

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

Staatl. Mineralbrunnen Aktiengesellschaft Bad
Brückenau, Bad Brückenau

auf die

VFHV GmbH, München

nach § 327a Abs. 1 i.V.m. §§ 327c Abs. 2, 293e
Abs. 1 AktG

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Bezeichnung
AG	Aktiengesellschaft, Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
BewP	Bewertungspraktiker (Zeitschrift)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
Bloomberg	Bloomberg Finance L.P., New York/USA
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
CAGR	Compound Annual Growth Rate (durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DB	Der Betrieb
EBIT	Earnings before interest and taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen)
EBT	Earnings before taxes (Ergebnis vor Steuern)
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro

Abkürzung	Bezeichnung
EZB	Europäische Zentralbank
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Gutachten	Gutachterliche Bewertung zum Unternehmenswert der Staatl. Mineralbrunnen AG, Bad Brückenau zum 20. August 2026 von Kleeberg
HGB	Handelsgesetzbuch
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Düsseldorf
Kleeberg	Kleeberg Valuation Service GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
OLG	Oberlandesgericht
p. a.	per annum (pro Jahr)
RSM Ebner Stolz oder kurz: RSM ES	RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart
Siegsdorfer Petrusquelle	Siegsdorfer Petrusquelle GmbH, Siegsdorf
TEUR	Tausend Euro

Abkürzung	Bezeichnung
TV	Terminal Value (ewige Rente)
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

Inhaltsverzeichnis

	Seite
1. Auftrag und Auftragsdurchführung	8
2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung	13
2.1 Übertragungsbeschluss	13
2.2 Bericht des Hauptaktionärs	14
2.3 Prüfungsbericht	14
3. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	15
3.1 Methodische Schätzgrundlagen	15
3.2 Ergebnis	18
4. Bewertungsobjekt und wirtschaftliche Rahmenbedingungen	19
4.1 Rechtliche Grundlagen	19
4.2 Geschäftsmodell	21
4.3 Markt- und Wettbewerbsumfeld	22
a) Marktumfeld	22
b) Wettbewerbssituation	25
c) Vergleichsunternehmen (Peer Group)	27
5. Vorgehen bei der Prüfung der Angemessenheit der erstellten Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung des IDW S 1	30
6. Prüfungsfeststellungen zur Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung des IDW S 1 im Einzelnen	33
6.1 Anlassbezogener objektivierter Unternehmenswert gemäß IDW S 1	33
a) Grundlagen	33
b) Zukunftserfolgswert (Ertragswert)	35
c) Liquidations- und Substanzwert	44
d) Vergleichsorientierte Bewertung	45
e) Vorerwerbe durch den Hauptaktionär	46
6.2 Bewertungsstichtag	47
6.3 Prüfung der Vollständigkeit	48
6.4 Ertragswert	48

a) Analyse der Vergangenheitsergebnisse	48
c) Operative Planungsrechnung	55
d) Übergangsphase und nachhaltiges operatives Ergebnis	66
f) Überleitung zum Jahresergebnis	72
g) Erfolgsrechnung	74
h) Ableitung der erwarteten Zukunftserfolge (Nettoeinnahmen)	75
i) Kapitalisierungszinssatz	78
j) Nachhaltige Wachstumsrate	88
k) Ertragswertberechnung	97
6.5 Gesondert bewertetes Vermögen	99
6.6 Unternehmenswert	102
 7. Liquidationswert	 103
 8. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	 108
 9. Ermittlung der angemessenen Barabfindung	 109
 10. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung	 110

Anlagen

Beschluss des LG Nürnberg-Fürth vom 9. Februar 2026
Allgemeine Auftragsbedingungen

Anlage 1
Anlage 2

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

1. Auftrag und Auftragsdurchführung

Auf Verlangen des Hauptaktionärs

VFHV GmbH, München
(im Folgenden auch „VFHV GmbH“),

soll die ordentliche Hauptversammlung der

Staatl. Mineralbrunnen Aktiengesellschaft Bad Brückenau, Bad Brückenau
(im Folgenden auch „Staatl. Mineralbrunnen AG“ oder „Gesellschaft“),

am 20. August 2026 gemäß § 327a AktG die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Staatl. Mineralbrunnen AG auf die VFHV GmbH gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

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

Das Landgericht Nürnberg-Fürth hat uns auf Antrag der VFHV GmbH mit Beschluss vom 9. Februar 2026 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.

Da die Gesellschaft nicht börsennotiert ist, ist bei unserer Prüfung die höchstrichterliche und obergerichtliche Rechtsprechung zur Relevanz des Börsenkurses nicht einschlägig. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir die einschlägige Rechtsprechung zur Umsetzung des Ertragswertverfahrens in Spruchverfahren und den Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der Fassung vom 11. Februar 2026 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (IDW S 1 i.d.F. 2026), der am 8. April 2026 veröffentlicht wurde, beachtet. IDW S 1 i.d.F. 2026 ist erstmals anzuwenden auf Bewertungsstichtage nach seiner Veröffentlichung. Ferner haben wir den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ berücksichtigt.

Bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung hat sich die Geschäftsleitung der Staatl. Mineralbrunnen AG der Unterstützung durch die Kleeberg Valuation Service GmbH, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, München (im Folgenden „Kleeberg“), bedient. Kleeberg hat mit Datum vom 26. Juni 2026 eine Gutachterliche Bewertung zum Unternehmenswert der Staatl. Mineralbrunnen AG, Bad Brückenau zum 20. August 2026 als Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung abgegeben (im Folgenden: „Gutachten“). Das Gutachten fasst das Vorgehen, die getroffenen Annahmen sowie die Ergebnisse von Kleeberg zusammen. Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir in die Bewertungsunterlagen von Kleeberg Einsicht genommen.

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

Die Vollständigkeit und Richtigkeit der erteilten Aufklärungen und Nachweise wurden uns von der Geschäftsleitung der VFHV GmbH in einer schriftlichen Erklärung bestätigt.

Wir haben unsere Prüfung ab dem 28. April 2026 in den Geschäftsräumen der Staatl. Mineralbrunnen AG, Bad Brückenau und in unserem Büro in Stuttgart durchgeführt und am 26. Juni 2026 abgeschlossen. Wir haben dabei unsere Prüfungstätigkeit teilweise zeitlich parallel zu den Arbeiten von Kleeberg 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	Teilnehmende	Inhalt	Ort
28. April 2026	Kleeberg, RSM ES	Kick-off Call	Teams
12. Mai 2026	Staatl. Mineralbrunnen AG, RSM ES	Ortsbesichtigung, Vorstellung Geschäftsmodell und Eckwerte der Planung	Bad Brückenau
2. Juni 2026	Staatl. Mineralbrunnen AG, Kleeberg, RSM ES	Geschäftsmodell, Markt- und Wettbewerb, Planung/ Planungsprozess, Ausblick	Teams
16. Juni 2026	Staatl. Mineralbrunnen AG, Kleeberg, RSM ES	Planung und Entwicklung nach dem Planungszeitraum	Teams

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

Die Angemessenheitsprüfung wurde im Wesentlichen durch den rechts unterzeichnenden Wirtschaftsprüfer geleitet und durchgeführt. Er wurde dabei durch einen Senior Manager, Manager und einen Senior Consultant unterstützt. Der Linksunterzeichner, Herr Dr. Frederik Ruthardt, hat die nach den Berufsgrundsätzen vorgeschriebene Qualitätskontrolle einschließlich der Berichtskritik übernommen und durchgeführt.

Sollten sich in der Zeit zwischen der Unterzeichnung dieses Prüfungsberichts und der Beschlussfassung der Hauptversammlung der Staatl. Mineralbrunnen AG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Mehrheitsaktionär am 20. August 2026 wesentliche Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts der Staatl. Mineralbrunnen AG ergeben, sind diese bei der Bemessung der Barabfindung noch zu berücksichtigen.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass sich unsere Prüfungstätigkeit nicht auf die Buchführung, die Jahresabschlüsse und Lageberichte oder auf die Geschäftsführung der Staatl. Mineralbrunnen AG sowie ihrer Tochtergesellschaft OGV Mineralbrunnen GmbH, Oberleichtersbach (im Folgenden „OGV Mineralbrunnen GmbH“), bezogen hat. Eine solche Überprüfung ist nicht Gegenstand der Prüfung nach § 327c Abs. 2 AktG.

Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage 2 beigefügten „Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften“ in der Fassung vom 1. Januar 2024 maßgebend. Die Höhe unserer Haftung bestimmt sich nach Nr. 9 der Allgemeinen Auftragsbedingungen. Danach gelten für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB i.V.m. §§ 327c Abs. 2, 293d Abs. 2 AktG.

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

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

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

Für unsere Prüfung haben uns insbesondere folgende Unterlagen vorgelegen:

- mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehene Berichte über die Prüfung der nach HGB erstellten Jahresabschlüsse und Lageberichte der Staatl. Mineralbrunnen AG für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025,
- nach HGB erstellte Jahresabschlüsse und Lageberichte der Staatl. Mineralbrunnen AG für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025,
- Planungsrechnungen der Staatl. Mineralbrunnen AG für die Jahre 2026 bis 2028,
- Planungsprämissen zu den Planungsrechnungen der Jahre 2026 bis 2028,
- Handelsregisterauszug der Staatl. Mineralbrunnen AG vom 18. Februar 2026,
- Satzung der Staatl. Mineralbrunnen AG vom 25. Juni 2025,
- Protokolle der Aufsichtsratssitzungen ab April 2024 bis April 2026,
- Übertragungsverlangen der VFHV GmbH nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG vom 20. Januar 2026,
- Entwurf des Übertragungsberichts der VFHV GmbH vom 24. Juni 2026,
- Verkehrswertgutachten bzgl. des Erbbaurechts an Grundstück Flst. 1568/1 vom 15. Juni 2026 des Sachverständigenbüros Bader & Thomée zum Stichtag 10. März 2026,
- Verkehrswertgutachten bzgl. des Grundstücks Flst. 248/3 vom 15. Juni 2026 des Sachverständigenbüros Bader & Thomée zum Stichtag 10. März 2026,
- von Kleeberg 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 VFHV GmbH hat die Barabfindung für die Aktien der Minderheitsaktionäre auf EUR 46,00 je Stückaktie der Staatl. Mineralbrunnen AG 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 Staatl. Mineralbrunnen AG in Höhe von EUR 9.392.916,00 ist eingeteilt in 361.266 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von EUR 26,00 je Aktie. Zum Ende der Prüfungsarbeiten hält der Hauptaktionär unmittelbar 342.674 Aktien sowie die Staatl. Mineralbrunnen AG selbst 8.000 eigene Aktien. Unter Berücksichtigung der eigenen Aktien der Staatl. Mineralbrunnen AG beträgt die Höhe der Beteiligung des Hauptaktionärs am Grundkapital der Staatl. Mineralbrunnen AG gemäß § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. § 16 Abs. 2 Satz 2 AktG zum Ende der Prüfungsarbeiten rund 97,00 %.

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

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

2.2 Bericht des Hauptaktionärs

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

Wir haben im Rahmen unserer Tätigkeit die im Übertragungsbericht, einschließlich dem dort als Anlage 1 enthaltenen Gutachten von Kleeberg, und – zeitlich vorgelagert – in den Berichtsentwürfen 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 §§ 293e, 327c Abs. 2 AktG schriftlich über das Ergebnis unserer nach den Berufsgrundsätzen durchgeführten Prüfung.

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

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

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

3. Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

3.1 Methodische Schätzgrundlagen

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

Die Relevanz des Börsenkurses ist entsprechend durch den gerichtlich bestellten Angemessenheitsprüfer auf Basis ökonomischer Kriterien und Überlegungen zu beurteilen. In den beiden BGH-Beschlüssen wurden verschiedene Beurteilungskriterien thematisiert,¹ die teilweise bereits in die aktuelle Prüfungspraxis eingeflossen sind.

Als Orientierung für die Prüfungspraxis hat der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW am 8. Januar 2026 den IDW Standard: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW S 17) mit Stand vom 18. November 2025 veröffentlicht. IDW S 17 legt die Grundsätze dar, nach denen Wirtschaftsprüfer unbeschadet ihrer Eigenverantwortlichkeit im Rahmen aktien- oder umwandlungsrechtlicher Angemessenheitsprüfungen die Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen mit Blick auf die Kompensation des vollen wirtschaftlichen – auch sog. „wahren“ – Werts der Aktie beurteilen.² IDW S 17 ist anzuwenden auf Bewertungsstichtage nach seiner Veröffentlichung. Eine vorzeitige Anwendung ist zulässig.³

Die Beurteilung, ob im konkreten Fall der Börsenkurs oder der gemäß IDW S 1 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

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

² Vgl. IDW S 17, Tz. 1.

³ Vgl. IDW S 17, Tz. 8.

Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999⁴ 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 BGH⁵ auch auf Squeeze-out-Fälle Anwendung findet.

Für diese Untergrenzenfunktion⁶ 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.

Die Aktie der Staatl. Mineralbrunnen AG wurde bis zu ihrem Delisting im Freiverkehr an der Börse München gehandelt. Mit Ablauf des 30. Dezember 2021 wurde der Handel im Freiverkehr der Börse München eingestellt. In der Folge wurden die Aktien nach unseren Erkenntnissen nicht mehr börslich gehandelt. Die Bekanntmachung des Übertragungsverlanges erfolgte am 20. Januar 2026. Vor diesem Hintergrund hat der Börsenkurs vorliegend keine Relevanz für die Bemessung der Barabfindung.

Die Grundsätze der Unternehmensbewertung, die in der betriebswirtschaftlichen Theorie und Praxis als gesichert gelten, haben ihren Niederschlag in den Verlautbarungen des IDW, insbesondere im IDW Standard: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1) gefunden. Die Verlautbarungen des IDW zur Unternehmensbewertung werden von den Gerichten als Expertenauffassung für die Ermittlung des Unternehmenswerts als Grundlage für die angemessene Abfindung bzw. Ausgleichszahlung anerkannt.⁷

Mit seiner Veröffentlichung am 8. April 2026 wurde der bis zu diesem Zeitpunkt geltende IDW S 1 i.d.F. 2008 durch die Neufassung des IDW S 1 mit Stand vom 11. Februar 2026 (IDW S 1 i.d.F. 2026) ersetzt (siehe hierzu sogleich unter Ziffer 3.2. ff.).

⁴ Vgl. BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566 ff.

⁵ Vgl. BGH, 19. Juli 2010, II ZB 18/09, AG 2010, S. 629, 630.

⁶ In der Literatur wird teilweise vertreten, dass ein aussagekräftiger Börsenkurs allein maßgeblich sei und keine Untergrenze mehr darstelle; vgl. Wasmann, AG 2023, S. 810 ff; Herfs, AG 2024, S. 653 ff.

⁷ 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.“

IDW S 1 i.d.F. 2026 legt vor dem Hintergrund der in Theorie, Praxis und Rechtsprechung entwickelten Standpunkte die Grundsätze dar, nach denen Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten.⁸ Bei der Anwendung dieser Grundsätze der Unternehmensbewertung ist zu beachten, dass IDW S 1 i.d.F. 2026 allgemeine Grundsätze darstellt und jeder Bewertungsfall seine eigene fachgerechte Vorgehensweise verlangt. Insbesondere hat der Bewerter bzw. Angemessenheitsprüfer im Rahmen einer zweckadäquaten Anwendung des IDW S 1 i.d.F. 2026 die rechtlichen Rahmenbedingungen des jeweiligen Bewertungsanlasses zu würdigen. Vor diesem Hintergrund weist IDW S 1 i.d.F. 2026 darauf hin, dass die Grundsätze nur den Rahmen festlegen, in dem die eigenverantwortliche Vorgehensweise im Einzelfall liegen muss. Legt der Wirtschaftsprüfer im konkreten Bewertungsfall aufgrund von rechtlichen Rahmenbedingungen des Bewertungsanlasses bei einzelnen Vorgaben von den in IDW S 1 i.d.F. 2026 ausgeführten Grundsätzen abweichende Vorgehensweisen zugrunde, hat er demnach sämtliche weiteren Grundsätze des Standards zu beachten und die Abweichungen unter Hinweis auf die maßgeblichen rechtlichen Rahmenbedingungen offenzulegen und zu begründen.⁹

In dem Gutachten von Kleeberg wird ausgeführt, dass in der Funktion eines neutralen Gutachters der objektivierte Unternehmenswert unter Berücksichtigung des IDW S 1 i.d.F. 2026 ermittelt wurde. Hierbei werde auftragsgemäß eine vollumfängliche Plausibilisierung der Planungsrechnung durchgeführt und dabei u.a. der IDW Praxishinweis 2/2017 beachtet.¹⁰ Mangels Börsennotierung der Aktien der Staatl. Mineralbrunnen AG zum Bewertungsstichtag hat Kleeberg keine Analyse des Börsenkurses und der Liquidität der Aktie der Staatl. Mineralbrunnen AG durchgeführt.¹¹

§ 327b Abs. 1 S. 1 AktG legt fest, dass die angemessene Barabfindung „die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung“ berücksichtigen muss. Dazu korrespondiert das Stichtagsprinzip als allgemein anerkannter Grundsatz ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung: Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 50-53, sind Unternehmenswerte zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln. Dabei ist der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können.¹²

Kleeberg hat dementsprechend als Bewertungsstichtag den 20. August 2026 als Tag der ordentlichen Hauptversammlung der Staatl. Mineralbrunnen AG zu Grunde gelegt.

⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 1.

⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 4.

¹⁰ Vgl. Kleeberg, Gutachten, S. 12, 105.

¹¹ Vgl. Kleeberg, Gutachten, S. 51.

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

3.2 Ergebnis

Der Übertragungsbericht verweist zur näheren Erläuterung und Begründung der festgelegten Barabfindung auf das Gutachten von Kleeberg. Der Hauptaktionär macht sich im Übertragungsbericht die Ausführungen zur Unternehmensbewertung der Staatl. Mineralbrunnen AG und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung in dem Gutachten von Kleeberg inhaltlich in vollem Umfang zu eigen. Das dem Übertragungsbericht in vollständiger Fassung als Anlage 1 beigefügte Gutachten bildet einen integralen Bestandteil des Übertragungsberichts.

Der Hauptaktionär hat die Barabfindung unter Rückgriff, auf den von Kleeberg nach dem Ertragswertverfahren ermittelten objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 i.d.F. 2026 festgelegt. Die angebotene Barabfindung entspricht dem von Kleeberg ermittelten objektivierten Unternehmenswert in Höhe von EUR 46,00 je Aktie.

Durch die ausschließliche Verwendung des Ertragswertverfahrens 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.

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

4. Bewertungsobjekt und wirtschaftliche Rahmenbedingungen

4.1 Rechtliche Grundlagen

Die Staatl. Mineralbrunnen AG mit Sitz in Bad Brückenau ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft. Sie ist beim Amtsgericht Schweinfurt unter der Nummer HRB 2544 in das Handelsregister eingetragen. Das Geschäftsjahr der Staatl. Mineralbrunnen AG entspricht dem Kalenderjahr.

Gegenstand der Staatl. Mineralbrunnen AG ist gemäß der Satzung vom 25. Juni 2025 der Betrieb der staatlichen Mineralbrunnen Bad Brückenau, die Abfüllung und der Vertrieb von Mineral- und Heilwasser, die Herstellung und der Vertrieb von alkoholfreien Getränken aller Art, der Import und Vertrieb von alkoholfreien und alkoholischen Getränken aller Art.

Das Grundkapital der Staatl. Mineralbrunnen AG beläuft sich zum Abschluss der Prüfungsarbeiten und voraussichtlich am Bewertungsstichtag auf EUR 9.392.916,00 und ist in 361.266 auf den Inhaber lautende Stückaktien ohne Nennbetrag eingeteilt. Die Gesellschaft hält seit dem Geschäftsjahr 1998/1999 und voraussichtlich am Bewertungsstichtag 8.000 eigenen Aktien. Diese eigenen Aktien sind für die Ermittlung der Aktienzahl für die Berechnung des Werts je Aktie nicht zu berücksichtigen.¹³ Die für die Berechnung des Werts je Aktie maßgebliche Anzahl der ausstehenden Aktien der Staatl. Mineralbrunnen AG beträgt somit 353.266 Stück.

Zum Abschluss der Prüfungsarbeiten hält die VFHV GmbH unmittelbar 342.674 Aktien der Staatl. Mineralbrunnen AG. Unter Berücksichtigung der von der Staatl. Mineralbrunnen AG gehaltenen eigenen Aktien entspricht die Beteiligung 97,00 % des Grundkapitals. Die verbleibenden 10.592 Aktien befinden sich im Streubesitz.

Die Aktien der Gesellschaft waren bis zu ihrem Delisting unter der ISIN DE0007251407 bzw. WKN 725140 zum Handel im Freiverkehr an der Börse München zugelassen. Mit Ablauf des 30. Dezember 2021 wurde der Handel im Freiverkehr der Börse München eingestellt.

Die Staatl. Mineralbrunnen AG unterliegt dem deutschen Steuerrecht. Zum 31. Dezember 2025 bestehen bei der Staatl. Mineralbrunnen AG auskunftsgemäß keine steuerlichen Verlustvorträge.

¹³ Vgl. BayObLG, 23. August 2023, 101 W 184/21, Tz. 55 (BeckRS); LG München I, 19. April 2023, 5 HK O 9734/222, Beschlusstext S. 95.

Gegenstand der Unternehmensbewertung ist die Staatl. Mineralbrunnen AG einschließlich ihrer 100%-igen Vertriebs-Tochtergesellschaft OGV Mineralbrunnen GmbH, Oberleichtersbach. Laut Handelsregistrauszug ist Gegenstand der OGV Mineralbrunnen GmbH der Vertrieb von Mineralwasser und sonstigen alkoholfreien Erfrischungsgetränken. Die OGV Mineralbrunnen GmbH vermarktet die Mineralwässer der Marke „Schatzquelle“ für die Staatl. Mineralbrunnen AG. Sie hat keinen eigenen operativen Geschäftsbetrieb, kein eigenes Personal und es besteht eine vollständige Abhängigkeit vom Betrieb der Staatl. Mineralbrunnen AG. Die OGV Mineralbrunnen GmbH generierte in den Jahren 2023 und 2024 Betriebsergebnisse von rund TEUR -0,3 und rund TEUR 0,9. Die Gesellschaft erwartet auch künftig keine wesentlichen positiven Ergebnisse für die OGV Mineralbrunnen GmbH. Aufgrund der untergeordneten Bedeutung bezeichnen wir im weiteren Verlauf die Staatl. Mineralbrunnen AG einschließlich ihrer Tochtergesellschaft weiterhin als Staatl. Mineralbrunnen AG.

4.2 Geschäftsmodell

Die Staatl. Mineralbrunnen AG ist eine vorwiegend lokal innerhalb Deutschlands tätige Gesellschaft. Sie bietet insbesondere eigene Mineralwässer und Erfrischungsgetränke im mittleren und höheren Preissegment an. Neben der Regionalität legt die Gesellschaft Wert auf die Individualität, die sich u.a. in einem zunehmenden Anteil von Individualflaschen zeigt. Neben der eigenen Produktion übernimmt sie Lohnabfüllungen für andere Getränkehersteller. Ergänzt wird die Geschäftstätigkeit der Staatl. Mineralbrunnen AG durch den Verkauf von Handelsware und Heilwasser sowie u.a. Transporte und Leergutverkäufe.

Das eigene Produktspektrum der Staatl. Mineralbrunnen AG umfasst Produkte der Marken Bad Brückenauer und Schatzquelle. Unter der Marke Bad Brückenauer werden vorwiegend Mineralwasser, Gourmet-Wasser sowie Erfrischungsgetränke für den gastronomischen Bereich, aromatisierte Mineralwässer und Erfrischungsgetränke für den Handel verkauft. Die gastronomischen Getränke werden ausschließlich in Glasflaschen verschiedenen Fassungsvermögens verkauft. Die weiteren Getränke werden sowohl in PET- als auch in Glasflaschen und in unterschiedlichen Gebindegrößen verkauft. Die Getränke der Marke Bad Brückenauer sind im hochpreisigen Segment angesiedelt. Unter der Marke Schatzquelle wird Mineralwasser sowohl in PET- als auch in Glasflaschen angeboten. Die Marke ist im mittleren Preissegment positioniert, der Vertrieb der Mineralwässer erfolgt durch die OGV Mineralbrunnen GmbH.

Als Lohnabfüller ist die Staatl. Mineralbrunnen AG für die Deutsche Sinalco GmbH Markenge-tränke & Co. KG, Duisburg und für die Vivaris Getränke GmbH & Co. KG, Haselünne, eine Tochtergesellschaft der Berentzen-Gruppe AG, Haselünne, mit der Marke MioMio tätig.

Die Kundenstruktur der Staatl. Mineralbrunnen AG umfasst im Wesentlichen Getränkefachgroßhändler, Filialisten des Lebensmitteleinzelhandels sowie Gastronomie- und Gewerbebetriebe im regionalen Markt.

Im Jahresdurchschnitt 2025 beschäftigte die Staatl. Mineralbrunnen AG **81 Mitarbeitende**. Davon sind 47 Mitarbeitende gewerbliche Arbeitnehmer, 28 Mitarbeitende sind Angestellte und sechs Mitarbeitende befinden sich in der Ausbildung.

4.3 Markt- und Wettbewerbsumfeld

a) Marktumfeld

Für die Analyse des makroökonomischen Umfelds verweisen wir auf die Ausführungen von Kleeberg auf den Seiten 21 ff. des Gutachtens.

Die Staatl. Mineralbrunnen AG ist auf die Abfüllung und den Vertrieb von Mineral- und Heilwasser spezialisiert. Ergänzend dazu produziert und vertreibt das Unternehmen weitere alkoholfreie Getränke, insbesondere Erfrischungsgetränke. Zusätzlich importiert und vertreibt die Gesellschaft alkoholfreie und alkoholische Getränke. Das Unternehmen ist vorrangig im Markt für Mineralwasser und alkoholfreie Getränke tätig. Die Umsätze wurden im Jahr 2025 ausschließlich in Deutschland erzielt.

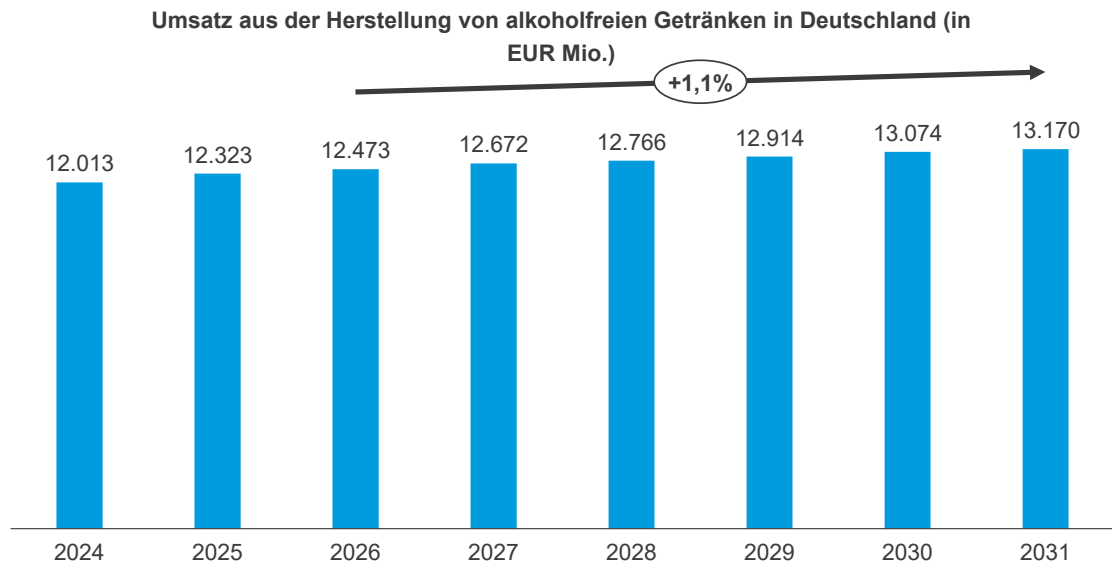
In dem Gutachten von Kleeberg wird auf den Seiten 27 ff. der Markt für Getränke (insbesondere alkoholfreie Getränke, Mineralwasser und Erfrischungsgetränke) sowie speziell der Markt für Mineralwasser analysiert. Dabei werden die Entwicklungen und das Wachstum der letzten Jahre sowie die Marktdynamiken im deutschen Markt für Mineralwasser und weitere alkoholfreie Getränke untersucht.

Im Folgenden wird das Marktumfeld im Markt für Mineralwasser und alkoholfreie Getränke analysiert. Dabei werden die Ausführungen von Kleeberg zum Marktumfeld berücksichtigt und um eigene Erkenntnisse ergänzt.

Für die Staatl. Mineralbrunnen AG ist neben den Entwicklungen im gesamten deutschen Markt für alkoholfreie Getränke insbesondere der Markt für Mineralwasser und Erfrischungsgetränke in Deutschland von Bedeutung. Zur Einordnung des relevanten Marktumfelds wird zunächst der gesamte Markt für alkoholfreie Getränke betrachtet und im Anschluss das für die Staatl. Mineralbrunnen AG besonders relevante Teilsegment Mineralwasser.

Deutscher Markt für alkoholfreie Getränke

Nachfolgend wird der im September 2025 für die Jahre 2026 bis 2030 prognostizierte Umsatz im Markt für alkoholfreie Getränke in Deutschland, ergänzt um den in den Jahren 2024 und 2025 erzielten Umsatz, dargestellt:



Quelle: IBIS World 2025, Herstellung von alkoholfreien Getränken, Industry Report.

Für den Zeitraum zwischen 2026 und 2030 wird für den deutschen Markt für alkoholfreie Getränke ein durchschnittliches jährliches Wachstum von real 1,1 % prognostiziert. Der Umsatz soll von EUR 12,5 Mrd. im Jahr 2026 auf EUR 13,2 Mrd. im Jahr 2030 anwachsen. Der dargestellte Markt umfasst die Herstellung von alkoholfreien Erfrischungsgetränken wie Limonaden oder Schorlen sowie die Gewinnung von Mineralwasser. Die umsatzstärkste Produktgruppe im Bereich der Getränkeherstellung ist Cola zusammen mit Cola-Mischgetränken.¹⁴

In den vergangenen Jahren wurde der Absatz alkoholfreier Getränke durch den starken Anstieg von Verbraucherpreisen leicht gedämpft. Daneben gewannen Alternativen wie (aufgesprudeltes) Leitungswasser an Bedeutung. Ferner wurden Eigenmarken durch den Einzelhandel ausgebaut. Zusätzlich änderte sich das Verbraucherverhalten hin zu einem gesundheitsbewussteren Konsum, der eine reduzierte Nachfrage nach herkömmlichen zuckerhaltigen Limonaden und Cola zur Folge hat. Im Gegenzug stieg der Absatz zucker- und kalorienreduzierter Limonade und Cola. Das Umsatzwachstum in der Gastronomie als wichtiger Abnehmer nach der Aufhebung von Maßnahmen zum Infektionsschutz während der Corona-Pandemie sorgte für eine positive Umsatzentwicklung mit Erfrischungsgetränken.¹⁵

¹⁴ Vgl. IBIS World 2025, Herstellung von alkoholfreien Getränken, Industry Report.

¹⁵ Vgl. IBIS World 2025, Herstellung von alkoholfreien Getränken, Industry Report.

Der Markt für Getränke weist ein geringes reales Wachstumspotenzial auf. Zusätzlich ist der Markt stark umkämpft. Discounter sind bedeutende Abnehmer alkoholfreier Getränke. Ihr Warensortiment umfasst neben Eigenmarken auch eine Vielzahl an Markenprodukten. Angesichts veränderter Verbraucherpräferenzen wird eine weiterhin steigende Nachfrage nach Eigenmarken von Supermärkten und Discountern sowie nach gesunden und regionalen Getränken erwartet. Eigenmarken werden meist durch die Branchenteilnehmer hergestellt, wobei Margen aufgrund des Preisdrucks tendenziell gering ausfallen.¹⁶

Laut Daten des Verbands Deutscher Mineralbrunnen e.V. lag der Absatz von Mineral- und Heilwasser sowie Mineralbrunnen-Erfrischungsgetränken im Jahr 2025 bei 13.198,7 Mio. Litern, wobei 10.173,8 Mio. Liter auf Mineral- und Heilwasser entfielen und 3.024,9 Mio. Liter auf Erfrischungsgetränke. Gegenüber dem Jahr 2024 stieg der Absatz mit Mineral- und Heilwasser um 2,4 %, der Absatz mit Erfrischungsgetränken sank um 2,6 %.¹⁷

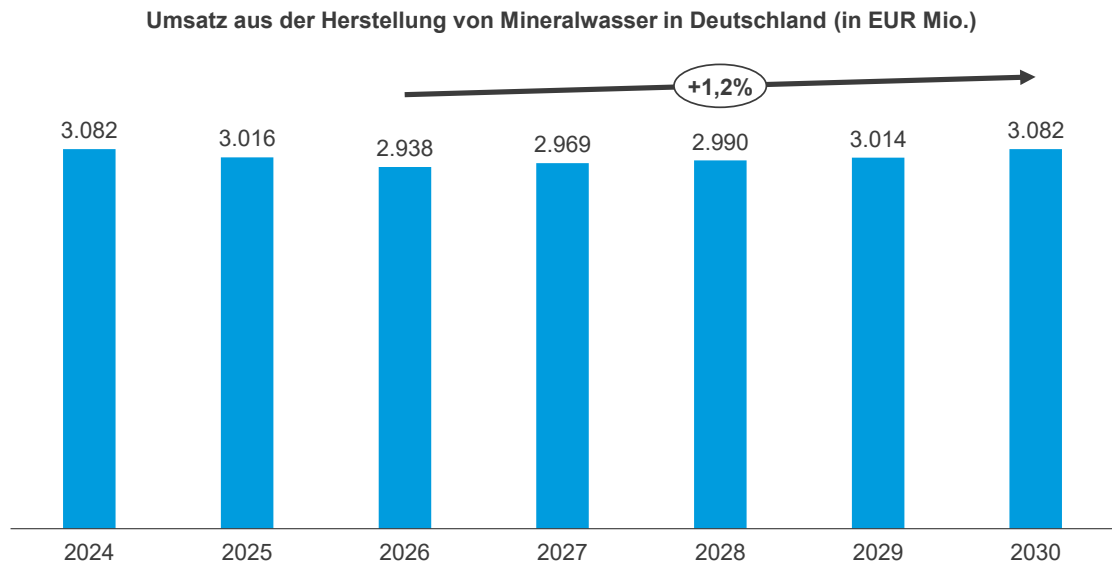
Deutscher Markt für Mineralwasser

Der deutsche Markt für Flaschenwasser ist durch intensiven Wettbewerb und einen starken Preisdruck geprägt.

Nachfolgend wird der zu Beginn des Jahres 2026 für die Jahre 2026 bis 2030 prognostizierte Umsatz im Markt für Mineralwasser in Deutschland, ergänzt um den in den Jahren 2024 und 2025 erzielten Umsatz, dargestellt:

¹⁶ Vgl. IBIS World 2025, Herstellung von alkoholfreien Getränken, Industry Report.

¹⁷ Vgl. Verband Deutscher Mineralbrunnen e.V., Mineralwasser-Absatz steigt 2025 deutlich (abgerufen am 3.6.2026).



Quelle: IBIS World 2026, Herstellung von Mineralwasser, Industry Report.

Für den Zeitraum zwischen 2026 und 2030 wird für den deutschen Markt für Mineralwasser ein durchschnittliches jährliches Wachstum von real 1,2 % prognostiziert. Der Umsatz soll von EUR 2,9 Mrd. im Jahr 2026 auf EUR 3,1 Mrd. im Jahr 2030 anwachsen. Da es sich bei Mineralwasser um ein Konsumgut des Grundbedarfs handelt, weisen die Umsätze mit Mineralwasser lediglich moderate Schwankungen auf.¹⁸ Das prognostizierte Wachstum des Marktes für Mineralwasser ist damit vergleichbar zum erwarteten Wachstum im Markt für alkoholfreie Getränke.

Unter Berücksichtigung der durchschnittlichen Inflationserwartungen der Jahre 2026 bis 2030 von rund 2,3 %¹⁹ ergeben sich im Zeitraum 2026 bis 2030 für den Markt für Mineralwasser und alkoholfreie Getränke in Deutschland überschlägig nominale Wachstumsraten in einer Größenordnung von 3,0 % bis 3,5 %.

b) Wettbewerbssituation

Die von der Staatl. Mineralbrunnen AG adressierten Märkte sind von einer hohen Wettbewerbsintensität und einer gleichzeitig begrenzten Anzahl von (potenziellen) Kunden gekennzeichnet.

¹⁸ Vgl. IBIS World 2026, Herstellung von Mineralwasser, Industry Report.

¹⁹ Vgl. Abschnitt 6.4 j, Mittelwert 2026 bis 2030, Internationaler Währungsfonds, EZB.

Der Markt für alkoholfreie Getränke wird neben Mineralbrunnen und diversen Keltereien durch Brauereien dominiert. Brauereien entwickeln sich vermehrt zu Wettbewerbern im Bereich der alkoholfreien Getränke, da sie aufgrund des Trends hin zu alkoholfreien Getränken vermehrt neben alkoholfreien Bieren weitere alkoholfreie Getränke wie Erfrischungsgetränke anbieten. Durch den Markteintritt dieser Unternehmen nimmt der Wettbewerbsdruck in der Branche für alkoholfreie Getränke weiter zu.

Neben dem starken Wettbewerbsdruck besteht ein begrenzter Kreis an Kunden, die alkoholfreie Getränke abnehmen. Im Wesentlichen sind Kunden der Hersteller alkoholfreier Getränke Supermarkt- und Discounterketten wie Aldi, die Schwarz-Gruppe, Edeka und Rewe. Die Konzentration der Kunden nimmt durch den Aufkauf kleinerer Supermärkte weiter zu.

Der Markt für **Mineralwasser** in Deutschland wird von etwa 150 Mineralbrunnen mit mehr als 500 Mineralwässern und mehr als 20 Heilwässern bedient.²⁰ Als Konkurrenzprodukt zu Mineralwasser hat sich in den vergangenen Jahren Leitungswasser etabliert. Vorteile des Konsums von Leitungswasser an Stelle von Mineralwasser liegen in Kostenvorteilen, der einfachen Verfügbarkeit sowie der umweltschonenderen Herstellung durch das Vermeiden langer Transportwege und der Produktion von Glas- und Plastikflaschen. Das Aufsprudeln von Leitungswasser dient vermehrt als Ersatz für Sprudel.²¹

Der dominierende Akteur auf dem Markt für Mineralwässer in Deutschland war im Jahr 2025 die MEG Gruppe mit einem Inlandsabsatz mit Mineralwasser und Erfrischungsgetränken von insgesamt rund 2.842 Mio. Litern. Diese produziert Getränke und Einweg-PET-Flaschen für die Eigenmarken der Schwarz-Gruppe. Dabei füllt sie unter anderem unter den Marken Saskia und Schlossblick Mineralwässer für Lidl ab und produziert für Kaufland Getränke der Marke K-Classic. An zweiter Stelle der absatzstärksten Mineralwasserhersteller stand im Jahr 2025 Refresco mit Marken wie Hella oder St. Michaelis und einer Absatzmenge im Inland von etwa 2.526 Mio. Litern. Gefolgt wird Refresco von Aldi Nord mit ca. 1.174 Mio. Litern Absatz unter Marken wie Aqua Culinaris, der Hassia-Gruppe (950 Mio. Liter), Gerolsteiner (831 Mio. Liter) und Danone (812 Mio. Liter).²²

Der Markt für Erfrischungsgetränke in Deutschland wurde im Jahr 2024 durch Coca-Cola mit einem Absatzvolumen von rund 4 Mrd. Litern dominiert, gefolgt von Refresco, der MEG Gruppe und PepsiCo.²³

²⁰ Vgl. Verband Deutscher Mineralbrunnen e.V., Mineralwasser-Fakten, Marktdaten Mineralwasser (abgerufen am 3.6.2026).

²¹ Vgl. IBIS World 2026, Herstellung von Mineralwasser, Industry Report.

²² Vgl. Lebensmittelzeitung vom 15. Mai 2026, Top 20 Mineralbrunnen in Deutschland (meist geschätzte Zahlen).

²³ Vgl. Lebensmittelzeitung vom 26. Juni 2025, Top 20 Erfrischungsgetränke-Hersteller Deutschland.

Als wesentliche direkte, lokale Wettbewerber der Staatl. Mineralbrunnen AG führt Kleeberg die Adelholzener Alpenquellen GmbH, Bad Adelholzen, die Franken Brunnen GmbH & Co. KG, Neustadt an der Aisch, die Hassia Mineralquellen GmbH & Co. KG, Bad Vilbel, und die Mineralbrunnen Überkingen-Teinach GmbH & Co. KGaA, Bad Teinach-Zavelstein, auf.

c) Vergleichsunternehmen (Peer Group)

Kleeberg hat zur Ableitung des operativen Geschäftsrisikos (Betafaktor im Rahmen der Kapitalkostenermittlung), zur Ermittlung von Börsenmultiplikatoren sowie für Wachstums- und Margen-Analysen zur materiellen externen Planungsplausibilisierung eine Gruppe von **Vergleichsunternehmen (auch „Peer Group“)** herangezogen.

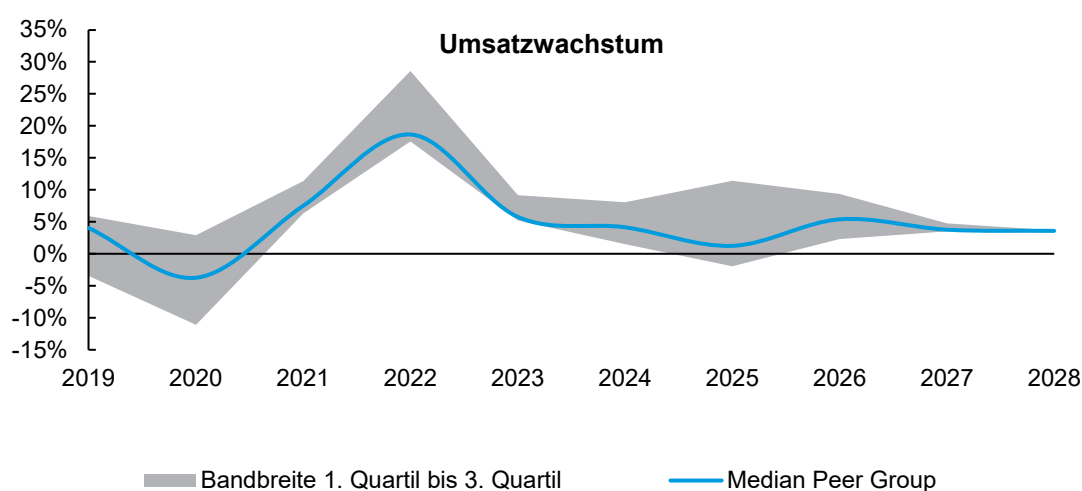
Die von Kleeberg abgeleitete Peer Group umfasst die folgenden sieben Unternehmen:

- A.G. Barr plc, Cumbernauld/Vereinigtes Königreich
- Carlsberg A/S, Kopenhagen/Dänemark
- Heineken N.V., Amsterdam/Niederlande
- Kofola ČeskoSlovensko a.s., Ostrava/Tschechien
- National Beverage Corp., Fort Lauderdale, Florida/USA
- Olvi Oyj, Iisalmi/Finnland
- Primo Brands Corp., Stamford, Connecticut/USA

Die Auswahl der Peer-Group-Unternehmen und die diesbezügliche Argumentation von Kleeberg haben wir nachvollzogen, eine Beschreibung des Auswahl- und Filterprozesses findet sich in Abschnitt 6.4 i).

Im Hinblick auf die nachfolgende Darstellung der Finanzkennzahlen der Peer-Group-Unternehmen ist zu beachten, dass die verwendeten Analystenschätzungen auf den Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg basieren. Kleeberg nutzt Daten von S&P Capital IQ, sodass die Prognosen abweichen können. Für Kofola ČeskoSlovensko a.s., Ostrava/Tschechien liegen keine Analystenprognosen für die Jahre 2026 bis 2028 vor. Für National Beverage Corp., Fort Lauderdale, Florida/USA liegen für das Jahr 2028 keine Analystenschätzungen vor. Ferner können die im Folgenden dargestellten historischen EBIT-Margen der Peer-Group-Unternehmen aufgrund anderer Referenzgrößen u.a. durch die Wahl verschiedener Rechnungslegungsgrößen von den Analysen von Kleeberg abweichen.

In der folgenden Übersicht sind die Bandbreite zwischen dem ersten und dritten Quartil²⁴ sowie der Median des Umsatzwachstums der Peer-Group-Unternehmen für den historischen Zeitraum von 2019 bis 2025 ergänzt um die von Analysten aktuell prognostizierten Wachstumsraten für die Jahre 2026 bis 2028 dargestellt. Der grau hinterlegte Bereich begrenzt das jeweilige erste und dritte Quartil der Bandbreite der Umsatzwachstumsraten.

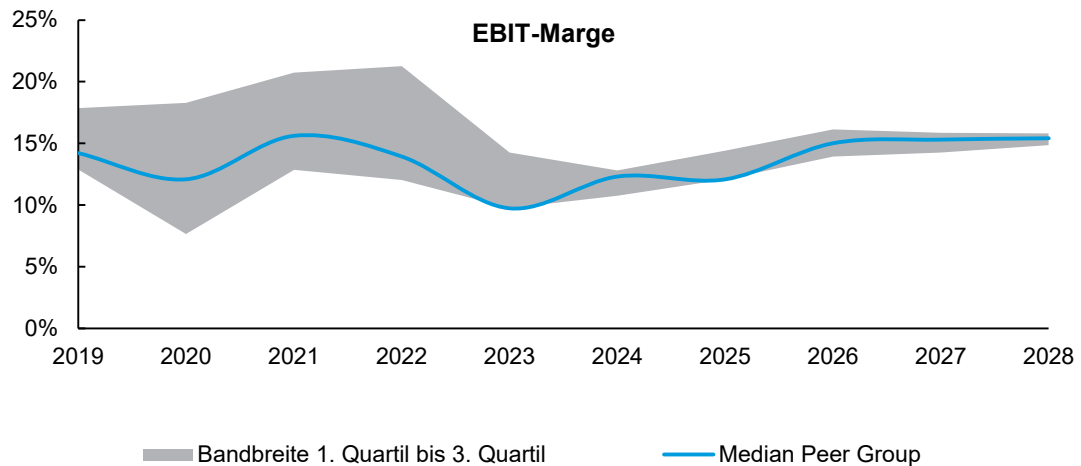


Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Bloomberg.

Die historischen Umsatzwachstumsraten der Peer-Group-Unternehmen entwickeln sich tendenziell ähnlich. Nach einem Rückgang im Jahr 2020 ins Negative zeigt sich ein Anstieg der Umsatzwachstumsraten der Vergleichsunternehmen auf im Median 18,7 % im Jahr 2022 mit anschließendem erneutem Rückgang. Für die Jahre 2026 bis 2028 werden im Median Umsatzwachstumsraten zwischen 3,6 % und 5,4 % prognostiziert.

In der folgenden Übersicht werden die Bandbreite zwischen dem ersten und dritten Quartil sowie der Median der EBIT-Margen der Peer-Group-Unternehmen für den historischen Zeitraum von 2019 bis 2025 ergänzt um die von Analysten aktuell prognostizierten EBIT-Margen für die Jahre 2026 bis 2028 dargestellt. Der grau hinterlegte Bereich begrenzt das jeweilige erste und dritte Quartil der Bandbreite der EBIT-Margen.

²⁴ 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.



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Bloomberg.

Der Peer-Group-Median der EBIT-Margen ist im historischen Zeitraum ähnlich der Umsatzentwicklung bis zum Jahr 2020 gesunken und im Anschluss angestiegen. Er erreichte bereits im Jahr 2021 den Höhepunkt in der betrachteten Historie von 15,6 %. Im Anschluss sank der Median wiederum bis zum Jahr 2023 auf 9,7 % und stieg seitdem leicht an. Für die Jahre 2026 bis 2028 werden im Median über die Peer Group EBIT-Margen zwischen 15,0 % und 15,4 % prognostiziert.

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.²⁵ 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.

²⁵ Vgl. LG München I, 19. April 2024, 5 HK O 9734/22e, Beschlusstext S. 41 f.

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

Kleeberg hat den objektivierten Unternehmenswert („Unternehmenswert“) der Staatl. Mineralbrunnen AG unter Anwendung der Ertragswertmethode nach IDW S 1 i.d.F. 2026 in der Funktion eines neutralen Gutachters ermittelt. Der Ermittlung des Unternehmenswerts liegt die nach Auskunft der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Berichtserstellung aktuelle Planungsrechnung der Staatl. Mineralbrunnen AG für die Planjahre 2026 bis 2028 zugrunde.

Die Unternehmensbewertung erfolgt bei einem Zukunftserfolgswertverfahren dadurch, dass sämtliche mit dem Unternehmensvermögen verbundenen Zukunftserfolge aus einer integrierten Zukunftserfolgsplanung für das Bewertungsobjekt abzuleiten sind.²⁶ Diese umfasst eine Bilanz-, Gewinn- und Verlustrechnung- und Cashflow-Planung.²⁷

Die im Rahmen der Unternehmensbewertung herangezogene Zukunftserfolgsplanung haben wir im Rahmen unserer Prüfung daraufhin überprüft, ob diese nach bestimmten Plausibilitätsmaßstäben nachvollziehbar und konsistent ist.

Die vorgenommene vollumfängliche Plausibilitätsbeurteilung erstreckt sich gemäß IDW S 1 i.d.F. 2026 auf folgende Plausibilitätsmaßstäbe und Analysehandlungen:²⁸

- rechnerische und formelle Plausibilität, bestehend aus der Beurteilung der rechnerischen Richtigkeit des Planungsmodells sowie der Konsistenz der Annahmen innerhalb der Zukunftserfolgsplanung,
- materielle, interne Plausibilität, bestehend aus der Gewinnung eines Verständnisses des Planungserstellungsprozesses sowie der Beurteilung der Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Annahmen der Zukunftserfolgsplanung mit den Erläuterungen der Gesellschaft sowie mit der Ist-Entwicklung in der Vergangenheit und den Unternehmenspotenzialen zum Stichtag, und
- materielle, externe Plausibilität, bestehend aus der Beurteilung der Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Annahmen der Zukunftserfolgsplanung auf Basis von Marktanalysen und Wettbewerbsanalysen.

²⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 46.

²⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 66.

²⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 75.

Unsere Prüfungshandlungen haben wir auf Vergangenheitsanalysen, Erläuterungen zur Planungsrechnung durch den Vorstand, Arbeitsunterlagen von Kleeberg 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.²⁹ Dagegen kann eine unvertretbare und damit unplausible Planung vorliegen, wenn sie einseitige, systematische Verzerrungen aufweist oder wenn bei entsprechender Marktkontinuität ein bisher auch in den besten oder schlechtesten Zeiten nie erreichtes Niveau ohne nachvollziehbare Begründung geplant worden ist.³⁰

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

Für die Vergangenheitsanalysen lagen uns insbesondere die Prüfungsberichte der Jahresabschlüsse der Staatl. Mineralbrunnen AG für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 vor. Wesentliche Einflussfaktoren wurden uns vom Vorstand in Gesprächen ergänzend erläutert.

Zur Prüfung der Unternehmensbewertung haben wir die von Kleeberg in elektronischer Form zur Verfügung gestellten Bewertungsmodelle, das Gutachten sowie weitere Bewertungsunterlagen herangezogen. Zu Einzelfragen wurde uns jeweils mündlich und/oder in schriftlicher Form Auskunft erteilt. Bei der Beurteilung der methodischen Vorgehensweise haben wir geprüft, ob die Grundsätze des IDW S 1 i.d.F. 2026 beachtet worden sind. Den Kapitalisierungszinssatz haben wir anhand der Arbeitsunterlagen von Kleeberg sowie auf Basis öffentlich zugänglicher Kapitalmarktdaten geprüft. Auf der Grundlage der zur Verfügung gestellten Vergangenheitsinformationen sowie durch eine Befragung der uns benannten Auskunftspersonen haben wir untersucht, ob nicht betriebsnotwendiges Vermögen bzw. weiteres gesondert zu bewertendes Vermögen zu erfassen ist.

²⁹ Vgl. OLG Düsseldorf, 25. Februar 2020, 26 W 7/18, Tz. 39 (BeckRS).

³⁰ 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).

Bei der Überprüfung der Ertragswertermittlung haben wir folgende Prüfungsschwerpunkte festgelegt:

1. Vollständigkeit der Abbildung des Bewertungsobjekts,
2. Analyse des Markt- und Wettbewerbsumfeldes,
3. Bereinigungen im Rahmen der Vergangenheitsanalyse,
4. zutreffende Anwendung des IDW S 1 i.d.F. 2026,
5. Plausibilität der verabschiedeten Planung unter Berücksichtigung aktueller Entwicklungen,
6. Ableitung der Konvergenz- bzw. Grobplanungsphase sowie des nachhaltigen Ergebnisses, der nachhaltigen Thesaurierung und nachhaltigen preisbedingten Wachstumsrate,
7. Zusammenstellung der Peer Group und Ableitung des Betafaktors.

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

Zusätzlich zum Ertragswert bei Annahme der Fortführung der Staatl. Mineralbrunnen AG hat Kleeberg einen Liquidationswert ermittelt. Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die Ermittlung des Liquidationswerts von Kleeberg inhaltlich sowie rechnerisch nachvollzogen.

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

6.1 Anlassbezogener objektivierter Unternehmenswert gemäß IDW S 1

a) Grundlagen

In Theorie, Praxis und Rechtsprechung besteht heute Einigkeit, dass es einen „objektiven, allgemeingültigen“ Unternehmenswert nicht gibt. Vielmehr bestimmt der Bewertungsanlass den damit verbundenen Bewertungszweck und darüber auch das jeweilige Wertkonzept. Das Wertkonzept legt gemäß IDW S 1 i.d.F. 2026 fest, aus welcher Perspektive das Bewertungsobjekt betrachtet wird und welchen konzeptionellen Anforderungen die Bewertung zu entsprechen hat. Dazu unterscheidet IDW S 1 i.d.F. 2026 die folgenden Wertkonzepte: Objektivierter Unternehmenswert, plausibilisierter Entscheidungswert, Schiedswert.³¹

In Abhängigkeit vom jeweiligen Wertkonzept 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.

Daneben definiert die Funktion des Wirtschaftsprüfers gemäß IDW S 1 i.d.F. 2026, welche Verantwortung er hinsichtlich des Umfangs der im Rahmen der Bewertung verwendeten Informationen und der Plausibilitätsbeurteilung der der Zukunftserfolgsplanung zugrunde gelegten Annahmen, des Planungsmodells sowie des sich ergebenden Unternehmenswerts übernimmt.³² In Abhängigkeit vom Umfang der Plausibilitätsbeurteilung der für das Bewertungsergebnis wesentlichen Annahmen und des Planungsmodells sowie der Verantwortung hinsichtlich der Plausibilität des sich ergebenden Unternehmenswerts werden die folgenden Funktionen unterschieden: Neutraler Gutachter, Neutraler Sachverständiger, Berater.³³

Daher setzt eine sachgerechte Unternehmenswertermittlung voraus, dass im Rahmen der Auftragserteilung festgelegt wird, in welcher Funktion der Wirtschaftsprüfer tätig wird und welches Wertkonzept einschlägig ist, um daraus die dem jeweiligen Bewertungszweck entsprechenden Annahmen und Typisierungen herleiten zu können.

³¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 18.

³² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 23.

³³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 24.

Nach herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis ist die angemessene Barabfindung aus objektivierten Unternehmenswerten abzuleiten.³⁴ Der objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus der Perspektive von typisierten Eigenkapitalgebern dar, die über die Verhältnisse des Unternehmens und des Markts umfassend informiert sind, rein finanzielle Interessen verfolgen und im Ergebnis keinen einseitigen Einfluss auf den Unternehmenswert haben (Perspektive atomistischer Anteilseigner). Bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts sind die Verhältnisse des Unternehmens und des Markts zum Bewertungsstichtag sowie die hierauf aufbauenden Erwartungen heranzuziehen. Die Prognose der Zukunftserfolge hat ausgehend von dem vom Management verfolgten Geschäftsmodell mit realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren zu erfolgen.³⁵ Dabei werden die individuellen Bewertungsgrundlagen durch objektivierte und auf Plausibilität beurteilte Bewertungsannahmen ersetzt. Individuelle Verhältnisse der Eigenkapitalgeber werden nicht berücksichtigt.³⁶

In dem Gutachten von Kleeberg wird eine Ermittlung des (anlassbezogenen)³⁷ objektivierten Unternehmenswerts in der Funktion des neutralen Gutachters gemäß IDW S 1 i.d.F. 2026 vorgenommen.

In der Funktion des neutralen Gutachters ist eine vollumfängliche Plausibilitätsbeurteilung der wesentlichen Annahmen sowie des Planungsmodells vorzunehmen und auf dieser Basis ein in seiner Gesamtbeurteilung plausibler Unternehmenswert abzuleiten. Vollumfängliche Plausibilitätsbeurteilung bedeutet im Sinne des IDW S 1 i.d.F. 2026, dass der Bewerter die wesentlichen Annahmen sowie das Planungsmodell und den sich ergebenden Unternehmenswert unter Anwendung der folgenden in IDW S 1 i.d.F. 2026 konkretisierten Plausibilitätsmaßstäbe beurteilt hat:³⁸ Rechnerische und formelle Plausibilität; materielle interne Plausibilität sowie materielle externe Plausibilität. Diese genannten Plausibilitätsmaßstäbe finden sich auch bereits in dem IDW Praxishinweis 2/2017, der von Kleeberg auftragsgemäß beachtet wurde.³⁹

³⁴ Vgl. 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, 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22, Beschlusstext S. 27.

³⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 77.

³⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 19.

³⁷ Vgl. hierzu unten unter 6.1 b) Synergieeffekte.

³⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 24.

³⁹ Vgl. Kleeberg, Gutachten, S. 12, 105.

b) Zukunftserfolgswert (Ertragswert)

Der Wert eines Unternehmens für die Kapitalgeber ist auf Basis der künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens zu ermitteln (Zukunftserfolgswert).⁴⁰ Der Unternehmenswert lässt sich direkt (einstufig) durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Zukunftserfolge des Unternehmens ermitteln (Nettoverfahren). Diesem Vorgehen entsprechen das Ertragswertverfahren, das Dividend Discount Model und der (Flow to) Equity-Ansatz. Der Unternehmenswert kann ebenso indirekt (mehrstufig) ermittelt werden (Bruttoverfahren). Dabei wird in einem ersten Schritt der Unternehmensgesamtwert durch Diskontierung der den Eigen- und Fremdkapitalgebern gemeinsam zustehenden Zukunftserfolge des Unternehmens bestimmt, von dem in einem zweiten Schritt der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen wird. Diese Vorgehensweise liegt dem Adjusted Present Value (APV)-Ansatz, dem Weighted Average Cost of Capital Free Cashflow (WACC-FCF)-Ansatz sowie dem WACC-Total Cashflow (TCF)-Ansatz zugrunde. Bei allen Verfahren sind die Zukunftserfolge mit einem adäquaten Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren; Zähler und Nenner des Bewertungskalküls müssen insoweit aufeinander abgestimmt sein. Bei konsistenter Anwendung führen sämtliche dieser Verfahren stets zu identischen Unternehmenswerten.⁴¹

Im vorliegenden Fall wurde der objektivierte Unternehmenswert von Kleeberg nach dem in der Praxis aktien- und umwandlungsrechtlicher Strukturmaßnahmen am meisten verbreiteten und von der Rechtsprechung anerkannten Ertragswertverfahren ermittelt.

Kleeberg hat nach unserer Einschätzung den Ertragswert rechnerisch richtig ermittelt (vgl. Abschnitt 6.4 k)).

Da bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung und des Risikogehalts der Tax Shields sowie bei Verwendung geeigneter Formeln zur Anpassung des Betafaktors an die Kapitalstruktur, die Discounted-Cashflow-Verfahren und das Ertragswertverfahren zu gleichen Unternehmenswerten führen,⁴² ist eine vertiefte Auseinandersetzung in diesem Prüfungsbericht zu einer Darstellung des objektivierten Unternehmenswerts nach einem alternativen Discounted-Cashflow-Verfahren nicht erforderlich.

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Zukunftserfolge des Unternehmens auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage, die dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.⁴³ Um einen für Dritte nachvollziehbaren Unternehmenswert zu

⁴⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 34.

⁴¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 13.

⁴² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 128.

⁴³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 108.

ermitteln, kommen als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensanteile (in Form eines Aktienportfolios) in Betracht.⁴⁴ Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und einen von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderten Risikozuschlag zerlegen.

Die von Kleeberg im Rahmen der Ertragswertermittlung angesetzten Kapitalisierungszinssätze sind nach unserer Einschätzung nachvollziehbar abgeleitet worden und betragsmäßig angemessen (vgl. Abschnitt 6.4 g)).

Bei Sachverhalten, die im Rahmen der Ableitung der Zukunftserfolge aus der Managementplanung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden, sind entweder die Zukunftserfolge so anzupassen, dass eine vollständige Abbildung erreicht wird, oder sie sind dem Zukunftserfolgswert als gesondert bewertetes Vermögen hinzuzurechnen.⁴⁵

Das von Kleeberg angesetzte gesondert bewertete Vermögen ist nach unserer Einschätzung nachvollziehbar abgeleitet worden und betragsmäßig angemessen (vgl. Abschnitt 6.5).

Synergieeffekte

Das wirtschaftliche Zusammenwirken zweier oder mehrerer Unternehmen (wirtschaftlicher Verbund) kann zu positiven oder negativen Veränderungen der Zukunftserfolge führen, sodass die im Verbund erwarteten Zukunftserfolge von der Summe der jeweiligen isolierten Zukunftserfolge abweichen („Synergien“).

IDW S 1 i.d.F. 2008⁴⁶ unterscheidet zwischen **echten und unechten Synergien**. Echte Synergien ergeben sich erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme. Mit anderen Worten werden mit dem Begriff „echte Synergien“ die wirtschaftlichen Effekte beschrieben, die erst aufgrund bzw. durch die Durchführung der Strukturmaßnahme (bspw. eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags oder eines Squeeze-out) realisiert werden können. Dagegen sind sogenannte unechte Synergieeffekte dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne die Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen.⁴⁷ Bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts im Sinne des IDW S 1 i.d.F. 2008 sind nur die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten zu berücksichtigen; jedoch nur

⁴⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 114.

⁴⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 47.

⁴⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 34 und Tz. 50. Vgl. zur Abgrenzung ausführlich Popp, Der Konzern 2023, S. 58, 65 f.; Popp, Der Konzern 2024, S. 111 ff.; 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.

⁴⁷ Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. C, Tz. 120.

insoweit, als die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind.⁴⁸

Das Begriffspaar „echte“ und „unechte“ Synergien findet sich in **IDW S 1 i.d.F. 2026** nicht mehr. IDW S 1 i.d.F. 2026 wurde am 8. April 2026 in der IDW Life 4/2026 veröffentlicht und ist auf Bewertungsstichtage nach seiner Veröffentlichung anzuwenden. Es stellt sich die Frage, wie bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts als Schätzgrundlage für den „wahren“ Wert zukünftig im Hinblick auf die Berücksichtigung von Synergien vorzugehen ist.

IDW S 1 i.d.F. 2026 hält im Zusammenhang mit der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts folgendes fest:

Soweit zum Bewertungsstichtag ein wirtschaftlicher Verbund bereits verwirklicht ist, sind bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts gemäß IDW S 1 i.d.F. 2026 die zu erwartenden Zukunftserfolge aus diesem Verbund im Rahmen der Zukunftserfolgsplanung und ihrer Plausibilitätsbeurteilung zu berücksichtigen.⁴⁹ Da es sich hierbei um Effekte handelt, die ohne die Durchführung der Strukturmaßnahme realisiert werden können, handelt es sich dabei im Grunde um „unechte“ Synergien im Sinne des IDW S 1 i.d.F. 2008, die demnach auch nach IDW S 1 i.d.F. 2026 weiterhin zu berücksichtigen sind.

Soweit zum Bewertungsstichtag die konkrete Möglichkeit und Erwartung besteht, einen solchen wirtschaftlichen Verbund neu einzugehen, zu intensivieren oder zu erweitern, ist nach der Neufassung des IDW S 1 i.d.F. 2026 unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen zu entscheiden, ob und in welcher Höhe zusätzliche positive oder negative Auswirkungen auf die Zukunftserfolge („Synergien“) zu berücksichtigen sind. Dabei ist darauf abzustellen, ob eine solche Maßnahme aus der Perspektive umfassend informierter Eigenkapitalgeber mit ausschließlich finanzieller Zielsetzung und ohne einseitigen Einfluss auf den Unternehmenswert zu erwarten wäre. Die Maßnahme und die aus ihr erwarteten Zukunftserfolge müssen ferner plausibel sein.⁵⁰ Sofern Synergien aus einem (noch nicht verwirklichten zukünftigen) neuen, intensivierten oder erweiterten Verbund berücksichtigt werden sollen, sind diese angemessen aufzuteilen. Dabei sind interne Faktoren (u.a. Managementplanung und deren Dokumentation) sowie externe Faktoren (z.B. Kapitalmarkt, Übernahmeprämien, Verhandlungslösungen) zu berücksichtigen. Eine Aufteilung von Synergien, die unabhängige, nicht dominierte und im Interesse der Anteilseigner handelnde Verhandlungspartner einvernehmlich festlegen, kann berücksichtigt werden. Die Aufteilung der Synergien ist einzelfallabhängig anhand nachvollziehbarer Kriterien und unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen vorzunehmen. In Abhängigkeit vom jeweiligen Einzelfall können sachgerechte Typisierungen

⁴⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 34.

⁴⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 81.

⁵⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 82.

erforderlich sein. Ferner ist zu untersuchen, ob diese Synergien zeitlich begrenzt oder nachhaltig zu erwarten sind.⁵¹

Bei der **Anwendung des IDW S 1 i.d.F. 2026** ist zu beachten, dass dieser allgemeine Bewertungsgrundsätze darstellt, gleichzeitig aber jeder Bewertungsfall seine eigene fachgerechte Vorgehensweise verlangt. Insbesondere hat der Bewerter bzw. Angemessenheitsprüfer im Rahmen einer normzweckadäquaten Anwendung des IDW S 1 i.d.F. 2026 die rechtlichen Rahmenbedingungen des jeweiligen Bewertungsanlasses zu würdigen. Vor diesem Hintergrund weist IDW S 1 i.d.F. 2026 in den Vorbemerkungen darauf hin, dass die Grundsätze nur den Rahmen festlegen, in dem die eigenverantwortliche Vorgehensweise im Einzelfall liegen muss. Legt der Wirtschaftsprüfer im konkreten Bewertungsfall aufgrund von rechtlichen Rahmenbedingungen des Bewertungsanlasses bei einzelnen Vorgaben von den in IDW S 1 i.d.F. 2026 ausgeführten Grundsätzen abweichende Vorgehensweisen zugrunde, hat er demnach sämtliche weiteren Grundsätze des Standards zu beachten und die Abweichungen unter Hinweis auf die maßgeblichen rechtlichen Rahmenbedingungen offenzulegen und zu begründen.⁵² Diese gegenüber IDW S 1 2008 (und auch IDW ES 1 2024) neue allgemeine Öffnungsklausel eröffnet damit explizit die Möglichkeit für **anlassbezogen interpretierte (objektivierte) Unternehmenswerte**.

Darüber hinaus weist IDW S 1 i.d.F. 2026 im Abschnitt zur Berücksichtigung von Synergien bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts darauf hin, dass im konkreten Bewertungsfall von den oben dargestellten Grundsätzen abgewichen werden kann, wenn dies aufgrund von rechtlichen Rahmenbedingungen des Bewertungsanlasses erforderlich ist. Abweichungen sind entsprechend anzugeben und zu begründen.⁵³

Nach der **einheitlichen Rechtsprechung** sind bei der Ermittlung einer angemessenen Abfindung bzw. Ausgleichszahlung echte Synergien bzw. allgemeiner alle Effekte, die sich erst durch die Durchführung der Strukturmaßnahme selbst ergeben, nicht zu berücksichtigen. Entsprechend werden bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts bei diesen Bewertungsanlässen nur die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten berücksichtigt und auch nur insoweit, als die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind.⁵⁴ Der Einbezug echter Synergien ist dagegen im Rahmen der objektivierten Bewertung zur

⁵¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 83.

⁵² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 4.

⁵³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 84.

⁵⁴ 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).

Abfindungs- bzw. Ausgleichsbemessung im Einklang mit der herrschenden Meinung der Rechtsprechung nicht angezeigt.⁵⁵

Unter Berücksichtigung der Rechtsprechung ist demnach vorliegend der (in diesem Sinne) **anlassbezogene objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 i.d.F. 2026** (weiterhin) unter Abstraktion von den Effekten aus der Strukturmaßnahme zu ermitteln. Wenn in der Folge in diesem Prüfungsbericht ohne den Zusatz „anlassbezogen“ vom „Objektivierten Unternehmenswert“ nach IDW S 1 i.d.F. 2026 gesprochen wird, ist damit der im Hinblick auf den Bewertungsanlass Squeeze-out anlassbezogene bzw. normzweckadäquate Objektivierte Unternehmenswert gemeint.

Im Rahmen unserer Arbeiten haben wir die Synergiethematik erörtert. Die VFHV GmbH beabsichtigt die vollständige Integration der Staatl. Mineralbrunnen AG, um die Zusammenarbeit zwischen der VFHV GmbH und der Staatl. Mineralbrunnen AG zu vereinfachen. Nach den uns erteilten Auskünften und unseren im Rahmen der Prüfungsarbeiten gewonnenen Erkenntnisse liegen – auch unabhängig von der Durchführung des Squeeze-out – keine bewertungsrelevanten Synergieeffekte vor.

⁵⁵ Vgl. OLG München, 19. Januar 2022, 31 Wx 366/17, Beschlusstext S. 18; OLG Hamburg, 23. September 2021, 13 W 87/18, Beschlusstext S. 15; OLG Düsseldorf, 8. Juli 2021, 26 W 10/20, Beschlusstext S. 20; OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 41; OLG Düsseldorf, 24. September 2020, 26 W 5/16, Tz. 56 (BeckRS); OLG Stuttgart, 3. März 2020, 20 W 2/17, Beschlusstext S. 21; OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16, Tz. 81 (BeckRS); OLG Zweibrücken, 14. August 2018, 9 W 4/14, Beschlusstext S. 21; OLG München, 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, Tz. 46 (BeckRS); OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 61 (BeckRS).

Gewinnverwendungspolitik

Die Gewinnverwendungspolitik wird von der Rechtsprechung als unternehmerische Entscheidung des Vorstands der Gesellschaft gesehen,⁵⁶ die nicht dahingehend zu überprüfen sei, ob sie sich gewinnmaximierend auswirkt.⁵⁷

Gemäß IDW S 1 i.d.F. 2026 ist bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte von der Ausschüttung bzw. Ausschüttbarkeit derjenigen Zukunftserfolge auszugehen, die unter Berücksichtigung der zum Bewertungsstichtag erwarteten Entwicklung des Geschäftsmodells und der rechtlichen Restriktionen für Ausschüttungen zur Verfügung stehen.⁵⁸

Die Aufteilung der Zukunftserfolge auf Ausschüttungen bzw. ausschüttbare Überschüsse und Thesaurierungen ist in der Detailplanungs- und Übergangsphase auf Basis des individuellen Geschäftsmodells vorzunehmen. Dabei sind die bisherige und die geplante Ausschüttungspolitik, die geplante Eigenkapitalausstattung und die steuerlichen Rahmenbedingungen zu reflektieren. Sofern für die Verwendung thesaurierter Beträge keine Planungen vorliegen und auch die Investitionsplanung keine konkrete Verwendung vorsieht, ist eine sachgerechte Prämisse zur Mittelverwendung zu treffen.⁵⁹

Im Rahmen des nachhaltigen Ergebnisses ist grundsätzlich anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage (Markterwartungen) ist, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind. Für die thesaurierten Beträge ist die Annahme einer kapitalwertneutralen Verwendung zu treffen.⁶⁰

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.

⁵⁶ 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).

⁵⁷ 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.

⁵⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 85.

⁵⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 86.

⁶⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 87.

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.⁶¹ 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**⁶² (auch „Wachstumsfinanzierung“⁶³). Der Betrag der sog. Wachstumsthesaurierung ergibt sich – bei bilanzieller Betrachtung – aus dem Produkt der Wachstumsrate und dem wirtschaftlichen Eigenkapital zum Ende der Planungsphase.⁶⁴

Das geplante Ausschüttungsvolumen wird im sog. **Wertbeitrag aus Ausschüttungen** abgebildet. Im Rahmen der Fortführungsphase (so genannte ewige Rente) wird regelmäßig die typisierende Annahme getroffen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist.⁶⁵

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,⁶⁶ 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.⁶⁷

Die von Kleeberg getroffenen Annahmen zur Gewinnverwendungspolitik sowie zur Höhe der angesetzten Wachstumsthesaurierung sind nach unseren Erkenntnissen nachvollziehbar und berücksichtigen die rechtlichen Rahmenbedingungen der Gesellschaft (vgl. Abschnitt 6.4 f)).

⁶¹ Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 455.

⁶² 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.

⁶³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 126.

⁶⁴ Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.78.

⁶⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 87.

⁶⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 129.

⁶⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 129.

Steuerbelastung der Anteilseigner

Der objektivierte Unternehmenswert ist aus den erwarteten Zukunftserfolgen des Unternehmens abzuleiten, wie sie den Eigenkapitalgebern des Unternehmens zufließen. Daher ist grundsätzlich auf den Nettozufluss abzustellen, sodass sämtliche Steuerzahlungen unabhängig von der Ebene ihres Anfalls zu berücksichtigen sind. Somit ist es sachgerecht, die Zukunftserfolge neben Unternehmenssteuern auch um die persönlichen Ertragsteuern der Eigenkapitalgeber zu kürzen.⁶⁸

Dabei wird im Fall gesetzlicher und vertraglicher Bewertungsanlässe, bei denen auf die Interessen von abzufindenden Gesellschaftern abzustellen ist, der objektivierte Unternehmenswert aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Eigenkapitalgeber vorgenommen.⁶⁹ Da die Ermittlung des Unternehmenswerts aus der Sicht der Eigenkapitalgeber erfolgt, sind die Steuerbelastungen der Eigenkapitalgeber auf die **Dividenden** sowie die **Veräußerungsgewinne** zu berücksichtigen. Auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes sind die steuerlichen Wirkungen auf Ebene der Eigenkapitalgeber zu berücksichtigen. In einem solchen Fall kann die Renditeforderung auf Basis des Tax-CAPM ermittelt werden.⁷⁰

Darüber hinaus ist die Berücksichtigung der Steuerfolgen **inflationsbedingter Veräußerungsgewinne** bei der Ableitung der Zukunftserfolge (Nettoeinnahmen) in der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung anerkannt.⁷¹ Alternativ ist rechentechnisch ein Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im Nenner möglich.⁷²

Kleeberg hat die Steuerbelastung der Anteilseigner nach unserer Einschätzung angemessen berücksichtigt (vgl. Abschnitt 6.4 f)).

⁶⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 90.

⁶⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 91.

⁷⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 122.

⁷¹ 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.

⁷² 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.

Gesondert bewertetes Vermögen

Materielle oder immaterielle Vermögenswerte oder Gruppen von Vermögenswerten, die im Rahmen der Ableitung der Zukunftserfolge nicht oder nur unvollständig abgebildet werden, sind dem Zukunftserfolgswert als gesondert bewertetes Vermögen hinzuzurechnen.⁷³ Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen kommen dafür u.a. bestimmte Finanzaktiva wie Beteiligungen, steuerliche Effekte, Pensionsverpflichtungen und Verwässerungseffekte aus Wandelanleihen bzw. Aktienoptionsprogrammen in Frage.

Das gesondert bewertete Vermögen ist durch den erzielbaren Veräußerungserlös abzüglich erforderlicher Veräußerungskosten sowie steuerlicher Folgen zu bestimmen. Soweit dem gesondert bewerteten Vermögen Schulden zuzurechnen sind, muss der aus der Veräußerung erzielbare Veräußerungspreis um die bei der Ablösung der zugehörigen Schulden anfallenden Auszahlungen gekürzt werden.⁷⁴

Inwieweit Steuern auf der Eigentümerebene zu berücksichtigen sind, hängt von der beabsichtigten Verwendung der erzielten Erlöse ab. Wird von einer Ausschüttung der erzielten Veräußerungserlöse ausgegangen, erfordert dies die Berücksichtigung (typisierter) persönlicher Ertragsteuern der Anteilseigner.⁷⁵

Kleeberg hat den Wert gesondert bewerteter Vermögenswerte nach unseren Erkenntnissen angemessen abgeleitet (vgl. Abschnitt 6.5).

⁷³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 47.

⁷⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 47 f.

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

c) Liquidations- und Substanzwert

Nach IDW S 1 i.d.F. 2026 ist grundsätzlich der Liquidationswert anstelle des Zukunftserfolgs werts heranzuziehen, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Liquidation des gesamten Unternehmens den Ertragswert bei Annahme der Fortführung des Unternehmens übersteigt und nicht ein rechtlicher oder faktischer Zwang zur Unternehmensfortführung besteht.⁷⁶

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

Nach den uns erteilten Auskünften besteht nicht die Absicht die Staatl. Mineralbrunnen AG zu liquidieren. Auch sind die Ertragsaussichten nach der Planungsrechnung nicht auf Dauer negativ und die Betriebsfortführung erscheint nicht unvertretbar. Vor diesem Hintergrund kommt es nach der Rechtsprechung vorliegend auf den Liquidationswert nicht an. Auch ergeben sich nach den uns von der Gesellschaft zu möglichen Konsequenzen einer Liquidation erteilten ergänzenden Auskünften keine Hinweise dafür, dass der Liquidationswert oberhalb des Fortführungswerts liegen könnte.

⁷⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 15.

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

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

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

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

Im Gegensatz zum Liquidationswert ist der Substanzwert gemäß IDW S 1 i.d.F. 2026 sowohl für die Ermittlung des Gesamtwerts eines fortzuführenden erwerbswirtschaftlichen Unternehmens als auch für den Fall einer beabsichtigten Liquidation im Regelfall ohne Aussagewert.⁸¹ Bei einer anzunehmenden Liquidation ist nicht der Substanz-, sondern der Liquidationswert anzusetzen.

d) Vergleichsorientierte Bewertung

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

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

Multiplikator-Bewertungen stellen nur vereinfachte Wertfindungen dar und können allenfalls zur Plausibilitätsbeurteilung zukunfts erfolgswertorientierter Bewertungen dienen.⁸² Nach Auffassung des OLG Stuttgart kann eine Multiplikatoranalyse allenfalls das Ergebnis einer fundamentalen Bewertung bestätigen, nicht aber widerlegen.⁸³

Kleeberg hat ergänzend zu der analytischen Bewertung nach der Ertragswertmethode sowie der Ermittlung des Liquidationswerts eine vergleichsorientierte Bewertung anhand von

⁸¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 16 und Tz. 157; OLG Stuttgart, 14. September 2011, 20 W 6/08, Tz. 202 (juris); OLG Düsseldorf, 28. Januar 2009, 26 W 7/07, AG 2009, S. 667, 668; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.198; Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 29; LG Berlin, 3. Dezember 2021, 102 O 46/14, Beschlusstext S. 82; LG München I, 27. August 2021, 5 HK O 5884/20, Beschlusstext S. 72.

⁸² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 140; OLG Düsseldorf, 11. Dezember 2025, 26 W 5/21, Hinweisbeschluss, Beschlusstext S. 16; OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16, Tz. 139 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 29. Oktober 2018, 26 W 13/17, Tz. 55 (BeckRS); kritisch zur Aussagekraft: OLG Frankfurt, 17. Januar 2017, 21 W 37/12, Tz. 146 (BeckRS); OLG Frankfurt 2. Mai 2011, 21 W 3/11, Tz. 83 (juris); OLG Frankfurt, 15. Februar 2010, 5 W 52/09, Tz. 105 (juris); LG München I, 2. Dezember 2016, 5 HK 5781/15, Tz. 62 (juris).

⁸³ Vgl. OLG Stuttgart, 16. Dezember 2024, 20 W 27/20, Tz. 112 (BeckRS); OLG Stuttgart, 11. Januar 2021, 20 W 10/19, Tz. 71 (BeckRS).

Börsenmultiplikatoren vorgenommen. Für die Ermittlung der Börsenmultiplikatoren wurde eine Vergleichsgruppe börsennotierter Unternehmen herangezogen. Daneben hat Kleeberg eine vergleichsorientierte Bewertung anhand der vom FINANCE Magazin publizierten Multiplikatoren in der Branche Nahrungs- und Genussmittel vorgenommen. Als Bezugsgröße hat Kleeberg jeweils auf das EBIT abgestellt.

Wir haben die Berechnungen von Kleeberg nachvollzogen. Die angebotene Barabfindung liegt innerhalb der von Kleeberg auf Basis der Multiplikatoren ermittelten Bandbreite.

e) Vorerwerbe durch den Hauptaktionär

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

Eine vergleichbare Entscheidung hat der EuGH am 15. Oktober 2009⁸⁷ getroffen. Nach Auffassung des EuGH enthält das Gemeinschaftsrecht keinen Rechtsgrundsatz, durch den die Minderheitsaktionäre dahingehend geschützt sind, dass der Hauptaktionär verpflichtet ist, deren Aktien zu den gleichen Bedingungen aufzukaufen wie die, die beim Erwerb einer Beteiligung vereinbart wurden, mit der der Hauptaktionär die Kontrolle erlangt oder seine Kontrolle verstärkt hat. Dass Preisen, die der Hauptaktionär zahlt, in der Regel keine Relevanz für die angemessene Abfindung zukommt, wurde ebenfalls ausdrücklich vom BGH⁸⁸, dem OLG München⁸⁹, dem OLG

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

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

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

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

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

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

Düsseldorf⁹⁰, dem OLG Stuttgart⁹¹, dem OLG Frankfurt⁹², dem Thüringer OLG⁹³, dem OLG Karlsruhe⁹⁴ sowie dem OLG Hamburg⁹⁵ festgehalten.⁹⁶

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

Das OLG Frankfurt hat klargestellt, dass Vorerwerbspreisen in der Regel für die Abfindungsbeurteilung keine Bedeutung zukomme.⁹⁷ Allerdings stünde dieser Regelfall einer Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen als Marktpreisen im Rahmen der Schätzung gem. § 287 ZPO im Einzelfall nicht entgegen. Dies gelte insbesondere dann, wenn ein „erhöhter“ Preis (gemeint ist ein enthaltener Paketzuschlag) nicht festgestellt werden könne.⁹⁸ Der Referenzpunkt ist gesondert festzustellen.⁹⁹

6.2 Bewertungsstichtag

Als Bewertungsstichtag wurde der 20. August 2026 gewählt. Dies ist nach § 327b Abs. 1 AktG zutreffend, da dies der Tag ist, an dem die Hauptversammlung der Staatl. Mineralbrunnen AG über die Übertragung der Aktien beschließen soll.

⁹⁰ Vgl. OLG Düsseldorf, 11. Dezember 2025, 26 W 5/21, Hinweisbeschluss, Beschlusstext S. 4; OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21, Tz. 183 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 22. März 2018, 26 W 20/14, Tz. 58 (BeckRS); OLG Düsseldorf, 12. November 2015, 26 W 9/14, Tz. 43 (BeckRS).

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

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

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

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

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

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

⁹⁷ Vgl. OLG Frankfurt, 26. Mai 2023, 21 W 119/22, Beschlusstext S. 31.

⁹⁸ Vgl. OLG Frankfurt, 13. September 2021, 21 W 38/15, Tz. 32 (BeckRS).

⁹⁹ Vgl. Ruthardt/Popp, AG 2022, S. 347, 356.

6.3 Prüfung der Vollständigkeit

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

6.4 Ertragswert

a) Analyse der Vergangenheitsergebnisse

Als Ausgangspunkt für die Analyse der Unternehmensplanung und für Plausibilitätsbeurteilungen werden in der Folge ausgehend von den geprüften Jahresabschlüssen der Staatl. Mineralbrunnen AG für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 die Vergangenheitsergebnisse analysiert.

Um die in der Vergangenheit wirksamen nachhaltigen Einflussfaktoren und Werttreiber zu identifizieren, sind die Vergangenheitsrechnungen um einmalige, nicht wiederkehrende Sachverhalte zu bereinigen. Die Bereinigungen sind vorzunehmen, um Ergebnisse zu erhalten, die als vergleichbarer Ausgangspunkt für die prognostizierte künftige Entwicklung dienen können.¹⁰⁰ Durch die Eliminierung von Sachverhalten mit Einmalcharakter kann die Planungsrechnung besser eingeordnet werden.¹⁰¹

In dem Gutachten von Kleeberg werden Sondereffekte in den Aufwendungen und Erträgen beschrieben und die Gewinn- und Verlustrechnungen der Jahre 2021 bis 2025 unbereinigt dargestellt. Ergänzend werden in dem Gutachten von Kleeberg um Sondereffekte bereinigte operative Ergebnisse der Jahre 2023 bis 2025 dargestellt.

Die bereinigten **Vergangenheitsergebnisse** auf Unternehmensebene für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 auf Basis der HGB-Geschäftsberichte stellen sich im Einzelnen wie folgt dar:

¹⁰⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 63.

¹⁰¹ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 25.

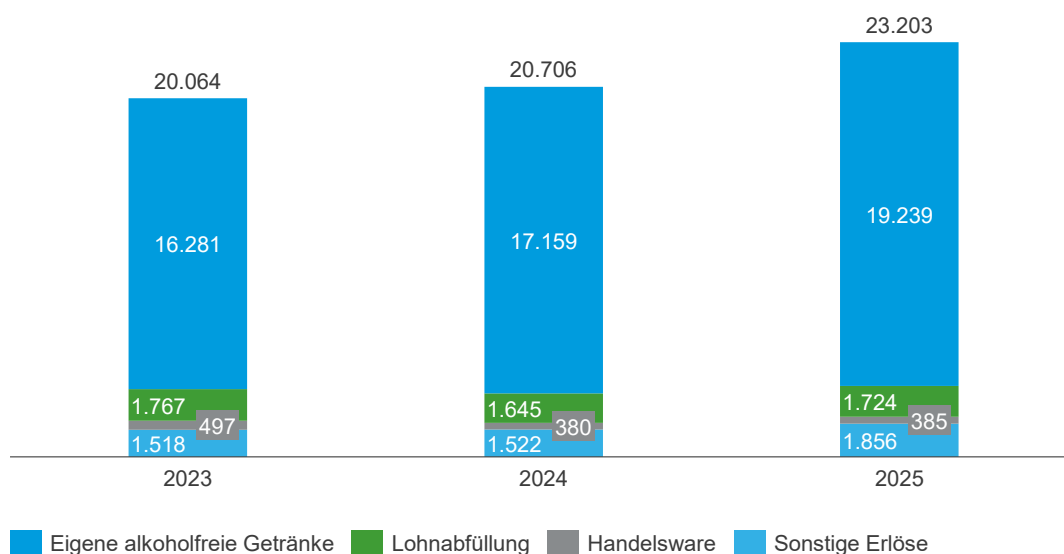
	2023 Ist	2024 Ist	2025 Ist	2023-25 CAGR
	TEUR	TEUR	TEUR	%
Umsatzerlöse vor Erlösschmälerungen	20.064	20.706	23.203	7,5%
Erlösschmälerungen	-3.699	-3.924	-4.322	8,1%
Umsatzerlöse bereinigt	16.366	16.782	18.881	7,4%
Veränd. des Best. an fertigen u. unfertigen Erz.	213	-188	140	-19,0%
Materialaufwand	-6.168	-6.248	-6.671	4,0%
Rohertrag bereinigt	10.411	10.347	12.350	8,9%
Personalaufwand	-4.733	-5.102	-5.180	4,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2.795	-2.808	-3.590	13,3%
Sonstige betriebliche Erträge	112	146	177	25,7%
EBITDA bereinigt	2.995	2.583	3.758	12,0%
Abschreibungen	-2.452	-2.636	-2.404	-1,0%
EBIT bereinigt	544	-53	1.354	57,8%
Bereinigungen	-848	225	-663	-11,5%
EBIT	-304	172	690	n/a
Finanzergebnis	68	113	60	-5,8%
Aufwendungen aus Verlustübernahme	-219			-100,0%
EBT	-455	285	750	n/a
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	55	87	-124	n/a
Ergebnis nach Steuern	-401	372	626	n/a
Sonstige Steuern	-28	-28	-30	2,0%
Jahresüberschuss	-429	344	596	n/a
<i>Umsatzwachstumsrate</i>	<i>n/a</i>	2,5%	12,5%	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>				
<i>Materialaufwand</i>	37,7%	37,2%	35,3%	
<i>Rohertrag bereinigt</i>	63,6%	61,7%	65,4%	
<i>Personalaufwand</i>	28,9%	30,4%	27,4%	
<i>Sonstige betriebliche Aufwendungen</i>	17,1%	16,7%	19,0%	
<i>Sonstige betriebliche Erträge</i>	0,7%	0,9%	0,9%	
<i>EBITDA bereinigt</i>	18,3%	15,4%	19,9%	
<i>EBIT bereinigt</i>	3,3%	-0,3%	7,2%	
<i>EBIT</i>	-1,9%	1,0%	3,7%	

Quelle: Jahresabschlüsse der Staatl. Mineralbrunnen AG der Jahre 2023 bis 2025.

Die **bereinigten Umsatzerlöse vor Erlösschmälerungen** stiegen im Jahr 2024 leicht an und erhöhten sich im Jahr 2025 deutlich. Der Anstieg der Umsatzerlöse im Jahr 2025 ist sowohl auf Preiserhöhungen als auch auf gestiegene Absatzmengen zurückzuführen. Neben einer Erhöhung in der Nachfrage bei den Auftraggebern von Lohnabfüllungen war eine gesteigerte Nachfrage nach Mineralwasser der Marken Bad Brückenaauer und Schatzquelle zu verzeichnen. Auskunfts-gemäß ist der Anstieg in Absatz und Umsatz für Bad Brückenaauer vornehmlich auf verstärkte Vertriebsaktionen zurückzuführen. Darüber hinaus profitierte die Staatl. Mineralbrunnen AG von Lieferschwierigkeiten der Wettbewerber insbesondere über einige Wochen in den Sommermonaten.

Nachfolgend werden die Umsatzerlöse vor Erlösschmälerungen der Jahre 2023 bis 2025 nach abgesetzten Produkten dargestellt.

Umsatzerlöse vor Erlösschmälerungen (bereinigt) der Staatl. Mineralbrunnen der Geschäftsjahre 2023 bis 2025 nach Produkten (in TEUR)



Quelle: Jahresabschlüsse der Staatl. Mineralbrunnen AG der Jahre 2023 bis 2025.

Der größte Anteil des Umsatzes vor Erlösschmälerungen wurde in den Jahren 2023 bis 2025 über eigene alkoholfreie Getränke (Mineralwasser, Süßgetränke, Heilwasser) generiert, gefolgt von Lohnabfüllungen bzw. sonstigen Erlösen. Darüber hinaus werden Umsätze durch Handelsware erzielt. Die sonstigen Erlöse beinhalten u.a. Erlöse aus Transporten, Erlöse aus Leergutverkäufen, Recycling/Entsorgung und Einspeisevergütungen.

Ebenso wie die Umsatzerlöse vor Erlösschmälerungen stiegen auch die **Erlösschmälerungen** zwischen den Jahren 2023 und 2025 an. Diese entwickelten sich nahezu proportional zu den Umsatzerlösen vor Erlösschmälerungen. Die Erlösschmälerungen (2025: TEUR 988) enthalten direkt auf der Rechnung ausgewiesene sowie nachgelagerte Erlösschmälerungen. Direkt ausgewiesene Erlösschmälerungen beinhalten u.a. Skonti, während nachgelagerte Erlösschmälerungen u.a. Aktionsvergütungen (Vergütungen an den Handel für Angebote oder Aktionen), Füllungsvergütungen und Steigerungsvergütungen sein können. Steigerungsvergütungen stellen in manchen Fällen zusätzlich vereinbarte Vergütungen bei einem Erreichen festgelegter Absatzziele dar. Nachgelagerte Vergütungen werden häufig am Jahresende anhand des Absatzes abgerechnet. Diese werden in der Regel im Rahmen von Jahresgesprächen mit (Groß-)Kunden verhandelt. Daneben sind in den Erlösschmälerungen auch Streckenausfuhrvergütungen (2025: TEUR 3.335) enthalten. Bei diesen handelt es sich um Vergütungen von Getränkefachgroßhändlern für das Zwischenlagern von Ware sowie die Feindistribution zum letztlichen Verkaufsort.

Der **Bestand an unfertigen und fertigen Erzeugnissen** erhöhte sich in den Jahren 2023 und 2025, im Jahr 2024 wurde eine negative Veränderung der Bestände zum Stichtag verzeichnet.

Der **Materialaufwand** beinhaltet hauptsächlich Aufwendungen für Roh- und Zusatzstoffe (2025: TEUR 2.336) wie Grundstoffe, Zucker und Kohlensäure, Aufwendungen für Hilfsstoffe (2025: TEUR 1.350) wie Etiketten und Verschlüsse sowie Aufwendungen für Betriebsstoffe (2025: TEUR 778) wie Strom und Gas. Darüber hinaus umfasst er u.a. Kosten für den Leerguttausch und Handelswaren. Der Materialaufwand stieg zwischen den Jahren 2023 und 2025 an. Er entwickelte sich im Wesentlichen korrespondierend zu Produktion und Absatz. Im Jahr 2025 konnte die Materialaufwandsquote jedoch leicht gesenkt werden (von 37,2 % im Jahr 2024 auf 35,3 % im Jahr 2025). Grund dafür sind hauptsächlich gesunkene Kosten für Strom und Erdgas sowie Einkaufspreisminderungen aufgrund ernteabhängiger Schwankungen, die im Jahr 2025 vorwiegend bei Zucker eintraten.

Der **bereinigte Rohertrag** steigt hauptsächlich aufgrund des geringeren durchschnittlichen jährlichen Wachstums des Materialaufwands im Vergleich zu den Umsatzerlösen leicht überproportional zum Umsatz.

Der **bereinigte Personalaufwand** enthält Löhne und Gehälter sowie soziale Abgaben und Aufwendungen für Altersversorgung und für Unterstützung. Der Anstieg des Personalaufwands im Jahr 2024 spiegelt im Wesentlichen die üblichen Lohn- und Gehaltssteigerungen wider.

Die **bereinigten sonstigen betrieblichen Aufwendungen** umfassen Betriebsaufwendungen, Vertriebsaufwendungen und Verwaltungsaufwendungen. In den Betriebsaufwendungen sind im Wesentlichen Instandhaltungsaufwendungen (2025: TEUR 1.123) enthalten, die Vertriebsaufwendungen umfassen hauptsächlich Marketingkosten (2025: TEUR 1.349). Die bereinigten sonstigen betrieblichen Aufwendungen sanken im Jahr 2024 leicht und stiegen im Jahr 2025 deutlich an. Im Jahr 2025 fielen u.a. im Vorjahresvergleich erhöhte Instandhaltungsaufwendungen (hauptsächlich für Gebäude) und Marketingaufwendungen an. Im Bereich der Instandhaltungsaufwendungen ist der Anstieg im Jahr 2025 auf die Beseitigung eines gewissen Instandhaltungsschadens aus den vergangenen Jahren bei technischen Anlagen, Maschinen, Gebäuden und Außenanlagen zurückzuführen. Die Marketingkosten stiegen hauptsächlich aufgrund erhöhter Kosten für Insertionen und erhöhter Werbekostenzuschüsse.

Die **bereinigten sonstigen betrieblichen Erträge** beinhalten Sachbezüge für Personal. Sie weisen im betrachteten Vergangenheitszeitraum keine wesentlichen Veränderungen auf.

Das **bereinigte Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA)** sank im Jahr 2024 leicht und stieg im Anschluss wieder an. Es entwickelte sich im Wesentlichen analog zum bereinigten Rohertrag.

Die **bereinigten Abschreibungen** entfallen im Jahr 2025 im Wesentlichen auf andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung sowie auf technische Anlagen und Maschinen. Der Rückgang der Abschreibungen zwischen den Jahren 2023 und 2025 ist im Wesentlichen auf geringere Abschreibungen der anderen Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung und dort insbesondere auf gesunkene Abschreibungen auf Kästen und Flaschen zurückzuführen. Zusätzlich sanken Abschreibungen auf Gebäude, da eine Immobilie der Gesellschaft in Bad Brückenau zu Beginn des Jahres 2024 nahezu vollständig abgeschrieben war. Gegenläufig entwickelten sich Abschreibungen auf das immaterielle Anlagevermögen aufgrund der Einführung eines neuen ERP-Systems.

Das **bereinigte Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)** sank im Jahr 2024 leicht ins Negative, stieg jedoch im Jahr 2025 wieder deutlich an. Ursache für das Absinken im Jahr 2024 ist im Wesentlichen der gestiegene Personalaufwand bei einem nahezu unveränderten Rohertrag. Der Anstieg im Jahr 2025 ist hauptsächlich auf die höheren Umsatzerlöse zurückzuführen. Insgesamt weist die Staatl. Mineralbrunnen AG im betrachteten Zeitraum sehr geringe EBIT-Margen auf (sowohl bereinigt als auch unbereinigt). Daher wirken sich Veränderungen von Ertrags- und Aufwandspositionen auf EBIT-Ebene überproportional stärker aus.

Das unbereinigte **EBIT** war im Jahr 2023 negativ und stieg im Anschluss bis zum Jahr 2025 an.

Das **Finanzergebnis** umfasst hauptsächlich Zinserträge aus Termingeldanlagen.

Das **Ergebnis vor Steuern (EBT)** entwickelte sich analog zum EBIT, wobei das gestiegene Finanzergebnis im Jahr 2024 einen positiven Effekt aufweist.

Die **Steuern vom Einkommen und vom Ertrag** beinhalten die Körperschaftsteuer inkl. Solidaritätszuschlag sowie die Gewerbesteuer.

Entsprechend des EBT steigt auch das **Ergebnis nach Steuern** über die Jahre 2023 bis 2025.

Die **sonstigen Steuern** beinhalten Grundsteuer und Kfz-Steuer. Sie sind im Betrachtungszeitraum nahezu konstant.

Der **Jahresüberschuss** entwickelt sich analog zum Ergebnis nach Steuern. Nach einem Jahresfehlbetrag im Jahr 2023 steigt er bis zum Jahr 2025 auf TEUR 596.

Wir haben im Rahmen unserer Arbeiten die in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse der Staatl. Mineralbrunnen AG auf Ebene des EBIT um außerordentliche, nicht nachhaltige Ergebniseinflüsse bereinigt. In der folgenden Übersicht werden die durch uns durchgeführten **Bereinigungen** dargestellt:

	2023 Ist	2024 Ist	2025 Ist
	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	120		
Personalaufwand	-224		-598
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1.405	-58	-323
Sonstige betriebliche Erträge	1.081	283	257
Abschreibungen	-421		
Bereinigungen	-848	225	-663

Quelle: Geschäftsberichte der Staatl. Mineralbrunnen AG der Jahre 2023 bis 2025, Unternehmensinformationen.

Im Jahr 2023 haben wir Umsatzerlöse in Zusammenhang mit dem Verkauf der Anteile an der Siegsdorfer Petrusquelle zum 31. März 2023 bereinigt. Erträge entstanden hierbei aus der Nutzung von ehemaligem Leergut der Siegsdorfer Petrusquelle durch ebendiese.

Innerhalb des Personalaufwands haben wir im Jahr 2023 u.a. Tantiemезahlungen in Zusammenhang mit dem Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle sowie im Jahr 2025 die Rückstellungsbildung für Tantiemeforderungen eines ehemaligen Vorstands bereinigt.

Die Bereinigungen der sonstigen betrieblichen Aufwendungen umfassen im Jahr 2023 im Wesentlichen Aufwendungen aus dem Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle. Diese beinhalten Pfandzahlungen sowie die Auflösung der Pfandforderung gegenüber der Siegsdorfer Petrusquelle, Vermittlerprovisionen sowie Rechts- und Beratungskosten. Daneben wurde die Bildung der in 2024 bereinigten Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen im Jahr 2023 bereinigt. Im Jahr 2024 wurden die sonstigen betrieblichen Aufwendungen u.a. um Verluste aus dem Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens bereinigt. Die Bereinigungen der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Jahr 2025 umfassen im Wesentlichen Aufwendungen für die Beseitigung von Schäden durch einen Brand auf dem Betriebsgelände im Juli 2025.

Die sonstigen betrieblichen Erträge wurden im Jahr 2023 im Wesentlichen um Erträge aus dem Verkauf der Anteile an der Siegsdorfer Petrusquelle bereinigt. Im Jahr 2024 sind in den Bereinigungen der sonstigen betrieblichen Erträge hauptsächlich Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen enthalten. Die Rückstellungen betrafen überwiegend Rückvergütungen, die Erlöschmälerungen und Absatzförderungen beinhalten. Die Zuführung der Rückstellung wurde im Jahr 2023 innerhalb der sonstigen betrieblichen Aufwendungen bereinigt. Im Jahr 2025 haben wir hauptsächlich Erträge aus der Versicherungserstattung in Zusammenhang mit dem Brand auf dem Betriebsgelände im Juli 2025 bereinigt.

Darüber hinaus haben wir im Jahr 2023 innerhalb der Abschreibungen insbesondere Aufwendungen für Abschreibungen von Individualkästen und -flaschen der Siegsdorfer Petrusquelle und Aufwendungen für die Neuproduktion im Rahmen des Rebrandings von Individualkästen, die von der Siegsdorfer Petrusquelle übernommen wurde, bereinigt.

c) Operative Planungsrechnung

Planungsprozess

Die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung der Staatl. Mineralbrunnen AG umfasst Planungen für die Jahre 2026 bis 2028, die im internen Berichtsschema der Gesellschaft erstellt wurden. Bestandteile der Planungsrechnungen sind Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen bis zum Ergebnis vor Steuern sowie Liquiditätsplanungen (einschließlich Planungen der Bankverbindlichkeiten sowie der Investitionen).

Der reguläre Planungsprozess wird im Juli für das Folgejahr angestoßen. Zunächst wird die Absatz- und Umsatzplanung für das Folgejahr basierend auf den Absätzen der Monate Januar bis Juni des laufenden Jahres erstellt, wobei Einschätzungen des Vertriebs berücksichtigt werden. Basierend auf der Absatz- und Umsatzplanung werden die weiteren Teilpläne von den relevanten internen Bereichen erstellt (insbesondere die Personalplanung, Kostenplanung sowie Investitionsplanung). Die Teilpläne werden regelmäßig bis etwa Ende September des laufenden Jahres erstellt und zur einer Gesamtplanung zusammengeführt. Üblicherweise im Oktober des laufenden Jahres wird die Planungsrechnung für das Folgejahr dem Aufsichtsrat vorgestellt und vom Aufsichtsrat gebilligt.

Die vorliegende Planungsrechnung für das Jahr 2026 wurde am 20. Oktober 2025 vom Vorstand verabschiedet. Die Billigung durch den Aufsichtsrat erfolgte am 30. Oktober 2025.

Eine Planungsrechnung für das jeweils folgende Geschäftsjahr wird regelmäßig jährlich erstellt. Planungsrechnungen für mehrere Jahre werden nicht regelmäßig erstellt. Die Planungen für die Jahre 2027 und 2028 erfolgten anlässlich des von der VFHV GmbH angestrebten Squeeze-outs. Dabei wurde grundsätzlich das reguläre Planungsverfahren auch auf die Jahre 2027 und 2028 angewendet. Die Planungen für die Jahre 2027 und 2028 wurden im Februar und März des Jahres 2026 vom Vorstand erstellt, mit dem Aufsichtsrat besprochen sowie von diesem gebilligt.

Zum Zeitpunkt der Erteilung des Prüfungsberichts ergaben sich nach den vorliegenden Informationen keine Anhaltspunkte für eine erforderliche Aktualisierung der Planungsrechnung. Die Gesellschaft hat uns ferner im Rahmen der Vollständigkeitserklärung mit Datum der Erteilung dieses Prüfungsberichts bestätigt, dass die der Bewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung sowie die Prämissen, auf denen sie basiert, den aktuellen Erwartungen entspricht.

Plan-Ist-Vergleich (Planungstreue)

Die Analyse der Planungstreue erfolgt durch den Vergleich historischer Planungsrechnungen mit den Ist-Ergebnissen sowie einer Ursachenanalyse der Abweichungen. Dies kann als Indikator dafür herangezogen werden, ob die Planungen in der Vergangenheit gegebenenfalls zu optimistisch bzw. zu pessimistisch oder realistisch waren.¹⁰²

Kleeberg hat zur Beurteilung der historischen Planungstreue die prognostizierten Brutto-Umsätze und Ergebnisse vor Steuern entsprechend des internen Berichtsschemas der Gesellschaft mit den tatsächlich erzielten Brutto-Umsätzen sowie Ergebnissen vor Steuern der Gesellschaft für die Jahre 2015 bis 2025 verglichen. Bei den verwendeten Planungen handelt es sich jeweils um Einjahresplanungen, die auf Basis der Zahlen zum 30. Juni eines Jahres für das nachfolgende Jahr erstellt wurden.

Ergänzend zu den Analysen von Kleeberg haben wir eine Plan-Ist-Analyse des Betriebsergebnisses (EBIT) basierend auf den Einjahresplanungen der Gesellschaft für die Jahre 2023 bis 2025 durchgeführt. Historische Mehrjahresplanungen der Gesellschaft lagen uns nicht vor.

Ermittelt haben wir die Abweichungen auf Ebene der Umsatzerlöse (vor Erlösschmälerungen) sowie des EBIT, da diese Größen wesentlichen Einfluss auf die Jahresergebnisse haben und zu den Kernsteuerungsgrößen der Gesellschaft gehören.

¹⁰² 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).

Den Planwerten gegenübergestellt haben wir die von uns bereinigten Ist-Zahlen der Gewinn- und Verlustrechnung. Da Kleeberg abweichend hiervon die Ist-Werte gemäß dem internen Berichtsschema der Gesellschaft herangezogen hat, ergeben sich Unterschiede zu den von uns ermittelten Plan-Ist-Abweichungen.

Die linke Spalte unserer nachfolgenden Übersichten bezeichnet hierbei immer das Jahr der Planungserstellung (z. B. 2022) für das sich jeweils anschließende Planjahr (hier 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 (vor Erlösschmälerungen)** stellen sich wie folgt dar:

Δ Umsatzerlöse (%)		Planjahr 2023	2024	2025
Planung	2022	-0,1%		
	2023		-3,5%	
	2024			7,4%

Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Unternehmensinformationen.

Die Analyse der Abweichungen auf Ebene der Umsatzerlöse (vor Erlösschmälerungen) zeigt, dass die um Effekte aus dem Verkauf der Siegsdorfer Petrusquelle bereinigten Umsatzerlöse (vor Erlösschmälerungen) des Jahres 2023 um lediglich rund 0,1 % unter den für das Jahr 2023 geplanten Umsatzerlösen lagen. Für die weiteren Planjahre ergaben sich etwas stärkere Plan-Ist-Abweichungen. Im Jahr 2024 wurde die Planung für das Jahr 2024 umsatzseitig um 3,5 % untererfüllt, im Jahr 2025 lag eine Übererfüllung um 7,4 % vor. Die Plan-Ist-Abweichungen auf Ebene der Umsatzerlöse (vor Erlösschmälerungen) sind laut Auskunft der Gesellschaft u.a. auf nicht geplante Preiserhöhungen sowie auf wetterabhängige Schwankungen zurückzuführen.

Auf Ebene des **EBIT** stellen sich die absoluten Plan-Ist-Abweichungen wie folgt dar:

Δ EBIT (TEUR)		Planjahr 2023	2024	2025
Planung	2022	115		
	2023		-355	
	2024			859

Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Unternehmensinformationen.

Die Plan-Ist-Abweichungen in den Jahren 2023 bis 2025 resultieren hauptsächlich aus abweichenden Umsatzerlösen.

Der Plan-Ist-Vergleich zeigt, dass die Umsatzentwicklung im betrachteten Vergangenheitszeitraum weitgehend im Rahmen der geplanten Werte liegt, während das EBIT eine hohe Sensitivität gegenüber Abweichungen einzelner Ertrags- und Aufwandsposten aufweist.

Operative Planungsrechnung

Für eine ausführliche Darstellung der Planungsrechnung verweisen wir auf das Gutachten von Kleeberg, S. 82 ff.

Die folgende Übersicht stellt die von Kleeberg im Rahmen der Ertragswertermittlung herangezogene **operative Planung der Gewinn- und Verlustrechnung** der Staatl. Mineralbrunnen AG im internen Berichtsschema für die Planjahre 2026 bis 2028 sowie die bereinigten Ergebnisse des letzten Vergangenheitsjahres 2025 dar:

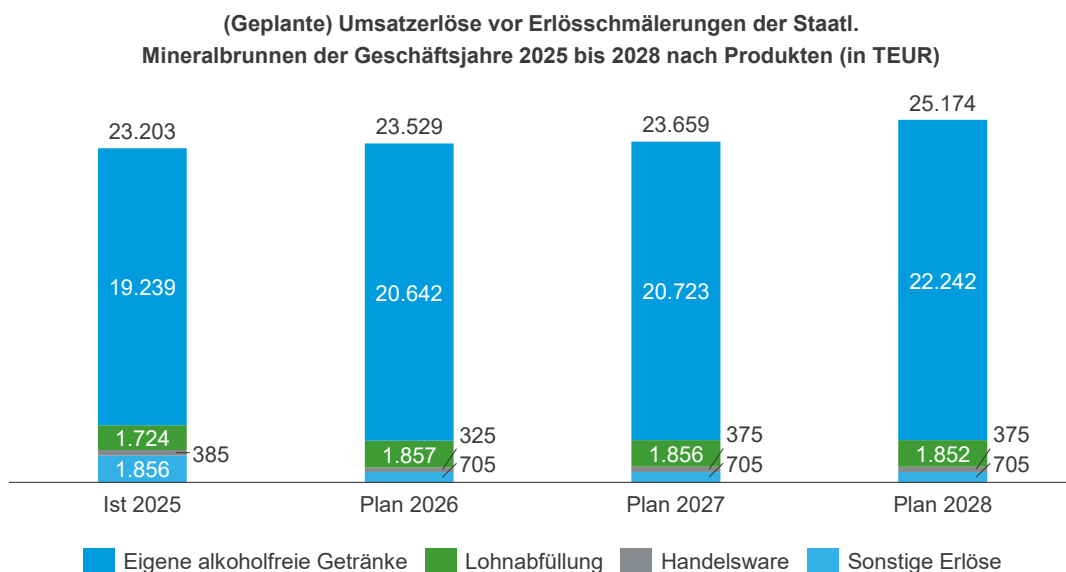
	2025 Ist*	2026 Plan	2027 Plan	2028 Plan	2025-28 CAGR
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	%
Umsatzerlöse vor Erlösschmälerungen	23.203	23.529	23.659	25.174	2,8%
Erlösschmälerungen	-4.322	-4.572	-4.680	-4.990	4,9%
Umsatzerlöse	18.881	18.957	18.979	20.184	2,2%
Veränd. des Best. an fertigen u. unfertigen Erz.	140				
Materialaufwand	-6.671	-6.083	-6.319	-6.638	-0,2%
Rohertrag	12.350	12.874	12.660	13.546	3,1%
Personalaufwand	-5.180	-5.435	-5.486	-5.617	2,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-3.590	-4.470	-4.372	-4.685	9,3%
Sonstige betriebliche Erträge	177				
EBITDA	3.758	2.969	2.802	3.244	-4,8%
Abschreibungen	-2.404	-2.528	-2.622	-2.576	2,3%
EBIT	1.354	441	180	668	-21,0%
<i>*bereinigt</i>					
<i>Umsatzwachstumsrate</i>	12,5%	0,4%	0,1%	6,3%	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>					
<i>Materialaufwand</i>	35,3%	32,1%	33,3%	32,9%	
<i>Rohertrag</i>	65,4%	67,9%	66,7%	67,1%	
<i>Personalaufwand</i>	27,4%	28,7%	28,9%	27,8%	
<i>Sonstige betriebliche Aufwendungen</i>	19,0%	23,6%	23,0%	23,2%	
<i>Sonstige betriebliche Erträge</i>	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	
<i>EBITDA</i>	19,9%	15,7%	14,8%	16,1%	
<i>EBIT</i>	7,2%	2,3%	0,9%	3,3%	

Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Planung Staatl. Mineralbrunnen AG der Jahre 2026 bis 2028.

Wir weisen darauf hin, dass die Darstellung der Planungsrechnung im Schema der internen Berichterstattung sich hinsichtlich der Zuordnung einzelner Positionen in der Gewinn- und Verlustrechnung vom Schema des Jahresabschlusses unterscheidet. Da jedoch auf EBIT-Ebene zwischen dem Jahresabschluss und der internen Berichterstattung keine Abweichungen bestehen, haben wir auf eine Anpassung der Darstellung verzichtet.

Die **Umsatzerlöse vor Erlösschmälerungen** der Staatl. Mineralbrunnen AG sollen sich im Zeitraum 2025 bis 2028 leicht steigend mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 2,8 % entwickeln. Für das Jahr 2028 wird ein deutlicher Anstieg der Umsatzerlöse vor Erlösschmälerungen von 6,4 % erwartet. Diese Entwicklung spiegelt insbesondere die für das Jahr 2028 geplanten Preiserhöhungen wider.

Nachfolgend werden die geplanten Umsatzerlöse vor Erlösschmälerungen der Staatl. Mineralbrunnen AG im Planungszeitraum sowie im letzten Ist-Jahr 2025 (bereinigt) nach Produkten dargestellt:



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Planung Staatl. Mineralbrunnen AG 2026 bis 2028.

Aus der Übersicht der geplanten Umsatzerlöse vor Erlösschmälerungen nach Produkten geht hervor, dass insbesondere bei den **Umsatzerlösen aus eigenen alkoholfreien Getränken** ein Anstieg erwartet wird. Der Umsatzanstieg im Jahr 2028 soll insbesondere aus für das gesamte Sortiment alkoholfreier Getränke angenommenen Preiserhöhungen resultieren.

Für den **Umsatz aus Lohnabfüllungen** wird über den Planungszeitraum eine nahezu konstante Entwicklung erwartet. Neben einem sinkenden Absatz aus der Marke MioMio bei Mate-Getränken werden gegenläufig wirkende Preiserhöhungen in geringem Umfang erwartet.

Für die **Handelsware** wird ebenfalls eine nahezu konstante Entwicklung der Umsatzerlöse erwartet.

Die **sonstigen Erlöse** werden für die Jahre 2026 bis 2028 konstant in Höhe von TEUR 705 geplant. Im Vergleich zum Jahr 2025 ergibt sich im Jahr 2026 ein Rückgang. Dieser resultiert im Wesentlichen aus der abweichenden Zuordnung der Transporterlöse im Jahr 2025 verglichen mit dem Planungszeitraum. Die Transporterlöse werden im Jahr 2025 innerhalb der sonstigen Erlöse dargestellt, aber für Planungszwecke den Umsatzerlösen der betreffenden Produkte zugeordnet. Die Transporterlöse betreffen überwiegend die eigenen alkoholfreien Getränke.

Hinsichtlich der **Erlösschmälerungen** wird im Vergleich zu den Umsatzerlösen ein Anstieg erwartet. Die Zunahme der Erlösschmälerungen resultiert hauptsächlich aus der Erhöhung der Konditionen von Getränkefachgroßhändlern und Lebensmitteleinzelhändlern. Steigende Streckenvergütungen sind insbesondere auf erhöhte Frachtkosten zurückzuführen.

Im Planungszeitraum werden vereinfachend keine **Veränderungen des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen** angenommen.

Der **Materialaufwand** beinhaltet im Planungszeitraum im Wesentlichen den Verbrauch von Roh-/Zusatz- und Hilfsstoffen. Darüber hinaus beinhaltet er u.a. Aufwendungen aus dem Rückkauf von Leergut, den Wasserzins und den Verbrauch von Etiketten. Der Materialaufwand ist nahezu proportional zu den Umsatzerlösen geplant wodurch die Materialaufwandsquote im Planungszeitraum zwischen 32,1 % im Jahr 2026 und 33,3 % im Jahr 2027 liegt. Ursächlich für die etwas gestiegene Materialaufwandsquote im Jahr 2027 sind im Wesentlichen Preiserhöhungen bei Roh- und Zusatzstoffen. Der Rückgang der Materialaufwandsquote im Jahr 2026 gegenüber dem Jahr 2025 ist insbesondere auf die abweichende Darstellung im Planungsschema im Vergleich zu den Vergangenheitszahlen zurückzuführen. Die Zuordnung der Materialaufwendungen unterscheidet sich hierbei insbesondere darin, dass Aufwendungen für bezogene Leistungen in der Planung anders zugeordnet werden. So werden insbesondere Speditions- und Frachtkosten im Jahr 2025 innerhalb der Materialaufwendungen gezeigt, in der Planung aber in den Transportkosten innerhalb des sonstigen betrieblichen Aufwands.

Der **Rohhertrag** steigt im Jahr 2026 zunächst leicht an. Nach einem leichten Rückgang im Jahr 2027 wird für das Jahr 2028 wiederum eine Erhöhung erwartet. Der Rückgang im Jahr 2027 resultiert im Wesentlichen aus einer im Verhältnis zum Umsatzzuwachs leicht überproportionalen Erhöhung der Materialaufwendungen.

Der **Personalaufwand** wird auskunftsgemäß unter Berücksichtigung üblicher Lohn- und Gehaltssteigerungen geplant. Darüber hinaus spiegelt der geplante Personalaufwand die geplante Entwicklung der Mitarbeiteranzahl wider. Sachbezüge (2025: TEUR 83) wurden in der Vergangenheitsdarstellung innerhalb der sonstigen betrieblichen Erträge erfasst und werden im Planungszeitraum innerhalb des Personalaufwands dargestellt.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** beinhalten im Planungszeitraum überwiegend Kosten der Absatzförderung und Transportkosten. Sie steigen insbesondere im Jahr 2026 deutlich an und sind darüber hinaus für das Jahr 2028 leicht ansteigend geplant. Der Anstieg im Jahr 2026 ergibt sich u.a. aus der Darstellung der Speditions- und Frachtkosten in den Transportkosten im Planungsschema, während in der Vergangenheitsdarstellung der Ausweis im Materialaufwand erfolgt. Der geplante leichte Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Jahr 2028 ist auf steigende Raum- und Transportkosten zurückzuführen.

Wesentliche **sonstige betriebliche Erträge** werden im Planungszeitraum nicht erwartet. Erträge aus Sachbezügen, die für das Jahr 2025 in den sonstigen betrieblichen Erträgen abgebildet sind, werden im Rahmen der Planung den Personalaufwendungen zugeordnet.

Im Planungszeitraum wird ein Rückgang des **EBITDA** bis 2027 prognostiziert, bevor im Jahr 2028 erneut ein Anstieg erwartet wird. Der Rückgang des EBITDA resultiert vor allem daraus, dass zu Beginn des Planungszeitraums insbesondere Erlösschmälerungen, Streckenvergütungen sowie Materialaufwendungen im Vergleich zu den Umsatzerlösen leicht überproportional ansteigen sollen. Der anschließende Anstieg des EBITDA resultiert im Wesentlichen aus dem für 2028 prognostizierten Umsatzwachstum, das insbesondere auf geplante Preissteigerungen zurückzuführen ist.

Die geplanten **Abschreibungen** spiegeln den Ist-Bestand des Anlagevermögens und die für den Planungszeitraum vorgesehenen Investitionen wider. Sie steigen ausgehend von dem Jahr 2025 bis zum Jahr 2027 leicht an. Im Jahr 2028 werden leicht sinkende Abschreibungen erwartet.

Das **EBIT** entwickelt sich im Planungszeitraum analog zum EBITDA.

Für eine ausführliche Beschreibung der der Ertragswertermittlung durch Kleeberg zugrunde gelegten **operativen Bilanzplanung** verweisen wir auf das Gutachten von Kleeberg, S. 97 ff. Für Zwecke der Unternehmensbewertung ist vorliegend insbesondere die Entwicklung der Bilanzposten der Sachanlagen sowie des Net Working Capital relevant.

Im Planungszeitraum ist ein Anstieg der Sachanlagen von TEUR 10.320 zum 31. Dezember 2025 auf TEUR 12.147 zum 31. Dezember 2028 geplant, der insbesondere durch Investitionen bedingt ist. Wesentliche Investitionen stellen eine Schnuretikettierung für PET-Flaschen und zwei neue Velcorinanlagen im Jahr 2026, sowie eine Kastensortierung jeweils für PET- und Glasflaschen und ein Kastentransport im Jahr 2027 dar. Im Jahr 2028 betreffen die Investitionen insbesondere eine Sortieranlage für PET-Flaschen sowie eine Etikettiermaschine.

Wesentliche Posten des Net Working Capital sind insbesondere die Vorräte, die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie die sonstigen Verbindlichkeiten (insbesondere Pfandverbindlichkeiten). Diese Positionen werden im Planungszeitraum grundsätzlich in Abhängigkeit der Umsatzerlöse fortentwickelt.

Die sonstigen Vermögensgegenstände sollen sich ausgehend von TEUR 1.625 zum 31. Dezember 2025 auf TEUR 406 zum 31. Dezember 2026 reduzieren, was den Verkauf einer Maschine widerspiegelt, die nach dem Verkauf von der Gesellschaft angemietet werden soll (Sale-and-Lease-back).

Die flüssige Mittel betragen zum 31. Dezember 2025 rund TEUR 5.900. Kleeberg hat in der Ertragswertermittlung flüssige Mittel in Höhe von TEUR 2.300 berücksichtigt diese bewertungstechnisch als sog. nicht operativ benötigte Finanzmittel¹⁰³ eingestuft und im Rahmen des Relevanz vom Brutto-Fremdkapital in Abzug gebracht. Die verbleibenden flüssigen Mittel (TEUR 3.600) hat Kleeberg dem Ertragswert als Sonderwert hinzugerechnet (vgl. Abschnitt 6.5).

Für die sonstigen Rückstellungen wird ausgehend von TEUR 2.655 zum 31. Dezember 2025 ein Rückgang auf TEUR 2.243 zum 31. Dezember 2026 erwartet. Dieser Rückgang ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass eine Rückstellung im Zusammenhang mit dem Rechtsstreit mit dem Altvorstand infolge einer Einigung verbraucht bzw. aufgelöst wird (vgl. hierzu Abschnitt 6.5). In den weiteren Planjahren sollen die sonstigen Rückstellungen leicht bis auf TEUR 2.339 zum 31. Dezember 2028 ansteigen.

¹⁰³ Vgl. IDW Bewertungshinweis 1/2023, Tz. 8.

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.¹⁰⁴

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.¹⁰⁵

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die der Planung zugrundeliegenden Annahmen erhalten und rechnerisch sowie im Hinblick auf die Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der getroffenen Annahmen geprüft. Hinsichtlich der rechnerischen Konsistenz haben wir keine materiellen Unstimmigkeiten festgestellt. Darüber hinaus sind die Planungsannahmen des Managements nachvollziehbar und werden innerhalb der Planung konsistent angewendet. Nach unseren Erkenntnissen ist die rechnerische und formelle Plausibilität der Planungsrechnung i. S. d. IDW Praxishinweises 2/2017, Tz. 15, 19 ff. bzw. des IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 75 gegeben.

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

Nach unseren bei der Prüfung gewonnen Erkenntnissen ist sowohl die materielle interne Plausibilität als auch die materielle externe Plausibilität der Planungsrechnung i. S. d. IDW Praxishinweises 2/2017, Tz. 16 f., 22 ff. bzw. des IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 75 gegeben.

¹⁰⁴ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 5.

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

Dazu halten wir im Hinblick auf die wesentlichen Planungsparameter fest:

Die Umsatzerlöse sollen im Planungszeitraum ausgehend von TEUR 18.881 im Jahr 2025 bis auf TEUR 20.184 im Jahr 2028 steigen. Während die Umsatzerlöse in den Jahren 2026 und 2027 nur leicht steigen sollen, wird für das Jahr 2028 ein Umsatzanstieg von etwa 6 % erwartet, der im Wesentlichen geplante Preiserhöhungen widerspiegelt.

Diese Erwartung deckt sich mit der Entwicklung in der Vergangenheit, in der nicht jedes Jahr Preiserhöhungen durchgesetzt werden konnten.

Wesentliche Preis- oder Mengensteigerungen sind zudem aufgrund der bereits weitgehend ausgelasteten internen Kapazitäten sowie der Markt- und Wettbewerbsbedingungen nicht zu erwarten. Diese Faktoren werden nachfolgend erläutert.

Kapazitätsengpässe bestehen für die Staatl. Mineralbrunnen AG in verschiedenen Stufen des Produktionsprozesses. So ist die Menge an abfüllbarem Mineralwasser in einem ersten Schritt durch die begrenzte, zur Verfügung stehende Schöpfmenge der Quellen der Staatl. Mineralbrunnen AG beschränkt. Daneben weisen sowohl die Abfüllanlage für Glasflaschen als auch die Abfüllanlage für PET-Flaschen eine Kapazitätsgrenze auf. Zusätzlich stellen Lagerkapazitäten einen potenziellen Engpass dar. Entsprechend der Erwartung des Vorstands sind daher im Planungszeitraum keine weiteren wesentlichen Mengensteigerungen zu erwarten.

Darüber hinaus weist der Markt, in dem die Staatl. Mineralbrunnen AG tätig ist, insgesamt nur ein geringes Wachstumspotenzial auf (vgl. Abschnitt 4.3). Zudem herrscht in dem Marktumfeld der Staatl. Mineralbrunnen AG ein intensiver Wettbewerb. Die Wettbewerbssituation wird zusätzlich zum einen durch das Substitut Leitungswasser verstärkt, zum anderen durch Brauereien, die vermehrt auch alkoholfreie Getränke anbieten. Das Geschäftsmodell der Staatl. Mineralbrunnen AG ist ferner stark regional ausgerichtet. Eine Ausweitung der Geschäftstätigkeit über die Region hinaus wird nicht nur durch den starken Wettbewerb zwischen einer Vielzahl weiterer lokaler Mineralbrunnen in Deutschland, sondern auch durch Wirtschaftlichkeitsüberlegungen aufgrund von Transportkosten limitiert.

Als weiterer wesentlicher Faktor auf dem relevanten Markt ist die Marktmacht der Kunden anzuführen. Die Kunden der Staatl. Mineralbrunnen AG sind im Wesentlichen Lebensmitteleinzelhändler oder Getränkefachgroßhändler. Insbesondere große Supermarktketten weisen eine starke Verhandlungsposition gegenüber den Getränkeherstellern auf, die für die Staatl. Mineralbrunnen AG wiederum starken Druck bei Preisen und Konditionen der Abnahme bedeuten. Dies zeigt sich bspw. in den über den Planungszeitraum ansteigenden Erlösschmälerungen.

Vor dem Hintergrund der beschriebenen Erwägungen ist die im Planungszeitraum angenommene Umsatzentwicklung nachvollziehbar.

Das EBIT soll ausgehend von TEUR 1.354 im Jahr 2025 (bereinigt) bis auf TEUR 180 im Jahr 2027 zurückgehen und im Jahr 2028 wieder deutlich auf TEUR 668 ansteigen. Bei der Analyse der geplanten Entwicklung der operativen Marge ist zu berücksichtigen, dass für die operativen Kosten ein jährlicher Anstieg erwartet wird. Allgemein besteht im Markt- und Wettbewerbsumfeld der Staatl. Mineralbrunnen AG ein hoher Kostendruck hinsichtlich verschiedener Kostenpositionen. Dies betrifft neben steigenden Transportkosten beispielsweise auch Instandhaltungskosten sowie Personalaufwendungen. Aufgrund dessen, dass die Staatl. Mineralbrunnen AG erwartet, Preiserhöhungen nur alle drei Jahre durchsetzen zu können, entwickeln sich die geplanten operativen Margen in den Jahren ohne Preisanpassungen tendenziell rückläufig. In Jahren mit Umsetzung von Preiserhöhungen (vorliegend im Planjahr 2028) steigt die EBIT-Marge dann wieder an. Dieser Effekt spiegelt sich in der vorgelegten Planung nachvollziehbar wider. Insgesamt führen der hohe Kostendruck sowie wesentliche Fixkosten wie beispielsweise Personalkosten zu geringen sowie schwankungsanfälligen EBIT-Margen.

Eine Übersicht der EBIT-Margenentwicklung der Peer-Group-Unternehmen sowie der Staatl. Mineralbrunnen AG für den Zeitraum von 2023 bis zum Planjahr 2028 wird in Abschnitt d) dargestellt. Darüber hinaus werden dort die EBIT-Margen nicht börsennotierter Wettbewerber im Vergleich zur EBIT-Marge der Staatl. Mineralbrunnen AG dargestellt.

Auf Basis unserer Prüfungshandlungen und Erkenntnisse halten wir die EBIT-Entwicklung im Planungszeitraum für nachvollziehbar.

Die Entwicklung der operativen Bilanzpositionen im Planungszeitraum ist ebenfalls nachvollziehbar: Die geplanten Investitionen umfassen insbesondere Investitionen zur Erhaltung der Anlagensubstanz. Es werden keine Investitionen geplant, die zu erweiterten Kapazitäten führen. Die grundsätzliche Entwicklung der Positionen des Net Working Capitals im Planungszeitraum in Abhängigkeit der Entwicklung der Umsatzerlöse ist nach unserer Einschätzung angemessen.

Insgesamt betrachtet ist die künftige Umsatz-, Ergebnis- sowie Cashflowentwicklung der Staatl. Mineralbrunnen AG stark davon abhängig, inwieweit sich die Gesellschaft in einem Marktumfeld mit geringem Wachstumspotenzial und (weiter) zunehmenden Wettbewerb behaupten kann.

d) Übergangsphase und nachhaltiges operatives Ergebnis

Die finanziellen Überschüsse lassen sich naturgemäß für einen näheren Zeitraum nach dem Bewertungsstichtag genauer prognostizieren als für die fernere Zukunft. Zudem liegt regelmäßig (nur) für einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren eine detaillierte Unternehmensplanung vor (Detailplanungsphase). Nach diesem Zeitraum müssen (zwangsläufig vereinfachende) Annahmen über die nachhaltig bzw. in der Unendlichkeit zu erwartenden Überschüsse getroffen werden.

IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 67, hält dazu fest, dass sich die Länge des Planungshorizontes der integrierten Zukunftserfolgsplanung an der zum Bewertungsstichtag erwarteten künftigen Entwicklung des Geschäftsmodells des Bewertungsobjekts orientiert. Zur Abbildung von mittel- und langfristig erwarteten mikro- und makroökonomischen Trends sowie unternehmens- und sektorspezifischen Transformationsprozessen oder sonstigen Veränderungen kann es sachgerecht sein, eine Unterteilung der Zukunftserfolgsplanung in hinsichtlich Detaillierungsgrad und Länge unterschiedliche Phasen vorzunehmen.

In der ersten Phase, die üblicherweise einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren umfasst, sind die relevanten internen und externen Einflussfaktoren und Werttreiber sowie ihre Auswirkungen auf die finanziellen Größen der Zukunftserfolgsplanung i.d.R. detailliert zu planen (Detailplanungsphase). Zur Abbildung von wesentlichen mittel- und langfristigen Trends sowie Transformationsprozessen kann es sachgerecht sein, im Anschluss daran eine Übergangsphase zu planen.¹⁰⁶

In einem nachhaltigen Ergebnis (auch „ewige Rente“) sind alle jenseits von Detail- oder Übergangsphase erwarteten Zukunftserfolge zu erfassen. Es stellt folglich kein eigenständiges weiteres Planjahr, sondern eine finanzmathematisch barwertäquivalente Ableitung (Annuität) dar, die sich rechentechnisch an die Detailplanungs- oder Übergangsphase anschließt. Bei der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses sind – unter Berücksichtigung von Trends, Zyklen oder Transformationsprozessen – langfristig erzielbare Umsatzniveaus und Margenerwartungen (wie bspw. die EBITDA- oder EBIT-Marge) zu berücksichtigen.¹⁰⁷

Der IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 54, betont, dass die ewige Rente unter Berücksichtigung gesonderter 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 Branchenkennzahlen ergeben.¹⁰⁸

¹⁰⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 69.

¹⁰⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 70.

¹⁰⁸ Vgl. IDW Praxishinweis 2/2017, Tz. 57.

Bei der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses ist es auch möglich, die Übergangsphase oder Teile hiervon finanzmathematisch barwertäquivalent innerhalb des nachhaltigen Ergebnisses zu erfassen. Eine solche rein technische Umsetzung im Bewertungskalkül darf dabei keinen Einfluss auf das Bewertungsergebnis haben. Ungeachtet dessen sind Übergangsphase sowie nachhaltiges Ergebnis vom Bewerter unter Berücksichtigung gesonderter Analysen selbstständig herzuleiten. Insofern darf ein letztes Planjahr einer Detailplanungs- oder Übergangsphase oder einer dieser zugrunde liegenden Managementplanung nicht unreflektiert nachhaltig fortgeschrieben werden.¹⁰⁹

Zur Überleitung auf den eingeschwungenen Zustand hat Kleeberg im Anschluss an den Planungszeitraum eine Übergangsphase für die Geschäftsjahre 2029 bis 2031 ergänzt. Hierbei hat Kleeberg die schrittweise Absenkung des Körperschaftsteuersatzes um jährlich einen Prozentpunkt im Zeitraum von 2028 bis 2032 berücksichtigt (vgl. § 23 KStG).

Entsprechend der Angaben der Gesellschaft sind nach dem Ende des Planungszeitraumes keine weiteren wesentlichen Absatzsteigerungen möglich und auch Preiserhöhungen können nur eingeschränkt durchgesetzt werden. Kleeberg hat in der Übergangsphase daher eine Abschmelzung des Umsatzwachstums auf das nachhaltige Niveau abgebildet.

Das nachhaltige Ergebnis setzt Kleeberg ab dem Jahr 2032 an. Dieses wird mit der nachhaltigen Wachstumsrate fortentwickelt.

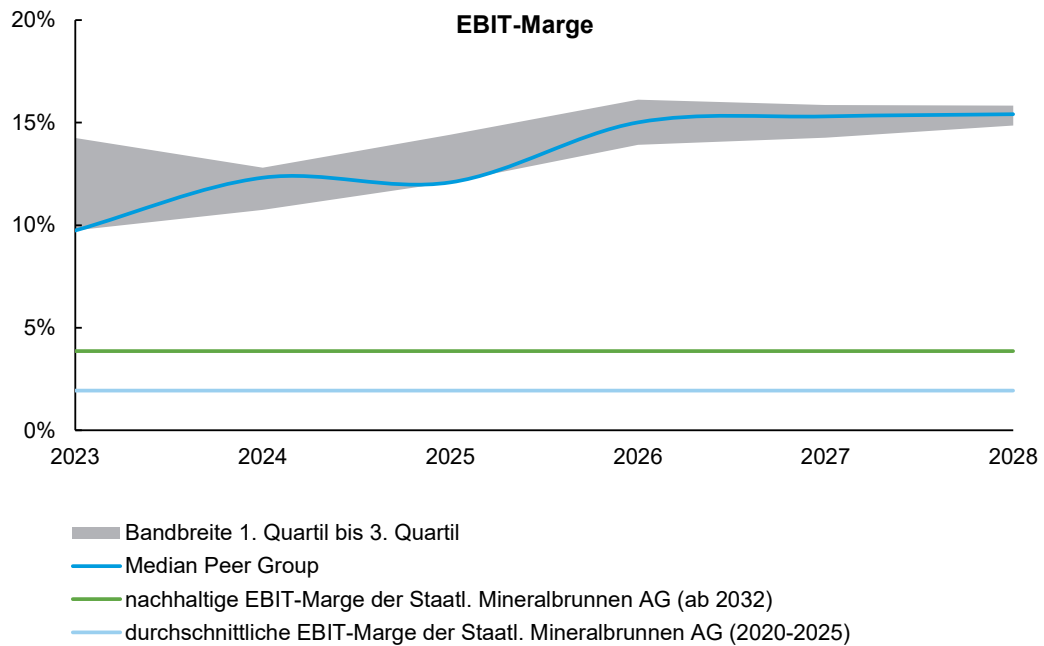
¹⁰⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 71.

Dabei wurden von Kleeberg im Einzelnen die folgenden Annahmen getroffen:

Die **Umsatzerlöse** schreibt Kleeberg ausgehend vom letzten Planjahr mit Wachstumsraten von 3,0 % im Jahr 2029, 2,0 % im Jahr 2030 sowie 1,0 % ab dem Jahr 2031 fort. Die für das Jahr 2029 angesetzte Wachstumsrate liegt in einer Größenordnung von aus Markterwartungen abgeleiteten Wachstumsraten. Das nachhaltig angesetzte Umsatzniveau soll die Erwartung abbilden, dass es der Staatl. Mineralbrunnen AG gelingt, ihre Marktposition langfristig gegenüber bestehenden und neuen Wettbewerbern und Substituten zu behaupten sowie in mehrjährigen Abständen Preiserhöhungen durchzusetzen.

Die weiteren **Kosten- und Ertragspositionen bis zum EBIT** hat Kleeberg ab der Übergangsphase grundsätzlich mit den gleichen Wachstumsraten wie die Umsatzerlöse fortgeschrieben. Zudem hat Kleeberg in den Personalaufwendungen Einspareffekte aus der im Jahr 2028 geplanten Anschaffung eines Sortierroboters in Höhe von TEUR 20 p.a. ab dem Jahr 2029 abgebildet. Die EBIT-Marge liegt daher in den Jahren 2029 bis 2031 mit 3,4 % etwas oberhalb der EBIT-Marge des letzten Planjahres. Der Rückgang der Abschreibungen ausgehend von TEUR 2.733 im Jahr 2031 auf TEUR 2.661 im Jahr 2032 spiegelt wider, dass für die Immobilien nachhaltig ein geringeres Abschreibungsniveau als im Planungszeitraum erwartet wird. Infolgedessen steigt die nachhaltige EBIT-Marge ab dem Jahr 2032 auf 3,9 % an.

Zur Einordnung der im Rahmen der Unternehmensbewertung nachhaltig angesetzten EBIT-Marge werden in der folgenden Übersicht die Bandbreite sowie der Median der EBIT-Margen der Peer-Group-Unternehmen für den historischen Zeitraum von 2023 bis 2025 ergänzt um die von Analysten aktuell prognostizierten EBIT-Margen für die Jahre 2026 bis 2028 dargestellt. Der grau hinterlegte Bereich begrenzt das jeweilige erste und dritte Quartil der EBIT-Margen. Zusätzlich zeigt die grüne Linie die ab dem Jahr 2032 nachhaltig angesetzte EBIT-Marge der Staatl. Mineralbrunnen AG. Die hellblaue Linie entspricht dem historischen Durchschnitt der unbereinigten EBIT-Margen der Staatl. Mineralbrunnen AG über die letzten fünf Jahre.



Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Bloomberg, Unternehmensinformationen.

Für die von Kleeberg identifizierten Peer-Group-Unternehmen wird für das Jahr 2028 im Median eine EBIT-Marge von rund 15,4 % prognostiziert. Internationale Getränkeunternehmen profitieren von einer stärkeren Marken- und Preissetzungsmacht als regionale Anbieter wie die Staatl. Mineralbrunnen Bad Brückenau. Zudem verfügen diese Unternehmen über einen diversifizierteren Produktmix.

Die ab dem Jahr 2032 angesetzte nachhaltige EBIT-Marge der Staatl. Mineralbrunnen AG liegt unterhalb der für das Jahr 2028 von Analysten prognostizierten Bandbreite der EBIT-Margen der Vergleichsunternehmen. Allerdings lag im historischen Vergleich die EBIT-Marge der Staatl. Mineralbrunnen AG ebenfalls unterhalb der Bandbreite der Peer-Group-Unternehmen. So ergibt sich in den letzten fünf Jahren (2020 bis 2025) eine durchschnittliche unbereinigte EBIT-Marge der Staatl. Mineralbrunnen AG von lediglich rund 1,94 %. Damit liegt die nachhaltig angesetzte EBIT-Marge in Höhe von rund 3,9 % sehr deutlich über dem historischen Durchschnitt. Dies zeigt ein gegenüber der Vergangenheit höheres Ambitionsniveau des abgebildeten eingeschwungenen Zustands.

Ergänzend werden in der Folge die EBIT-Margen der wesentlichen nicht börsennotierten Wettbewerber über die Jahre 2021 bis 2024 dargestellt.

	2021	2022	2023	2024
Adelholzener	5,8%	6,6%	7,7%	2,6%
Franken Brunnen	3,7%	3,6%	3,9%	4,6%
Hassia Gruppe	1,4%	0,0%	1,2%	2,4%
Überkingen-Teinach	8,4%	6,2%	5,0%	6,2%
Median	4,7%	4,9%	4,5%	3,6%

Quelle: RSM Ebner Stolz Analyse, Geschäftsberichte 2021 bis 2024.¹¹⁰

Historisch liegen die unbereinigten EBIT-Margen der Staatl. Mineralbrunnen AG am unteren Ende der Bandbreite nicht börsennotierter Wettbewerber, während die nachhaltig angesetzte EBIT-Marge von rund 3,9 % innerhalb der Bandbreite historisch erzielter EBIT-Margen nicht börsennotierter Wettbewerber liegt.

Für eine ausführliche Beschreibung der der Ertragswertermittlung durch Kleeberg zugrunde gelegten **Entwicklung der operativen Bilanzpositionen** in der Konvergenz- und Fortführungsphase verweisen wir auf das Gutachten von Kleeberg, S. 97 ff.

Die **Investitionen** werden in der Übergangsphase in Höhe der Abschreibungen angesetzt. Ab dem Jahr 2032 wurden die Investitionen unter Berücksichtigung eines nachhaltigen Wachstums des abschreibungsfähigen Sachanlagevermögens (d. h. ohne Grundstücke) ermittelt.

Die Vorräte, die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, die sonstigen Verbindlichkeiten sowie die sonstigen Rückstellungen werden in Abhängigkeit der Umsatzerlöse fortentwickelt. Ab dem Jahr 2032 wird ein Wachstum dieser Positionen in der Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate angenommen.

Die **flüssigen Mittel** ab dem Jahr 2029 ergeben sich residual aus dem integrierten Planungs- und Bewertungsmodell von Kleeberg. Ab dem Jahr 2032 wird für die flüssigen Mittel ein Wachstum mit der nachhaltigen Wachstumsrate angenommen. Die flüssigen Mittel belaufen sich ab dem Jahr 2029 auf etwa 5 % der Umsatzerlöse. Kleeberg hat die flüssigen Mittel bewertungstechnisch als sog. nicht operativ benötigte Finanzmittel¹¹¹ eingestuft und im Rahmen des Relevanz vom Brutto-Fremdkapital in Abzug gebracht. Hierdurch weisen diese einen positiven Werteffekt auf.

¹¹⁰ Geringfügige Abweichungen gegenüber dem Gutachten von Kleeberg ergeben sich daraus, dass in der vorliegenden Darstellung die EBIT-Margen in Prozent der Umsatzerlöse berechnet werden, während im Gutachten von Kleeberg die EBIT-Margen in Prozent der Gesamtleistung ausgewiesen sind.

¹¹¹ Vgl. IDW Bewertungshinweis 1/2023, Tz. 8.

Auf Basis unserer Prüfungshandlungen und Erkenntnisse halten wir die von Kleeberg abgebildete Übergangsphase sowie das angesetzte nachhaltige Ergebnis für eine geeignete Grundlage für die Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts.

Die folgende Übersicht stellt die von Kleeberg im Rahmen der Ertragswertermittlung herangezogene operative **Planung der Gewinn- und Verlustrechnung** für die Übergangsphase, welche die Jahre 2029 bis 2031 umfasst, sowie die Rentenphase ab dem Jahr 2032 dar:

	2028 Plan	2029 ÜJ	2030 ÜJ	2031 ÜJ	2032 ff.
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse vor Erlösschm.	25.174	25.929	26.448	26.712	26.979
Erlösschmälerungen	-4.990	-5.140	-5.242	-5.295	-5.348
Umsatzerlöse	20.184	20.790	21.205	21.417	21.632
Materialaufwand	-6.638	-6.837	-6.974	-7.044	-7.114
Rohhertrag	13.546	13.952	14.231	14.374	14.517
Personalaufwand	-5.617	-5.766	-5.881	-5.940	-6.000
Sonstige betr. Aufwendungen	-4.685	-4.826	-4.922	-4.971	-5.021
EBITDA	3.244	3.361	3.428	3.462	3.497
Abschreibungen	-2.576	-2.653	-2.706	-2.733	-2.661
EBIT	668	708	722	729	836
<i>Umsatzwachstumsrate</i>	6,3%	3,0%	2,0%	1,0%	1,0%
<i>in % der Umsatzerlöse</i>					
<i>Materialaufwand</i>	32,9%	32,9%	32,9%	32,9%	32,9%
<i>Rohhertrag</i>	67,1%	67,1%	67,1%	67,1%	67,1%
<i>Personalaufwand</i>	27,8%	27,7%	27,7%	27,7%	27,7%
<i>Sonstige betr. Aufwendungen</i>	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2%
<i>EBITDA</i>	16,1%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%
<i>EBIT</i>	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,9%

Quelle: Staatl. Mineralbrunnen AG, Kleeberg.

f) Überleitung zum Jahresergebnis

Finanzergebnis

Das Finanzergebnis für die Planjahre 2026 bis 2028 hat Kleeberg in Abstimmung mit dem Vorstand ausgehend von der Bilanz der Staatl. Mineralbrunnen AG zum 31. Dezember 2025 auf Basis einer integrierten Bilanz- und Finanzplanung abgeleitet. Dabei wurden die geplanten Investitionen sowie die geplante Entwicklung des Nettoumlaufvermögens berücksichtigt. Die bei der Ermittlung des Finanzergebnisses herangezogenen Zinssätze reflektieren grundsätzlich die bestehenden Finanzierungsbedingungen der Staatl. Mineralbrunnen AG.

Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten betragen zum 31. Dezember 2025 TEUR 343 und sollen bis zum 31. Dezember 2027 vollständig getilgt werden. Eine Kreditaufnahme wird nicht geplant. Das geplante Finanzergebnis enthält zudem Zinsaufwendungen in Zusammenhang mit den Pensionsrückstellungen. Kleeberg hat die von der Gesellschaft geplanten Zinsaufwendungen für den Planungszeitraum übernommen.

Die Staatl. Mineralbrunnen AG erzielt Zinserträge aus der Anlage der zum 31. Dezember 2025 vorhandenen flüssigen Mittel in Höhe von rund TEUR 5.900. Von den zum 31. Dezember 2025 vorhandenen flüssigen Mittel hat Kleeberg einen Teil von TEUR 3.600 als Sonderwert berücksichtigt (vgl. Abschnitt 6.5). Zinserträge wurden von Kleeberg ausschließlich für den um den als Sonderwert berücksichtigten Teil reduzierten Bestand an flüssigen Mitteln angesetzt, da andernfalls eine doppelte Erfassung des Wertbeitrags der als Sonderwert angesetzten flüssigen Mittel erfolgen würde. Im Planungszeitraum werden für die flüssigen Mittel Zinssätze von 1,40 % im Jahr 2026 und jeweils 1,80 % in den Jahren 2027 und 2028 angesetzt.

Für die flüssigen Mittel hat Kleeberg angenommen, dass der Zinssatz bis zum Jahr 2031 auf 3,50 % ansteigt.

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir das durch Kleeberg 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 anhand einer integrierten Gewinn- und Verlustrechnung sowie Bilanz- und Cashflowplanung nachvollzogen und hierbei auch die rechnerische Richtigkeit geprüft. Das durch Kleeberg berücksichtigte Finanzergebnis ist nach unseren Erkenntnissen angemessen.

Unternehmenssteuern

Die Besteuerung der Staatl. Mineralbrunnen AG 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. Bezüglich der inländischen Körperschaftsteuer wird die schrittweise Reduktion der Körperschaftsteuer von derzeit 15,0 % ab dem Jahr 2028 auf 10,0 % im Jahr 2032 berücksichtigt.

Steuerliche Verlustvorträge liegen zum 31. Dezember 2025 nicht vor und waren daher nicht in der Bewertung zu berücksichtigen.

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

g) Erfolgsrechnung

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

	Detailplanungsphase			Übergangsphase			TV
	2026 Plan	2027 Plan	2028 Plan	2029 ÜJ	2030 ÜJ	2031 ÜJ	2032 ff.
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse vor Erlösschm.	23.529	23.659	25.174	25.929	26.448	26.712	26.979
Erlösschmälerungen	-4.572	-4.680	-4.990	-5.140	-5.242	-5.295	-5.348
Umsatzerlöse	18.957	18.979	20.184	20.790	21.205	21.417	21.632
Materialaufwand	-6.083	-6.319	-6.638	-6.837	-6.974	-7.044	-7.114
Rohertrag	12.874	12.660	13.546	13.952	14.231	14.374	14.517
Personalaufwand	-5.435	-5.486	-5.617	-5.766	-5.881	-5.940	-6.000
Sonstige betr. Aufwendungen	-4.470	-4.372	-4.685	-4.826	-4.922	-4.971	-5.021
EBITDA	2.969	2.802	3.244	3.361	3.428	3.462	3.497
Abschreibungen	-2.528	-2.622	-2.576	-2.653	-2.706	-2.733	-2.661
EBIT	441	180	668	708	722	729	836
Finanzergebnis	23	53	39	16	24	31	31
EBT	464	233	707	724	745	759	867
Ertragsteuern	-130	-65	-191	-188	-186	-181	-198
Jahresergebnis	334	167	516	536	560	578	670

Quelle: Staatl. Mineralbrunnen AG, Kleeberg.

h) Ableitung der erwarteten Zukunftserfolge (Nettoeinnahmen)

Gewinnverwendungspolitik

In der Detailplanungsphase hat Kleeberg Ausschüttungen je ausstehender Aktie von EUR 1,50 im Jahr 2026, sowie jeweils EUR 1,25 in den Jahren 2027 und 2028 angenommen. Diese Annahme entspricht der vom Vorstand geäußerten Einschätzung.

Für die sich anschließende Übergangsphase hat Kleeberg eine vollständige Ausschüttung der Jahresergebnisse angenommen.

In der Phase der ewigen Rente hat Kleeberg grundsätzlich Ausschüttungsquoten in Höhe von 50 % des Jahresergebnisses angesetzt. Die von Kleeberg angenommene Ausschüttungsquote entspricht in der Fachliteratur genannten und in der Rechtsprechung anerkannten markttypischen Ausschüttungsquoten.¹¹²

In der ewigen Rente hat Kleeberg zur Erhaltung des nachhaltigen Verschuldungsgrades zu Marktwerten bzw. zur Finanzierung des durch das preisbedingte Wachstum nachhaltigen Investitionsbedarfs eine Wachstumsthesaurierung¹¹³ berücksichtigt. Die wachstumsbedingt thesaurierten Mittel mindern das ausschüttungsfähige Ergebnis bzw. verbleiben dauerhaft im Unternehmen und dienen der Erwirtschaftung von Wachstum und damit der Unternehmenswertsteigerung in der ewigen Rente.

Die nicht ausgeschütteten oder als Wachstumsthesaurierung verwendeten Teile des Jahresergebnisses hat Kleeberg unmittelbar als Wertbeitrag aus Thesaurierung („fiktive Zurechnung von Thesaurierung“) berücksichtigt. Demnach wird von einer kapitalwertneutralen Wiederanlage dieser Beträge auf Unternehmensebene ausgegangen.

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

¹¹² Vgl. Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., 2020, S. 117; WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A., Tz. 280; Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.79; OLG Düsseldorf, 28. November 2022, 26 W 4/21, Tz. 143 (BeckRS); OLG Zweibrücken, 23. November 2020, 9 W 1/18, Tz. 53 (BeckRS); OLG Frankfurt, 8. September 2020, 21 W 121/15, Tz. 99 (BeckRS) [50 %]; OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16, Tz. 99 (BeckRS) [50 %].

¹¹³ Im Gutachten von Kleeberg wird die Wachstumsthesaurierung im TV-Jahr 2032 als „Wachstumsbedingte Thesaurierung“ bezeichnet.

Steuerbelastung der Anteilseigner

Die Ausschüttungen sind grundsätzlich um die Abgeltungsteuer von 25,0 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag zu vermindern. Für Dividendenzahlungen gilt dies allerdings nur insoweit, als diese nicht als Rückzahlung aus dem steuerlichen Einlagekonto zu bewerten sind und daher steuerfrei vereinnahmt werden können.¹¹⁴

Eine Nutzung des steuerlichen Einlagekontos ist nur möglich, sofern eine Ausschüttung den „ausschüttbaren Gewinn“ i.S. von § 27 Abs. 1 S. 5 KStG übersteigt und insoweit die Ausschüttung aus dem steuerlichen Einlagekonto erfolgt.¹¹⁵ Vorliegend beläuft sich das steuerliche Einlagekonto zum 31. Dezember 2025 auf rund TEUR 4.757. Die Ausschüttung im Jahr 2026 hat Kleeberg bei der Ermittlung des Ertragswerts steuerfrei berücksichtigt. Die temporäre Steuerfreiheit von Ausschüttungen hat Kleeberg im Übrigen im Wertansatz für das gesondert bewertete Vermögen berücksichtigt (vgl. Abschnitt 6.5). Kleeberg hat im Rahmen der Bewertung eine vollständige Nutzung des steuerlichen Einlagekontos unterstellt. Soweit das steuerliche Einlagekonto im Rahmen des Wertansatzes für das gesondert bewertete Vermögen berücksichtigt wurde, ist eine Berücksichtigung der Effekte aus dem steuerlichen Einlagekonto im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts zur Vermeidung einer Doppelerfassung bei der Bewertung ausgeschlossen. Die Ausschüttungen der Jahre 2027 ff. hat Kleeberg folglich sachgerecht um die Abgeltungsteuer von 25 % zzgl. Solidaritätszuschlag von 5,5 % vermindert („persönliche Ertragsteuern“).

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.¹¹⁶

Die zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen hat Kleeberg anstelle der nominalen 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.¹¹⁷

¹¹⁴ Vgl. Thüringer OLG, 3. März 2021, 2 W 407/18, Beschlusstext S. 32; OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 W 76/19, Tz. 71 (BeckRS); OLG München, 13. November 2018, 31 Wx 372/15, Tz. 8 (BeckRS) i.V.m. LG München I, 21. August 2015, 5 HK O 1913/14, Beschlusstext S. 9; LG München I, 28. März 2019, 5 HK 3374/18, Tz. 118 (BeckRS).

¹¹⁵ Vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1572 f.

¹¹⁶ Vgl. Wiese, WPg 2007, S. 368, 375.

¹¹⁷ 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).

Darüber hinaus ist die Berücksichtigung der Steuerfolgen inflationsbedingter Veräußerungsgewinne bei der Ableitung der Nettoeinnahmen in der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung anerkannt.¹¹⁸ Alternativ ist rechentechnisch ein Abzug beim inflationsbedingten Wachstumsabschlag im Nenner möglich.¹¹⁹

Kleeberg hat keine Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen berücksichtigt. Da dies werterhöhend wirkt, wird unser Prüfungsurteil durch diese Vorgehensweise nicht beeinflusst.

¹¹⁸ 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.

¹¹⁹ 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.

i) Kapitalisierungszinssatz

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der Zukunftserfolge auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen alternativen Anlagemöglichkeit am Kapitalmarkt. Der Kapitalisierungszinssatz muss gegenüber den zu kapitalisierenden Zukunftserfolgen hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein.¹²⁰

Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) in Betracht. Aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen lassen sich mithilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen (insb. CAPM, Tax-CAPM), die zur Erklärung von Aktienrenditen herangezogen werden können, Risikoprämien ableiten.¹²¹

Die Aufteilung in einen (quasi) risikolosen Basiszinssatz und eine Risikoprämie ist erforderlich, da im Kapitalisierungszinssatz nicht das allgemeine Marktrisiko, sondern das individuelle Unternehmensrisiko zu berücksichtigen ist, welches äquivalent zu den in den Zukunftserfolgen abgebildeten Risiken sein muss. Diese Anpassung erfolgt gemäß dem CAPM oder Tax-CAPM durch die Multiplikation der Marktrisikoprämie mit dem Betafaktor.¹²²

Basiszinssatz

Kleeberg 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.¹²³

Auf Basis der veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank hat Kleeberg zum Zeitpunkt der Erstattung des Gutachtens einen **einheitlichen Basiszinssatz** (vor Steuern) in Höhe von gerundet **3,50 %** ermittelt.

¹²⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 108.

¹²¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 114.

¹²² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 115.

¹²³ Vgl. OLG München, 30. November 2006, 31 Wx 59/06, AG 2007, S. 411, 412.

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 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.¹²⁴

Zur Glättung von Schwankungen werden nicht ausschließlich die Zinsstrukturdaten zum Bewertungsstichtag, sondern durchschnittliche Werte für die **drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Monate** herangezogen.¹²⁵ Die Berechnung der Dreimonatsfrist erfolgt in Anlehnung an die WpÜG-Angebotsverordnung gemäß §§ 187, 188 Abs. 2 BGB.¹²⁶

Entsprechend der Empfehlung des FAUB¹²⁷ 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.¹²⁸

¹²⁴ Vgl. IDW-FN 2008, S. 491.

¹²⁵ 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.

¹²⁶ 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.

¹²⁷ Vgl. IDW-FN 2005, S. 555 ff.; IDW-LIFE 2016, S. 731 f.

¹²⁸ 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).

Gründe für die Rundung sind (1) der Ausgleich von möglichen Schätzfehlern, da es sich bei der Svensson-Methode um ein Schätzverfahren handelt¹²⁹ 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.¹³⁰ 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.¹³¹

Wir haben die Berechnungen von Kleeberg nachvollzogen und gelangen übereinstimmend mit Kleeberg zu einem gerundeten Basiszinssatz vor Steuern von 3,50 %. Der Basiszinssatz wurde sachgerecht um die Abgeltungsteuer einschließlich Solidaritätszuschlag von 26,375 % vermindert.¹³² Die Nachsteuergröße beläuft sich auf 2,58 %.

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.¹³³

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.

¹²⁹ Vgl. 86. Sitzung des AKU, IDW-FN 2005, S. 555, 556.

¹³⁰ Vgl. Popp, WPg 2016, S. 926, 929.

¹³¹ 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).

¹³² Vgl. OLG Frankfurt, 3. November 2020, 21 2 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.

¹³³ 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).

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 Marktrisikoprämie entspricht der Renditedifferenz (Residualgröße), die erwartungsgemäß erzielt wird, wenn statt in (quasi) risikolose öffentliche Anleihen in das aus Aktien bestehende Marktportfolio investiert wird. Zur Ableitung der erwarteten Marktrisikoprämie ist es sachgerecht, auf repräsentative Aktienindizes zurückzugreifen. Dabei werden in der Praxis sowohl historisch gemessene Aktienrenditen als auch zukunftsorientiert mittels ex ante-Analysen ermittelte implizite Aktienrenditen berücksichtigt.¹³⁴

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“.¹³⁵ 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.¹³⁶

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.¹³⁷

¹³⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 117.

¹³⁵ 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).

¹³⁶ 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).

¹³⁷ 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).

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.¹³⁸ Die Bandbreitenempfehlung basiert demnach nicht allein auf einer unabhängig von den Realitäten an den Kapitalmärkten festgelegten Gesamtrenditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer.

Die bis zum 16. September 2025 geltende Empfehlung des FAUB basierte 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.¹³⁹

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 Gesamtrenditen und Marktrisikoprämien auf Basis der Ex-Ante-Methode (implizite Kapitalkosten) einher. Auch in der Folgezeit hat der FAUB die Entwicklung des Kapitalmarktumfelds weiterhin beobachtet. In der Sitzung vom 21. März 2024 hielt es der FAUB weiterhin für sachgerecht, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie an einer Bandbreite von 6,0 % bis 8,0 % vor persönlichen Steuern bzw. 5,0 % bis 6,5 % nach persönlichen Steuern zu orientieren.¹⁴⁰

In der Sitzung vom 16. September 2025 hat der FAUB beschlossen, seine Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf eine Bandbreite von 5,25 % bis 6,75 % anzupassen. Ausgehend davon wurde vom FAUB eine Überleitung zur Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern vorgenommen, die nunmehr zu einer Bandbreite von 4,5 % bis 5,75 % führt. Als Begründung für die Reduktion der Bandbreitenempfehlung wird vom FAUB angeführt, dass eine unveränderte Anwendung der bisherigen Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern im aktuellen Zinsumfeld bedeuten würde, dass rechnerisch von einer Gesamtrendite oberhalb der vom FAUB erwarteten Bandbreite ausgegangen werde. Ferner habe sich das Zinsniveau tendenziell wieder an historische Zinsniveaus angenähert, was auch eine Annäherung an historische durchschnittliche Marktrisikoprämien nahelege.¹⁴¹

¹³⁸ Vgl. für eine ausführliche Begründung des pluralistischen Ansatzes Castedello et al., WPg 2018, S. 806, 806-825.

¹³⁹ Vgl. IDW Life 2019, S. 818 f.

¹⁴⁰ Vgl. Berichterstattung über die 169. Sitzung des FAUB am 21. März 2024.

¹⁴¹ Vgl. IDW Aktuell - Neue Kapitalkostenempfehlung des FAUB - Stand 22. September 2025.

Für Bewertungszwecke ist die Bandbreitenempfehlung des FAUB auf eine **Punktschätzung** zu verdichten. Nach unserer Erfahrung erfolgt diese Verdichtung zumeist auf den Mittelwert der Nachsteuerempfehlung. In jüngeren Beschlüssen in Spruchverfahren wurde der Mittelwert der vormaligen Bandbreitenempfehlung in Höhe von 5,75 % anerkannt.¹⁴²

Kleeberg bei der Ertragswertermittlung eine Marktrisikoprämie von 5,125 % nach persönlichen Steuern angesetzt.

Die angesetzte Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern entspricht damit dem Mittelwert der aktuellen Bandbreitenempfehlung des FAUB¹⁴³ und ist auch unter Berücksichtigung der regelmäßig auf den Mittelwert der Nachsteuerempfehlung rekurrierenden Rechtsprechung nach unserer Einschätzung angemessen.

Betafaktor

Der Betafaktor misst im Rahmen des (Tax-)CAPM das systematische, nicht durch Portfoliobil-
dung diversifizierbare Risiko der Aktie und wird als Maß für die Höhe des unternehmensindividu-
ellen Risikos gesehen.¹⁴⁴ Abweichungen des tatsächlichen künftigen Zahlungsstroms vom Erwar-
tungswert des künftigen Zahlungsstroms stellen Risiken für die Anteilseigner dar.¹⁴⁵ Der Betafak-
tor ist kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein durch Schätzung zu ermit-
telnder Zukunftswert.¹⁴⁶

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.

¹⁴² Vgl. OLG Frankfurt, 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Beschlusstext S. 37; OLG Frankfurt, 26. Mai 2023, 21 W 119/22, Beschlusstext S. 22; LG München I, 19. April 2024, 5 HK O 9734/222, Beschlusstext S. 72; LG Hamburg, 21. Dezember 2023, 403 HKO 68/21, Beschlusstext S. 16; LG München I, 14. Dezember 2023, 5 HK O 11456/21, Beschlusstext S. 79; LG Hamburg, 3. November 2023, 403 HKO 90/22, Beschlusstext S. 19; LG München I, 25. August 2023, 5 HK O 12034/21, Beschlusstext S. 64; LG München I, 30. Juni 2023, 5 HK O 4509/21, Beschlusstext S. 81; LG München I, 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22, Beschlusstext S. 55; LG Stuttgart, 16. Mai 2023, 40 O 64/20, Beschlusstext S. 35; LG Frankenthal (Pfalz), 20. März 2023, 2 HK O 55/21, Beschlusstext S. 26; LG Frankfurt, 25. November 2021, 3-05 O 13/20, Beschlusstext S. 19 (insoweit nicht dargestellt in BeckRS 2020, 53852, Tz. 61 (bei der dortigen Angabe des Entscheidungsdatums mit dem Jahr 2020 handelt es sich um einen redaktionellen Fehler)).

¹⁴³ Vgl. IDW Aktuell - Neue Kapitalkostenempfehlung des FAUB - Stand 22. September 2025.

¹⁴⁴ Vgl. nur OLG Frankfurt, 17. Juni 2010, 5 W 39/98, Tz. 46 (juris).

¹⁴⁵ Vgl. Franken/Schulte, BewP 2012, S. 92, 93.

¹⁴⁶ Vgl. nur OLG Stuttgart, 17. März 2011, 20 W 9/08, AG 2010, S. 510; OLG Frankfurt, 2. Mai 2011, 21 W 3/11, AG 2011, S. 828.

Aussagekraft der Betafaktoren

Als Ausgangspunkt für die Schätzung des Betafaktors wird in der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung regelmäßig auf historische Aktienrenditen abgestellt. Bei der praktischen Betaermittlung im Rahmen des CAPM wird eine lineare Regression mit einer Variablen durchgeführt. Der Betafaktor wird demnach anhand einer linearen Regression der unternehmensspezifischen Aktienkursrendite (als zu erklärende, abhängige Variable) auf die Rendite eines Aktienindex (als erklärende, unabhängige Variable) ermittelt. Die Güte der Regressionsfunktion sowie – spezifischer – des Regressionskoeffizienten wird regelmäßig anhand **statistischer Instrumente** überprüft. Bei der Prüfung der Regressionsfunktion geht es darum, ob und wie gut die Aktienkursrendite durch die Indexrendite erklärt wird (Güte des Modells). Als typisches Gütemaß wird hier auf das Bestimmtheitsmaß R^2 abgestellt. Zur Prüfung des Regressionskoeffizienten Beta dient vor allem der t-Test. In den Fällen, in denen der empirisch gemessene Regressionskoeffizient Beta nicht mit einer hinreichenden Wahrscheinlichkeit von dem in der Nullhypothese vorzugebenden Wert (normalerweise Null) unterschieden werden kann und dies nicht durch eine ökonomisch begründete Einschätzung erklärt werden kann, verliert der gemessene Wert seine Aussagekraft und damit zugleich seine Eignung als Schätzer für den Betafaktor.¹⁴⁷

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 Rechtsprechung¹⁴⁸ 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“. ¹⁴⁹

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.

¹⁴⁷ Vgl. ausführlich: Popp/Merkle, DB 2025, S. 271 ff.; Popp/Merkle, DB 2025, S. 1984.

¹⁴⁸ Vgl. Popp/Ruthardt, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2024, Rz. 12.116 ff.

¹⁴⁹ 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.¹⁵⁰

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 Gewichtungsförmel mit einem Gesamtmarktbeta von eins in Beziehung gesetzt, spricht man von einem sog. „Adjusted Beta“. Die Adjustierungsförmel 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.¹⁵¹ Bei diesem Verfahren wird das Raw Beta mit 0,667 (=2/3) multipliziert und 0,333 hinzuaddiert. Die ökonomische Begründung für eine Anpassung an den Marktdurchschnitt des verschuldeten Betafaktors kann darin gesehen werden, das Unternehmen im Zeitablauf durch Wachstum und Diversifizierung ihr Risiko streuen und somit verschuldete Betawerte tendenziell gegen 1 konvergieren. Durch die Adjustierung kann (1) die Bandbreite der Streuung von Betafaktoren verringert werden, (2) die Über- oder Unterschätzungen deutlich reduziert werden und (3) eine adäquate Zukunftsorientierung gewährleistet werden.

In der Bewertungspraxis wird sowohl auf Adjusted- als auch auf Raw-Betafaktoren zurückgegriffen.¹⁵² Der Rechtsprechung ist nicht zu entnehmen, dass adjustierten oder nicht-adjustierten Betafaktoren ein genereller Vorrang eingeräumt würde, sodass insoweit keine einheitliche Position vertreten wird.¹⁵³

¹⁵⁰ 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).

¹⁵¹ Vgl. Scheld, Fundamental Beta, 2013, S. 77.

¹⁵² Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kapitel A, Tz. 410.

¹⁵³ 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 Staatl. Mineralbrunnen AG

Die Aktien der Staatl. Mineralbrunnen AG werden seit Ablauf des 30. Dezember 2021 nicht mehr im Freiverkehr der Börse München gehandelt. Aufgrund des Delisting kann kein aussagefähiger – historischer – Betafaktor der Staatl. Mineralbrunnen AG aus Kapitalmarktdaten ermittelt werden.

Betafaktor der Peer Group

Kleeberg 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.¹⁵⁴ Dies gilt auch hinsichtlich des Einbezugs ausländischer Unternehmen.¹⁵⁵

Als Peer Group hat Kleeberg börsennotierte Gesellschaften aus der Branche „Herstellung von alkoholfreien Getränken“ mit Fokus auf Mineralwässer und Erfrischungsgetränke mit Sitz in Europa und den USA identifiziert. Daneben wurden Brauereien berücksichtigt, die ebenfalls alkoholfreie Getränke herstellen und damit u.a. auch der Branche alkoholfreier Getränke angehören.

In der endgültigen Peer Group finden sich die bereits unter Abschnitt 4.3 c) aufgeführten elf Unternehmen, die von Kleeberg als hinreichend vergleichbar zur Staatl. Mineralbrunnen AG eingeschätzt werden.

Kleeberg 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 ermittelt. Für beide Zeitraum-Renditeintervall-Konstellationen hat Kleeberg als Referenzindizes lokale Landesindizes herangezogen.

Die identifizierten Vergleichsunternehmen hat Kleeberg im Hinblick auf eine ausreichende Liquidität der Aktien (auf Basis der Geld-Brief-Spanne sowie einer Betrachtung des Streubesitzanteils) überprüft.

¹⁵⁴ 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).

¹⁵⁵ 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.

Wir haben die identifizierten Vergleichsunternehmen im Hinblick auf eine ausreichende Liquidität der Aktien (u.a. auf Basis der Geld-Brief-Spannen) überprüft und zusätzlich nur solche Unternehmen einbezogen, bei denen keine Kursverzerrung vermutet wird. Zudem wurden nur Betafaktoren berücksichtigt, die die üblichen statistischen Signifikanzkriterien erfüllen.

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

In der folgenden Übersicht werden die auf Basis lokaler Indizes von Kleeberg ermittelten unverschuldeten Betafaktoren der Peers dargestellt. Statistisch nicht signifikante Betafaktoren wurden nicht in die Mittelwert- bzw. Medianbildung einbezogen.

Name	Index	Unverschuldete Betafaktoren	
		5J monatlich	2J wöchentlich
Kofola CeskoSlovensko a.s.	PXTR Index	0,37	0,25
National Beverage Corp.	W5000 Index	0,80	0,23
Primo Brands Corporation	W5000 Index	0,38	0,14
A.G. BARR p.l.c.	FTAS Index	0,74	0,67
Olvi Oyj	OMXHGI Index	0,55	0,49
Carlsberg A/S	OMXCCAPGI Index	0,43	0,53
Heineken N.V.	AAX Index	0,45	0,49
Median		0,45	0,49
Mittelwert		0,53	0,40

Quelle: Kleeberg.

Auf Basis dieser Ergebnisse hat Kleeberg einen unverschuldeten Betafaktor von 0,45 angesetzt.

Im Rahmen unserer Prüfungsarbeiten haben wir die Auswahl der Vergleichsunternehmen sowie das dabei von Kleeberg angewendete methodische Vorgehen nachvollzogen. Die Auswahl der Peer-Group-Unternehmen haben wir unter Berücksichtigung der wesentlichen operativen Tätigkeitsfelder und wirtschaftlichen Einflussfaktoren der Staatl. Mineralbrunnen AG auf Basis der uns im Rahmen unserer Prüfungstätigkeit vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte ergänzt um eigene Recherchen und Analysen überprüft.

Zur Plausibilisierung der von Kleeberg ermittelten Betafaktoren haben wir unter Rückgriff auf Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg 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 ermittelt. Dabei haben wir neben Raw Betas auch Adjusted Betas berechnet. Zusätzlich zu breiten lokalen Landesindizes haben wir alternativ auch den MSCI World als globalen Referenzindex herangezogen.

Ergänzend weisen wir darauf hin, dass die Peer Group Unternehmen gegenüber der Staatl. Mineralbrunnen AG deutlich größer und bezüglich ihres Geschäftsmodells diversifizierter aufgestellt sind.

Nach unseren bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnissen liefert der von Kleeberg angesetzte unverschuldete **Betafaktor in Höhe von 0,45 in einer Gesamtschau eine angemessene Indikation** für das zukünftige systematische Risiko der Staatl. Mineralbrunnen AG.

j) Nachhaltige Wachstumsrate

Methodische Überlegungen zur nachhaltigen Wachstumsrate

Ursachen und Abbildung des Wachstums finanzieller Überschüsse

Zukunftserfolge werden sowohl durch erwartete Preisänderungen als auch durch Mengen- und Strukturveränderungen (z.B. Absatzausweitungen oder -einbrüche, Kosteneinsparungen) beeinflusst.¹⁵⁶ Insofern lassen sich als Quellen des Wachstums finanzieller Überschüsse 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.¹⁵⁷

¹⁵⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 123.

¹⁵⁷ Vgl. WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A, Tz. 441 ff.

Das preis-, mengen- oder strukturbedingte Wachstum ist innerhalb des Planungshorizonts (in der Detailplanungsphase und – sofern vorhanden – der Übergangsphase) in den Zukunftserfolgen abgebildet. Für das nachhaltige Ergebnis ist es sachgerecht, die Abbildung eines durchschnittlichen annuitätischen Jahres mit Wachstumseffekten aus nachhaltigen Mengen- oder strukturbedingten Änderungen zu berücksichtigen. Da allerdings die Entwicklung der Zukunftserfolge auch in der Phase des nachhaltigen Ergebnisses durch künftige Preisentwicklungen beeinflusst wird, sind die daraus resultierenden nachhaltigen Auswirkungen i.S. einer preisbedingten Wachstumsrate zu berücksichtigen.¹⁵⁸

Zur Verdeutlichung denkbarer Wachstumseffekte, werden in der folgenden Übersicht noch einmal die unterschiedlichen Wachstumsursachen dargestellt. Ausgehend hiervon wird erläutert, welche Effekte im Wachstumsabschlag zu berücksichtigen sind.

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

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, 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.

¹⁵⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2024, Tz. 124.

Beim **Ertragswertverfahren** nach IDW S 1 i.d.F. 2026 bestehen die zu diskontierenden Zukunftserfolge (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.¹⁵⁹

Aufgrund der mit Ausnahmen der notwendigen Thesaurierung für das Wachstum des wirtschaftlichen Eigenkapitals vollständigen Zurechnung der finanziellen Überschüsse (sog. fiktive Vollausschüttung) bildet der Wachstumsabschlag im Ertragswertverfahren primär das **inflations- bzw. preisbedingte Wachstum** der finanziellen Überschüsse in der ewigen Rente ab;¹⁶⁰ 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 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:¹⁶¹

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

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:

¹⁵⁹ 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).

¹⁶⁰ 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).

¹⁶¹ Vgl. dazu auch Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010, S. 349, 357.

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

Das zu diskontierende Ergebnis im ersten Rentenjahr beläuft sich auf rund TEUR 473, der Wertbeitrag aus Thesaurierung im ersten Rentenjahr beträgt rund EUR TEUR 261, der Ertragswert zu Beginn der ewigen Rente liegt bei rund TEUR 12.587 und die nachhaltigen Eigenkapitalkosten (vor Wachstumsabschlag) liegen bei 4,76 %.

Bezogen auf die Staatl. Mineralbrunnen AG ergibt sich demnach die folgende Gesamtwachstumsrate:

$$w = 4,76 \% - \frac{(473 - 261)}{12.587} = 3,1 \%$$

Insofern entspricht ein bei der Unternehmensbewertung der Staatl. Mineralbrunnen AG unterstellter Wachstumsabschlag von 1,0 % einem nachhaltigen Gesamtwachstum von rund 3,1 %. Die so ermittelte Gesamtwachstumsrate liegt damit über der Inflationsrate.¹⁶² Diese **Gesamtwachstumsrate** bildet neben den unternehmensspezifischen Preissteigerungen auch das thesaurierungsbedingte Wachstum ab.¹⁶³

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.¹⁶⁴ 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.¹⁶⁵

¹⁶² Vgl. OLG München, 12. Mai 2020, 31 Wx 361/18, Beschlusstext S. 23.

¹⁶³ Vgl. OLG München, 9. April 2021, 31 Wx 2/19, Tz. 119 (BeckRS).

¹⁶⁴ 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).

¹⁶⁵ Vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2015, 21 W 26/13, Tz. 63 (juris).

Schieszl/Bachmann/Amman¹⁶⁶ 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/Suerbaum¹⁶⁷ 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.¹⁶⁸ Entsprechend wird regelmäßig davon ausgegangen, dass der Wachstumsabschlag unter der allgemeinen Inflationsrate liegt.¹⁶⁹

Dies liegt daran, dass auch die Beteiligung an einem Unternehmen **nicht völlig inflationssicher** ist.¹⁷⁰ Der Wachstumsabschlag bezweckt auch nicht einen unbedingten Inflationsausgleich.¹⁷¹ Bereits dem Grunde nach wird sich das Management bei der Preissetzung nicht an der **konsumorientierten allgemeinen Inflationsrate** (z. B. gemessen anhand des Verbraucherpreisindex für sämtliche Waren und Dienstleistungen des privaten Bedarfs) orientieren,¹⁷² sondern das unternehmensspezifische Geschäftsmodell im Fokus haben. Klarstellend ist darauf hinzuweisen, dass in dem **Inflationsziel der EZB** die unternehmensspezifische Inflation nicht hinreichend abgebildet ist.¹⁷³ Ein genereller Ansatz in Höhe des Inflationsziels ist somit nicht sachgerecht.

¹⁶⁶ Vgl. Schieszl/Bachmann/Amman, Das Wachstum der finanziellen Überschüsse in der Unternehmensbewertung, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., 2015, S. 699, 715.

¹⁶⁷ Vgl. Emmert/Becker/Suerbaum, WPg 2023, S. 877, 882.

¹⁶⁸ Vgl. Emmert/Becker/Suerbaum, WPg 2023, S. 877, 884 f.

¹⁶⁹ 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).

¹⁷⁰ 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.

¹⁷¹ 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).

¹⁷² 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).

¹⁷³ 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).

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**.¹⁷⁴

Insoweit wird bei einem Wachstumsabschlag von 1,0 % eine absolute **vollständige Überwälzbarkeit preisgetriebener Aufwendungen** unterstellt.¹⁷⁵ Eine Argumentation, die isoliert an Aufwands- oder Erlösgrößen ansetzt, ist somit bereits dem Grunde nach verfehlt. Insbesondere hat die Prognose der Umsatzerlöse nichts mit dem rein inflatorisch bedingten Wachstum zu tun.¹⁷⁶ Statistischen Erhebungen zur Entwicklung von Erlösen muss in Bezug auf den Wachstumsabschlag die Entwicklung der statistischen Preisgrößen für operative Aufwendungen gegenübergestellt werden.¹⁷⁷

Soweit das Verhältnis zwischen der allgemeinen Preissteigerungsrate und dem unternehmensspezifischen Wachstumsabschlag angesprochen wird, ist festzuhalten, dass es zu **keiner vollständigen Überwälzbarkeit der allgemeinen prozentualen Inflationsrate** kommt. Damit wird erkennbar, dass es bei der Einschätzung, ob es zu einer vollständigen oder unvollständigen Überwälzbarkeit kommt, entscheidend auf den Vergleichsmaßstab (Mehrgewinn vs. allgemeine Preissteigerungsrate) ankommt.

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.¹⁷⁸

¹⁷⁴ 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).

¹⁷⁵ Vgl. OLG Düsseldorf, 17. Dezember 2015, 26 W 22/14, Tz. 62 (juris); LG München I, 29. November 2023, 5 HK O 5321/19, Beschlusstext S. 171; LG Berlin, 7. März 2023, 102 O 2/18, Beschlusstext S. 83.

¹⁷⁶ Vgl. OLG Hamburg, 23. September 2021, 13 W 87/19, Beschlusstext S. 22; LG München I, 29. November 2023, 5 HK O 5321/19, Beschlusstext S. 169.

¹⁷⁷ Vgl. LG München I, 29. November 2023, 5 HK O 5321/19, Beschlusstext S. 170.

¹⁷⁸ 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).

Ohne Anspruch auf Vollständigkeit können je nach Einzelfall das (forschungsintensive) Geschäftsmodell,¹⁷⁹ die langfristige Markt- und Branchenentwicklung,¹⁸⁰ die zu erwartende Veränderung der Wettbewerbssituation,¹⁸¹ demographische Rahmenbedingungen,¹⁸² mögliche regulatorische Änderungen,¹⁸³ hohe Wettbewerbsintensität,¹⁸⁴ Rationalisierungsanforderungen und Preisdruck,¹⁸⁵ Konkurrenzdruck¹⁸⁶ oder die vorliegende und zu erwartende Kundenstruktur¹⁸⁷ Einfluss auf die Höhe der unternehmensspezifischen Wachstumsrate haben.

Kleeberg hat für das preisbedingte Wachstum in der ewigen Rente einen Wachstumsabschlag auf den Kapitalisierungszinssatz in Höhe von 1,0 % berücksichtigt. Bei der Ableitung der nachhaltigen Wachstumsrate hat Kleeberg unter anderem das Inflationsziel der Europäischen Zentralbank, das Markt- und Wettbewerbsumfeld der Staatl. Mineralbrunnen AG sowie die Möglichkeit, inflationsbedingte Kostensteigerungen an die Kunden weiterzugeben, berücksichtigt (vgl. im Einzelnen die Seiten 124 ff. im Gutachten von Kleeberg).

Die Gesamtwachstumsrate nach dem Dividend Discount Model (vgl. oben) beträgt gemäß unseren Berechnungen vorliegend 3,1 %.

Den von Kleeberg 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.

¹⁷⁹ Vgl. OLG Düsseldorf, 25. Mai 2016, 26 W 2/15, Tz. 70 (BeckRS).

¹⁸⁰ 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).

¹⁸¹ Vgl. OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15, Tz. 83 (BeckRS).

¹⁸² Vgl. OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19, Beschlusstext S. 62.

¹⁸³ 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).

¹⁸⁴ 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).

¹⁸⁵ Vgl. OLG Stuttgart, 31. März 2021, 20 W 8/20, Tz. 78 (BeckRS).

¹⁸⁶ Vgl. OLG Frankfurt, 27. September 2019, 21 W 64/14, Beschlusstext S. 26.

¹⁸⁷ Vgl. OLG Frankfurt, 18. Dezember 2014, 21 W 34/12, Tz. 107 (juris).

Schätzungen von Bankanalysten - Veränderung Verbraucherpreisindex Deutschland	
--	--

2026	
Untergrenze der Schätzungen	2,0%
Obergrenze der Schätzungen	3,7%
Gewichteter Durchschnitt	2,8%
2027	
Untergrenze der Schätzungen	1,8%
Obergrenze der Schätzungen	3,5%
Gewichteter Durchschnitt	2,4%
2028	
Untergrenze der Schätzungen	1,7%
Obergrenze der Schätzungen	2,9%
Gewichteter Durchschnitt	2,1%

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

2026	2,7%
2027	2,3%
2028	2,0%
2029	2,2%
2030	2,2%
2031	2,1%

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

2026	3,0%
2027	2,3%
2028	2,0%

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

10-jährige Staatsanleihen	1,9%
25-jährige Staatsanleihen	2,1%

Quelle: Bloomberg, Internationaler Währungsfonds, EZB.

Die dargestellten Inflationserwartungen zeigen für das Jahr 2026 durchschnittliche Inflationsraten zwischen 2,7 % und 3,0 %. Für die weiteren Jahre werden geringere Inflationsraten prognostiziert. So prognostiziert die EZB für die Eurozone für die Jahre 2027 und 2028 Preissteigerungsraten von 2,3 % bzw. 2,0 %, die in der Größenordnung des Inflationsziels liegen. Der Internationale Währungsfonds erwartet zwischen den Jahren 2026 bis 2031 in Deutschland Veränderungen des Verbraucherpreisindex zwischen 2,0 % und 2,3 % p.a.

Grundsätzlich sind für die preisbedingten Wachstumsaussichten der Staatl. Mineralbrunnen AG neben der allgemeinen Branchenentwicklung insbesondere die Wettbewerbsposition sowie die zu erwartende langfristige Preisentwicklung im Markt für alkoholfreie Getränke zu berücksichtigen.

Der Markt für alkoholfreie Getränke ist von einer hohen Wettbewerbsintensität geprägt. Darüber hinaus wird aufgrund des zunehmenden Markteintritts von Brauereien ein weiterhin verschärfter Wettbewerb erwartet. Ferner sind Preiserhöhungen erwartungsgemäß regelmäßig nur alle drei Jahre durchsetzbar. Mögliche Preiserhöhungen bei den Endverbraucherpreisen werden entlang der gesamten Wertschöpfungskette aufgeteilt. Da die Produkte der Staatl. Mineralbrunnen AG hauptsächlich an Lebensmitteleinzelhändler und Getränkefachgroßhändler verkauft werden, wird aufgrund deren Marktmacht bereits ein großer Teil der Endkunden-Preiserhöhungen durch diese abgegriffen. Zusätzlich zeichnet sich der Markt, in dem die Staatl. Mineralbrunnen AG tätig ist, durch eine starke Preissensitivität der Kunden aus.

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

Der von Kleeberg angesetzte Wachstumsabschlag entspricht der von der Bewertungspraxis häufig angesetzten und in der Rechtsprechung regelmäßig als angemessen eingestuften Größenordnung von im Mittel rund 1,0 %.¹⁸⁸

¹⁸⁸ Vgl. Popp/Ruthardt, § 12 Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 2024, Rz. 12.156.

k) Ertragswertberechnung

Die folgende Übersicht zeigt die Ertragswertberechnung von Kleeberg:

	Detailplanungsphase			Übergangsphase			TV
	2026 Plan	2027 Plan	2028 Plan	2029 ÜJ	2030 ÜJ	2031 ÜJ	2032 ff.
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Jahresergebnis	334	167	516	536	560	578	670
Auflösung von Gewinnrücklagen	196	274					
Innenfinanzierung			-75				
Wachstumsthesaurierung							-74
Auskehrungspotenzial (1)	530	442	442	536	560	578	595
Wertbeitrag aus Ausschüttung	530	442	442	536	560	578	335
Dividendenbesteuerung (2)		116	116	141	148	153	88
Wertbeitrag aus Thesaurierung							261
Veräußerungsgewinnbesteuerung (3)							34
Zukunftserfolge (Nettoeinnahmen) (1) - (2) - (3)	530	325	325	395	412	426	473
Kapitalisierungszinssatz	4,60%	4,35%	4,47%	4,79%	4,77%	4,76%	3,76%
Barwertfaktor	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	20,3
Barwerte	507	298	285	330	329	325	9.597
Ertragswert zum 31. Dezember 2025	11.671						
Aufzinsungsfaktor	1,03						
Ertragswert zum 20. August 2026	12.009						

Quelle: Kleeberg, eigene Darstellung.

Zur besseren Vergleichbarkeit werden in der nachfolgenden Tabelle die von uns in der obigen Tabelle genutzten Bezeichnungen den Bezeichnungen aus dem Gutachten von Kleeberg gegenübergestellt:

Bezeichnungen RSM Ebner Stolz	Bezeichnungen Kleeberg
Jahresüberschuss	Jahresergebnis
Wachstumsthesaurierung	Wachstumsbedingte Thesaurierung
Auskehrungspotenzial	Ausschüttung Jahresergebnis
Dividendenbesteuerung	Steuerbelastung i.H.v. 26,375%
Wertbeitrag aus Thesaurierung	Thesaurierung TV
Veräußerungsgewinnbesteuerung	Steuerbelastung (hälftige Abgeltungsteuer zzgl. SolZ, 13,1875%)
Zukunftserfolge (Nettoeinnahmen)	Nettozufluss auf Anteilseignerebene
Kapitalisierungszinssatz	Kapitalisierungszinssatz nach pers. Steuern (verschuldet)
Ertragswert	Ertragswert (nach pers. Steuern)
Aufzinsungsfaktor	Aufzinsung

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

Die Kapitalisierung der erwarteten Zukunftserfolge (Nettoeinnahmen) haben wir nachvollzogen.

Für die Diskontierung der jährlichen Ausschüttungen ist Kleeberg davon ausgegangen, dass die Ausschüttungen und die Zurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung zum Ende des Geschäftsjahres erfolgen. Die Ausschüttungsbeträge werden im Bewertungsmodell vom Ende des jeweiligen Geschäftsjahres zunächst auf den technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2025 abgezinst und anschließend auf den Bewertungsstichtag aufgezinst.

Auf dieser Basis ermittelt Kleeberg einen Ertragswert von **TEUR 12.009** für die Staatl. Mineralbrunnen AG zum 20. August 2026.

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

6.5 Gesondert bewertetes Vermögen

Kleeberg hat bezogen auf den Bewertungsstichtag einen Wertbeitrag für gesondert bewertetes Vermögen in Höhe von TEUR 4.191 ermittelt und für die Ermittlung des Unternehmenswerts auf den Ertragswert zum 20. August 2026 addiert.

Kleeberg hat folgende Sachverhalte als Sonderwerte berücksichtigt:

- Flüssige Mittel (anteilig): Zum 31. Dezember 2025 verfügt die Staatl. Mineralbrunnen AG über flüssige Mittel in Höhe von rund TEUR 5.900. Der Bestand der flüssigen Mittel spiegelt insbesondere die Verkaufserlöse aus dem Verkauf der Anteile an der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH im Jahr 2023 wider. Eine konkrete Verwendung der flüssigen Mittel ist nicht geplant. Daher hat Kleeberg einen Anteil der flüssigen Mittel in Höhe von TEUR 3.600 als Sonderwert berücksichtigt; in die Ertragswertermittlung gehen folglich nur die verbleibenden flüssigen Mittel in Höhe von TEUR 2.300 ein. Den Anteil in Höhe von TEUR 3.600 hat Kleeberg festgelegt, sodass im integrierten Planungs- und Bewertungsmodell von Kleeberg ab der Konvergenzphase und nachhaltig (2029 ff.) ein Bestand an flüssigen Mitteln in Höhe von etwa 5 % der Umsatzerlöse resultiert. Dieses Verhältnis entspricht dem Verhältnis der flüssigen Mittel zu den Umsatzerlösen in den Jahren vor dem Verkauf der Anteile an der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH. Den als Sonderwert hinzugerechneten Anteil der flüssigen Mittel hat Kleeberg auf den Bewertungsstichtag aufgezinst, sodass sich ein Sonderwert in Höhe von TEUR 3.704 ergibt.
- Dividendenausschüttung für das Jahr 2025: Die Staatl. Mineralbrunnen AG plant für das Jahr 2025 unabhängig von dem Squeeze-out eine Dividende in Höhe von TEUR 530 auszuschütten. Um eine Doppelzählung zu vermeiden, ist dieser Zahlungsmittelabfluss aus der Unternehmensbewertung auszuklammern, da dieser Betrag den Aktionären der Staatl. Mineralbrunnen AG ohnehin und losgelöst von der Barabfindung zufließt.¹⁸⁹ Vor diesem Hintergrund hat Kleeberg die – um Zinseffekte adjustierte – Dividendenausschüttung als (negativen) Sonderwert vom Ertragswert in Höhe von TEUR 521 abgezogen.
- Erwartete bedingte Earn-out-Zahlung: Im Rahmen des Verkaufs der Anteile an der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH wurde eine Earn-out-Zahlung vereinbart. Diese beträgt TEUR 1.000. Im Rahmen der Bewertung wurde unterstellt, dass die Earn-out-Zahlung vollständig realisiert werden kann. Aufgrund von § 8b KStG löst die Vereinnahmung der Earn-out-Zahlung keine wesentlichen Unternehmenssteuern aus. Daher hat Kleeberg auf die Berücksichtigung von Unternehmenssteuern vereinfachend verzichtet.
- Auflösung einer Rückstellung: Aufgrund der zum Bewertungsstichtag vorliegenden Einigung der Staatl. Mineralbrunnen AG im Rechtsstreit mit dem Altvorstand werden im Jahr 2026 Rückstellungen in Höhe von TEUR 200 aufgelöst. In der Ertragswertermittlung wurde im Jahr 2026 eine vollständige zahlungswirksame Inanspruchnahme der per 31. Dezember 2025 bilanzierten Rückstellung angenommen (rund TEUR 600). Da allerdings lediglich ein Betrag von TEUR 400 abfließt, hat Kleeberg die Differenz zu dem per 31. Dezember 2025 bilanzierten Betrag als Sonderwert berücksichtigt (TEUR 200). Den Ertrag in Höhe von TEUR 200 hat Kleeberg um Unternehmenssteuern gemindert und mithin in Höhe von TEUR 144 angesetzt.

¹⁸⁹ Vgl. OLG Düsseldorf, 19. Oktober 1999, 19 W 1/96, DB 2000, S. 82 sowie AG 2000, S. 323 ff.

Persönliche Ertragsteuern hat Kleeberg bei der Ermittlung des Wertbeitrags der Sonderwerte (teilweise) berücksichtigt. Hierbei hat Kleeberg das zum 31. Dezember 2025 vorliegende steuerliche Einlagekonto in Höhe von TEUR 4.757 berücksichtigt. Kleeberg hat folgende Annahmen im Rahmen der Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern getroffen:

- Die Dividendenausschüttung für das Jahr 2025 im Jahr 2026 in Höhe von TEUR 530 hat Kleeberg als einkommensteuerfreie Einlagenrückgewähr behandelt.
- Zudem hat Kleeberg unterstellt, dass die als Sonderwert hinzugerechneten flüssigen Mittel in Höhe von TEUR 3.600 ebenfalls steuerfrei an die Aktionäre ausgekehrt werden können.
- Der nach Berücksichtigung dieser Sachverhalte verbleibende Bestand des steuerlichen Einlagekontos beläuft sich auf TEUR 627 ($= \text{TEUR } 4.757 - \text{TEUR } 530 - \text{TEUR } 3.600$). Für die weiteren Sonderwerte (TEUR 1.144) hat Kleeberg angenommen, dass der verbleibende Bestand des steuerlichen Einlagekontos vollständig genutzt werden kann. Soweit die weiteren Sonderwerte den verbleibenden Bestand des steuerlichen Einlagekontos übersteigen ($\text{TEUR } 1.144 - \text{TEUR } 627 = \text{TEUR } 517$), wurde angenommen, dass persönliche Ertragsteuern in Höhe der Abgeltungsteuer von 25 % zzgl. Solidaritätszuschlag von 5,5 % anfallen. Im Ergebnis hat Kleeberg persönliche Ertragsteuern in Höhe von TEUR 136 von den Sonderwerten in Abzug gebracht.

Die nachfolgende Übersicht fasst die Ermittlung der von Kleeberg berücksichtigten Sonderwerte zusammen:

	TEUR
Anteilige flüssige Mittel zum 31. Dezember 2025	3.600
Aufzinsungsfaktor	1,029
Anteilige flüssige Mittel zum 20. August 2026 (1)	3.704
Abzug Dividendenausschüttung 2026	-530
Zinsfaktor	0,984
Abzug Dividendenausschüttung 2026 zum 20. August 2026 (2)	-521
Erwartete, bedingte Earn-out-Zahlung (vor. pers. Ertragsteuern)	1.000
Ertrag aus Rückstellungsauflösung (nach Unternehmenst., vor pers. Ertragst.)	144
Weitere Sonderwerte zum 20. August 2026 vor pers. Ertragsteuern	1.144
Abzgl. persönliche Ertragsteuern	-136
Weitere Sonderwerte zum 20. August 2026 nach pers. Ertragsteuern (3)	1.008
Summe Sonderwerte (1) + (2) + (3)	4.191

Quelle: Kleeberg, eigene Darstellung.

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die Ermittlung des Wertbeitrags für gesondert bewertetes Vermögen sowie die zugrunde gelegten Annahmen nachvollzogen.

Nach Auskunft des Vorstands der Staatl. Mineralbrunnen AG 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.

6.6 Unternehmenswert

Unter Bezugnahme auf die Darstellung im Gutachten von Kleeberg ergibt sich für die Staatl. Mineralbrunnen AG **zum Bewertungsstichtag 20. August 2026 ein aus dem Ertragswert abgeleiteter Unternehmenswert in Höhe von TEUR 16.200**. Dies entspricht einem anteiligen **Wert je Aktie in Höhe von EUR 45,86**.

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

7. Liquidationswert

Zusätzlich zum Ertragswert bei Annahme der Fortführung der Staatl. Mineralbrunnen AG hat Kleeberg einen Liquidationswert basierend auf vereinfachten Annahmen ermittelt.

Für die Ermittlung des Liquidationswerts verweisen wir im Detail auf die Ausführungen von Kleeberg auf den Seiten 141 ff. des Gutachtens. Nachfolgend werden die wesentlichen Annahmen, die Kleeberg bei der Ermittlung des Liquidationswerts getroffen hat, erläutert.

Die Liquidationswertermittlung von Kleeberg basierend auf den geprüften Bilanzwerten nach HGB per 31. Dezember 2025 ist nachfolgend dargestellt:

	Buchwert 31. Dez 25	Anpassung	Liquidationswert 31. Dez 25
	TEUR	TEUR	TEUR
Grundstücke, grundstücksgl. Rechte und Bauten	3.171	4.429	7.600
Sonstiges Anlagevermögen	7.459		7.459
Sonstige Vermögensgegenstände	1.625	1.000	2.625
Sonst. Umlaufvermögen u. Rechnungsabgrenzungsp.	8.924		8.924
Summe Vermögensgegenstände	21.179	5.429	26.608
Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpfl.	521	-43	478
Steuerrückstellungen	66		66
Sonstige Rückstellungen	2.655	-200	2.455
Verbindlichkeiten und Rechnungsabgrenzungsposten	4.626		4.626
Summe Schulden	7.867	-243	7.624
Eigenkapital bzw. Reinvermögen	13.312	5.672	18.984
Abzgl. Liquidationskosten			-4.149
Reinvermögen vor Ertragsteuern			14.835
Abzgl. Ertragsteuern auf Ebene der Staatl. Mineralbrunnen AG			-428
Reinvermögen nach Ertragsteuern			14.408
Aufzinsungsfaktor			1,029
Reinvermögen nach Ertragsteuern zum 20. August 2026 (vor Ausschüttung)			14.825
Abzgl. Ausschüttung 2026 für das Jahr 2025			-530
Reinvermögen nach Ertragsteuern zum 20. August 2026			14.295
Pers. Ertragsteuern			-233
Nettozufluss auf Anteilseignerebene			14.062

Quelle: Kleeberg, eigene Darstellung.

Bei der Liquidationswertermittlung hat Kleeberg die nachstehenden wesentlichen Annahmen getroffen.

Die Vermögensgegenstände und Schulden hat Kleeberg grundsätzlich mit ihrem Buchwert angesetzt. Abweichend hiervon hat Kleeberg folgende Anpassungen vorgenommen:

- Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und Bauten: Für das mit dem Erbbaurecht belastete Grundstück Flst. 1568/1, Gemarkung Bad Brückenau, Armand-von-Buseck-Straße 2, lag vom Sachverständigenbüro Bader & Thomée ein Verkehrswertgutachten vom 15. Juni 2026 vor. Der Verkehrswert des Erbbaurechts beläuft sich zum 10. März 2026 auf TEUR 400. Zudem lag für das mit Gewerbegebäuden bebaute Grundstück Flst. 248/3, Gemarkung Oberleichtersbach, Buchstraße 5, mit einer Grundstücksfläche von 58.964 m² im Gewerbegebiet „Buchrasen“ vom Sachverständigenbüro Bader & Thomée ein Verkehrswertgutachten vom 15. Juni 2026 vor. Der Verkehrswert für dieses Grundstück beläuft sich zum 10. März 2026 auf TEUR 7.200. Kleeberg hat diese Wertansätze übernommen. Im Gutachten von Kleeberg wird auf den Seiten 143 ff. dargelegt, auf welchen Prämissen diese Wertansätze basieren. Die beiden Verkehrswertgutachten haben wir rechnerisch und methodisch nachvollzogen. Zudem haben wir bei einem Ortstermin am 12. Mai 2026 die beiden Objekte besichtigt. Auf Basis unserer Prüfungshandlungen ist der Wertansatz der Grundstücke mit insgesamt TEUR 7.600 nachvollziehbar.
- Sonstige Vermögensgegenstände: Kleeberg hat – analog zur ertragswertbasierten Bewertung – über die bilanzierten sonstigen Vermögensgegenstände hinaus eine Forderung aus der erwarteten, bedingten Earn-out-Zahlung in Höhe von TEUR 1.000 aus dem Verkauf der Anteile an der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH berücksichtigt (vgl. hierzu Abschnitt 6.5).
- Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen: Zur Überleitung der Pensionsrückstellungen auf ihren angenommenen Ablösebetrag hat Kleeberg eine Anpassung des HGB-Buchwerts zum 31. Dezember 2025 in Höhe von TEUR 43 vorgenommen.
- Sonstige Rückstellungen: Ebenso wie bei der ertragswertbasierten Bewertung hat Kleeberg im Rahmen der Liquidationswertermittlung stille Reserven in den zum 31. Dezember 2025 bilanzierten sonstigen Rückstellungen im Zusammenhang mit dem Rechtsstreit mit dem Altvorstand in Höhe von TEUR 200 angesetzt (vgl. hierzu Abschnitt 6.5).

Nach Berücksichtigung der beschriebenen Anpassungen ergibt sich ein Reinvermögen in Höhe von TEUR 18.984.

Die Marken "Bad Brückenauer" sowie "Schatzquelle" hat Kleeberg als nicht veräußerbar unterstellt. Begründet wird dies u.a. damit, dass Mineralwasser von den Kunden als ein weitgehend homogenes, austauschbares Produkt mit geringer wahrnehmbarer Differenzierung betrachtet wird. Zudem wird u.a. darauf verwiesen, dass die Marken der Staatl. Mineralbrunnen AG keine überregionale Bekanntheit sowie kein nachweisbares Alleinstellungsmerkmal aufweisen. Zudem wird darauf verwiesen, dass auch beim Verkauf der Anteile an der Siegsdorfer Petrusquelle GmbH, die Betriebsgrundlagen veräußert wurden, die Marke aber nicht fortgeführt wurde. Insgesamt wird von Kleeberg eine eigenständige wirtschaftliche Verwertung der Markennamen „Bad Brückenau“ sowie „Schatzquelle“ als nicht möglich eingeschätzt.

Zudem hat Kleeberg dem Wasserrecht der Staatl. Mineralbrunnen AG keinen Veräußerungserlös beigemessen, da die Gesellschaft das Wasserrecht nicht veräußern kann. Es obliegt dem Freistaat Bayern, vertreten durch die Staatliche Kurverwaltung Bad Brückenau, das Wasserrecht zu vergeben und über dessen Nutzung zu bestimmen.

Kleeberg hat folgende Liquidationskosten angesetzt:

- Für die Kosten bis zum Abschluss der Liquidation, laufenden Personalaufwand sowie Abfindungszahlungen hat Kleeberg in Abstimmung mit dem Vorstand 25 % der sonstigen betrieblichen Aufwendungen des Jahres 2026 (= TEUR 1.118) sowie 50 % der Personalaufwendungen des Jahres 2026 (= TEUR 2.718) angesetzt.
- Rechts- und Beratungskosten im Rahmen der Liquidation in Höhe von TEUR 200
- Maklergebühren sowie Transaktionskosten aus der Veräußerung der Immobilien in Höhe von 1,50 % der Verkehrswerte des Erbbaurechts bzw. des Grundstücks wurden mit TEUR 114 angesetzt.

Insgesamt hat Kleeberg Liquidationskosten in Höhe von TEUR 4.149 angesetzt.

Bei der Ermittlung der Unternehmenssteuern hat Kleeberg vereinfachend angenommen, dass das steuerbilanzielle Eigenkapital dem handelsbilanziellen Eigenkapital entspricht. Vorliegend liegen keine wesentlichen Differenzen zwischen der Handels- und der Steuerbilanz vor. Vom Reinvermögen vor Ertragsteuern in Höhe von TEUR 14.835 hat Kleeberg das handelsbilanzielle Eigenkapital zum 31. Dezember 2025 in Höhe von TEUR 13.312 abgezogen. Auf die daraus resultierende Steuerbemessungsgrundlage in Höhe von TEUR 1.523 hat Kleeberg einen Steuersatz in Höhe von 28,08 % angewendet, der die Gewerbesteuer sowie die Körperschaftsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag abbildet. Im Ergebnis hat Kleeberg Unternehmenssteuern in Höhe von TEUR 428 berücksichtigt. Der Abzug betrieblicher Ertragsteuern, die aus einer Veräußerung der Vermögensgegenstände entstehen, ist sachgerecht.¹⁹⁰

Das um Ertragsteuern geminderte Reinvermögen hat Kleeberg anschließend auf den Bewertungsstichtag aufgezinst. Hierbei hat Kleeberg die Eigenkapitalkosten des Jahres 2026, die im Rahmen der Ertragswertermittlung angesetzt werden, herangezogen. Es ergibt sich ein Reinvermögen nach Ertragsteuern zum 20. August 2026 in Höhe von TEUR 14.825.

Analog zum Vorgehen im Rahmen der ertragswertbasierten Bewertung hat Kleeberg das Reinvermögen nach Ertragsteuern um die für das Jahr 2025 im Jahr 2026 vorgesehene Dividendenausschüttung gekürzt.

Zur Ermittlung des **Nettozuflusses auf Anteilseignerebene** bei unterstellter Liquidation hat Kleeberg zudem die steuerlichen Folgen der Auskehrung des Reinvermögens zum Bewertungsstichtag berücksichtigt. Die Steuerbemessungsgrundlage hat Kleeberg ermittelt, indem vom Reinvermögen nach Ertragsteuern zum 20. August 2026 (TEUR 14.295) die steuerfreien Kapitalrückzahlungen abgezogen wurden. Die Differenzierung zwischen steuerpflichtigen Kapitalerträgen und steuerfreien Kapitalrückflüssen ist ebenso wie der generelle Abzug der persönlichen Einkommensteuer sachgerecht.¹⁹¹ Die Kapitalrückzahlungen umfassen den Bestand des steuerlichen Einlagekontos nach Kürzung der für das Jahr 2026 geplanten Ausschüttung (TEUR 4.757 – TEUR 530 = TEUR 4.227) sowie das gezeichnete Kapital (TEUR 9.185). Die Steuerbemessungsgrundlage beträgt demnach TEUR 883. Auf die Steuerbemessungsgrundlage hat Kleeberg den Abgeltungssteuersatz von 25 % zzgl. Solidaritätszuschlag von 5,5 % angewendet. Im Ergebnis hat Kleeberg persönliche Ertragsteuern in Höhe TEUR 233 in Abzug gebracht.

¹⁹⁰ Vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1590 f.

¹⁹¹ Vgl. Popp, Berücksichtigung von Steuern, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., 2023, S. 1567, 1591 f., m.w.N.

Der **Nettozufluss auf Anteilseignerebene** bei unterstellter Liquidation beträgt demnach **TEUR 14.062**. Dies entspricht einem anteiligen **Wert je Aktie in Höhe von EUR 39,81**. Dieser liegt unterhalb des ertragswertbasierten Werts je Aktie bei Fortführung der Staatl. Mineralbrunnen AG in Höhe von EUR 45,86.

Im Rahmen unserer Prüfungshandlungen haben wir die Ermittlung des Liquidationswerts von Kleeberg inhaltlich sowie rechnerisch nachvollzogen. Wir halten das Vorgehen von Kleeberg für vertretbar.

Nach den uns erteilten Auskünften besteht auch nicht die Absicht die Staatl. Mineralbrunnen AG zu liquidieren. Auch sind die Ertragsaussichten nach der Planungsrechnung nicht auf Dauer negativ und die Betriebsfortführung erscheint nicht unvertretbar. Vor diesem Hintergrund kommt es auch nach der Rechtsprechung vorliegend auf den Liquidationswert nicht an (vgl. Abschnitt 6.1 c)).

8. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Aufgrund unserer Kenntnis der einschlägigen Teile des Übertragungsberichts des Hauptaktionärs, der uns erteilten Auskünfte und der Besprechungen mit dem Vorstand der Staatl. Mineralbrunnen AG sowie der durch den Hauptaktionär beauftragten Beratungsgesellschaft Kleeberg, 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 Staatl. Mineralbrunnen AG keine besonderen Schwierigkeiten aufgetreten sind.

9. Ermittlung der angemessenen Barabfindung

Die Ausgangswerte für die Ermittlung der Barabfindung sind in dem Gutachten von Kleeberg dargestellt.

Aus dem anlassbezogenen objektivierten Unternehmenswert der Staatl. Mineralbrunnen AG in Höhe von rund TEUR 16.200 hat Kleeberg einen Wert je Aktie in Höhe von EUR 45,86 abgeleitet.

Mangels Börsennotierung der Staatl. Mineralbrunnen AG konnte kein Börsenkurs der Staatl. Mineralbrunnen AG ermittelt werden.

Der Hauptaktionär der Staatl. Mineralbrunnen AG hat die Höhe der Barabfindung auf

EUR 46,00 je Aktie

festgelegt. Die Barabfindung hat der Hauptaktionär basierend auf dem aus dem anlassbezogenen objektivierten Unternehmenswert der Staatl. Mineralbrunnen AG abgeleiteten Wert je Aktie unter Berücksichtigung einer Aufrundung angesetzt.

Die festgelegte Barabfindung ist aus unserer Sicht angemessen.

10. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung

„Nach unseren Feststellungen ist aus den vorstehend dargelegten Gründen die Barabfindung, die den ausscheidenden Aktionären der Staatl. Mineralbrunnen Aktiengesellschaft Bad Brückenau, Bad Brückenau, infolge der Übertragung der Aktien gemäß §§ 327a ff. AktG gewährt wird, in Höhe von EUR 46,00 je Stückaktie angemessen.“

Stuttgart, 26. Juni 2026



RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft



Dr. Frederik Ruthardt
Wirtschaftsprüfer



Dr. Matthias Popp
Wirtschaftsprüfer

Landgericht Nürnberg-Fürth

Az.: 2 HK O 360/26



In dem Rechtsstreit

VFHV GmbH, vertreten durch d. Geschäftsführer, Promenadeplatz 12, 80333 München
- Antragstellerin -

Prozessbevollmächtigte:

Rechtsanwälte **Noerr Partnerschaftsgesellschaft mbB**, Rechtsanwälte Steuerberater Wirtschaftsprüfer, Brienner Straße 28, 80333 München, Gz.: M-0035-2026

wegen Prüferbestellung gemäß § 327c Abs. 2 AktG

erlässt das Landgericht Nürnberg-Fürth - 2. Kammer für Handelssachen - durch die Vorsitzende Richterin am Landgericht Hammer am 09.02.2026 folgenden

Beschluss

- I. Als Prüfer für die Prüfung der Angemessenheit der im Rahmen der beabsichtigten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Staatl. Mineralbrunnen Aktiengesellschaft Bad Brückenau mit Sitz in Bad Brückenau, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Schweinfurt unter der Nummer HRB 2544, auf die Hauptaktionärin VFHV GmbH mit Sitz in München, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts München unter der Nummer HRB 68351, gemäß § 327 b AktG festzusetzende Barabfindung wird

RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Steuerberatungsgesellschaft

- Herr Dr. Matthias Popp -

Wirtschaftsprüfer,

Steuerberater

Kronenstraße 30

70174 Stuttgart

ausgewählt und bestellt.

- II. Die Antragstellerin trägt die Kosten des Verfahrens.

- III. Der Geschäftswert wird auf 100.000,00 € festgesetzt.

Gründe:

- 1) Mit Antrag der Hauptaktionärin, eingegangen beim Landgericht Nürnberg-Fürth am 21.01.2026, wird die Bestellung eines Prüfers für die Angemessenheit der gemäß §§ 327a ff AktG anzubietenden Barabfindung begehrt.
- 2) Das Landgericht Nürnberg-Fürth, Kammer für Handelssachen, ist örtlich, sachlich und funktionell zuständig, §§ 327c Abs. 2 S. 4 i.V.m. 293c Abs. 1 S. 3 AktG, § 30 GZVJu. Es entscheidet die Vorsitzende allein.
- 3) Bei der Auswahl des Prüfers wurde einem Vorschlag der Antragstellerin gefolgt. Der Antrag auf gerichtliche Bestellung ist an keinerlei Voraussetzungen gebunden. Es ist insbesondere möglich, einen Prüfer zur Bestellung vorzuschlagen. Dies schon deshalb, weil der vom Gericht bestellte Prüfer zur gewissenhaften und unparteiischen Prüfung verpflichtet ist und zwar insbesondere auch im Verhältnis zu den Minderheitsaktionären, §§ 327c Abs. 2 S. 4 i.V.m. 293d Abs. 2 S.2 AktG, 323 Abs. 1 S. 1 HGB. Zudem wurde versichert, dass gesetzliche Hinderungsgründe i.S.d. §§ 327c Abs.2, 293d Abs. 1 und 2 AktG, 319, 320, 323 HGB nicht vorliegen. Die vorgeschlagene Person erfüllt gemäß §§ 293d AktG, 319 Abs. 1 HGB die Voraussetzungen für eine Bestellung.
- 4) Die Kostenentscheidung ergibt sich aus § 22 Abs. 1, 1 Abs. 2 Nr. 1 GNotKG.
- 5) Der Geschäftswert ist gem. § 36 GNotKG festzusetzen. Eine Festsetzung auf 100.000,00 € erscheint angemessen.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen die Festsetzung des Geschäftswerts findet die Beschwerde statt, wenn der Wert des Beschwerdegegenstands 300 Euro übersteigt oder wenn und soweit die Beschwerde in diesem Beschluss zugelassen wurde.

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

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

nach der Aufgabe zur Post als bekannt gemacht.

Die Beschwerde ist bei dem
Landgericht Nürnberg-Fürth
Fürther Str. 110
90429 Nürnberg
einzulegen.

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

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

Rechtsbehelfe können auch als **elektronisches Dokument** eingereicht werden. Eine einfache E-Mail genügt den gesetzlichen Anforderungen nicht.

Rechtsbehelfe, die durch eine Rechtsanwältin, einen Rechtsanwalt, durch eine Notarin, einen Notar, durch eine Behörde oder durch eine juristische Person des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihr zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse eingereicht werden, sind **als elektronisches Dokument** einzureichen, es sei denn, dass dies aus technischen Gründen vorübergehend nicht möglich ist. In diesem Fall bleibt die Übermittlung nach den allgemeinen Vorschriften zulässig, wobei die vorübergehende Unmöglichkeit bei der Ersatzeinreichung oder unverzüglich danach glaubhaft zu machen ist. Auf Anforderung ist das elektronische Dokument nachzureichen.

Elektronische Dokumente müssen

- mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen sein oder
- von der verantwortenden Person signiert und auf einem sicheren Übermittlungsweg eingereicht werden.

Ein elektronisches Dokument, das mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen ist, darf wie folgt übermittelt werden:

- auf einem sicheren Übermittlungsweg oder
- an das für den Empfang elektronischer Dokumente eingerichtete Elektronische Gerichts- und Verwaltungspostfach (EGVP) des Gerichts.

Wegen der sicheren Übermittlungswege wird auf § 130a Absatz 4 der Zivilprozessordnung verwiesen. Hinsichtlich der weiteren Voraussetzungen zur elektronischen Kommunikation mit den Gerichten wird auf die Verordnung über die technischen Rahmenbedingungen des elektronischen Rechtsverkehrs und über das besondere elektronische Behördenpostfach (Elektronischer-Rechtsverkehr-Verordnung - ERVV) in der jeweils geltenden Fassung sowie auf die Internetseite www.justiz.de verwiesen.

gez.

Hammer
Vorsitzende Richterin am Landgericht

Für die Richtigkeit der Abschrift
Nürnberg, 10.02.2026



Dokument unterschrieben von: Ramming, JH
Sekt. in
Nürnberg-Fürth
am: 10.02.2026 09:53
Urundsbeamtin der Geschäftsstelle

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:

- 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
- Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- 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

- die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer und Grunderwerbsteuer,
- die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
- die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
- 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 Auslagenersatz 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 Auslagenersatz nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

14. Streitschlichtungen

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

15. Anzuwendendes Recht

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

