Sinne einer hierarchischen Anordnung ihrer Bedeutsamkeit zu verstehen.

<sup>58</sup> Vgl. Ruthardt, Unternehmensbewertung im Spiegel der Rechtsprechung, AG 2024, S. 770, Rz. 39 f.

<sup>59</sup> Auch der BGH, 31. Januar 2024, II ZB 5/22, Tz. 53 ff. (BeckRS), hat eine Plausibilisierung des Börsenkurses durch eine Ertragswertermittlung ausdrücklich gebilligt. Die Notwendigkeit einer Gesamtbeurteilung unter Berücksichtigung der Ertragswertmethode (sowie zusätzlichen Plausibilisierungshandlungen über kapitalmarktgestützte Multiplikatoren) wird auch von Decher, AG 2023, S. 106 ff., betont.

<sup>60</sup> Vgl. zu einem Beispiel mangelnder Aussagekraft des Börsenkurses aufgrund eingeschränkter Liquidität den Beschluss des OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21, Tz. 50 ff. (BeckRS).

## Analyse der Liquidität bzw. Liquiditätsmaße

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) und der Free-Float-Anteil (potenziell für den Handel zur Verfügung stehende Aktien) genannt.<sup>61</sup> Allerdings haben sich für die Messung der Liquidität bislang weder in der Theorie noch in der Praxis ein überlegenes Messkonzept noch anerkannte Schwellenwerte für „liquide Aktien“ herausgebildet.<sup>62</sup> Praktisch bietet sich vorliegend eine relative Einordnung durch Vergleiche mit durchschnittlichen Größen von größeren Indizes (bspw. CDAX) oder den herangezogenen Peer-Group-Unternehmen an.<sup>63</sup>

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.<sup>64</sup>

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.<sup>65</sup> Bei darüber liegenden Werten soll der Kurs zu träge auf Kapitalmarktinformationen reagieren, da die Transaktionskosten durch hohe Geld-Brief-Spannen zu hoch seien.<sup>66</sup>

<sup>61</sup> Vgl. dazu Popp/Ruthardt, Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.119 ff.

<sup>62</sup> Vgl. ausführlich Ruthardt/Popp, AG 2020, S. 322, 328 f.

<sup>63</sup> Vgl. Ruthardt, BewP 2023, S. 50, 51.

<sup>64</sup> 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.

<sup>65</sup> 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.

<sup>66</sup> Vgl. LG München I, 30. Juni 2017, 5 HK 13182/15, Beschlusstext S. 120.

Das LG Berlin hat darauf hingewiesen, dass bei einem Handelsumsatz von über EUR 3 Mio. sowie Geld-Brief-Spannen im Bereich von 0,23 % bis 0,27 % von einer hohen Liquidität und einer hieraus folgenden hohen Aussagekraft auszugehen sei.<sup>67</sup> Das OLG Frankfurt a. M. hat in Sachen TLG/WCM Geld-Brief-Spannen von 0,27 % bzw. 0,37 % als sehr gering eingestuft und deren besondere Bedeutung für die Aussagefähigkeit des Börsenkurses betont.<sup>68</sup>

Den **durchschnittlichen Handelsumsatz** der Aktie der GK Software SE 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.<sup>69</sup>

Durchschn. Handelsumsatz an Tagen mit Handel in TEUR nach Jahresscheiben					
Stichtag (t <sub>0</sub> )	t <sub>-1</sub> bis t <sub>0</sub>	t <sub>-2</sub> bis t <sub>-1</sub>	t <sub>-3</sub> bis t <sub>-2</sub>	t <sub>-4</sub> bis t <sub>-3</sub>	t <sub>-5</sub> bis t <sub>-4</sub>
01.12.2024	47	742	224	416	130

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

In den Beobachtungszeiträumen von zwei bis fünf Jahren vor dem Börsenkurstichtag lagen die durchschnittlichen Handelsumsätze an Tagen mit Handel über den in der Rechtsprechung genannten TEUR 115. Der vergleichsweise hohe durchschnittliche Handelsumsatz in der zweiten Jahresscheibe in Höhe von TEUR 742 ist auf das Delisting-Erwerbsangebot im Jahr 2023 zurückzuführen. Seit dem Delisting im August 2023 sind die täglichen Handelsumsätze deutlich gesunken.

Im Dreimonatszeitraum vor dem Börsenkurstichtag belief sich der durchschnittliche tägliche Handelsumsatz der Aktie der GK Software SE auf rund TEUR 22. Auf dieser Basis ist zumindest für den Zeitraum nach dem Delisting nicht mehr von einem liquiden Börsenkurs auszugehen.

Ergänzend haben wir für die Aktie der GK Software SE die durchschnittliche **Geld-Brief-Spanne** über verschiedene Zeiträume ausgehend vom 1. Dezember 2024 analysiert. Die Ergebnisse sind in der folgenden Tabelle dargestellt:<sup>70</sup>

<sup>67</sup> Vgl. LG Berlin, 20. Juni 2023, 102 O 49/14, Beschlusstext S. 72.

<sup>68</sup> Vgl. OLG Frankfurt, 26. April 2021, 21 W 139/19, Rz. 40 f. (BeckRS).

<sup>69</sup> Die erste Spalte (t<sub>-1</sub> bis t<sub>0</sub>) deckt den Zwölfmonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungstichtag ab. Die zweite Spalte (t<sub>-2</sub> bis t<sub>-1</sub>) umfasst die Monate 13 bis 24 vor dem Auswertungstichtag, usw.

<sup>70</sup> Die erste Spalte (t<sub>-1</sub> bis t<sub>0</sub>) deckt den Zwölfmonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungstichtag ab. Die zweite Spalte (t<sub>-2</sub> bis t<sub>-1</sub>) umfasst die Monate 13 bis 24 vor dem Auswertungstichtag, usw.

### Geld-Brief-Spannen nach Jahresscheiben (Schlusskurs-Methode)

Stichtag (t <sub>0</sub> )	t <sub>-1</sub> bis t <sub>0</sub>	t <sub>-2</sub> bis t <sub>-1</sub>	t <sub>-3</sub> bis t <sub>-2</sub>	t <sub>-4</sub> bis t <sub>-3</sub>	t <sub>-5</sub> bis t <sub>-4</sub>
01.12.2024	6,97%	1,26%	1,67%	1,16%	1,02%

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

In den Beobachtungszeiträumen von zwei bis fünf Jahren vor Ankündigung des Squeeze Outs lagen die Geld-Brief-Spannen zwischen 1,02 % und 1,67 % und damit zwischen bzw. leicht über den in der Rechtsprechung genannten 1,0 % bzw. 1,25 %. Seit dem Delisting im August 2023 sind die Geld-Brief-Spannen der Aktie der GK Software SE deutlich angestiegen. Die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne lag im Jahr vor der Bekanntgabe der Absicht, einen Squeeze Out durchzuführen, bei 6,97 %.

Im Dreimonatsdurchschnitt vor dem Börsenkurstichtag betrug die Geld-Brief-Spanne der Aktie der GK Software SE rund 6,08 %. Die Geld-Brief-Spannen liegen damit in einer Größenordnung, in der von der Rechtsprechung regelmäßig von einer mangelnden Liquidität bzw. Aussagekraft ausgegangen wird.

Zur weiteren Einordnung der erhobenen Geld-Brief-Spannen haben wir die Ausprägungen der Geld-Brief-Spanne für alle CDAX-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 erste und dritte Quartil dargestellt:<sup>71</sup>

### Geld-Brief-Spannen nach Jahresscheiben (Schlusskurs-Methode)

Stichtag (t <sub>0</sub> )	t <sub>-1</sub> bis t <sub>0</sub>	t <sub>-2</sub> bis t <sub>-1</sub>	t <sub>-3</sub> bis t <sub>-2</sub>	t <sub>-4</sub> bis t <sub>-3</sub>	t <sub>-5</sub> bis t <sub>-4</sub>
Marktwertgewichteter Mittelwert	0,17%	0,18%	0,19%	0,16%	0,21%
Median	1,04%	0,93%	0,99%	0,71%	0,89%
25% Quartil	0,22%	0,20%	0,18%	0,14%	0,21%
75% Quartil	3,06%	2,98%	2,69%	2,12%	2,69%

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

<sup>71</sup> Die erste Spalte (t<sub>-1</sub> bis t<sub>0</sub>) deckt den Zwölfmonatszeitraum unmittelbar vor dem Auswertungsstichtag ab. Die zweite Spalte (t<sub>-2</sub> bis t<sub>-1</sub>) umfasst die Monate 13 bis 24 vor dem Auswertungsstichtag, usw. Neben dem arithmetischen Mittel oder dem Median bestehen weitere statistische Maße wie die Quartile. Das 25 % Quartil in aufsteigender Reihe sortierter Daten gibt den Wert an, unterhalb dessen sich ein Viertel der Einzeldaten befinden. Dementsprechend gibt das 75 % Quartil den Wert wieder, oberhalb dessen sich ein Viertel der Einzeldaten befinden.

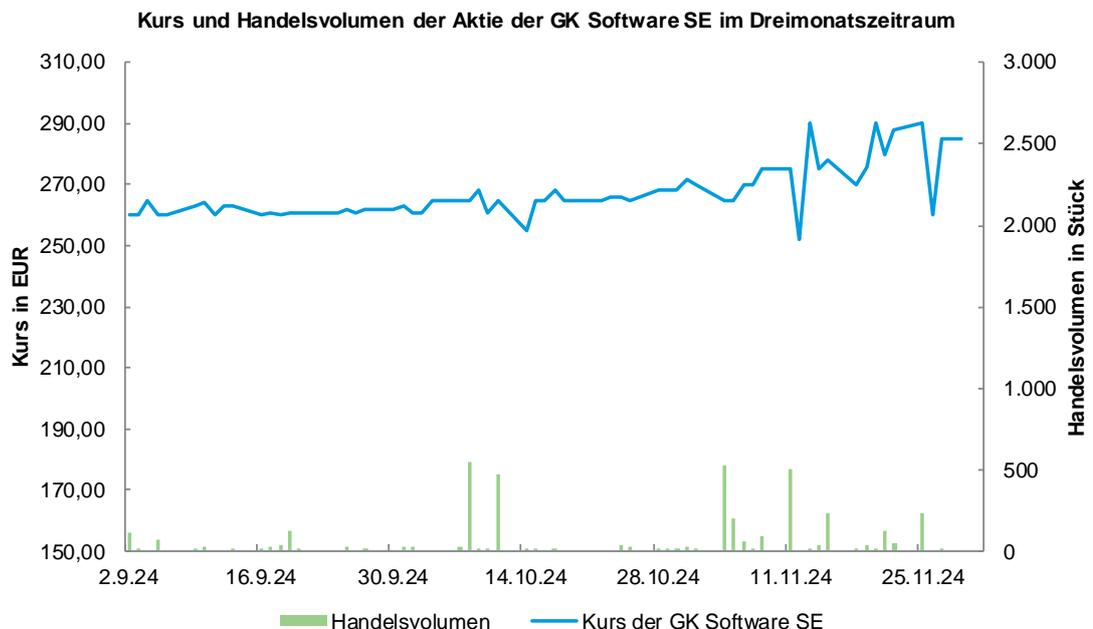
Die Geld-Brief-Spannen der Aktie der GK Software SE liegen sowohl deutlich über dem marktgewichteten Mittelwert als auch über dem Median der CDAX-Unternehmen über alle dargestellten Zeiträume.

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass vor dem Hintergrund der sehr eingeschränkten Liquidität der Aktie der GK Software SE spätestens seit dem Delisting im August 2023 von einer mangelnden Aussagekraft des Börsenkurses auszugehen ist.

### Keine (unerklärlichen) Kursausschläge und keine festgestellte Kursmanipulation

Für die Analyse des Vorliegens unerklärlicher Kursausschläge ist zunächst zu operationalisieren, wann überhaupt von einem „Kursausschlag“ zu sprechen ist. Insoweit kann sich eine Orientierung an den Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung anbieten, der auf nacheinander<sup>72</sup> festgestellte Abweichungen der Börsenkurse um mehr als 5 % verweist.

Die folgende Darstellung zeigt den Kurs und das Handelsvolumen der Aktie der GK Software SE im Dreimonatszeitraum vor dem Börsenkurstichtag:



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

<sup>72</sup> Vgl. hierzu: BGH, 22. Oktober 2019, XI ZR 682/18, Tz. 12 (BeckRS).

Über den Betrachtungszeitraum lagen mehrere mindestens 5 % betragende Kursausschläge nacheinander festgestellter Börsenkurse vor. Diese lassen sich nicht auf Unternehmensmeldungen bzw. Änderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen der GK Software SE zurückführen.

Konkrete Anhaltspunkte für Kursmanipulationen sind nicht ersichtlich und vorliegend aufgrund der Heranziehung des Börsenkurses als Untergrenze der angemessenen Barabfindung nicht relevant.

### **Umfang der Berichterstattung und Analystencoverage (Informationsasymmetrie)**

Ein hoher Grad an Informationsbereitstellung durch das Unternehmen erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung durch den Markt. In diesem Zusammenhang ist auch die Beobachtung der Aktie durch Analysten von Relevanz. Analysten sammeln Informationen über das Unternehmen und das Marktumfeld und publizieren Einschätzungen dazu. Das Vorliegen von mehreren Analystenmeinungen sowie relativ übereinstimmende Erwartungen der beteiligten Akteure und Marktbeobachter erhöht die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung.

Die Aktien der GK Software SE werden seit dem Delisting zum Ende des 1. August 2023 lediglich im Freiverkehr der Börse Hamburg gehandelt. Zudem erfolgt dieser Handel nicht auf Veranlassung der Gesellschaft. Insofern liegen bereits seit längerer Zeit keine Ad-hoc-Publizitätspflichten und nur noch eingeschränkte Publizitätspflichten vor. Entsprechend liegen auch keine aktuellen Einschätzungen von Analysten vor. Die Aussagefähigkeit des Freiverkehrskurses ist insofern bereits aufgrund des längeren Zeitraums zwischen dem Delisting und dem Bewertungsstichtag sowie dem zu vermutenden Informationsgefälle zwischen Gesellschaft und Marktteilnehmern kritisch zu sehen.<sup>73</sup>

### **Anteilseignerstruktur**

Bei Vorliegen beherrschender bzw. einen maßgeblichen Einfluss ausübender Aktionäre besteht ein Risiko ökonomisch „verzerrter“ Preise. Zu Beginn des Dreimonatszeitraums hat FNDS rund 76,1 % der Anteile an der GK Software SE gehalten. Am 28. November 2024 erwarb FNDS weitere rund 20,1 % der Anteile, sodass FNDS zum Ende des Dreimonatszeitraums und auch derzeit rund 96,33 % der GK Software Aktien hält. Damit ist die Anteilseignerstruktur der GK Software SE von einem beherrschenden Einfluss durch FNDS gekennzeichnet.

---

<sup>73</sup> Vgl. Ruthardt, BewP 2023, S. 50, 51.

### **Stichtagsprinzip**

Mit Blick auf das Stichtagsprinzip sollte nach unserer Einschätzung geprüft werden, ob der relevante Börsenkurs die Verhältnisse der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag angemessen reflektiert. Insofern ist zu analysieren, ob sich die operative und finanzielle Struktur des Unternehmens und die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zwischen dem Börsenkursstichtag und dem Bewertungsstichtag wesentlich verändert haben.

Im Zeitraum zwischen dem Börsenkursstichtag und der Unterzeichnung dieser gutachtlichen Stellungnahme hat die GK Software Gruppe ihr Geschäft grundsätzlich in gewöhnlichem Umfang fortgesetzt. Im Januar 2025 erwarb die GK Software SE 100 % der Anteile an der Nomitri GmbH, Berlin.

### **Beurteilung der Aussagefähigkeit des Börsenkurses der GK Software SE im Hinblick auf den „wahren“ Wert**

Aufgrund der dargestellten Analysen bestehen vorliegend erhebliche Zweifel an der Aussagefähigkeit des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren“ Wert bzw. der „richtigen“ Informationsbewertung der Ertragskraft der GK Software SE durch den Markt.

#### 4.4 Beurteilung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung

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 1999<sup>74</sup> 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 BGH<sup>75</sup> auch auf Squeeze-Out-Fälle Anwendung findet. Für diese Untergrenzenfunktion<sup>76</sup> 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 Marktenge nicht in der Lage gewesen wären, ihre Aktien am Markt zu veräußern, oder
- Anzeichen für eine Manipulation des Börsenkurses vorliegen.<sup>77</sup>

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“.<sup>78</sup> Auch soll es nicht darauf ankommen, wie sich der Börsenkurs verändert hätte, wenn „alle Minderheitsaktionäre gezwungen gewesen wären, ihre Beteiligung zu veräußern“.<sup>79</sup>

<sup>74</sup> Vgl. BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566 ff.

<sup>75</sup> Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 630.

<sup>76</sup> In der Literatur wird teilweise vertreten, dass ein aussagekräftiger Börsenkurs allein maßgeblich sei und keine Untergrenze mehr darstelle; vgl. Wasmann, AG 2023, 810 ff; Herfs, AG 2024, S 653 ff.

<sup>77</sup> Vgl. BGH, 12. März 2001, II ZB 15/00, NJW 2001, S. 2080, 2082.

<sup>78</sup> OLG Stuttgart, 14. Februar 2008, 20 W 9/08, Tz. 50 (juris).

<sup>79</sup> OLG Frankfurt, 30. März 2010, 5 W 32/09, Tz. 35 (juris).

Für die Prüfung der freiwilligen Veräußerbarkeit werden in der Rechtsprechung **auch bei rein im Freiverkehr gehandelten** Aktien die **Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung** als Indiz herangezogen.<sup>80</sup>

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.<sup>81</sup>

Bei einer analogen Anwendung der kumulativ zu erfüllenden Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung auf den vorliegenden Freiverkehrshandel stellt vorliegend der umsatzgewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs in Höhe von **EUR 262,25** die Untergrenze der angemessenen Abfindung dar.

Die Aktie der GK Software SE wurde im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Squeeze-Out-Absichten an 46 von 65 Tagen und somit an mehr als einem Drittel der Handelstage im Freiverkehr an der Börse Hamburg gehandelt. Insoweit kommt es auf die Untersuchung von Kurssprüngen vorliegend nicht an. Der Börsenkurs der GK Software SE kommt damit grundsätzlich als Untergrenze für die Barabfindung in Betracht.

---

<sup>80</sup> 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).

<sup>81</sup> Vgl. BGH, 22. Oktober 2019, XI ZR 682/18, Tz. 12 (BeckRS).

## 5. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit der Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung des IDW S 1

Der Unternehmensbewertung liegt die Planungsrechnung der GK Software Gruppe für die Geschäftsjahre 2024/2025 (1. April 2024 bis 31. März 2025) bis 2026/2027 (1. April 2026 bis 31. März 2027) zu Grunde. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die Planungsrechnung auf Konsistenz und Plausibilität der Annahmen untersucht.<sup>82</sup> 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.<sup>83</sup> 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.<sup>84</sup>

Zur internen Plausibilisierung 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 vorgenommen. Zu Einzelheiten verweisen wir auf unsere nachstehenden Ausführungen.

Für die Vergangenheitsanalysen lagen uns die Prüfungsberichte der Jahres- und Konzernabschlüsse der GK Software SE für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 sowie das Rumpfgeschäftsjahr vom 1. Januar bis zum 31. März 2024 vor.

Wesentliche Einflussfaktoren wurden uns von dem Management in Gesprächen ergänzend erläutert.

---

<sup>82</sup> Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 5.

<sup>83</sup> Vgl. OLG Düsseldorf, 25. Februar 2020, 26 W 7/18, Tz. 39 (BeckRS).

<sup>84</sup> 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).

Zur Prüfung der Unternehmensbewertung haben wir die von der Bewertungsgutachterin in elektronischer Form zur Verfügung gestellten Bewertungsmodelle sowie das Bewertungsgutachten herangezogen. Zu Einzelfragen wurde uns jeweils mündlich oder gegebenenfalls 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 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 und der nachhaltigen Thesaurierung,
7. Zusammenstellung der Peer Group und Ableitung des Betafaktors.

Zum endgültigen Stand der Bewertungsarbeiten hat es zwischen PwC 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.

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

Die in Abschnitt 3.1 und 3.2 erläuterten allgemeinen Bewertungsgrundsätze bilden einen Rahmen, der im Einzelfall zu konkretisieren ist. Von der Angemessenheit der Umsetzung der allgemeinen Bewertungsgrundsätze in die konkrete methodische Vorgehensweise bei der Bewertung der GK Software SE haben wir uns – wie im Folgenden erläutert – überzeugt.

Der Unternehmenswert der GK Software SE wurde von der Bewertungsgutachterin aus dem Ertragswert des laufenden Geschäfts zuzüglich Sonderwerten abgeleitet. Diese konkrete Vorgehensweise ist nach unseren Feststellungen sachgerecht und bildet den Wert der GK Software SE angemessen in einem Bewertungsmodell ab.

Die Durchführung der Bewertung haben wir in allen wesentlichen Schritten, insbesondere hinsichtlich der Ableitung der zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes und der Abzinsung der Überschüsse auf den Bewertungsstichtag nachvollzogen.

### 6.1 Bewertungsobjekt

#### a) Rechtliche Grundlagen

Die GK Software SE mit Sitz in Schöneck/Vogtland ist eine europäische Aktiengesellschaft und ist beim Amtsgericht Chemnitz unter der Nummer HRB 31501 in das Handelsregister eingetragen. Das Geschäftsjahr der GK Software SE beginnt jeweils am 1. April eines Jahres und endet am 31. März des Folgejahres. Bis zum 31. Dezember 2023 entsprach das Geschäftsjahr der GK Software SE dem Kalenderjahr. Durch die Umstellung ergab sich vom 1. Januar 2024 bis zum 31. März 2024 ein Rumpfgeschäftsjahr.

Gegenstand der GK Software SE ist gemäß Satzung vom 25. Oktober 2024 die Entwicklung und Herstellung sowie der Vertrieb und Handel mit Soft- und Hardware.

Das Grundkapital der GK Software SE beläuft sich zum Abschluss der Prüfungsarbeiten und voraussichtlich am Bewertungsstichtag auf EUR 2.273.025,00 und ist in 2.273.025 auf den Namen lautende Stückaktien (Stammaktien ohne Nennbetrag) eingeteilt. Die Gesellschaft hält zum Ende der Prüfungsarbeiten und voraussichtlich am Bewertungsstichtag keine eigenen Aktien.

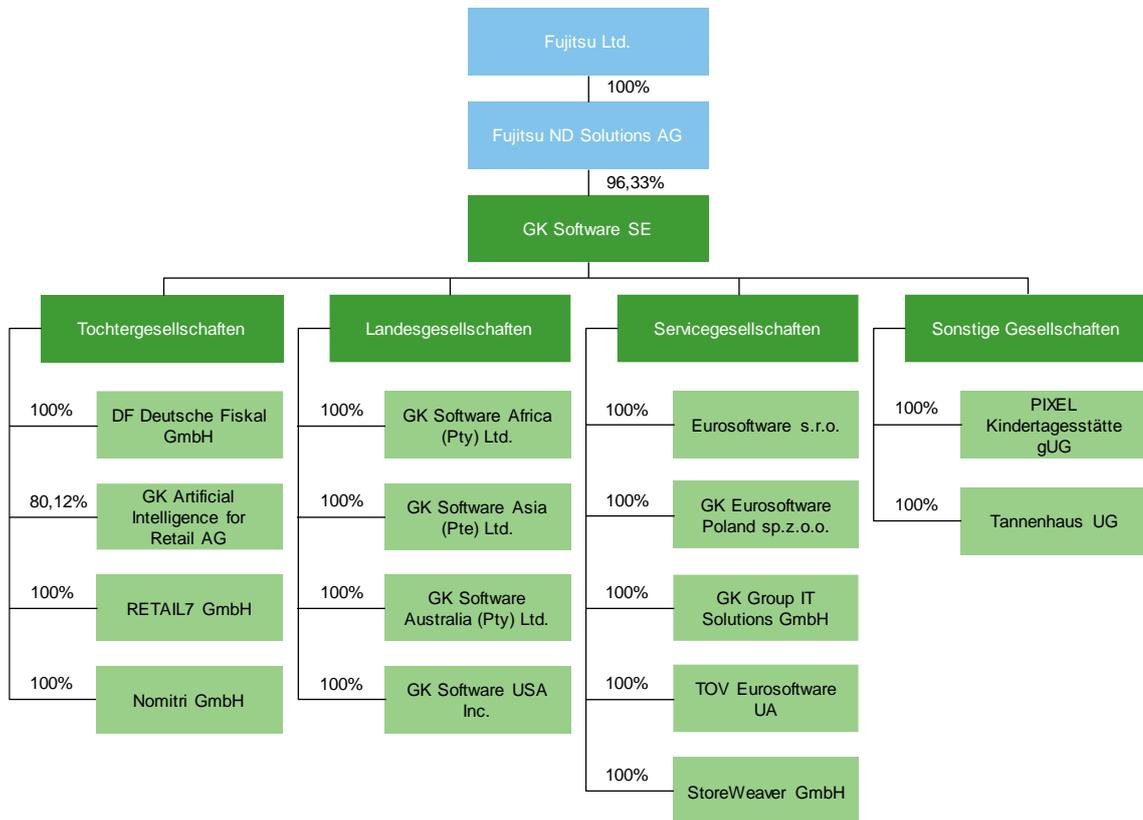
Die Aktien der Gesellschaft waren bis zum 1. August 2023 unter der ISIN DE0007571424 zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen. Darüber hinaus wurden die Aktien insbesondere im elektronischen Handelssystem (Exchange Electronic Trading System, „XETRA“) der Deutsche Börse AG, Frankfurt am Main, gehandelt. Mit Ablauf des 1. August 2023 kam es zu einem Delisting der Aktien der Gesellschaft an der Frankfurter Wertpapierbörse und der XETRA. Das öffentliche Delisting-Erwerbsangebot zum Erwerb der Aktien der Gesellschaft durch FNDS gegen Zahlung einer Geldleistung von EUR 190,00 je Aktie der GK Software SE wurde am 22. Juni 2023 vollzogen. Dabei erreichte FNDS eine Beteiligungsquote von 72,07 %. Seit dem Delisting am 1. August 2023 wird die Aktie der GK Software SE ohne Zustimmung der Gesellschaft lediglich noch im Freiverkehr der Wertpapierbörse in Hamburg gehandelt. Zum Abschluss der Prüfungsarbeiten hält FNDS rund 96,33 % der Aktien der GK Software SE.

Gegenstand der Unternehmensbewertung ist die GK Software SE einschließlich ihrer Tochtergesellschaften und Beteiligungen. Wir bezeichnen daher im weiteren Verlauf die GK Software SE einschließlich ihrer Tochtergesellschaften und Beteiligungen als „GK Software Gruppe“.

Grundsätzlich können die Konzerngesellschaften der GK Software SE in vier Hauptgruppen unterteilt werden: Landesgesellschaften, Tochtergesellschaften (auch Portfoliogesellschaften) mit direktem Marktbezug, Servicegesellschaften und sonstige Gesellschaften. Landesgesellschaften übernehmen Vertriebsleistungen und betreuen Kunden bei der Weiterentwicklung der eingesetzten Standard-Software-Plattformen in verschiedenen internationalen Regionen. Tochtergesellschaften mit direktem Marktbezug sind für die Entwicklung und den Vertrieb von besonderen Portfoliobestandteilen des Gesamtangebots der GK Software Gruppe verantwortlich und haben direkte Marktbeziehungen. Servicegesellschaften erbringen innerhalb der Gruppe Entwicklungsarbeiten bzw. allgemeine Dienstleistungen, ohne über Beziehungen zu externen Kunden zu verfügen. Die sonstigen Gesellschaften bieten Dienstleistungen an, die nicht direkt mit dem Lösungsangebot der GK Software Gruppe in Verbindung stehen. Um die damit entstehenden Kosten für die GK Software Gruppe zu senken, werden diese Leistungen auch Dritten angeboten.

Zum Konsolidierungskreis der GK Software SE gehören zum Abschluss der Prüfungsarbeiten sieben inländische und acht ausländische Tochtergesellschaften.

Die nachfolgende Abbildung stellt die wesentliche Konzernstruktur der GK Software Gruppe dar:



Quelle: GK Software SE.

Daneben gibt es zwei weitere Gesellschaften, die allerdings nicht zum Konsolidierungskreis der GK Software SE gehören. Die GK Eurosoftware RO s.r.l., Brasov/Rumänien, hat keinen operativen Geschäftsbetrieb und befindet sich in Liquidation. Die R7MA Beteiligungs-GmbH, Schöneck/Vogtland, verfügt ebenfalls nicht über einen operativen Geschäftsbetrieb.

Im Januar 2025 erwarb die GK Software SE 100 % der Anteile an der Nomitri GmbH, Berlin (Nomitri GmbH). Durch den Erwerb der Nomitri GmbH erhält die GK Software SE Zugang zu zusätzlichen Entwicklungskapazitäten sowie einer marktfähigen Computer-Vision-Lösung. Die Nomitri GmbH stellt eine Tochtergesellschaft gemäß der oben dargestellten Organisationsstruktur dar.

Des Weiteren soll die Retail7 GmbH, Berlin, mit Wirkung zum 1. April 2025 auf die GK Software SE verschmolzen werden, da die Führung als eigenständige GmbH nicht erforderlich ist, um das Produkt sowie den Vertrieb effizient zu betreiben.

Die GK Group IT Solutions GmbH, Schöneck/Vogtland, soll mit Wirkung zum 1. April 2025 auf die GK Software SE verschmolzen werden.

Zum 31. März 2024 hielt die GK Software SE – bilanziert in den Finanzanlagen – 50 % der Anteile an der Unified Experience UG, Schwarmstedt. Im Geschäftsjahr 2024 wurden weitere 50 % der Anteile erworben. Die Unified Experience UG, Schwarmstedt, soll auf die GK Software SE verschmolzen werden.

## b) Geschäftsmodell

Die GK Software Gruppe ist spezialisiert auf die Entwicklung und den Vertrieb von Softwarelösungen und Dienstleistungen für Geschäftsprozesse in Filialen großer Einzelhandelsunternehmen. Die Softwarelösungen umfassen insbesondere Software für Kassensysteme. Die Kunden der GK Software SE kommen aus nahezu allen Bereichen des Einzelhandels. Wichtige Marktsegmente sind dabei insbesondere der Lebensmitteleinzelhandel, Drogerie und Haushalt, Bau- und Einrichtungsmärkte, Mode und Lifestyle sowie Technik und Auto. Die Produkte und Dienstleistungen der GK Software SE sind vorrangig auf große und mittlere Unternehmen ausgerichtet und eignen sich besonders gut für Händler mit vielen Filialen und Point-of-Sale-Systemen (POS-Systemen) in mehreren Ländern.

Die Kernlösung der GK Software Gruppe ist die Plattform CLOUD4RETAIL, die eine Vielzahl von Einzelhandelsprozessen abdeckt und durch zusätzliche Lösungen ergänzt wird. Die Lösungen der Plattform CLOUD4RETAIL können in die Bereiche zentrale Prozesssteuerung und Power Apps unterteilt werden. Die zentrale Prozesssteuerung umfasst alle Prozesse zur Steuerung der Filialprozesse eines Einzelhändlers sowie deren Integration mit den E-Commerce-Aktivitäten. Die Power Apps dienen der Automatisierung der Prozesslandschaft von nachgeordneten Prozessen sowie der Automatisierung und Optimierung zentraler Aufgaben wie der Bepreisung des Warenangebots. Ergänzt wird dieses Angebot durch die Mobile Consumer Cloud, die es Einzelhändlern ermöglicht, direkt mit Endverbrauchern zu interagieren und Handelsprozesse zu steuern.

Mit der Software können einmalige Umsätze durch unbeschränkte Lizenzgewährung oder Umsätze durch Subskriptionsverträge, die die Nutzungsüberlassung auf einen Zeitraum beschränken, erzielt werden. Wird die Software von der GK Software Gruppe betrieben, wird die gesamte Lösung als Software-as-a-Service (SaaS) zur Verfügung gestellt.

Neben der Plattform CLOUD4RETAIL gehören die Produktgruppen GK AIR (Artificial Intelligence for Retail) und RETAIL7 zum Geschäftsmodell der GK Software Gruppe. Die GK AIR Plattform bietet KI-basierte Lösungen, die als Power Apps in die CLOUD4RETAIL Plattform integriert werden können. RETAIL7 bietet eine Cloud-Lösung für kleine Einzelhändler, die überwiegend SaaS-Erlöse generiert. Darüber hinaus bietet die DF Deutsche Fiskal GmbH, Berlin (Deutsche Fiskal) SaaS-Lösungen zur Erfüllung gesetzlicher Anforderungen wie die Fiskal Cloud für die Speicherung steuerrelevanter Daten. Die Lösungen der Deutschen Fiskal sind als Power Apps in die CLOUD4RETAIL Plattform integrierbar. Die Leistungen der Deutschen Fiskal sind jedoch aktuell nicht Bestandteil der strategischen Kerngeschäftsaktivitäten der GK Software Gruppe.

Zum 31. März 2024 beschäftigte die GK Software Gruppe 1.280 Mitarbeitende. Die Mitarbeitenden sind an verschiedenen Standorten weltweit tätig, wobei ein wesentlicher Anteil am Hauptsitz in Schöneck/Vogtland beschäftigt ist.

Die Steuerung der GK Software Gruppe ist nach den regionalen Märkten ausgerichtet. Nach Regionen werden die Segmente EMEA (Europa, Naher Osten und Afrika) sowie das Segment Americas (Nord- und Südamerika) unterschieden. Die Geschäftsaktivitäten in der Region APAC (Asien-Pazifik) werden aktuell noch aufgrund der untergeordneten Bedeutung im Segment EMEA ausgewiesen. Sobald der Geschäftsumfang und die organisatorische Etablierung erfolgt sind, so dass ein eigenes Berichtsegment gerechtfertigt ist, soll APAC gesondert ausgewiesen werden. Alle Aktivitäten, die nicht auf die Kernleistungen des Konzerns ausgerichtet sind, werden im Segment sonstige Geschäftsaktivitäten zusammengefasst. Zu diesen Aktivitäten gehören der Betrieb des firmeneigenen Hotels und Restaurants Tannenhaus sowie des Kindergartens Pixel.

Im Rumpfgeschäftsjahr 2024 wurde mit knapp 73 % der überwiegende Teil der Umsatzerlöse in EMEA erzielt. Weitere rund 26 % der Umsatzerlöse erzielte die GK Software Gruppe im Segment Americas. Die übrigen 1 % wurden im Rumpfgeschäftsjahr 2024 mit sonstigen Geschäftsaktivitäten erzielt.

### c) Prüfung der Vollständigkeit

Die Vollständigkeit des Bewertungsobjekts haben wir auf Basis der vorgelegten Informationen, insbesondere Anteilsbesitzlisten, sowie ergänzend erteilter Auskünfte der GK Software SE geprüft. Es liegen uns keine Erkenntnisse vor, nach denen das Bewertungsobjekt im Rahmen der von PwC durchgeführten Bewertung nicht vollständig abgebildet wird.

## 6.2 Bewertungsstichtag

Als Bewertungsstichtag wurde der 26. März 2025 gewählt. Dies ist nach § 327b Abs. 1 AktG zutreffend, da dies der Tag ist, an dem die Hauptversammlung der GK Software SE über die Übertragung der Aktien beschließen soll.

## 6.3 Ertragswert

### a) Analyse der Vergangenheitsergebnisse

Als Ausgangspunkt für die Analyse der Unternehmensplanung und für Plausibilitätsbeurteilungen hat die Bewertungsgutachterin PwC ausgehend von den geprüften Konzernjahresabschlüssen der GK Software SE für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 sowie für das Rumpfgeschäftsjahr vom 1. Januar 2024 bis zum 31. März 2024 die Vergangenheitsergebnisse analysiert und Aufwendungen und Erträge analog zu den Geschäftsberichten um Sondereffekte bereinigt. Durch die Eliminierung von Sachverhalten mit Einmalcharakter kann die Planungsrechnung besser eingeordnet werden.<sup>85</sup>

Die bereinigten **Vergangenheitsergebnisse** auf Konzernebene für die Geschäftsjahre 2021 bis 2023 sowie für das Rumpfgeschäftsjahr vom 1. Januar 2024 bis zum 31. März 2024 (im Folgenden auch „Rumpfgeschäftsjahr 2024“) auf Basis der IFRS-Geschäftsberichte stellen sich im Einzelnen wie folgt dar:

---

<sup>85</sup> Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 25.

	2021 Ist	2022 Ist	2023 Ist	2024 Ist RGJ
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	130.847	152.054	172.502	42.168
Veränderung des Bestands an (un-)fertigen Erzeugnissen	0	0	22	9
Sonstige Erträge	5.284	6.166	5.831	1.585
<b>Umsatzerlöse und sonstige Erträge</b>	<b>136.131</b>	<b>158.220</b>	<b>178.355</b>	<b>43.762</b>
Materialaufwand	-14.168	-13.646	-17.404	-5.011
Personalaufwand	-78.740	-89.562	-98.369	-26.525
Verluste aus Ausbuchung finanzieller Vermögenswerte	-153	-89	-155	0
Wertminderung auf Forderungen	0	-33	-2.094	-232
Sonstige Aufwendungen	-19.739	-29.453	-37.667	-9.280
<b>EBITDA (bereinigt)</b>	<b>23.332</b>	<b>25.437</b>	<b>22.666</b>	<b>2.715</b>
Abschreibungen	-9.484	-6.745	-7.845	-1.872
<b>EBIT (bereinigt)</b>	<b>13.848</b>	<b>18.691</b>	<b>14.822</b>	<b>843</b>
Bereinigungen	3.458	-1.913	-19.906	0
<b>EBIT</b>	<b>17.306</b>	<b>16.779</b>	<b>-5.084</b>	<b>843</b>
Finanzergebnis	-852	132	148	-17
<b>EBT</b>	<b>16.454</b>	<b>16.911</b>	<b>-4.937</b>	<b>826</b>
Ertragsteuern	-3.156	-5.553	-237	-1.077
<b>Konzernperiodenüberschuss/-fehlbetrag</b>	<b>13.298</b>	<b>11.358</b>	<b>-5.173</b>	<b>-251</b>
Nicht beherrschende Anteile	-141	-100	-56	8
<b>Konzernperiodenüberschuss/-fehlbetrag n. n. b. Anteilen</b>	<b>13.157</b>	<b>11.259</b>	<b>-5.229</b>	<b>-243</b>
<i>Umsatzwachstumsrate</i>	<i>11,3%</i>	<i>16,2%</i>	<i>13,4%</i>	<i>n/a</i>
<i>in % der Umsatzerlöse</i>				
<i>Materialaufwand</i>	<i>10,8%</i>	<i>9,0%</i>	<i>10,1%</i>	<i>11,9%</i>
<i>Personalaufwand</i>	<i>60,2%</i>	<i>58,9%</i>	<i>57,0%</i>	<i>62,9%</i>
<i>Sonstige Aufwendungen</i>	<i>15,1%</i>	<i>19,4%</i>	<i>21,8%</i>	<i>22,0%</i>
<i>EBITDA (bereinigt)</i>	<i>17,8%</i>	<i>16,7%</i>	<i>13,1%</i>	<i>6,4%</i>
<i>EBIT (bereinigt)</i>	<i>10,6%</i>	<i>12,3%</i>	<i>8,6%</i>	<i>2,0%</i>
<i>EBIT</i>	<i>13,2%</i>	<i>11,0%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>2,0%</i>

Quelle: Geschäftsberichte der GK Software SE der Jahre 2021 bis Rumpfgeschäftsjahr 2024.

Der dargestellte Vergangenheitszeitraum ist von einem deutlichen Anstieg der **Umsatzerlöse** geprägt. Im Geschäftsjahr 2023 und im Rumpfgeschäftsjahr 2024 wurden rund 73 % der Umsatzerlöse in der Region EMEA, rund 26 % in der Region Americas sowie rund 1 % mit sonstigen Geschäftsaktivitäten erzielt. Im betrachteten Vergangenheitszeitraum hat sich der Anteil der Region EMEA an den Umsatzerlösen um rund zehn Prozentpunkte verringert. Der Anteil der Region Americas an den Umsatzerlösen hat sich entsprechend im gleichen Zeitraum um rund zehn Prozentpunkte erhöht. Basierend auf absoluten Zahlen konnten die Umsatzerlöse im Zeitraum von 2021 bis 2023 in allen Segmenten gesteigert werden.

Der deutliche Anstieg der Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2022 ist im Wesentlichen auf den Gewinn und die Akquise von Neukunden, die weltweit vertreten sind, zurückzuführen. Dabei wurden langfristige SaaS-Verträge abgeschlossen. Zum Umsatzwachstum im Geschäftsjahr 2023 haben insbesondere Neuaufträge bei Bestandskunden beigetragen. Ebenso trägt die strategische Partnerschaft der GK Software SE und der SAP SE, Walldorf, im Zusammenhang mit dem CLOUD4RETAIL Geschäft positiv zum Umsatzwachstum bei.

Die **sonstigen Erträge** umfassen im Geschäftsjahr 2023 im Wesentlichen Erträge aus Währungsdifferenzen, verrechnete Sachbezüge sowie Erträge aus Anlagenverkäufen. Im Geschäftsjahr 2021 wurden Erträge aus der Entkonsolidierung der AWEK microdata GmbH, Hamburg, in Höhe von TEUR 3.458 in den sonstigen Erträgen bereinigt. Der Anstieg der bereinigten sonstigen Erträge im Geschäftsjahr 2022 ist insbesondere auf höhere Erträge aus Währungsdifferenzen zurückzuführen. Der leichte Rückgang der sonstigen Erträge im Geschäftsjahr 2023 resultiert vornehmlich aus einem Rückgang der Erträge aus Währungsdifferenzen und der Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen. Gegenläufig erhöhten sich vor allem die verrechneten Sachbezüge und die Erträge aus dem Anlagenverkauf im Geschäftsjahr 2023.

Die **Umsatzerlöse und sonstigen Erträge** (inklusive Veränderung des Bestands an (un-)fertigen Erzeugnissen) sind im Zeitraum zwischen 2021 und 2023 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 14,5 % gestiegen. Für das Rumpfgeschäftsjahr 2024 betragen die Umsatzerlöse und sonstigen Erträge (inklusive Veränderung des Bestands an (un-)fertigen Erzeugnissen) rund TEUR 43.762.

Der **Materialaufwand** beinhaltet Aufwendungen für Hilfs- und Betriebsstoffe für bezogene Waren sowie im wesentlichen Umfang Aufwendungen für bezogene Fremdleistungen. Der Rückgang des Materialaufwands im Geschäftsjahr 2022 resultiert insbesondere aus einer Umgliederung von bezogenen Forschungs- und Entwicklungsleistungen in die sonstigen Aufwendungen in Höhe von rund TEUR 3.319. Im Geschäftsjahr 2023 erhöhte sich der Materialaufwand im Wesentlichen aufgrund höherer Aufwendungen für bezogene Fremdleistungen. Im Rumpfgeschäftsjahr 2024 betrug der Materialaufwand rund TEUR 5.011.

Der **Personalaufwand** stellt die größte Kostenposition der GK Software Gruppe über den Betrachtungszeitraum dar. Der deutliche Anstieg des Personalaufwands basiert insbesondere auf gestiegenen Gehältern sowie einer Ausweitung des Personals von durchschnittlich 1.086 Mitarbeitenden im Geschäftsjahr 2021 auf durchschnittlich 1.175 Mitarbeitende im Geschäftsjahr 2023. Im Geschäftsjahr 2023 wurden rund EUR 10 Mio. Kosten für Personal bzw. Personalmaßnahmen, die im Zusammenhang mit der Übernahme durch FNDS standen, bereinigt. Trotz des deutlichen gestiegenen Personalaufwands im dargestellten Vergangenheitszeitraum reduzierte sich die (bereinigte) Personalaufwandsquote in Prozent der Umsatzerlöse ausgehend von 60,2 % im Jahr 2021 auf 57,0 % im Jahr 2023. Für das Rumpfgeschäftsjahr 2024 wurde ein deutlicher Anstieg der Personalaufwandquote auf 62,9% verzeichnet.

Die **sonstigen Aufwendungen** umfassen unter anderem Reisekosten, Rechts- und Beratungskosten, Wartungskosten für Software, Vertriebsaufwendungen sowie seit dem Geschäftsjahr 2022 Fremdarbeiten für Forschung und Entwicklung. Der deutliche Anstieg der sonstigen Aufwendungen im Geschäftsjahr 2022 ist insbesondere auf die Umgliederung von bezogenen Forschungs- und Entwicklungsleistungen, höhere Reisekosten, höhere Wartungskosten für Software sowie auf einen höheren Vertriebsaufwand zurückzuführen. Der weitere Anstieg der sonstigen Aufwendungen im Jahr 2023 resultiert unter anderem aus einem Anstieg der Reisekosten, der Wartungskosten für Software sowie aus einem höheren Vertriebsaufwand. In den Jahren 2022 und 2023 wurden Transaktionskosten im Zusammenhang mit der Übernahme durch FNDS bereinigt. Im dargestellten Vergangenheitszeitraum erhöhte sich die (bereinigte) Quote der sonstigen Aufwendungen in Prozent der Umsatzerlöse ausgehend von 15,1 % im Jahr 2021 auf 21,8 % im Jahr 2023 deutlich.

Das **bereinigte Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)** ist nach einem Anstieg im Geschäftsjahr 2022 auf TEUR 22.666 im Geschäftsjahr 2023 gefallen. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate im Zeitraum zwischen 2021 und 2023 beträgt -1,4 %. Die bereinigte EBITDA-Marge verringerte sich im betrachteten Vergangenheitszeitraum kontinuierlich.

Die **Abschreibungen** beinhalten die planmäßigen Abschreibungen auf Sachanlagen, Nutzungsrechte aus Leasingverträgen sowie auf immaterielle Vermögenswerte. Im Jahr 2022 wurden außerplanmäßige Abschreibungen auf zur Veräußerung gehaltene Immobilien bereinigt.

Auch das **bereinigte operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)** verringerte sich im Geschäftsjahr 2023 nach einem Anstieg im Geschäftsjahr 2022. Die bereinigte EBIT-Marge ist im Jahr 2023 auf 8,6 % gefallen und belief sich im Rumpfgeschäftsjahr 2024 auf lediglich 2,0 %. Durch die hohen Transaktionskosten im Jahr 2023 war das tatsächlich berichtete EBIT im Jahr 2023 negativ.

Das **Finanzergebnis** umfasst im Geschäftsjahr 2023 Finanzerträge von rund TEUR 1.199 und Finanzaufwendungen von rund TEUR -1.051. Im Geschäftsjahr 2022 ergab sich ein positiver Sondereffekt aus der Korrektur der Effektivzinsberechnung für eine Wandelanleihe.

Das **Ergebnis vor Steuern (EBT)** lag in den Geschäftsjahren 2021 und 2022 auf einem nahezu konstanten Niveau. Im Geschäftsjahr 2023 ergab sich insbesondere durch die hohen Transaktionskosten ein negatives EBT von TEUR -4.937.

Der **Konzernjahresüberschuss** ist trotz deutlich gestiegener Umsatzerlöse aufgrund überproportional gestiegener Kosten im betrachteten Vergangenheitszeitraum ausgehend von TEUR 13.298 im Jahr 2021 auf TEUR -5.173 im Jahr 2023 deutlich gesunken. Im Rumpfgeschäftsjahr 2024 betrug der Konzernjahresfehlbetrag rund TEUR -251.

Das Bewertungsgutachten enthält auf den Seiten 41 ff. Erläuterungen zu den von der Bewertungsgutachterin (analog zu den Geschäftsberichten) durchgeführten Bereinigungen der Ertragslage. Die Bewertungsgutachterin hat über die im Geschäftsbericht dargestellten Bereinigungen hinaus keine weiteren Bereinigungen vorgenommen.

In der folgenden Übersicht werden die Bereinigungen der Bewertungsgutachterin dargestellt:

	2021 Ist	2022 Ist	2023 Ist	2024 Ist RGJ
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Verkauf der AWEK microdata GmbH	3.458			
Außerplan. Abschreibungen auf zur Veräuß. geh. Immobilien		-1.240		
Transaktionskosten		-673	-19.676	
Steuereffekte				-230
<b>Bereinigungen</b>	<b>3.458</b>	<b>-1.913</b>	<b>-19.906</b>	

Quelle: Gutachtliche Stellungnahme, S. 41 ff., Unternehmensinformationen der GK Software SE.

Im Geschäftsjahr 2021 wurden die in den sonstigen Erträgen ausgewiesenen Erträge aus der Entkonsolidierung der AWEK microdata GmbH, Hamburg in Höhe von TEUR 3.458 bereinigt.

Im Geschäftsjahr 2022 hat die Bewertungsgutachterin außerplanmäßige Abschreibungen auf zur Veräußerung gehaltene Immobilien, die rückwirkend im Zusammenhang mit einer Immobilien-transaktion entstanden sind, bereinigt. Darüber hinaus ist im Geschäftsjahr 2022 sonstiger Betriebsaufwand für die Vorbereitung und Begleitung der Transaktionen im Jahr 2023 angefallen, der ebenfalls bereinigt wurde.

Die Bereinigungen im Geschäftsjahr 2023 resultieren aus einmalig erhöhten Beratungs- und Transaktionskosten im Zuge des öffentlichen Übernahmeangebots von FNDS sowie Aufwendungen aufgrund des Delisting-Prozesses der GK Software SE vom organisierten Börsenhandel und beliefen sich insgesamt auf TEUR 19.676. Davon entfallen rund EUR 10 Mio. auf Personalkosten aus Aufhebungsverträgen und Personalmaßnahmen sowie rund EUR 9 Mio. auf Rechtsberatungskosten. Hinzu kommen periodenfremde Steuereffekte aus Vorperioden von rund TEUR 230. Insgesamt belaufen sich die Bereinigungen im Geschäftsjahr 2023 auf rund TEUR 19.906.

Für das Rumpfgeschäftsjahr 2024 wurden von der Bewertungsgutachterin keine einmaligen Ergebniseffekte oder zu bereinigenden Sondereffekte berücksichtigt.

Die Bereinigungen wurden von der Bewertungsgutachterin auf Ebene des EBITDA sowie des EBIT vorgenommen. Eine Zuteilung auf einzelne Ertrags- oder Aufwandspositionen oberhalb des EBITDA erfolgte nicht. Die von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Bereinigungen betreffen die sonstigen Erträge, den Personalaufwand, die sonstigen Aufwendungen sowie die Abschreibungen.

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. Wir halten die vorgenommenen Bereinigungen für vertretbar.

## b) Planungsrechnung

### **Planungsprozess**

Die Mittelfristplanung der GK Software Gruppe wurde nach IFRS erstellt und umfasst den Forecast für das Geschäftsjahr 2024/2025 (1. April 2024 bis 31. März 2025) sowie die anschließenden Planjahre 2025/2026 und 2026/2027. Der Aufsichtsrat hat die Mittelfristplanung in der Version vom 9. September 2024 am 13. September 2024 zur Kenntnis genommen.

Der Planungsprozess findet auf Ebene der einzelnen Segmente der GK Software Gruppe statt. Dabei werden in einem Gegenstromverfahren Top-Down-Ziele auf operativer Ebene bottom-up ergänzt und validiert. Ausgangspunkt ist die Umsatzplanung, die sich auskunftsgemäß an der bestehenden und erwarteten Kunden-, Auftrags- und Entwicklungspipeline orientiert. Eine dezidierte Aufteilung auf ein Mengen- und Preisgerüst erfolgt für die Mittelfristplanung auskunftsgemäß nicht. Ausgehend von der Umsatzplanung werden die Kostenpositionen geplant.

Die Mittelfristplanung umfasst insbesondere die Plan-Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine Bilanzplanung und Plan-Kapitalflussrechnung. Die der Planung zugrunde gelegten Prämissen basieren auskunftsgemäß insbesondere auf den Erfahrungswerten des Vorstands, Erkenntnissen vergangener Jahre sowie aktuellen Marktentwicklungen und -erwartungen. Die angestrebte regionale Ausweitung der Geschäftsaktivitäten sowie kostenseitige Einsparungen aus der Zusammenarbeit mit der Fujitsu-Gruppe werden berücksichtigt.

Im Dezember 2024 sowie im Januar 2025 wurden durch den Vorstand unter Berücksichtigung der zwischenzeitlichen Entwicklungen aktualisierte Hochrechnungen der Plan-Gewinn- und Verlustrechnung für das laufende Geschäftsjahr 2024/2025 vorgenommen.

Als Ausgangsbasis der Bewertung werden von der Bewertungsgutachterin die im Januar 2025 vorgenommene Aktualisierung für das Geschäftsjahr 2024/2025 sowie die Planjahre 2025/2026 und 2026/2027 der Mittelfristplanung herangezogen. Eine Aktualisierung der Planjahre 2025/2026 und 2026/2027 wurde nicht vorgenommen, da die geplanten Zielgrößen nach Auskunft des Vorstands der GK Software SE weiterhin den aktuellen Erwartungen entsprechen.

## 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.<sup>86</sup>

Die Bewertungsgutachterin hat zur Beurteilung der historischen Planungsgüte einen Plan-Ist-Vergleich der Budgetplanungen (für jeweils ein Jahr) für den Zeitraum von 2021 bis 2023 vorgenommen. Die Bewertungsgutachterin stellt dabei auf unbereinigte Ist-Ergebnisse ab.

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die Berechnungen der Bewertungsgutachterin sowie die Erläuterungen zu den Plan-Ist-Abweichungen nachvollzogen. Abweichend von der Bewertungsgutachterin haben wir für den Plan-Ist-Vergleich die um Sondereffekte bereinigten Ist-Werte herangezogen. Ergänzend zu den Analysen der Bewertungsgutachterin haben wir auch eine Mehrjahresbetrachtung vorgenommen und die Mehrjahresplanung aus dem Jahr 2021/2022 den Ist-Zahlen aus den Jahren 2022 und 2023 gegenübergestellt.

Ermittelt wurden dabei jeweils die Abweichungen auf Ebene der Umsatzerlöse sowie des (bereinigten) EBITDA und des (bereinigten) EBIT, da diese Größen wesentlichen Einfluss auf die Ergebnisse haben und zu den Kernsteuerungsgrößen der Gesellschaft gehören.

Die linke Spalte unserer nachfolgenden Übersichten bezeichnet hierbei immer das Jahr der Planungserstellung (z. B. 2021/2022) für die sich jeweils anschließenden Planjahre (hier 2022 und 2023). Grüne Felder zeigen eine Planübererfüllung an, rote Felder eine negative Planabweichung. Die Abweichungen werden jeweils in Prozent des Planwerts dargestellt.

Die prozentualen Plan-Ist-Abweichungen der **Umsatzerlöse** stellen sich wie folgt dar:

Δ Umsatzerlöse		Planjahr	
		2022	2023
Planung	2021/2022	4,7%	4,5%
	2022/2023		-0,3%

Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Unternehmensinformationen.

<sup>86</sup> 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).

Die Analyse der Abweichungen auf Ebene der Umsatzerlöse zeigt, dass die tatsächlichen Umsatzerlöse des Jahres 2022 um rund 4,7 % über den Ende 2021 bzw. Anfang 2022 für das Jahr 2022 geplanten Umsatzerlöse lagen. Dies ist unter anderem auf in geringerem Umfang geplante Umsatzerlöse in dem Bereich Retail Consulting zurückzuführen. Gegenläufig ergaben sich Planverfehlungen im Bereich Platform Extensions. Auch die in der Planungsrunde 2020/2021 geplanten Umsatzerlöse für das Jahr 2023 wurden leicht übertroffen. Der in den Jahren 2022/2023 geplante Umsatz für das Jahr 2023 wurde lediglich minimal verfehlt.

Auf Ebene des bereinigten EBITDA stellen sich die prozentualen Plan-Ist-Abweichungen wie folgt dar:

Δ EBITDA (bereinigt)		Planjahr	
		2022	2023
Planung	2021/2022	20,1%	-33,7%
	2022/2023		-27,3%

Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Unternehmensinformationen.

Selbst nach Bereinigung der negativen Einmaleffekte im Rahmen der Unternehmenstransaktionen ergeben sich im Jahr 2023 bei beiden vorgenommenen Plan-Ist-Vergleichen deutlich negative Planabweichungen. So wurde das in der Planungsrunde 2022/2023 geplante EBITDA trotz Bereinigungen um rund 27,3 % verfehlt. Diese negative Planabweichung ist vornehmlich auf höhere sonstige Aufwendungen zurückzuführen.

Die positive Planabweichung im Jahr 2022 resultiert maßgeblich aus den über Plan liegenden Umsatzerlösen und sonstigen Erträgen, die wiederum im Wesentlichen auf Währungsgewinne zurückzuführen sind. Gegenläufig lagen insbesondere die sonstigen Aufwendungen im Jahr 2022 über dem in den Jahren 2021/2022 geplanten Niveau. Dieses erhöhte Niveau der sonstigen Aufwendungen ergab sich unter anderem aufgrund einer erhöhten Reisetätigkeit nach der COVID-19-Pandemie.

Nachfolgend werden die prozentualen Plan-Ist-Abweichungen des bereinigten EBIT dargestellt:

Δ EBIT (bereinigt)		Planjahr	
		2022	2023
Planung	2021/2022	45,5%	-47,2%
	2022/2023		-36,2%

Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Unternehmensinformationen.

Auf Ebene des bereinigten EBIT ergibt sich im Vergleich zur Analyse auf Ebene des bereinigten EBITDA ein ähnliches Bild. Die betragsmäßig höheren prozentualen Abweichungen resultieren maßgeblich aus der geringeren Bezugsgröße EBIT. Die deutlich positive Planabweichung im Jahr 2022 resultiert zusätzlich aus tatsächlich geringer als geplanten Abschreibungen.

Zusammengefasst ist festzuhalten, dass sich in den Jahren 2022 und 2023 auf Ebene der Umsatzerlöse geringe Planabweichungen ergeben haben. Die bereinigten EBITDA und EBIT lagen überwiegend sehr deutlich unter Plan.

Im Ergebnis konnten keine Erkenntnisse dafür gewonnen werden, dass die Planungsrechnung der GK Software Gruppe keine geeignete Grundlage für die Ableitung des Unternehmenswertes darstellt. Daneben haben wir keine Anzeichen für einen unververtretbaren Planungsansatz festgestellt.

## Planungsrechnung

Die folgende Übersicht stellt die **Planungsrechnung** der GK Software Gruppe nach IFRS für die Planjahre 2024/2025 bis 2026/2027 dar:

	2024/25 FC	2025/26 Plan	2026/27 Plan
	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	194.028	202.600	214.821
Sonstige Erträge	5.344	1.619	1.739
<b>Umsatzerlöse und sonstige Erträge</b>	<b>199.372</b>	<b>204.219</b>	<b>216.560</b>
Materialaufwand	-18.816	-17.737	-18.750
Personalaufwand	-114.031	-110.397	-113.315
Sonstige Aufwendungen	-38.499	-39.730	-42.641
<b>EBITDA</b>	<b>28.027</b>	<b>36.355</b>	<b>41.854</b>
Abschreibungen	-7.479	-7.014	-7.070
<b>EBIT</b>	<b>20.548</b>	<b>29.341</b>	<b>34.784</b>
<i>Umsatzwachstumsrate</i>	<i>n/a</i>	<i>4,4%</i>	<i>6,0%</i>
<i>in % der Umsatzerlöse</i>			
<i>Materialaufwand</i>	<i>9,7%</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,7%</i>
<i>Personalaufwand</i>	<i>58,8%</i>	<i>54,5%</i>	<i>52,7%</i>
<i>Sonstige Aufwendungen</i>	<i>19,8%</i>	<i>19,6%</i>	<i>19,8%</i>
<i>EBITDA</i>	<i>14,4%</i>	<i>17,9%</i>	<i>19,5%</i>
<i>EBIT</i>	<i>10,6%</i>	<i>14,5%</i>	<i>16,2%</i>

Quelle: GK Software SE.

Die **Umsatzerlöse** sollen über den Planungszeitraum durchgehend steigen. Vor allem im ersten Planjahr 2024/2025 wird ein im Vergleich zum Geschäftsjahr 2023 sowie im Vergleich zu den letzten zwölf Monaten vor Beginn des ersten Planjahres deutlicher Anstieg der Umsatzerlöse geplant. Dieses starke Umsatzwachstum zu Beginn des Planungszeitraums ist auskunftsgemäß auf einmalige, größere Vertragsabschlüsse zurückzuführen.

Die geplante Umsatzentwicklung spiegelt unter anderem erwartete Preissteigerungen wider. Preissteigerungen können allerdings maßgeblich (nur) durch die Einführung neuer Produkte oder gegenüber Neukunden durchgesetzt werden. Das Produkt- und Leistungsangebot der GK Software Gruppe soll über den Planungszeitraum stabil bleiben, da sich die GK Software Gruppe strategisch im Wesentlichen auf die Weiterentwicklung und Optimierung der bestehenden Produkte konzentriert. Produktseitige Umsatzsteigerungen sind insbesondere durch das Cross-Selling von Produkten mit Tochtergesellschaften geplant. Daneben wird ein Ausbau einzelner Kundengruppen geplant.

Die geplanten Umsatzerlöse lassen sich inhaltlich in die Kategorien „Non-Recurring License Revenue“, „Recurring License Revenue (SaaS)“, „Non-Recurring Other Revenue“ und „Recurring Other Revenue“ aufteilen.

Die Umsatzkategorie „Non-Recurring License Revenue“ enthält einmalige Lizenzverkäufe. Diese Umsatzkategorie hatte bereits in den vorangegangenen Geschäftsjahren den geringsten Anteil an den Umsatzerlösen und soll anteilsmäßig bis zum Geschäftsjahr 2026/2027 weiter sinken, da sie nicht im strategischen Fokus der Gesellschaft steht.

Grundsätzlich befindet sich die GK Software Gruppe derzeit in einem Transformationsprozess mit dem Ziel zunehmend wiederkehrende Umsatzerlöse mit SaaS-Lösungen zu generieren. Dementsprechend soll der Anteil des „Recurring License Revenue (SaaS)“ an den Umsatzerlösen im Planungszeitraum deutlich steigen.

Die weiteren Umsatzkategorien „Non-Recurring Other Revenue“ und „Recurring Other Revenue“ umfassen insbesondere die Entwicklung und Implementierung von Lösungen, die individuell auf die Bedürfnisse des Kunden angepasst sind sowie erbrachte Wartungsleistungen. Auch bei diesen Kategorien soll der Anteil der wiederkehrenden Umsatzerlöse („Recurring Revenue“) an den insgesamt geplanten Umsatzerlösen steigen.

Neben der Aufteilung nach Kategorien können die Umsatzerlöse entsprechend der Bereiche EMEA, Americas, APAC, SaaS Offerings, Investmentportfolio sowie Sonstiges dargestellt werden.

Im Bereich EMEA wurden in der Vergangenheit und sollen auch im Planungszeitraum die größten Umsatzerlöse erzielt werden. In den angestammten Märkten bestehen vor dem Hintergrund der zu beobachtenden Marktsättigung und der bereits vorliegenden Marktposition der GK Software Gruppe eher moderate Wachstumserwartungen.

Entsprechend wird in der Planungsrechnung ein Rückgang des prozentualen Anteils des Bereichs EMEA an den gesamten Umsatzerlösen in den Planjahren 2024/2025 bis 2026/2027 unterstellt, da ein überproportionales Wachstum der Umsatzerlöse insbesondere in dem Bereich Americas erwartet wird. Wenngleich die Gewinnung neuer Kunden insbesondere in den USA aufgrund der intensiven Wettbewerbssituation und der geringeren Verbreitung der Software der GK Software Gruppe eine unternehmerische Herausforderung darstellt.

Der Bereich APAC ist für die GK Software Gruppe bislang von untergeordneter Bedeutung. Wenngleich für die Region APAC grundsätzlich hohe marktseitige Wachstums- und Profitabilitätpotenziale gesehen werden, ist die Erschließung dieser Marktpotenziale aufgrund der kulturellen und rechtlichen Besonderheiten mit hohen Markteintrittsbarrieren verbunden. Auch wird für das erste Planjahr im Vergleich zum vergangenen Geschäftsjahr 2023 ein Umsatzrückgang erwartet. Der temporäre Anstieg der geplanten Umsatzerlöse im Bereich APAC im Planjahr 2025/2026 resultiert aus einem erwarteten größeren Vertragsabschluss.

In dem Bereich SaaS Offerings werden die Umsatzerlöse der Tochtergesellschaften GK AIR (Artificial Intelligence for Retail), RETAIL7 und Deutsche Fiskal zusammengefasst.

Der Bereich Investmentportfolio beinhaltet das Hotel Tannenhaus sowie die Kindertagesstätte PIXEL. Dieser Bereich ist für die Ertragskraft der GK Software Gruppe von untergeordneter Bedeutung. Insbesondere aufgrund der wahrgenommenen regionalen Verantwortung und der Bedeutung für Mitarbeiter und Kunden wird der Bereich planmäßig fortgeführt.

Die **sonstigen Erträge** sollen sich im Planjahr 2024/2025 aufgrund im Forecast erwarteter Währungseffekte und Erträgen aus der Auflösung von Rückstellungen in etwa auf dem Niveau des Jahres 2023 befinden. In den folgenden Planjahren 2025/2026 und 2026/2027 werden diese Effekte nicht mehr geplant, sodass sich ein planmäßiger Rückgang der sonstigen Erträge im zweiten Planjahr ergibt.

Im Zeitraum 2024/2025 bis 2026/2027 sollen die **Umsatzerlöse und sonstigen Erträge** durchschnittlich jährlich um 4,2 % wachsen.

Der geplante **Materialaufwand** umfasst im Wesentlichen bezogene Dienstleistungen wie Aufwendungen für Freelancer, Serviceleistungen im Zusammenhang mit dem cloudbasierten Geschäftsmodell sowie Marketing- und Vertriebskosten sowie Waren aus dem Hotelbetrieb. Im betrachteten Planungszeitraum wird ein Rückgang der Materialaufwandsquote unterstellt.

Der geplante Rückgang des **Personalaufwands** im Planjahr 2025/2026 resultiert aus einem erwarteten Rückgang der Full Time Equivalents. Daneben ist der deutliche Rückgang der Personalaufwandsquote in den Planjahren 2024/2025 bis 2026/2027 von 58,8 % auf 52,7 % unter anderem auf generierbare Skaleneffekte durch einen geplanten Anstieg der wiederkehrenden Umsatzerlöse im Zusammenhang der Ausweitung des SaaS-Geschäfts zurückzuführen.

Die geplanten **sonstigen Aufwendungen** beinhalten unter anderem Aufwendungen für bezogene Consultingdienstleistungen, operatives Equipment sowie Vertriebs- und Reisekosten. Mit der im Juli 2024 eingeführten „Operational Excellence“ Initiative sollen die sonstigen Aufwendungen ab dem Geschäftsjahr 2025/2026 positiv beeinflusst werden.

Das **EBITDA** soll im Planungszeitraum 2024/2025 bis 2026/2027 aufgrund der geplanten steigenden Umsatzerlöse und geplanten kostenseitigen Effizienzsteigerungen mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 22,2 % ansteigen.

Die Planungsrechnung geht insgesamt von einem leichten Rückgang der **Abschreibungen** aus.

Das **EBIT** soll als Ergebnis der getroffenen Planannahmen sehr deutlich von TEUR 20.548 im Geschäftsjahr 2024/2025 auf TEUR 34.784 im Geschäftsjahr 2026/2027 steigen. Die Gesellschaft geht somit über den Planungszeitraum von einem sehr deutlichen profitablen Wachstum aus. Die EBIT-Marge soll bis zum Geschäftsjahr 2026/2027 auf 16,2 % ansteigen.

Die Planungsrechnung enthält in den Planjahren 2024/2025 und 2025/2026 Sondereffekte in Höhe von rund TEUR 4.106 bzw. rund TEUR 1.243. Diese resultieren unter anderem aus außerordentlichen Personalaufwendungen im Zusammenhang mit der Umwandlung bestehender Aktioptionsprogramme in ein Retention Programm. Daneben beinhaltet der Forecast für das Geschäftsjahr 2024/2025 Rechtskosten, die unter anderem im Zusammenhang mit vorangegangenen Transaktionen stehen.

### **Synergieeffekte**

Ausgehend von dem oben dargestellten EBIT hat die Bewertungsgutachterin in den Planjahren 2025/2026 und 2026/2027 negative EBIT-Beiträge (minus TEUR 2.358 und minus TEUR 833) aus potenziellen umsatzseitigen Verbundeffekten berücksichtigt. Diese sind unter anderem durch erforderliche Kosten zur Implementierung gemeinsamer Prozesse begründet. Ab dem Übergangsjahr 2027/2028 werden deutlich positive EBIT-Beiträge aus umsatzseitigen Verbundeffekten angesetzt, die die anfänglich negativen Beiträge deutlich überkompensieren (vgl. Abschnitt 6.3 d)).

## **Markt- und Wettbewerbsumfeld**

### Marktumfeld

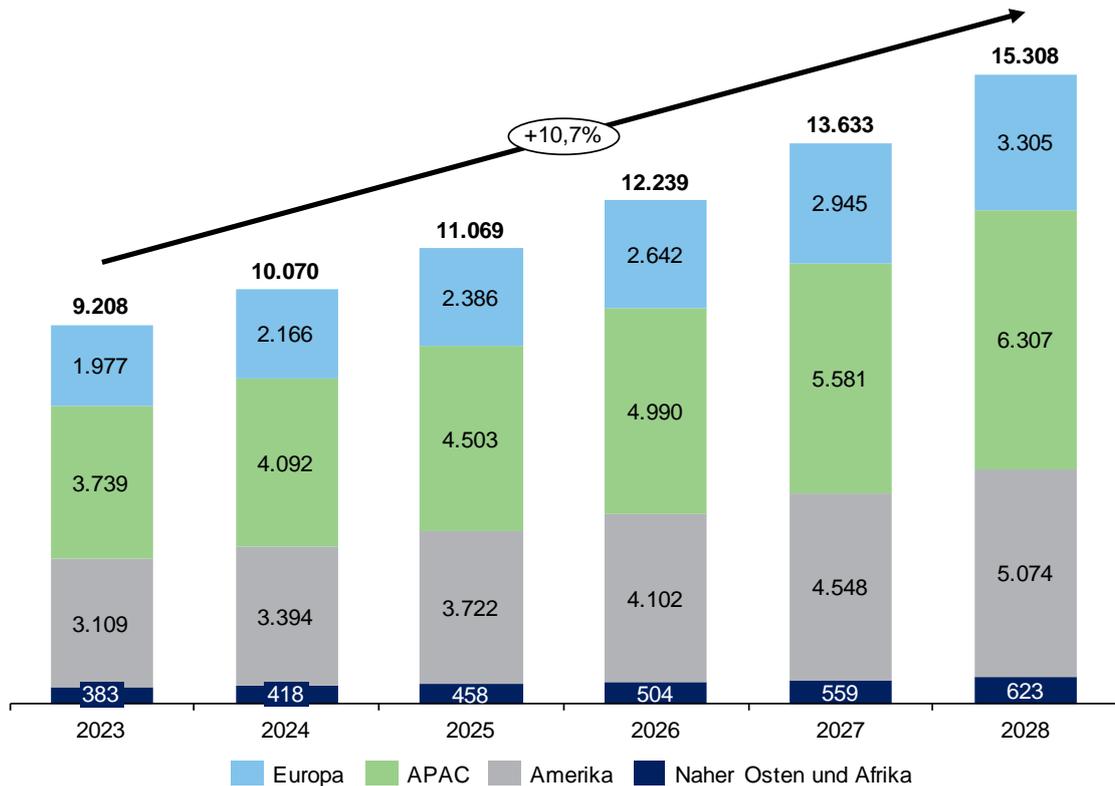
Für die Analyse des makroökonomischen Umfelds verweisen wir auf die Ausführungen der Bewertungsgutachterin auf den Seiten 19 ff. der gutachtlichen Stellungnahme.

Im Bewertungsgutachten wird auf den Seiten 22 ff. der Markt für POS-Software analysiert. Dabei werden sowohl die erwarteten Entwicklungen im globalen Markt für POS-Software als auch auf Ebene einzelner Regionen (Europa, Amerika, APAC, Naher Osten und Afrika sowie Deutschland) betrachtet. Darüber hinaus werden Wachstumsprognosen für einzelne Segmente des Marktes für POS-Software untersucht.

Nachfolgend beschränken wir uns auf die wesentlichen von der Bewertungsgutachterin dargestellten branchenspezifischen Marktinformationen.

Die nachstehende Darstellung zeigt die erwartete Entwicklung des globalen Marktvolumens für POS-Software aufgeteilt nach Regionen in den Jahren 2024 bis 2028 sowie das historische Marktvolumen des Jahres 2023.

Globaler Markt für POS-Software in den Jahren 2023 bis 2028 in USD Mio.



Quelle: Technavio, Global Point of Sale Software Market 2024-2028, Oktober 2024.

Der **globale Markt** für POS-Software soll ausgehend von USD 9.208 Mio. im Jahr 2023 um rund USD 6.100 Mio. auf USD 15.308 Mio. wachsen. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 10,7 %.<sup>87</sup> Dieses Wachstum ist durch technologische Fortschritte und die zunehmende Einführung innovativer Lösungen getrieben. Zudem soll die Nachfrage nach kontaktlosen Zahlungslösungen und die Präferenz für cloudbasierte POS-Software zunehmen.<sup>88</sup>

Die Region **Europa** hatte im Jahr 2023 den drittgrößten Anteil am globalen Markt für POS-Software. Auch im Jahr 2028 soll Europa Prognosen zufolge mit rund 21,6 % den drittgrößten Anteil am Gesamtmarkt haben.<sup>89</sup> Der europäische Markt wird durch strategische Akquisitionen und die steigende Nachfrage nach integrierten Zahlungslösungen angetrieben. Unternehmen, die umfassende POS-Softwarelösungen anbieten, sollen einen Wettbewerbsvorteil erlangen.<sup>90</sup> Europa soll im Zeitraum von 2023 bis 2028 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 10,8 % wachsen und ist damit Prognosen zufolge die am zweitschnellsten wachsende Region im

<sup>87</sup> Vgl. Technavio, Global Point of Sale Software Market 2024-2028, Oktober 2024, S. 44.

<sup>88</sup> Vgl. Technavio, Global Point of Sale Software Market 2024-2028, Oktober 2024, S. 46 f.

<sup>89</sup> Vgl. Technavio, Global Point of Sale Software Market 2024-2028, Oktober 2024, S. 44, 103.

<sup>90</sup> Vgl. Technavio, Global Point of Sale Software Market 2024-2028, Oktober 2024, S. 105.

globalen Markt für POS-Systeme.<sup>91</sup> **Deutschland** trug im Jahr 2023 4,1 % zum globalen Markt für POS-Software bei. Dieser Anteil soll sich bis zum Jahr 2028 nicht wesentlich ändern. Der Markt für POS-Software in Deutschland soll im Zeitraum von 2023 bis 2028 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 10,2 % wachsen, was unterhalb des globalen Durchschnitts liegt.<sup>92</sup>

**APAC** ist nicht nur der größte Absatzmarkt für POS-Software, sondern Prognosen zufolge auch der am schnellsten wachsende Markt für POS-Software, getrieben durch die schnelle Einführung von Technologien und die digitale Transformation in verschiedenen Branchen. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate im Zeitraum von 2023 bis 2028 soll 11,0 % betragen.<sup>93</sup>

Die Region **Amerika** hatte im Jahr 2023 einen Anteil von 33,8 % am Gesamtmarkt für POS-Software und war damit das zweitgrößte geographische Marktsegment. In Nordamerika soll das Wachstum insbesondere durch technologische Fortschritte und die Anpassung an die sich wandelnden Bedürfnisse der Unternehmen positiv beeinflusst werden.<sup>94</sup> In Südamerika soll das Wachstum vornehmlich durch steigende Erlöse im Einzelhandel und die Einführung von digitalen Zahlungslösungen generiert werden. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des amerikanischen POS-Softwaremarktes soll im Zeitraum von 2023 bis 2028 10,3 % betragen.<sup>95</sup>

Die Region **Naher Osten und Afrika** ist im globalen Markt für POS-Software eher von untergeordneter Bedeutung.<sup>96</sup>

Neben der regionalen Aufteilung kann der Markt für POS-Software in die Segmente der cloudbasierten POS-Software und der On-Premise-Lösungen unterteilt werden. Der globale Markt für **cloudbasierte POS-Software** soll im Zeitraum von 2023 bis 2028 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 12,3 % wachsen. Dieses starke prognostizierte Wachstum ist im Wesentlichen auf die Skalierbarkeit, Kosteneffizienz, vereinfachte Bereitstellung (geringere Anfangsinvestition durch das subscriptionsbasierte Zahlungsmodell) und die zunehmende Nachfrage zurückzuführen.<sup>97</sup> Die **On-Premise-Systeme** machten im Jahr 2023 mit 65,3 % den überwiegenden Anteil an den Gesamtimplementierungen aus. Dieser Anteil soll allerdings erwartungsgemäß unter anderem aufgrund begrenzter Skalierbarkeit sowie hohen Anfangskosten auf 62,7 % im Jahr 2028 sinken.<sup>98</sup>

<sup>91</sup> Vgl. Technavio, Global Point of Sale Software Market 2024-2028, Oktober 2024, S. 103.

<sup>92</sup> Vgl. Technavio, Global Point of Sale Software Market 2024-2028, Oktober 2024, S. 44, 126.

<sup>93</sup> Vgl. Technavio, Global Point of Sale Software Market 2024-2028, Oktober 2024, S. 98 f.

<sup>94</sup> Vgl. Technavio, Global Point of Sale Software Market 2024-2028, Oktober 2024, S. 101 f.

<sup>95</sup> Vgl. Technavio, Global Point of Sale Software Market 2024-2028, Oktober 2024, S. 107.

<sup>96</sup> Vgl. Technavio, Global Point of Sale Software Market 2024-2028, Oktober 2024, S. 44, 109.

<sup>97</sup> Vgl. Technavio, Global Point of Sale Software Market 2024-2028, Oktober 2024, S. 73 ff.

<sup>98</sup> Vgl. Technavio, Global Point of Sale Software Market 2024-2028, Oktober 2024, S. 67.

Zudem lässt sich der Markt für POS-Systeme nach verschiedenen Kundengruppen analysieren. Zu der bedeutsamsten Kundengruppe der GK Software Gruppe gehört der **Einzelhandelssektor**. Der Einzelhandelssektor stellt die größte und am schnellsten wachsende Endverbraucher-kategorie im globalen Markt für POS-Software dar. Diese Entwicklung soll durch die zunehmende Digitalisierung der Einzelhandelsprozesse sowie die sich wandelnden Erwartungen der Verbraucher an nahtlose Einkaufserlebnisse forciert werden. Im Zeitraum von 2023 bis 2028 soll der globale POS-Softwaremarkt im Einzelhandelssektor durchschnittlich jährlich um 11,1 % wachsen.<sup>99</sup>

Zur Einordnung der dargestellten Marktprognosen ist festzuhalten, dass sich aus der Methodik der von der Bewertungsgutachterin analysierten Studie eine eingeschränkte Übertragbarkeit auf die Geschäftstätigkeit der GK Software Gruppe ergibt. Das Leistungsspektrum der in der Studie einbezogenen Unternehmen unterscheidet sich teilweise von den Geschäftsaktivitäten der GK Software Gruppe, sodass aus dem prognostizierten Marktwachstum insgesamt nicht ohne weiteres auf die Wachstumspotenziale der GK Software Gruppe geschlossen werden kann.

Gegenüber der GK Software Gruppe kleinere Anbieter insbesondere von cloudbasierten Softwarelösungen haben häufig andere Wachstumsprognosen, da sie Standardlösungen anbieten und ihre Produkte nicht kundenspezifisch anpassen. Die GK Software Gruppe hingegen führt große Projekte (auch international) durch und ist auf die Entwicklung und den Vertrieb von POS-Software für große Einzelhandelsunternehmen spezialisiert. Daraus ergeben sich andere (bspw. umfangreiche regulatorische) Herausforderungen.

Die GK Software Gruppe bewegt sich vorwiegend in einem vergleichsweise etablierten und fragmentierten Marktumfeld. Wachstum ist für die GK Software Gruppe maßgeblich durch die Verdrängung anderer Wettbewerber möglich. Das globale Marktwachstum resultiert insbesondere aus technologischen Innovationen,<sup>100</sup> für die umfassende Investitionen erforderlich sind.

Im Ergebnis teilen wir die Einschätzung der Bewertungsgutachterin, nach der das Wachstum des gesamten POS-Marktes nicht in diesem Ausmaß durch die GK Software Gruppe realisiert werden kann. Insofern ist von einer eingeschränkten Übertragbarkeit der in der Marktstudie dargestellten Wachstumsprognosen auf die GK Software Gruppe auszugehen.

---

<sup>99</sup> Vgl. Technavio, Global Point of Sale Software Market 2024-2028, Oktober 2024, S. 82 ff.

<sup>100</sup> Vgl. Technavio, Global Point of Sale Software Market 2024-2028, Oktober 2024, S. 46 f.

### Wettbewerbssituation

Die GK Software Gruppe befindet sich im Markt für POS-Softwarelösungen in einem Wettbewerb mit verschiedenen Anbietern. Nachdem in der Vergangenheit eine Konsolidierung im Markt stattgefunden hat, treten in der jüngeren Vergangenheit vermehrt kleinere Anbieter in den Markt. Das Wettbewerbsumfeld kann in vier verschiedene Gruppen eingeteilt werden: klassische, große Wettbewerber, lokale Wettbewerber, neue, kleine Wettbewerber sowie Händler, die selbst entwickeln.

Die klassischen, großen Wettbewerber sind international tätig und können große Projekte umsetzen. Sie zeichnen sich durch ein umfangreiches Angebot an Software- und Hardwarelösungen sowie Services aus. Im Gegensatz zur GK Software Gruppe (einem Anbieter von Softwarelösungen) können die klassischen, großen Wettbewerber Mischkalkulationen anbieten. Dadurch ist der Wettbewerb in dieser Wettbewerbsgruppe sehr preisintensiv. Zu den klassischen, großen Wettbewerbern zählt insbesondere die NCR Voyix Corporation, Atlanta, Georgia/USA.

Die Geschäftstätigkeit der lokalen Wettbewerber beschränkt sich jeweils auf ein bis zwei Länder. Insbesondere in skandinavischen Ländern und Frankreich steht die GK Software Gruppe vornehmlich im Wettbewerb mit lokalen Anbietern. Die lokalen Anbieter haben kulturelle und sprachliche Vorteile.

Die dritte Gruppe umfasst neue, kleine Wettbewerber, die sich auf cloudbasierte Kassensysteme spezialisieren. Technologisch sind diese neuen, kleinen Wettbewerber am nächsten zu den Softwarelösungen der GK Software Gruppe. Allerdings sind die neuen, kleinen Wettbewerber im Gegensatz zur GK Software Gruppe aktuell noch nicht in der Lage die Herausforderungen von Kunden mit unterschiedlichen regulatorischen und steuerlichen Rahmenbedingungen in verschiedenen Ländern mit großen Netzwerken sowie einer Vielzahl von POS-Systemen zu bewältigen.

Daneben gibt es Händler, die ihre Softwarelösungen selbst entwickeln.

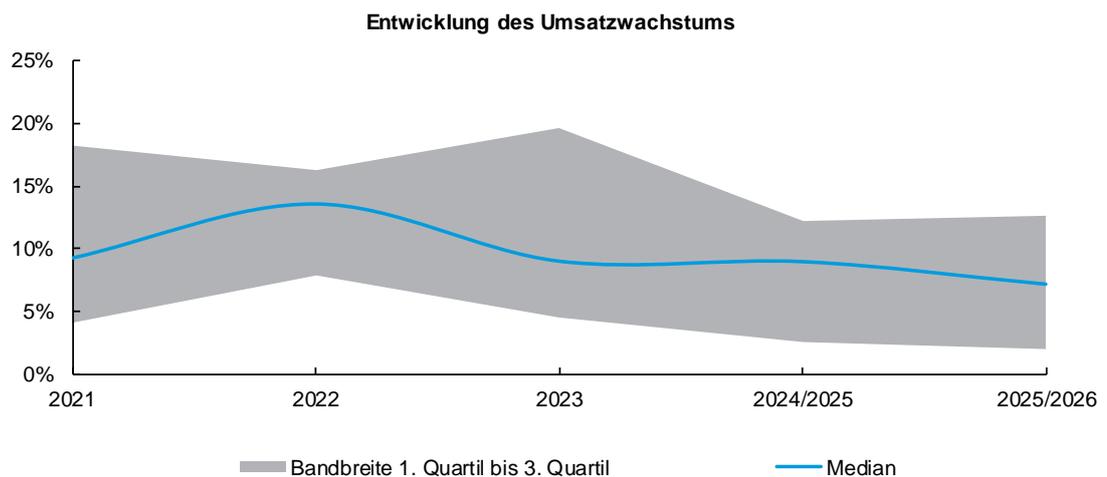
Die Bewertungsgutachterin hat zur Ableitung des operativen Geschäftsrisikos der GK Software Gruppe eine Vergleichsgruppe börsennotierter Vergleichsunternehmen (Peer Group) herangezogen. Darin sind die folgenden Unternehmen enthalten:

- NCR Voyix Corporation, Atlanta, Georgia/USA
- accesso Technology Group plc, Twyford/England
- ACI Worldwide, Inc., Elkhorn, Nebraska/USA
- Agilysys, Inc., Alpharetta, Georgia/USA
- Manhattan Associates, Inc., Atlanta, Georgia/USA
- SPS Commerce, Inc., Minneapolis, Minnesota/USA

- Toshiba Tec Corporation, Tokio/Japan

Für eine Beschreibung der Peer-Group-Unternehmen verweisen wir auf die Seiten 74 ff. des Bewertungsgutachtens. Die Auswahl der Peer-Group-Unternehmen und die diesbezügliche Argumentation der Bewertungsgutachterin haben wir nachvollzogen.

In der folgenden Übersicht sind die Bandbreite sowie der Median des Umsatzwachstums der Peer-Group-Unternehmen für den historischen Zeitraum von 2021 bis 2023 ergänzt um die von Analysten aktuell prognostizierten Wachstumsraten für die Jahre 2024/2025 und 2025/2026 dargestellt.<sup>101</sup> Der grau hinterlegte Bereich begrenzt das jeweilige erste und dritte Quartil der Bandbreite der Umsatzwachstumsraten.

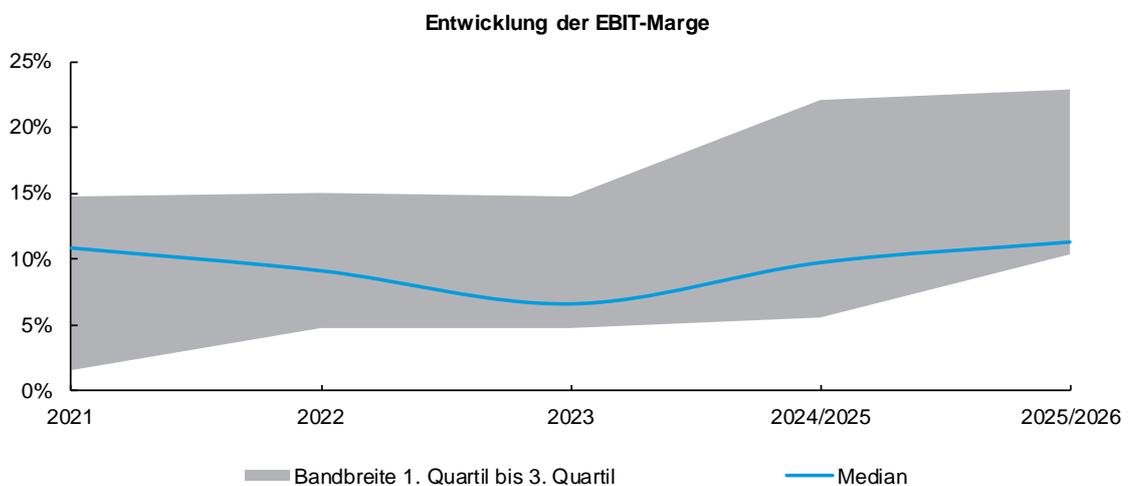


Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Bloomberg.

Die historische Umsatzentwicklung zeigt im Median der Peer-Group-Unternehmen einen Anstieg im Jahr 2022 gefolgt von einem Rückgang der Umsatzwachstumsrate im Median auf rund 9,0 % im Jahr 2023. Für das Geschäftsjahr 2024/2025 wird von Analysten ein Wachstum der Umsatzerlöse auf dem Niveau des Jahres 2023 erwartet. Im Geschäftsjahr 2025/2026 reduziert sich die prognostizierte Umsatzwachstumsrate im Median der Vergleichsunternehmen auf 7,1 %.

<sup>101</sup> Die meisten Peer-Group-Unternehmen weisen ein zur GK Software SE abweichendes Geschäftsjahr auf. Zur besseren Vergleichbarkeit wurden die Analystenprognosen für die Geschäftsjahre der Peer-Group-Unternehmen an das Geschäftsjahr (1. April bis 31. März) der GK Software SE angepasst. Da nicht für alle Peer-Group-Unternehmen Prognosen für das Jahr 2027 vorliegen, haben wir auf eine Darstellung des Geschäftsjahres 2026/2027 verzichtet.

In der folgenden Übersicht werden die Bandbreite sowie der Median der EBIT-Margen der Peer-Group-Unternehmen für den historischen Zeitraum von 2021 bis 2023 ergänzt um die von Analysten aktuell prognostizierten EBIT-Margen für die Jahre 2024/2025 und 2025/2026 dargestellt.<sup>102</sup> 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 2021 bis 2023 von rund 10,8 % auf rund 6,6 % gefallen. Für den Prognosezeitraum wird im Median ein Anstieg der EBIT-Margen der Vergleichsunternehmen erwartet. In den Jahren 2024/2025 und 2025/2026 liegen die im Median prognostizierten EBIT-Margen bei rund 9,7 % und 11,3 %.

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.<sup>103</sup> 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.

<sup>102</sup> Die meisten Peer-Group-Unternehmen weisen ein zur GK Software SE abweichendes Geschäftsjahr auf. Zur besseren Vergleichbarkeit wurden die Analystenprognosen für die Geschäftsjahre der Peer-Group-Unternehmen an das Geschäftsjahr (1. April bis 31. März) der GK Software SE angepasst. Da nicht für alle Peer-Group-Unternehmen Prognosen für das Jahr 2027 vorliegen, haben wir auf eine Darstellung des Geschäftsjahres 2026/2027 verzichtet.

<sup>103</sup> 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.<sup>104</sup>

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.<sup>105</sup>

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die der Planung zugrundeliegenden Annahmen (teilweise in Excel-Modellen) 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.

---

<sup>104</sup> Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 5.

<sup>105</sup> Vgl. OLG Düsseldorf, 25. Februar 2020, 26 W 7/18, Tz. 39 (BeckRS).

Nach unseren bei der Prüfung gewonnenen 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.

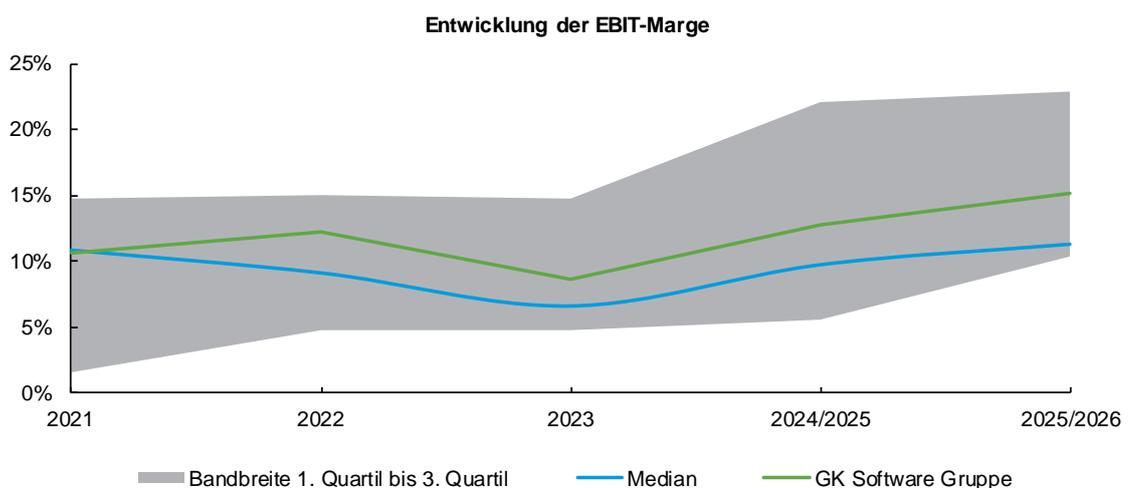
Dazu halten wir im Hinblick auf die besonders wesentlichen Planungsparameter fest:

Die GK Software Gruppe befindet sich derzeit in einem Transformationsprozess mit dem Ziel zunehmend wiederkehrende Umsatzerlöse mit SaaS-Lösungen zu generieren. Die Planung der Umsatzerlöse reflektiert nach unserer Einschätzung diese strategische Ausrichtung.

Korrespondierend zu dem geplanten Anstieg wiederkehrender Umsatzerlöse wird über den Planungszeitraum ein sehr deutlicher Rückgang der Personalaufwandsquote abgebildet. Insofern werden auch erwartete Skaleneffekte reflektiert.

Das operative Ergebnis (EBIT) soll sich über den Planungszeitraum von (bereinigt) TEUR 14.822 im Geschäftsjahr 2023 auf TEUR 34.785 im Geschäftsjahr 2026/2027 mehr als verdoppeln. Die EBIT-Marge soll bis zum Geschäftsjahr 2026/2027 auf 16,2 % ansteigen.

Wie aus der folgenden Übersicht hervorgeht, liegt die geplante EBIT-Marge der GK Software Gruppe innerhalb der Bandbreite der für die Peer-Group-Unternehmen in der Vergangenheit erzielten sowie für die Zukunft von Analysten prognostizierten Bandbreite der EBIT-Margen und oberhalb des Median der Peer Group.



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Bloomberg, GK Software SE.

Im Ergebnis geht die Gesellschaft von einem deutlichen profitablen Wachstum aus. Die Umsetzung der Planung stellt nach unserer Einschätzung insbesondere vor dem Hintergrund des intensiven Wettbewerbsumfelds, der erforderlichen technologischen Innovationen sowie auch des Wettbewerbs um qualifizierte Fachkräfte eine unternehmerische Herausforderung dar.

### c) Weitere Planungskomponenten

#### **Finanzergebnis**

Das Finanzergebnis hat die Bewertungsgutachterin ausgehend von der Bilanz der GK Software Gruppe zum 31. März 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 als Sonderwert berücksichtigte Überschussliquidität in Höhe von EUR 30 Mio. wurde als Auskehrung abgebildet. Insofern wurden innerhalb des Finanzergebnisses keine Finanzerträge aus der Anlage dieser liquiden Mittel berücksichtigt.

Die bei der Ermittlung des Finanzergebnisses herangezogenen Haben- und Sollzinssätze hat die Bewertungsgutachterin unter Berücksichtigung marktüblicher Zinsen sowie den bestehenden Finanzierungsbedingungen der GK Software Gruppe angesetzt. In der ewigen Rente wurde ein Habenzinssatz in Höhe von 2,5 % sowie ein Sollzinssatz basierend auf marktüblichen Konditionen in Höhe von rund 3,9 % angesetzt.

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 GK Software Gruppe anhand einer integrierten Gewinn- und Verlustrechnung sowie Bilanz- und Cash-flowplanung nachvollzogen und hierbei auch die rechnerische Richtigkeit geprüft.

Das Finanzergebnis wurde angemessen ermittelt.

## Unternehmenssteuern

Die Besteuerung der GK Software 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**.

Bestehende **steuerliche Verlustvorträge** hat die Bewertungsgutachterin integriert berücksichtigt. Ein separater Ansatz als Sonderwert scheidet insofern aus.

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

## Nicht beherrschende Anteile am Jahresergebnis

Grundsätzlich sind gemäß dem Grundsatz der Vollkonsolidierung die Planergebnisse von Gesellschaften, an welchen – aus Sicht der GK Software SE – 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.<sup>106</sup> Alternativ können diese Anteile auch separat bewertet und vom Unternehmenswert abgezogen werden.<sup>107</sup>

Die Bewertungsgutachterin hat aus Wesentlichkeitsgründen darauf verzichtet, die auf den 19,88 %-igen Minderheitenanteil an der GK AIR Artificial Intelligence for Retail AG, Chemnitz, entfallenden nicht beherrschenden Anteile ertragswertmindernd in Abzug zu bringen. Da deren Berücksichtigung zu einem niedrigeren Ertragswert führen würde, wird hierdurch unser Prüfungsurteil nicht berührt.

---

<sup>106</sup> 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.

<sup>107</sup> Vgl. Meichelbeck, Unternehmensbewertung im Konzern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 955, 972.

#### d) Übergangsphase und nachhaltiges 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.<sup>108</sup>

Sollte der Gleichgewichtszustand am Ende des Detailplanungszeitraums noch nicht erreicht sein, kann es erforderlich werden, eine Übergangsphase (auch: „Konvergenzphase“ oder „Grobplanungsphase“) zu planen.<sup>109</sup>

Die Bewertungsgutachterin hat im Anschluss an den Detailplanungszeitraum in Abstimmung mit der Gesellschaft eine Grobplanungsphase für die drei Geschäftsjahre 2027/2028 bis 2029/2030 ergänzt. Das nachhaltige Ergebnis wird ab dem Geschäftsjahr 2030/2031 angesetzt.

Aufgrund der langen Vorlaufzeiten bis zur Realisierung von Projekten mit Kunden sowie im Detailplanungszeitraum teilweise noch nicht abgeschlossenen Implementierungsprojekten mit Auswirkung auf die Ertragskraft der Folgejahre ist von bewertungsrelevanten Nachlaufeffekten nach dem Ende des Detailplanungszeitraumes auszugehen. Die Gesellschaft hat zur Abbildung der Nachlaufeffekte eine Grobplanungsrechnung für drei weitere Planjahre auf Umsatzebene erstellt. Zum Ende der Grobplanungsphase soll dann ein nachhaltiges Umsatzvolumen erreicht werden, das nachhaltig preisbedingt fortentwickelt werden kann.

<sup>108</sup> Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 57.

<sup>109</sup> Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 55.

Ausgehend von dem erwarteten umsatzseitigen Wachstum hat die Bewertungsgutachterin in Abstimmung mit der Gesellschaft dazu korrespondierende operative Ergebnisbeiträge abgeleitet.

Die folgende Übersicht stellt die Planungsrechnung der GK Software Gruppe nach IFRS für die Planjahre 2024/2025 bis 2026/2027 ergänzt um die Übergangsphase für die Geschäftsjahre 2027/2028 bis 2029/2030 dar:

	2024/25 FC	2025/26 Plan	2026/27 Plan	2027/2028 ÜJ	2028/2029 ÜJ	2029/2030 ÜJ
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	194.028	202.600	214.821	221.879	231.830	245.001
Sonstige Erträge	5.344	1.619	1.739	1.796	1.877	1.983
<b>Umsatzerlöse und sonstige Erträge</b>	<b>199.372</b>	<b>204.219</b>	<b>216.560</b>	<b>223.675</b>	<b>233.707</b>	<b>246.984</b>
Materialaufwand	-18.816	-17.737	-18.750	-19.366	-20.235	-21.384
Personalaufwand	-114.031	-110.397	-113.315	-114.819	-117.650	-121.884
Sonstige Aufwendungen	-38.499	-39.730	-42.641	-44.042	-46.017	-48.631
<b>EBITDA</b>	<b>28.027</b>	<b>36.355</b>	<b>41.854</b>	<b>45.448</b>	<b>49.805</b>	<b>55.085</b>
Abschreibungen	-7.479	-7.014	-7.070	-5.405	-5.486	-5.568
<b>EBIT</b>	<b>20.548</b>	<b>29.341</b>	<b>34.784</b>	<b>40.044</b>	<b>44.319</b>	<b>49.517</b>
<i>Umsatzwachstumsrate</i>	<i>n/a</i>	<i>4,4%</i>	<i>6,0%</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,5%</i>	<i>5,7%</i>
<i>in % der Umsatzerlöse</i>						
<i>Materialaufwand</i>	<i>9,7%</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,7%</i>
<i>Personalaufwand</i>	<i>58,8%</i>	<i>54,5%</i>	<i>52,7%</i>	<i>51,7%</i>	<i>50,7%</i>	<i>49,7%</i>
<i>Sonstige Aufwendungen</i>	<i>19,8%</i>	<i>19,6%</i>	<i>19,8%</i>	<i>19,8%</i>	<i>19,8%</i>	<i>19,8%</i>
<i>EBITDA</i>	<i>14,4%</i>	<i>17,9%</i>	<i>19,5%</i>	<i>20,5%</i>	<i>21,5%</i>	<i>22,5%</i>
<i>EBIT</i>	<i>10,6%</i>	<i>14,5%</i>	<i>16,2%</i>	<i>18,0%</i>	<i>19,1%</i>	<i>20,2%</i>

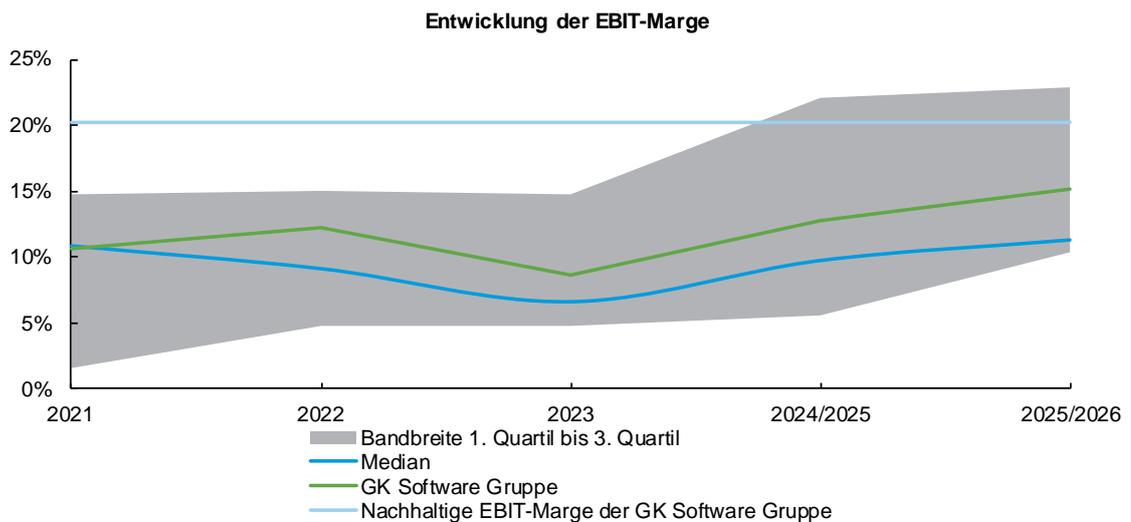
Quelle: GK Software SE, Gutachtliche Stellungnahme.

Das in der Übergangsphase abgebildete Umsatzwachstum ist – entsprechend der Detailplanungsphase und der strategischen Transformation der GK Software Gruppe – im Wesentlichen durch steigende Umsatzerlöse mit SaaS-Lösungen getrieben. Darüber hinaus wird erwartet, dass die Gesellschaft auch (weiterhin) im Bereich der Wartungs- und weiteren angebotenen Dienstleistungen sowie mit Einzellizenzverkäufen ein Umsatzwachstum erzielt, beispielsweise durch die Gewinnung neuer Kunden oder die kundenindividuelle Anpassung der Lösungen.

Über den gesamten Planungszeitraum, inklusive der Grobplanungsphase (d. h. von 2024/2025 bis 2029/2030), wird auf dieser Grundlage ein durchschnittliches Wachstum von 4,8 % p. a. für die Umsatzerlöse der Gesellschaft erwartet. Im Vergleich zu den Marktprognosen ist auch für die Plausibilisierung der Übergangsphase auf die nur eingeschränkte Übertragbarkeit auf die GK Software Gruppe hinzuweisen (vgl. dazu Abschnitt 6.3. b)).

Die sonstigen Erträge, den Materialaufwand und die sonstigen Aufwendungen hat die Bewertungsgutachterin in der Übergangsphase proportional zu den Umsatzerlösen entwickelt. Für die Personalkosten hat die Bewertungsgutachterin dagegen weitere Skalierungseffekte berücksichtigt. Dies wird damit begründet, dass die Personalkosten durch die vermehrte Fokussierung auf SaaS-Lösungen und eines angestrebten höheren Standardisierungsgrades des Produktportfolios im Verhältnis zu den Umsatzerlösen nur unterproportional steigen sollen. Aufgrund dessen ergibt sich eine weitere deutliche Verbesserung der EBIT-Marge ausgehend von 16,2 % im Geschäftsjahr 2026/2027 auf 20,2 % im Geschäftsjahr 2029/2030.

Die für das nachhaltige Ergebnis angesetzte EBIT-Marge in Höhe von rund 20 % liegt – wie aus der folgenden Übersicht hervorgeht – sehr deutlich über den in der Vergangenheit durch die GK Software Gruppe erzielten sowie auch den von der Gesellschaft bis zum Jahr 2026/2027 geplanten EBIT-Margen. Darüber hinaus liegt die nachhaltig angesetzte EBIT-Marge deutlich oberhalb bzw. am oberen Rand der für die Peer Group Unternehmen beobachtbaren bzw. von Analysten prognostizierten EBIT-Margen.



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Bloomberg, GK Software SE, Gutachtliche Stellungnahme.

Die Bewertungsgutachterin hat darüber hinaus auch in der Übergangsphase sowie im nachhaltigen Ergebnis Ergebnisbeiträge aus umsatzseitigen Verbundeffekten berücksichtigt. Die folgende

Übersicht stellt die berücksichtigten Ergebnisbeiträge aus Verbundeffekten für die Planjahre 2024/2025 bis 2026/2027 ergänzt um die Übergangsphase für die Geschäftsjahre 2027/2028 bis 2029/2030 sowie das nachhaltige operative Ergebnis im Geschäftsjahr 2030/2031 dar:

	2024/25 FC	2025/26 Plan	2026/27 Plan	2027/2028 ÜJ	2028/2029 ÜJ	2029/2030 ÜJ	2030/2031 TV
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
EBIT vor Verbundeffekten	20.548	29.341	34.784	40.044	44.319	49.517	49.991
EBIT-Beitrag aus Verbundeffekten	0	-2.358	-833	2.375	3.878	3.936	3.995
<b>EBIT nach Verbundeffekten</b>	<b>20.548</b>	<b>26.982</b>	<b>33.952</b>	<b>42.419</b>	<b>48.197</b>	<b>53.452</b>	<b>53.986</b>

Quelle: GK Software SE, Gutachtliche Stellungnahme.

Ab dem Übergangsjahr 2027/2028 werden deutlich positive EBIT-Beiträge aus umsatzseitigen Verbundeffekten angesetzt, die die anfänglich negativen Beiträge deutlich überkompensieren. Im Startjahr der ewigen Rente wird ein zusätzlicher EBIT-Beitrag aus umsatzseitigen Verbundeffekten in Höhe von knapp EUR 4,0 Mio. berücksichtigt.

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

## e) Ableitung der erwarteten Netto-Ausschüttungen

### Gewinnverwendungspolitik

Die Bewertungsgutachterin hat in der ewigen Rente zur Erhaltung der nachhaltigen Verschuldungsquote bzw. zur Finanzierung des durch das preisbedingte Wachstum nachhaltigen Investitionsbedarfs „cashflowrelevante Anpassungen“ berücksichtigt. Diese wachstumsbedingt thesaurierten Mittel (Wachstumsthesaurierung) mindern das ausschüttungsfähige Ergebnis bzw. verbleiben dauerhaft im Unternehmen und dienen der Erwirtschaftung von Wachstum und damit der Unternehmenswertsteigerung in der ewigen Rente.

Für die Detailplanungsphase, die anschließende Grobplanungsphase sowie die ewige Rente hat die Bewertungsgutachterin unter Verweis auf langfristig marktübliche Ausschüttungsquoten eine Ausschüttungsquote von 50 % angesetzt.

Die Bewertungsgutachterin hat in allen drei Planphasen (Detailplanungsphase, Übergangsphase und ewige Rente) die nicht ausgeschütteten Beträge unmittelbar als Wertbeitrag aus Thesaurierung („fiktive Zurechnung von Thesaurierung“) zugerechnet. 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.<sup>110</sup> Die Ausschüttungen sind der normalen Besteuerung zu unterwerfen, eine Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto ist nicht möglich. Ein gesonderter Werteffekt ist daher vorliegend 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.<sup>111</sup>

Die zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen in der ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin entsprechend 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.<sup>112</sup>

Darüber hinaus hat die Bewertungsgutachterin die Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen durch Abzug vom Wachstumsabschlag sachgerecht

---

<sup>110</sup> Vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1572 f.

<sup>111</sup> Vgl. Wiese, WPg 2007, S. 368, 375.

<sup>112</sup> 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).

berücksichtigt. Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte Wachstumsabschlag nach Berücksichtigung der Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen beträgt 1,30 %.

## f) 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.<sup>113</sup>

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.<sup>114</sup>

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 **2,50 %** 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

<sup>113</sup> Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 114.

<sup>114</sup> 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.<sup>115</sup>

Zur Glättung von Schwankungen werden nicht ausschließlich die Zinsstrukturdaten zum Bewertungsstichtag, sondern durchschnittliche Werte für die **drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Monate** herangezogen.<sup>116</sup> Die Berechnung der Dreimonatsfrist erfolgt in Anlehnung an die WpÜG-Angebotsverordnung gemäß §§ 187, 188 Abs. 2 BGB.<sup>117</sup>

Entsprechend der Empfehlung des FAUB<sup>118</sup> 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.<sup>119</sup>

Gründe für die Rundung sind (1) der Ausgleich von möglichen Schätzfehlern, da es sich bei der Svensson-Methode um ein Schätzverfahren handelt<sup>120</sup> 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.<sup>121</sup> 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.<sup>122</sup>

Wir haben die Berechnungen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und gelangen übereinstimmend mit der Bewertungsgutachterin zu einem gerundeten Basiszinssatz vor Steuern von 2,50 %. Der Basiszinssatz wurde sachgerecht um die Abgeltungsteuer einschließlich Solidaritätszuschlag von 26,375 % vermindert.<sup>123</sup> Die Nachsteuergröße beläuft sich auf rund 1,84 %.

---

<sup>115</sup> Vgl. IDW-FN 2008, S. 491.

<sup>116</sup> 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.

<sup>117</sup> 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.

<sup>118</sup> Vgl. IDW-FN 2005, S. 555 ff.; IDW-LIFE 2016, S. 731 f.

<sup>119</sup> 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).

<sup>120</sup> Vgl. 86. Sitzung des AKU, IDW-FN 2005, S. 555, 556.

<sup>121</sup> Vgl. Popp, WPg 2016, S. 926, 929.

<sup>122</sup> 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).

<sup>123</sup> 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.<sup>124</sup>

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“.<sup>125</sup> 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.<sup>126</sup>

<sup>124</sup> 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).

<sup>125</sup> 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).

<sup>126</sup> 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).

In der Praxis als Expertenauffassung anerkannt sind die Bandbreitenempfehlungen des FAUB, die dementsprechend von der Rechtsprechung regelmäßig als sachgerechte Grundlage für die Schätzung der Marktrisikoprämie (nach § 287 Abs. 2 ZPO) herangezogen werden.<sup>127</sup>

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.<sup>128</sup> Die Bandbreitenempfehlung basiert demnach nicht allein auf einer unabhängig von den Realitäten an den Kapitalmärkten festgelegten Gesamttrenditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer.

Die derzeit 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.<sup>129</sup>

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. Auch in seiner jüngsten Sitzung 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.<sup>130</sup>

Für Bewertungszwecke ist die Bandbreitenempfehlung des FAUB auf eine **Punktschätzung** zu verdichten. Nach unserer Erfahrung erfolgt diese Verdichtung – bestätigt durch die Rechtsprechung – in aller Regel auf den Mittelwert der Nachsteuerempfehlung. Gründe für die Annahme einer Marktrisikoprämie am oberen Rand der Bandbreite können vor allem in einer in der jüngeren Vergangenheit beobachtbaren erhöhten Unsicherheit am Kapitalmarkt und der damit zum Ausdruck kommenden gestiegenen Risikoaversion liegen, wie dies den Empfehlungen des FAUB zu den Auswirkungen der aktuellen Kapitalmarktsituation auf die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes vom 10. Januar 2012 zugrunde lag.<sup>131</sup> Anhaltspunkte für die Annahme einer Marktrisikoprämie am unteren Rand der Bandbreite können spiegelbildlich hierzu unter anderem bei einer geringeren Unsicherheit am Kapitalmarkt und einer gesunkenen Risikoaversion gegeben

<sup>127</sup> 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.

<sup>128</sup> Vgl. für eine ausführliche Begründung des pluralistischen Ansatzes Castedello et al., WPg 2018, S. 806, 806-825.

<sup>129</sup> Vgl. IDW Life 2019, S. 818 f.

<sup>130</sup> Vgl. Berichterstattung über die 169. Sitzung des FAUB am 21. März 2024.

<sup>131</sup> Vgl. IDW Fachnachrichten 2/2012, S. 122; OLG Schleswig-Holstein, 9. März 2020, 9 W 169/15, Beschlusstext S. 18.

sein.<sup>132</sup>

Die Bewertungsgutachterin hat die **Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern mit 5,75 % festgelegt**. Die vorgenommene Verdichtung der Bandbreitenempfehlung des FAUB auf den Mittelwert der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern halten wir vorliegend für angemessen. Dieser Mittelwert der derzeitigen Bandbreitenempfehlung wurde auch in jüngeren Beschlüssen in Spruchverfahren anerkannt.<sup>133</sup>

### **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 unternehmensindividu-  
ellen Risikos gesehen.<sup>134</sup> Der Betafaktor ist kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert,  
sondern ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert.<sup>135</sup>

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

---

<sup>132</sup> Vgl. auch: Großfeld/Egger/Tönnies, *Recht der Unternehmensbewertung*, 9. Aufl., 2020, S. 180.

<sup>133</sup> 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, 28. Juni 2024, 5 HK O 15162/20, Beschlusstext S. 128; LG München I, 19. April 2024, 5 HK O 9734/22e, Beschlusstext S. 72; 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)).

<sup>134</sup> Vgl. nur OLG Frankfurt, 17. Juni 2010, 5 W 39/98, Tz. 46 (juris).

<sup>135</sup> 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 vorzuziehenden 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.<sup>136</sup>

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 Rechtsprechung<sup>137</sup> 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“.<sup>138</sup>

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.

<sup>136</sup> Vgl. ausführlich: Popp/Merkle, DB 2025, S. 271 ff.

<sup>137</sup> Vgl. Popp/Ruthardt, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2024, Rz. 12.116 ff.

<sup>138</sup> 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.<sup>139</sup> Die Aktualität kann für einen kürzeren Zeitraum von z. B. zwei Jahren sprechen.<sup>140</sup> Lange Zeiträume, in denen Strukturbrüche stattgefunden haben, sind für die Berechnung des Betafaktors ungeeignet.<sup>141</sup>

### 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.<sup>142</sup> 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.<sup>143</sup> Der Rechtsprechung ist nicht zu entnehmen, dass adjustierten oder nicht-adjustierten Betafaktoren ein genereller Vorrang eingeräumt würde, sodass insoweit eine einheitliche Position vertreten wird.<sup>144</sup>

---

<sup>139</sup> 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).

<sup>140</sup> 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.

<sup>141</sup> Vgl. OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08, Tz. 204 (juris).

<sup>142</sup> Vgl. Scheld, Fundamental Beta, 2013, S. 77.

<sup>143</sup> Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel A, Tz. 410.

<sup>144</sup> 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).

## Originärer Betafaktor der GK Software SE

Die Aktie der GK Software SE wird noch im Freiverkehr gehandelt. Daher kann grundsätzlich ein – historischer – Betafaktor unmittelbar aus Kapitalmarktdaten ermittelt werden. Korrespondierend zur zeitlichen Abgrenzung des Börsenkurses ist 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.<sup>145</sup>

Die Bewertungsgutachterin kommt aufgrund des vorliegend geringen Streubesitzes, geringen Handelsvolumens, der hohen Geld-Brief-Spanne sowie der generellen Entkopplung der Kursentwicklung vom Marktgeschehen im Anschluss an das Übernahmeangebot bzw. die vollzogene Übernahme durch die FNDS zu dem Ergebnis, dass die rechnerisch ermittelten originären Betafaktoren vorliegend offensichtlich verzerrt seien. Diese Einschätzung ist nach unserer Auffassung sachgerecht.

## 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.<sup>146</sup> Dies gilt auch hinsichtlich des Einbezugs ausländischer Unternehmen.<sup>147</sup>

Zur Auswahl der Peer Group hat die Bewertungsgutachterin zunächst eine Long List an grundsätzlich auf Basis ihres Geschäftsmodells in Frage kommenden Unternehmen erstellt. Dazu wurden Kriterien wie eine zur GK Software SE übereinstimmende Industrieklassifizierung sowie eine ähnliche bzw. vergleichbare Unternehmensbeschreibung und Geschäftstätigkeit herangezogen. Als Datengrundlage hat die Bewertungsgutachterin auf die Datenbank Capital IQ des Finanzinformationsdienstleisters Standard & Poors Global Inc., New York/USA, zurückgegriffen.

<sup>145</sup> 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).

<sup>146</sup> 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).

<sup>147</sup> 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.

Ausgehend von der Long List hat die Bewertungsgutachterin eine Short List von im Hinblick auf das Geschäftsmodell und den Kundenfokus hinreichend vergleichbaren Unternehmen erstellt. Für die Aufnahme in die Peer Group wurde zudem noch überprüft, ob die jeweiligen Aktien ausreichend liquide gehandelt werden. Insgesamt hat die Bewertungsgutachterin auf diese Weise sieben Unternehmen als Bestandteil der Peer Group identifiziert.

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 MSCI World Index 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 der jeweilige Mittelwert und Median für die auf Basis lokaler Indizes sowie auf Basis des MSCI World Index von der Bewertungsgutachterin ermittelten unverschuldeten Betafaktoren dargestellt. In der Darstellung wird das Unternehmen accesso Technology Group plc, Twyford/England, aufgrund mangelnder statistischer Signifikanz nicht in die Berechnung des Mittelwerts bzw. Medians einbezogen.

	2 Jahre wöchentlich	5 Jahre monatlich
<b>Peer Group-Betafaktor – lokale Indizes</b>		
Mittelwert	1,1	0,9
Median	1,1	0,9
<b>Peer Group-Betafaktor – globaler Index</b>		
Mittelwert	1,2	1,0
Median	1,2	1,0

Quelle: Gutachtliche Stellungnahme, S. 78.

Auf Basis dieser Ergebnisse hat die Bewertungsgutachterin einen unverschuldeten Betafaktor von 1,0 angesetzt.

Im Rahmen unserer Prüfung des Betafaktors haben wir die Auswahl der Peer-Group-Unternehmen sowie das von der Bewertungsgutachterin angewendete methodische Vorgehen nachvollzogen.

Die Auswahl der in die Peer Group einbezogenen Unternehmen haben wir unter Berücksichtigung der wesentlichen operativen Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren der GK Software 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 1,0 eine angemessene Indikation** für das zukünftige systematische Risiko der GK Software Gruppe.

## g) 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.<sup>148</sup>

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.

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

---

<sup>148</sup> Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Tz. 441 ff.

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.<sup>149</sup>

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 **inflation- bzw. preisbedingte Wachstum** der finanziellen Überschüsse in der ewigen Rente ab;<sup>150</sup> maßgeblich ist die unternehmensspezifische Wachstumsrate des zu bewertenden Unternehmens.

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

<sup>149</sup> 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).

<sup>150</sup> 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).

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:<sup>151</sup>

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

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.<sup>152</sup>

<sup>151</sup> Vgl. dazu auch Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349, 357.

<sup>152</sup> 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.<sup>153</sup> 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.<sup>154</sup>

Schieszl/Bachmann/Amman<sup>155</sup> 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/Suerbaum<sup>156</sup> 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.<sup>157</sup> Entsprechend wird regelmäßig davon ausgegangen, dass der Wachstumsabschlag unter der allgemeinen Inflationsrate liegt.<sup>158</sup>

Dies liegt daran, dass auch die Beteiligung an einem Unternehmen **nicht völlig inflationssicher** ist.<sup>159</sup> Der Wachstumsabschlag bezweckt auch nicht einen unbedingten Inflationsausgleich.<sup>160</sup> Bereits dem Grunde nach wird sich das Management bei der Preissetzung nicht an der

<sup>153</sup> 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).

<sup>154</sup> Vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 63 (juris).

<sup>155</sup> Vgl. Schieszl/Bachmann/Amman, Das Wachstum der finanziellen Überschüsse in der Unternehmensbewertung, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., 2015, S. 699, 715.

<sup>156</sup> Vgl. Emmert/Becker/Suerbaum, WPg 2023, S. 877, 882.

<sup>157</sup> Vgl. Emmert/Becker/Suerbaum, WPg 2023, S. 877, 884 f.

<sup>158</sup> 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).

<sup>159</sup> 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.

<sup>160</sup> 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,<sup>161</sup> sondern das unternehmensspezifische Geschäftsmodell im Fokus haben. Klarstellend ist darauf hinzuweisen, dass in dem **Inflationsziel der EZB** die unternehmensspezifische Inflation nicht hinreichend abgebildet ist.<sup>162</sup> 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**.<sup>163</sup>

### **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.<sup>164</sup>

Ohne Anspruch auf Vollständigkeit können je nach Einzelfall das (forschungsintensive) Geschäftsmodell,<sup>165</sup> die langfristige Markt- und Branchenentwicklung,<sup>166</sup> die zu erwartende Veränderung der Wettbewerbssituation,<sup>167</sup> demographische Rahmenbedingungen,<sup>168</sup> mögliche

---

<sup>161</sup> 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).

<sup>162</sup> 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).

<sup>163</sup> 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).

<sup>164</sup> 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).

<sup>165</sup> Vgl. OLG Düsseldorf, 25. Mai 2016, 26 W 2/15, Tz. 70 (BeckRS).

<sup>166</sup> 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).

<sup>167</sup> Vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 83 (BeckRS).

<sup>168</sup> Vgl. OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 62.

regulatorische Änderungen,<sup>169</sup> hohe Wettbewerbsintensität,<sup>170</sup> Rationalisierungsanforderungen und Preisdruck,<sup>171</sup> Konkurrenzdruck<sup>172</sup> oder die vorliegende und zu erwartende Kundenstruktur<sup>173</sup> 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 1,5 % (vor persönlichen Steuern) berücksichtigt.

Die Gesamtwachstumsrate nach dem Dividend Discount Model (vgl. oben) beträgt gemäß unseren Berechnungen vorliegend 5,5 %.

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.

---

<sup>169</sup> 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).

<sup>170</sup> 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).

<sup>171</sup> Vgl. OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20, Tz. 78 (BeckRS).

<sup>172</sup> Vgl. OLG Frankfurt, 27. September 2019, 21 W 64/14, Beschlusstext S. 26.

<sup>173</sup> Vgl. OLG Frankfurt, 18. Dezember 2014, 21 W 34/12, Tz. 107 (juris).

**Schätzungen von Bankanalysten -  
Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland**

2024	
Untergrenze der Schätzungen	2,2%
Obergrenze der Schätzungen	2,7%
Gewichteter Durchschnitt	2,4%
2025	
Untergrenze der Schätzungen	1,6%
Obergrenze der Schätzungen	2,7%
Gewichteter Durchschnitt	2,2%
2026	
Untergrenze der Schätzungen	0,9%
Obergrenze der Schätzungen	3,0%
Gewichteter Durchschnitt	2,0%

**Schätzungen des Internationalen Währungsfonds - Veränderung  
Verbraucherpreisindex Deutschland**

2024	2,4%
2025	2,0%
2026	2,0%
2027	2,0%
2028	2,0%
2029	2,0%

**Schätzungen der Europäischen Zentralbank - ECB staff projections**

2024	2,4%
2025	2,1%
2026	1,9%

**Inflationserwartung abgeleitet aus der Verzinsung  
inflationsgeschützter deutscher Staatsanleihen**

10-jährige Staatsanleihen	1,8%
25-jährige Staatsanleihen	2,0%

Quelle: Bloomberg, Internationaler Währungsfonds, EZB.

Die dargestellten Inflationserwartungen zeigen über die nächsten Jahre moderatere Inflationsraten von rund 2 % oder knapp darüber. Die EZB prognostiziert für das Jahr 2025 für die Eurozone eine Preissteigerung leicht über der Höhe des Inflationsziels. Der Internationale Währungsfonds erwartet ab dem Jahr 2025 in Deutschland eine Veränderung des Verbraucherpreisindex in Höhe von 2,0 %.

Grundsätzlich ist für die Wachstumsaussichten neben der allgemeinen Entwicklung der Branche auch die Wettbewerbsposition bzw. insbesondere die erwartete langfristige preisbedingte Entwicklung für Einzelhandelssoftwarelösungen zu berücksichtigen.

Die Bewertungsgutachterin hat die Höhe des Wachstumsabschlags vor dem Hintergrund des Wettbewerbs und der Personalintensität des Geschäftsmodells sowie der höheren Skalenvorteile größerer Wettbewerber in Höhe von 1,50 % (vor persönlichen Steuern) festgelegt.

Nach den uns ergänzend erteilten Auskünften ist es der GK Software Gruppe in der Vergangenheit nur eingeschränkt gelungen insbesondere personalkostenseitige Preissteigerungen auf Ihre Kunden zu überwälzen.

Vor diesem Hintergrund halten wir den von der Bewertungsgutachterin angesetzten Wachstumsabschlag in Höhe von 1,5 % (vor persönlichen Steuern) für angemessen.

Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte Wachstumsabschlag liegt über der von der Bewertungspraxis häufig angesetzten und in der Rechtsprechung regelmäßig als angemessen eingestuften Größenordnung von im Mittel rund 1,0 %.<sup>174</sup>

Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts werden sog. inflationsbedingte Veräußerungsgewinne grundsätzlich bei der Ableitung der Nettoeinnahmen berücksichtigt. Alternativ ist rechen-technisch – entsprechend der Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin – ein Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im Nenner möglich.<sup>175</sup>

Rechentechnisch hat die Bewertungsgutachterin die Wachstumsrate nach persönlichen Steuern in Höhe von 1,30 % sachgerecht abgeleitet, indem von der Wachstumsrate vor persönlichen Steuern in Höhe von 1,50 % der hälftige Abgeltungssteuersatz zzgl. Solidaritätszuschlag (rund 13,19 %) in Abzug gebracht wird.

---

<sup>174</sup> Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.156.

<sup>175</sup> 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.

## h) Ertragswertberechnung

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

Die Kapitalisierung der erwarteten Nettoausschüttungen einerseits und der fiktiv unmittelbaren Zurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung andererseits 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. März 2024 abgezinst und anschließend auf den Bewertungsstichtag aufgezinst.

Die rechnerische Ableitung des Ertragswerts ist nach unserer Überzeugung sachgerecht erfolgt. Wir haben uns durch Kontrollrechnungen von der finanzmathematischen Richtigkeit des Ertragswerts überzeugt.

## 6.4 Sonderwerte

Die Bewertungsgutachterin hat Bankguthaben in Höhe von EUR 30 Mio. als Überschussliquidität identifiziert und als Sonderwert angesetzt.

Daneben hat die Bewertungsgutachterin ein nicht betrieblich genutztes Grundstück (TEUR 34), den Verkaufserlös eines nicht bebauten Grundstücks (TEUR 75) sowie den Erlös aus dem Verkauf eines Einfamilienhauses (TEUR 293) als Sonderwerte angesetzt.

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 GK Software SE liegen keine weiteren bei der Bewertung als Sonderwert zu berücksichtigenden (nicht betriebsnotwendigen) 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.

## 6.5 Unternehmenswert

Unter Bezugnahme auf die Darstellung im Bewertungsgutachten von PwC ergibt sich für die GK Software SE **zum Bewertungsstichtag 26. März 2025 ein aus dem Ertragswert abgeleiteter Unternehmenswert in Höhe von EUR 472,6 Mio.** Dies entspricht einem anteiligen **Wert je Aktie in Höhe von EUR 207,93.**

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

## 6.6 Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Aufgrund unserer Kenntnis der einschlägigen Teile des Übertragungsberichts des Hauptaktionärs, der uns erteilten Auskünfte und der Besprechungen mit dem Vorstand der GK Software SE sowie der durch den Hauptaktionär beauftragten Beratungsgesellschaft PwC, 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 GK Software SE keine besonderen Schwierigkeiten aufgetreten sind.

## 7. Ermittlung der angemessenen Barabfindung

Die Ausgangswerte für die Ermittlung der Barabfindung sind in der Gutachtlichen Stellungnahme von PwC ausführlich dargestellt.

Aus dem Unternehmenswert der GK Software SE in Höhe von rund EUR 472,6 Mio. hat die Bewertungsgutachterin einen Wert je Aktie in Höhe von EUR 207,93 abgeleitet.

Der volumengewichtete durchschnittliche Börsenkurs beträgt für den einschlägigen Dreimonatszeitraum bis 1. Dezember 2024 (einschließlich) EUR 262,25.

Der Hauptaktionär der GK Software SE hat die Höhe der Barabfindung auf

**EUR 262,25 je Aktie**

festgelegt.

Die festgelegte Barabfindung ist aus unserer Sicht angemessen.

## 8. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung

„Nach unseren Feststellungen ist aus den vorstehend dargelegten Gründen die Barabfindung, die den ausscheidenden Aktionären der GK Software SE, Schöneck/Vogtland, infolge der Übertragung der Aktien gemäß §§ 327a ff. AktG gewährt wird, in Höhe von EUR 262,25 je Stückaktie angemessen.“

Stuttgart, 10. Februar 2025



RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft



Dr. Matthias Popp  
Wirtschaftsprüfer



Dr. Frederik Ruthardt  
Wirtschaftsprüfer



Landgericht Leipzig

Kammer für Handelssachen

Aktenzeichen: **04 HK O 3448/24**

## BESCHLUSS

In dem Rechtsstreit

**Fujitsu ND Solutions AG**

- Antragstellerin -

Prozessbevollmächtigte:

Rechtsanwälte **Morrison Foerster**, Potsdamer Platz 1, 10785 Berlin

wegen Bestellung Übertragungsprüfer

erlässt die 4. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Leipzig durch

Vorsitzende Richterin am Landgericht Vogt

am 16.12.2024

### **nachfolgende Entscheidung:**

Zum sachverständigen Prüfer gemäß § 327 c Abs. 2 Satz 3 AktG wird

RSM Ebner Stolz  
Wirtschaftsprüfer Steuerberater Rechtsanwälte Partnerschaft mbB,  
Holzmarkt 1, 50676 Köln,

bestellt.

### **Gründe**

Der sachverständige Prüfer, der beim Ausschluss der Minderheitsaktionäre der GK Software SE die Angemessenheit der diesen Aktionären von der Fujitsu ND Solution AG zu gewährenden Barabfindung zu prüfen hat, war gemäß § 327 c Abs. 2 Satz 3 AktG zu bestellen. Das LG Leipzig ist gemäß § 327 c Abs. 2 Satz 4, § 293 c Abs. 1 Satz 3 und Satz 4 AktG § 10 Nr. 5

SächsJOrgVO für die Bestellung zuständig. Der bestellte Prüfer erfüllt nach dem Vorbringen in der Antragsschrift 05.12.2024 und seinem Schreiben vom 05.12.2024 die gesetzlichen Voraussetzungen und hat sich zur Übernahme bereit erklärt.

Vogt  
Vorsitzende Richterin am  
Landgericht



Landgericht Leipzig

Kammer für Handelssachen

Aktenzeichen: **04 HK O 3448/24**

## BESCHLUSS

In dem Rechtsstreit

**Fujitsu ND Solutions AG**

- Antragstellerin -

Prozessbevollmächtigte:

Rechtsanwälte **Morrison Foerster**, Potsdamer Platz 1, 10785 Berlin

wegen Bestellung Übertragungsprüfer

erlässt die 4. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Leipzig durch

Vorsitzende Richterin am Landgericht Vogt

am 13.01.2025

### nachfolgende Entscheidung:

Der Beschluss des Landgericht Leipzig vom 16.12.2024 wird dahin berichtigt, dass anstatt

RSM Ebner Stolz  
Wirtschaftsprüfer Steuerberater Rechtsanwälte Partnerschaft mbB,  
Holzmarkt 1, 50676 Köln,

die Firma

RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft  
Kronenstraße 30, 70174 Stuttgart

zum sachverständigen Prüfer gemäß § 327 c Abs. 2 Satz 3 AktG bestellt wird.

## Gründe

Aufgrund eines Schreibversehens hat die Antragstellerin in der Antragsschrift vom 05.12.2024 u.a. anstelle der RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Kronenstraße 30, 70174 Stuttgart die RSM Ebner Stolz Wirtschaftsprüfer Steuerberater Rechtsanwälte Partnerschaft mbB, Holzmarkt 1, 50676 Köln zum sachverständigen Prüfer gemäß § 327 c Abs. 2 Satz 3 AktG vorgeschlagen. Mit der Bestellung einverstanden erklärt hatte sich die RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Kronenstraße 30, 70174 Stuttgart und nicht die RSM Ebner Stolz Wirtschaftsprüfer Steuerberater Rechtsanwälte Partnerschaft mbB, Holzmarkt 1, 50676 Köln. Auf Antrag war daher der Beschluss - wie geschehen - zu berichtigen (§ 319 ZPO).

Vogt  
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.

