

Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Absatz 2 Sätze 2 bis 4 in Verbindung mit § 293e Absatz 1 AktG anlässlich der beabsichtigten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der

NanoFocus AG, Oberhausen,

auf die

Carl Mahr Holding GmbH, Göttingen

Inhaltsverzeichnis

1.	Auftrag und Auftragsdurchführung	1
2.	Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung	5
3.	Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode	7
3.1.	Bewertungsgrundsätze	7
3.1.1.	Zukunftserfolgswert	7
3.1.2.	Ertragswertverfahren	8
3.1.3.	Liquidationswert	9
3.1.4.	Substanzwert	10
3.1.5.	Vergleichsorientierte Bewertung	10
3.2.	Relevanz von Vorerwerben	11
3.3.	Berücksichtigung des Börsenkurses	12
3.4.	Angemessenheit der Bewertungsmethode	13
4.	Prüfungsfeststellungen zur Ableitung der Barabfindung im Einzelnen	14
4.1.	Bewertungsobjekt	14
4.1.1.	Rechtliche Grundlagen	14
4.1.2.	Abgrenzung des Bewertungsobjekts	14
4.1.3.	Wirtschaftliche Grundlagen	14
4.1.4.	Steuerliche Grundlagen	16
4.2.	Bewertungsstichtag	17
4.3.	Markt- und Wettbewerbsumfeld	18
4.3.1.	Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen	18
4.3.2.	Branchenspezifisches Umfeld	20

4.4.	Ermittlung des Ertragswerts	22
4.4.1.	Analyse der Unternehmensplanung	22
4.4.2.	Analyse des Kapitalisierungszinssatzes	41
4.4.3.	Ableitung des Ertragswerts	56
4.5.	Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen	57
4.6.	Unternehmenswert auf Ertragswertbasis	58
4.7.	Plausibilisierung des Unternehmenswerts	59
4.8.	Börsenkurs	61
5.	Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung	64
6.	Festgelegte Barabfindung	65
7.	Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung	66

Wir weisen darauf hin, dass aus rechentechnischen Gründen in den Tabellen Rundungsdifferenzen in Höhe von einer Einheit (€, % usw.) auftreten können.

Kapitalmarktdaten haben wir, sofern nicht anders angegeben, mithilfe des Finanzdienstleisters S&P GLOBAL MARKET INTELLIGENCE LLC, New York, USA (im Folgenden auch „S&P Capital IQ“) erhoben.

Anlagenverzeichnis

- Anlage 1** Beschluss des Landgerichts Düsseldorf, 1. Kammer für Handelssachen, vom 20. Juni 2025 zur Bestellung der Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, als sachverständiger Prüfer gem. § 327c Abs. 2 Satz 2 und 3 in Verbindung mit § 293c Abs. 1 AktG und Beschluss zur Berichtigung des Rubrums vom 11. Juli 2025
- Anlage 2** Abkürzungsverzeichnis
- Anlage 3** Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

1. Auftrag und Auftragsdurchführung

Im Zusammenhang mit dem Verlangen der

Carl Mahr Holding GmbH,
Göttingen
(im Folgenden auch „Mahr“ oder „Hauptaktionär“ genannt)

vom 30. Mai 2025 soll die außerordentliche Hauptversammlung der

NanoFocus AG,
Oberhausen
(im Folgenden auch „NanoFocus“ oder „Gesellschaft“ genannt)

am 12. November 2025 die Übertragung der NanoFocus-Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf die Mahr gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG beschließen.

Nach § 327a Abs. 1 S. 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen (sog. aktienrechtlicher Squeeze-Out).

Die Mahr hält gegenwärtig unmittelbar 8.748.650 der insgesamt 9.032.498 Stückaktien (Aktien ohne Nennbetrag) der NanoFocus. Die NanoFocus hält keine eigenen Aktien. Damit beträgt der Anteil der Mahr rd. 96,86 % des Grundkapitals der NanoFocus.

Die Ableitung der Höhe der Barabfindung beruht auf einer Unternehmensbewertung der NanoFocus, die auf Basis allgemein anerkannter Unternehmensbewertungsgrundsätze durchgeführt wurde. Der Unternehmenswert der NanoFocus wurde im Auftrag der Mahr durch die RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart (im Folgenden auch „RSM“ oder „Bewertungsgutachterin“ genannt), ermittelt.

Die Ausführungen zur Ermittlung des Unternehmenswerts der NanoFocus auf den Stichtag 12. November 2025 sowie die Festlegung der Barabfindung gemäß § 327b AktG

sind im Bericht der Mahr als Hauptaktionär der NanoFocus über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NanoFocus auf die Mahr sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 S. 1 AktG vom 24. September 2025 nebst Anlagen (im Folgenden auch „Übertragungsbericht“ genannt) wiedergegeben.

Nach § 327c Abs. 2 S. 2 AktG ist die Angemessenheit der Barabfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.

Auf Antrag des Hauptaktionärs wurde die Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, (im Folgenden auch „Baker Tilly“ genannt), von der 1. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Düsseldorf mit Beschluss vom 20. Juni 2025 gemäß § 327c Abs. 2 S. 3 AktG und Beschluss zur Berichtigung des Rubrums vom 11. Juli 2025 zur sachverständigen Prüferin ausgewählt und bestellt (vgl. Anlage 1). Die Mahr hat uns daraufhin mit der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung, die den Minderheitsaktionären der NanoFocus gewährt werden soll, beauftragt.

Bei der Durchführung der Prüfung haben uns insbesondere die folgenden wesentlichen Unterlagen vorgelegen:

- Bericht des Hauptaktionärs über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NanoFocus AG, Oberhausen, auf die Mahr Holding GmbH, Göttingen, vom 24. September 2025 nebst Anlagen sowie vorangegangene Entwürfe;
- Gutachtliche Stellungnahme über die Ermittlung des Unternehmenswerts der NanoFocus AG, Oberhausen, der RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart, vom 22. September 2025 sowie vorangegangene Entwürfe (im Folgenden auch „Bewertungsgutachten“ genannt);
- Berichte der PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hannover, über die Prüfung der Jahresabschlüsse der NanoFocus zum 31. Dezember 2022, 2023 und 2024 und der Lageberichte der Geschäftsjahre 2022, 2023 und 2024;
- Berichte der PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hannover, über die Prüfung der Berichte des Vorstands der NanoFocus über Beziehungen zu verbundenen Unternehmen für die Geschäftsjahre 2022, 2023 und 2024;
- Berichte der PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Hannover, über die prüferische Durchsicht der nach handelsrechtlichen

- Rechnungslegungsgrundsätzen aufgestellten Jahresabschlüsse der Breitmeier Messtechnik GmbH der Geschäftsjahre 2021 bis 2024;
- Bericht über die Sachkapitalerhöhungsprüfung durch die Clostermann & Jasper Partnerschaft mbH (Bremen) vom 28. Januar 2025;
 - Satzung der NanoFocus und Handelsregisterauszug der NanoFocus, Abruf vom 16. Juli 2025;
 - Mehrjahres-Unternehmensplanung der NanoFocus für den Planungszeitraum 2025 bis 2028;
 - Protokolle der Aufsichtsratssitzungen der NanoFocus seit dem Jahr 2022;
 - Ungeprüfte Ertragslage zum 31. Juli 2025 und zum 31. August 2025 der NanoFocus;
 - Auszüge aus den Arbeitspapieren der Bewertungsgutachterin;
 - Unterlagen zu den steuerlichen Verhältnissen der NanoFocus und der Breitmeier Messtechnik GmbH, Ettlingen (im Folgenden auch „BMT“);
 - Öffentlich zugängliche Informationen zum Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie Kapitalmarktdaten.

Als Auskunftspersonen standen uns neben dem Vorstand der NanoFocus von diesem benannte Mitarbeiter der Gesellschaft, von der Mahr benannte Personen sowie Mitarbeiter der RSM zur Verfügung. Alle erbetenen Auskünfte sind uns erteilt worden.

Der Vorstand der NanoFocus hat uns gegenüber unter dem 25. September 2025 eine Vollständigkeitserklärung abgegeben. Die Mahr hat uns gegenüber ebenfalls unter dem 25. September 2025 erklärt, dass nach ihrem Kenntnisstand alle uns vorgelegten Unterlagen sowie die gegebenen Erläuterungen und Auskünfte vollständig und richtig sind.

Bei unserer Prüfung haben wir den Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S 1) in der Fassung vom 2. April 2008, Stand vom 4. Juli 2016, (im Folgenden auch „IDW S 1“) berücksichtigt. Klarstellend weisen wir darauf hin, dass der vorliegende Entwurf einer Neufassung des Standards in der Entwurfsfassung IDW ES 1 i.d.F. 2024 (Stand: 7. November 2024) eine noch nicht abschließend abgestimmte Berufsauffassung darstellt und nach den Maßgaben des Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW (im Folgenden auch „FAUB“ genannt) eine Anwendung vor der Veröffentlichung der endgültig verabschiedeten Fassung nicht zulässig ist.

Wir haben unsere Prüfung vom 14. Juli 2025 bis zum Tag der Zeichnung dieses Prüfungsberichts – mit Unterbrechungen – in unserem Büro in Düsseldorf durchgeführt. Unsere Prüfungsarbeiten haben wir vor Abschluss der Bewertungsarbeiten der

Bewertungsgutachterin aufgenommen. Diese Vorgehensweise ist im Rahmen von Barabfindungsangemessenheitsprüfungen üblich und durch die Rechtsprechung anerkannt. Sie ist in der Notwendigkeit begründet, zeitnah zum Abschluss der Bewertungsarbeiten ein endgültiges Prüfungsurteil abzugeben.

Sollten sich zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und dem Zeitpunkt der beabsichtigten Beschlussfassung der außerordentlichen Hauptversammlung der NanoFocus am 12. November 2025 über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre wesentliche Änderungen in der geplanten Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der NanoFocus einschließlich ihres Tochterunternehmens ergeben, wären diese bei der Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung noch zu berücksichtigen.

Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, der Jahresabschlüsse, der Konzernabschlüsse oder der Geschäftsführung der NanoFocus einschließlich ihres Tochterunternehmens vorgenommen haben. Solche Prüfungen sind nicht Gegenstand einer Angemessenheitsprüfung der Barabfindung von Minderheitsaktionären. Die Übereinstimmung der Jahresabschlüsse und der Lageberichte der NanoFocus zu den Stichtagen 31. Dezember 2022, 2023 und 2024 mit den jeweiligen rechtlichen Vorschriften wurden von den Abschlussprüfern der NanoFocus uneingeschränkt bestätigt. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Jahresabschlüsse und der Lageberichte sowie der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir daher von der Korrektheit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

Dieser Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung wurde ausschließlich für den vorstehend dargestellten Zweck erstellt. Dies umfasst die Bereitstellung des Prüfungsberichts im Vorfeld der über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschlussfassenden Hauptversammlung der NanoFocus sowie die Vorlage in etwaigen Gerichtsverfahren im Zusammenhang mit dem aktienrechtlichen Squeeze-Out. Der Bericht ist nicht zur Veröffentlichung, zur Vervielfältigung oder zur Verwendung für einen anderen Zweck bestimmt und darf ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung nicht außerhalb dieses Zwecks an Dritte weitergegeben werden.

Für die Durchführung unseres Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage 3 diesem Bericht beigefügten Allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung vom 1. Januar 2024 maßgebend.

2. Gegenstand, Art und Umfang der Prüfung

Gegenstand unserer Prüfung ist gemäß § 327c Abs. 2 S. 2 AktG die Angemessenheit der vom Hauptaktionär festgelegten Barabfindung.

Dementsprechend haben wir geprüft, ob die von der Mahr festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der NanoFocus als angemessen anzusehen ist. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insbesondere der Voraussetzungen und Rechtmäßigkeit für eine Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und der steuerlichen Auswirkungen, haben wir nicht vorgenommen.

Der gemäß § 327c Abs. 2 S. 3 AktG bestellte sachverständige Prüfer hat nach § 327c Abs. 2 S. 4 i.V.m. § 293e AktG über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten. Der Prüfungsbericht ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist.

Im Prüfungsbericht des sachverständigen Prüfers ist in sinngemäßer Anwendung von § 293e AktG anzugeben:

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

Die Angemessenheit der Barabfindung lässt sich auf der Basis einer Überprüfung der Bewertung der NanoFocus durch RSM, die die Grundlage für die Festlegung der Abfindung durch die Mahr darstellt, beurteilen. Eine eigenständige Bewertung der Gesellschaft durch den sachverständigen Prüfer ist dazu grundsätzlich nicht durchzuführen.

Soweit für die zu bewertende Gesellschaft Börsenkurse zur Festlegung der Barabfindung herangezogen werden, ist die methodische Relevanz und die konkrete Ableitung des Börsenkurses zu beurteilen.

Der Prüfer hat die der Ermittlung der Abfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Basiert die Bewertung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insbesondere zu untersuchen, ob die bewertungsrelevanten Faktoren sachgerecht abgeleitet worden sind und die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen.

Die der zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung als Basis dienende Unternehmensplanung der Gesellschaft einschließlich ihres Tochterunternehmens sowie Arbeitspapiere der Bewertungsgutachterin zur Ermittlung der Kapitalkosten und zur Bewertung sowie zum Börsenkurs haben wir erhalten, in Gesprächen im Wesentlichen mit Vertretern der Gesellschaft und RSM erörtert und auf ihre Plausibilität überprüft.

Als Maßstäbe für die Plausibilitätsbeurteilung der Planung haben wir entsprechend des IDW Praxishinweises 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ mit Stand vom 2. Januar 2017 auf die rechnerische und formelle Plausibilität, die materielle interne Plausibilität (d.h. insb. die Nachvollziehbarkeit gegebener Erläuterungen und Planungsprämissen, Konsistenz mit Ist-Entwicklung und Unternehmenspotenzial) sowie die materielle externe Plausibilität (d.h. insb. Konsistenz zu Marktanalysen und Wettbewerbsanalysen) abgestellt.

Zur Beurteilung einer konsistenten und methodisch sachgerechten Ableitung der einzelnen Parameter der Kapitalkosten und des Unternehmenswerts insgesamt sowie des Börsenkurses haben wir ergänzend zum Nachvollzug der Analysen und Berechnungen der Bewertungsgutachterin eigenständige Untersuchungen auf der Grundlage von Kapitalmarktdatenbanken sowie Berechnungen mit Hilfe unseres eigenen Bewertungsmodells vorgenommen. Wir haben unsere Prüfung unabhängig und eigenverantwortlich durchgeführt.

Gemäß § 327c Abs. 2 S. 1 AktG hat der Hauptaktionär der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (Übertragungsbericht). Die Vollständigkeit und Richtigkeit des Übertragungsberichts waren, ebenso wie die Zweckmäßigkeit der beabsichtigten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre, nicht Gegenstand unserer Prüfung. Im Rahmen unserer Tätigkeit haben wir uns nur insoweit mit dem Übertragungsbericht befasst, als er relevante Angaben über den Prüfungsgegenstand, die methodische und rechnerische Erläuterung und Begründung des Unternehmenswertes der NanoFocus und die darauf aufbauende Ableitung der Barabfindung enthält.

Art und Umfang unserer Prüfungshandlungen haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten. Unser Prüfungsbericht gibt das Ergebnis unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wieder.

3. Prüfung der Angemessenheit der Bewertungsmethode

3.1. Bewertungsgrundsätze

3.1.1. Zukunftserfolgswert

Der Gesetzgeber schreibt keine bestimmte Methode für die Bewertung des Unternehmens vor.

Als Grundlage für die Festlegung der Barabfindung werden die Ergebnisse einer Unternehmensbewertung verwendet. Die hierbei zugrunde gelegte Methodik ist vom Prüfer hinsichtlich der Art und Gründe für ihre Anwendung sowie ihrer Angemessenheit zu überprüfen.

In der Betriebswirtschaftslehre, in der Rechtsprechung und in der Bewertungspraxis haben sich allgemein anerkannte Bewertungsgrundlagen herausgebildet, die auf die Bewertung von Unternehmen angewandt werden.

Die bei der Unternehmensbewertung von deutschen Wirtschaftsprüfern anzuwendenden Bewertungsgrundlagen und Methoden sind im Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S 1) in der Fassung vom 2. April 2008, Stand vom 4. Juli 2016, festgelegt.

Die im IDW S 1 verankerten Grundsätze zur Unternehmensbewertung beruhen auf der herrschenden Meinung in der betriebswirtschaftlichen Literatur und Bewertungspraxis. Die in den Verlautbarungen des IDW niedergelegten Methoden und Grundsätze zur Unternehmensbewertung stellen eine in der Rechtsprechung anerkannte Expertenauffassung für ein methodisch zutreffendes Vorgehen bei der Ermittlung von Unternehmenswerten dar. Sie werden trotz aller im Allgemeinen oder in Einzelfragen dagegen vorgebrachten Kritik bei Unternehmensbewertungen im Zusammenhang mit aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen in der Praxis ganz überwiegend beachtet.¹

Der Wert eines Unternehmens ergibt sich nach IDW S 1 – unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele – grundsätzlich durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen finanziellen (Netto-)Überschüsse an die Unternehmenseigner, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden (Zukunftserfolgswert). Nach IDW S 1 wird der Wert des Unternehmens damit regelmäßig aus seiner Ertragskraft, d.h.

¹ Vgl. hierzu grundlegend bereits u.a. OLG Stuttgart v. 15. Oktober 2013, 20 W 3/13 m.w.N.

seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet.

Hierbei ist es herrschende Auffassung, die Barabfindung aus einem sog. „objektivierten Unternehmenswert“ abzuleiten. Der objektivierte Unternehmenswert stellt regelmäßig einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren.

Die Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte erfolgt auf „stand-alone-Basis“, d.h. Überschüsse aus Synergieeffekten, die erst aus dem Bewertungsanlass entstehen, sind nicht zu berücksichtigen (sog. echte Synergien). Sog. unechte Synergieeffekte sind hingegen dadurch gekennzeichnet, dass sie sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahmen realisieren lassen.² Die Überschüsse aus unechten Synergieeffekten sind insoweit abzubilden, als die Synergie stiftenden Maßnahmen zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind.

3.1.2. Ertragswertverfahren

Der Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert kann nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem sog. Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelt werden.

Das Ertragswertverfahren ermittelt den Unternehmenswert durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, wobei diese üblicherweise aus den für die Zukunft geplanten Jahresergebnissen abgeleitet werden. Die dabei zugrunde liegende Planungsrechnung kann nach handelsrechtlichen oder anderen Vorschriften aufgestellt sein. Die Finanzierbarkeit der geplanten Ausschüttungen ist hierbei zu beachten.

Bei den alternativ im IDW S 1 dargestellten Discounted-Cashflow-Methoden erfolgt eine Diskontierung der zukünftig geplanten Finanzmittelüberschüsse unter der Nebenbedingung der handelsrechtlichen Ausschüttungsfähigkeit. Bei gleichen Bewertungsannahmen und -prämissen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierung, führen beide Bewertungsverfahren grundsätzlich zu gleichen Unternehmenswerten.

² IDW S 1, Tz. 34; IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018 Abschnitt A, Tz. 270f., Abschnitt C, Tz. 120; Zeidler in: Semler/Stengel/Leonard, Umwandlungsgesetz, 5. Auflage 2021, Rn. 46ff.

Wir haben uns davon überzeugt, dass der vorliegenden Bewertung neben der Ertragsplanung auch eine abgestimmte Bilanzplanung zugrunde liegt und damit die zuvor dargestellten Voraussetzungen für die Äquivalenz von Ertragswertverfahren und Discounted-Cashflow-Verfahren grundsätzlich gegeben sind.

Wir halten die Entscheidung der Bewertungsgutachterin, bei der Bewertung der Nano-Focus das Ertragswertverfahren anzuwenden, für sachgerecht. Das Ertragswertverfahren ist ein in der Bewertungstheorie und -praxis im Zusammenhang mit der Bewertung von Unternehmen im Rahmen aktien- und umwandlungsrechtlicher Strukturmaßnahmen überwiegend gebräuchliches³ und in der Wissenschaft, Betriebswirtschaftslehre sowie Rechtsprechung anerkanntes Verfahren.⁴

In dem nach der Ertragswertmethode ermittelten Barwert werden die zukünftigen prognostizierten Erwartungswerte der finanziellen Überschüsse berücksichtigt, die aus dem betriebsnotwendigen Vermögen des Bewertungsobjekts abgeleitet werden. Sachverhalte, die im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen können dafür verschiedene Sonderwerte in Frage kommen. Das etwaige vorhandene nicht betriebsnotwendige Vermögen umfasst solche Vermögensgegenstände, die frei veräußert oder verwendet werden könnten, ohne dass davon der eigentliche Unternehmenszweck berührt wird.

Im Hinblick auf die Ableitung des Unternehmenswerts über das Ertragswertverfahren verweisen wir im Ergebnis auf Abschnitt 4.4. dieses Berichts, im Hinblick auf die Berücksichtigung von Sonderwerten und nicht betriebsnotwendigem Vermögen auf Abschnitt 4.5. dieses Berichts.

3.1.3. Liquidationswert

Der Liquidationswert ergibt sich durch Diskontierung der sich im Rahmen einer Liquidation des Bewertungsobjekts ergebenden finanziellen Überschüsse. Der Liquidationswert kommt gemäß IDW S 1 als Wertuntergrenze für die Unternehmensbewertung in Betracht, wenn er den Zukunftserfolgswert übersteigen würde.⁵

Im vorliegenden Fall wurde von der Bewertungsgutachterin überschlägig ein Liquidationswert ermittelt. Wir haben eine eigene überschlägige Ermittlung des Liquidationswertes vorgenommen. Aufgrund des im Falle einer Liquidation zukünftig entfallenden

³ Vgl. hierzu etwa I-Advise AG, Düsseldorf, Studie zur Bewertungspraxis bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen, 11. Auflage 2010 – 2024/25, Juli 2025, S. 7.

⁴ BGH v. 29. September 2015, II ZB 23/14.

⁵ IDW S 1, Tz. 5, 120.

nachhaltigen Ertragspotenzials der NanoFocus sowie der zu erwartenden Liquidationskosten ergibt sich ein überschlägiger Liquidationswert unterhalb des nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswerts.

Nach Auskünften der NanoFocus und der Mahr ist aufgrund des erwarteten Ertragspotentials eine Liquidation der NanoFocus nicht beabsichtigt. Es ist daher sachgerecht, für die Bemessung der Abfindung nicht auf den Liquidationswert abzustellen.

3.1.4. Substanzwert

Der Substanzwert ergibt sich als Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen Werte und Schulden. Aufgrund der Schwierigkeiten, nicht bilanzierungsfähige, vor allem immaterielle Werte eines Unternehmens zu ermitteln, wird in der Regel ein Substanzwert im Sinne eines (Netto-)Teilrekonstruktionszeitwertes ermittelt. Da diesem Substanzwert grundsätzlich der direkte Bezug zu künftigen finanziellen Überschüssen fehlt, kommt ihm bei der Ermittlung des Unternehmenswertes keine eigenständige Bedeutung zu.

Es ist daher angemessen, dass ein Substanzwert nicht ermittelt wurde.

3.1.5. Vergleichsorientierte Bewertung

In der Bewertungspraxis werden neben den vorstehend beschriebenen Zukunftserfolgswertverfahren verbreitet sog. Multiplikator-Methoden angewendet. Hierbei wird ein geeigneter Vervielfältiger aus Kapitalmarktdaten von zum Bewertungsobjekt vergleichbaren börsennotierten Gesellschaften oder Transaktionen ermittelt und auf das Bewertungsobjekt übertragen.

Multiplikatorverfahren kommen zur Beurteilung der Plausibilität der Ergebnisse anderer Bewertungsverfahren zum Zuge. Sie zielen auf die Ermittlung von Vergleichswerten ab, indem sie anhand marktbasierter Kennzahlen anderer, vergleichbarer Unternehmen einen Marktpreis schätzen, wobei Vereinfachungsregeln mit einer geringeren Komplexität verwandt werden. Der so ermittelte Wert bzw. die ermittelte Wertbandbreite stellt keinen objektivierten Unternehmenswert dar, kann jedoch im Einzelfall Anhaltspunkte für eine Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren bieten. Nach IDW S 1 können diese Verfahren nicht an die Stelle einer Unternehmensbewertung auf Grundlage des Ertragswertverfahrens treten.⁶

⁶ IDW S 1, Tz. 143 f.

Die Bewertungsgutachterin hat unseres Erachtens sachgerecht den über das Ertragswertverfahren abgeleiteten Unternehmenswert der NanoFocus mit Hilfe von Multiplikatoren plausibilisiert.

Wir haben eigenständige Analysen dazu durchgeführt und verweisen hierzu auf Abschnitt 4.7. dieses Berichts.

3.2. Relevanz von Vorerwerben

Aus der Rechtsprechung des BVerfG (Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94) ergibt sich, dass ein von einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme betroffener Aktionär verfassungsrechtlich keinen Anspruch darauf hat, eine Abfindung in Höhe außerbörslich bezahlter erhöhter Preise zu bekommen, weil er diesen erhöhten Preis nur hätte erzielen können, wenn es ihm gelungen wäre, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu verkaufen.

Diese verfassungsrechtliche Beurteilung schließt es jedoch nicht aus, dass die Zivilgerichte im Rahmen der Anwendung einfachgesetzlicher Normen derartige außerbörslich bezahlte höhere Preise im Einzelfall im Wege der Schätzung nach § 287 Absatz 1 ZPO bei der Prüfung der Angemessenheit der Abfindung berücksichtigen.⁷

Laut OLG Frankfurt am Main kann ein Vorerwerbspreis dann aussagekräftig sein, wenn die Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr erfolgt ist, der Kaufpreis sich am Ausgleich der widerstreitenden Interessen von Käufer und Verkäufer am Markt gebildet hat und von unveränderten Verhältnissen am Bewertungsstichtag auszugehen ist. Zudem muss der für einen Anteil am Unternehmen gezahlte Preis auf alle Anteile des Unternehmens hochgerechnet werden können.⁸

Am 8. März 2024 veröffentlichte die Mahr im Bundesanzeiger ein freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot an die Aktionäre der NanoFocus zum Erwerb sämtlicher auf den Inhaber lautender Stückaktien der NanoFocus gegen Zahlung einer Gegenleistung in Höhe von € 0,50 je Aktie.

Die NanoFocus veröffentlichte am 30. Mai 2025 über den Distributionsservice der EQS Group GmbH, München, eine Pressemitteilung zum übermittelten Verlangen der Mahr, einen aktienrechtlichen Squeeze-Out durchführen zu wollen.⁹ Die Mahr hält gegenwärtig und hielt zum 30. Mai 2025 unmittelbar 8.748.650 der insgesamt 9.032.498 Stückaktien

⁷ LG Stuttgart, Beschluss vom 17.9.2018 – 31 O 1/15 KfHSpruchG.

⁸ OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 13.09.2021 – 21 W 38/15.

⁹ https://www.eqs-news.com/de/news/ad-hoc/nanofocus-ag-carl-mahr-holding-gmbh-uebermittelt-uebertragungsverlangen-hinsichtlich-der-aktien-der-minderheitsaktionae-re-der-nanofocus-ag-aktienrechtlicher-squeeze-out/528a85e4-b7c8-45f6-8c77-015ab4afcb9f_de, Abruf vom 22. Juli 2025.

(Aktien ohne Nennbetrag) der NanoFocus. Die NanoFocus hält keine eigenen Aktien. Damit beträgt der Anteil der Mahr rd. 96,86 % des Grundkapitals der NanoFocus.

Vor dem Hintergrund der Rechtsprechung sowie der Höhe der von der Mahr festgelegten Barabfindung im Rahmen des aktienrechtlichen Squeeze-Outs, vgl. Abschnitt 6. dieses Berichts, ist den Vorerwerbspreisen im Hinblick auf die Bemessung der Barabfindung keine Relevanz beizulegen.

3.3. Berücksichtigung des Börsenkurses

Sofern für Unternehmensanteile Börsenkurse vorliegen, sind diese nach IDW S 1 zur Plausibilitätsbeurteilung des nach Ertragswert- oder Discounted-Cashflow-Verfahren ermittelten Unternehmenswertes heranzuziehen. Hierbei sind besondere Einflüsse, die sich möglicherweise auf die Börsenkursbildung ausgewirkt haben, sorgfältig zu analysieren und darzustellen.¹⁰

Nach der Entscheidung des BVerfG hat der abzufindende Minderheitsaktionär Anspruch auf eine „volle“ Entschädigung für den Verlust seiner gesellschaftsrechtlichen Beteiligung an der Aktiengesellschaft; die Entschädigung soll den „wirklichen“ oder „wahren“ Wert der Unternehmensbeteiligung abbilden. Die von Art. 14 Abs. 1 GG geforderte „volle“ Entschädigung darf jedenfalls nicht unter dem Verkehrswert liegen. Dieser kann bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden.¹¹

Der Wert der Unternehmensbeteiligung kann nach höchstrichterlicher Rechtsprechung grundsätzlich sowohl unmittelbar, etwa durch Rückgriff auf den Börsenwert der Anteile, als auch mittelbar als quotaler Anteil an dem durch eine geeignete Methode, etwa der Ertragswertmethode, ermittelten Unternehmenswert, bestimmt werden. Die eine oder andere Methode scheidet nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des konkreten Falls nicht geeignet ist, den „wahren“ Wert abzubilden.¹²

Der Börsenkurs eines Unternehmens kann damit, wie der BGH in zwei jüngeren Beschlüssen bestätigte, unter bestimmten Voraussetzungen grundsätzlich eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts und des Werts der Beteiligung des außenstehenden Aktionärs im Rahmen des § 305 AktG darstellen.¹³

¹⁰ IDW S 1, Tz. 15.

¹¹ BVerfG v. 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566ff.

¹² BGH v. 15. September 2020, II ZB 6/20, und v. 12. Januar 2016, II ZB 25/14.

¹³ BGH v. 21. Februar 2023, II ZB 12/21, BGH v. 31. Januar 2024, II ZB 5/22.

Darüber hinaus muss die Abfindung so bemessen sein, dass die außenstehenden Aktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Strukturmaßnahme erhalten hätten. Das Gebot, bei der Festsetzung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs zu berücksichtigen bedeutet nicht, dass der Börsenkurs allein maßgeblich sein muss. Eine Unterschreitung des Börsenkurses kommt dann in Betracht, wenn der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie nicht widerspiegelt.¹⁴

Die Aktien der NanoFocus werden im Freiverkehr der Börsen in Berlin und München gehandelt.

Die Bewertungsgutachterin hat den maßgeblichen Börsenkurs ermittelt, der jedoch, da die Festlegung der Barabfindung durch die Mahr auf Grundlage des höheren, auf der Basis des Ertragswertverfahrens abgeleiteten Unternehmenswerts der NanoFocus erfolgt, im Ergebnis keine Rolle spielt.

Die von uns durchgeführten eigenständigen Analysen bestätigen das Ergebnis der Bewertungsgutachterin; wir verweisen hierzu auf Abschnitt 4.8. dieses Berichts.

3.4. Angemessenheit der Bewertungsmethode

Die vorstehenden Bewertungsgrundsätze und -methoden – namentlich das Ertragswertverfahren – gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) gefunden. Sie werden auch von der Rechtsprechung anerkannt.

Vorliegend wurde die Barabfindung auf Grundlage der Ermittlung des Unternehmenswerts der NanoFocus über das Ertragswertverfahren unter Berücksichtigung von Sonderwerten und nicht betriebsnotwendigem Vermögen abgeleitet und über Multiplikatoren plausibilisiert. Bei der Festlegung der Barabfindung wurde zudem geprüft, ob der Börsenkurs als Wertuntergrenze zu berücksichtigen ist oder Vorerwerben Relevanz beizumessen ist.

Nach dem Ergebnis unserer Prüfung ist die Anwendung der Methoden zur Ermittlung der Höhe der Barabfindung angemessen.

Zu Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen zur Ableitung der Barabfindung verweisen wir auf den nachfolgenden Abschnitt.

¹⁴ BVerfG v. 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, AG 1999, S. 566ff.

4. Prüfungsfeststellungen zur Ableitung der Barabfindung im Einzelnen

4.1. Bewertungsobjekt

4.1.1. Rechtliche Grundlagen

Die NanoFocus ist eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht mit **Sitz** in Oberhausen. Sie ist im Handelsregister B des Amtsgerichts Duisburg unter der HRB 13864 eingetragen.

Der satzungsmäßige **Gegenstand des Unternehmens** ist die Entwicklung, die Erstellung und der Vertrieb von optoelektronischen Messsystemen und Qualitätssicherungssystemen sowie die damit zusammenhängenden Mess-, Service- und Beratungsdienstleistungen.

Das **Geschäftsjahr** der Gesellschaft entspricht dem Kalenderjahr.

Das **Grundkapital** der NanoFocus beträgt € 9.032.498,00 und ist in 9.032.498 Stückaktien eingeteilt. Die Aktien lauten auf den Namen der Aktionäre. Die NanoFocus hält keine eigenen Aktien. Zum Zeitpunkt der Bekanntmachung des Übertragungsverlangens hielt die Mahr 8.748.650 Stückaktien, mithin rd. 96,86 % des Grundkapitals der NanoFocus, die restlichen Aktien der Gesellschaft befinden sich im Streubesitz.

Die Gesellschaft wird durch ihren **Alleinvorstand** Herrn Michael Hauptmannl, Gernsbach, vertreten.

Der Hauptaktionär der NanoFocus, die Mahr, ist eine Tochtergesellschaft der Carl Mahr Vermögensverwaltungs GmbH, Göttingen. Alleingesellschafterin der Carl Mahr Vermögensverwaltungs GmbH, Göttingen, ist die Carl Mahr GmbH & Co. KG mit dem Sitz in Göttingen, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Göttingen unter HRA 3519.

4.1.2. Abgrenzung des Bewertungsobjekts

Bewertungsobjekt ist die NanoFocus einschließlich ihres 100 %igen Tochterunternehmens der Breitmeier Messtechnik GmbH, Ettlingen, (im Folgenden auch „BMT“ genannt) eingetragen im Handelsregister B des Amtsgerichts Mannheim unter HRB 362438. Mit der BMT besteht seit 2016 ein Gewinnabführungsvertrag.

4.1.3. Wirtschaftliche Grundlagen

Die NanoFocus ist weltweit auf dem Gebiet der prozessnahen optischen und über ihre Tochtergesellschaft BMT auch im Bereich der taktilen Oberflächenmesstechnik im

Mikro- und Nanometerbereich tätig. Schwerpunkt der Tätigkeiten der NanoFocus sind die Entwicklung, Fertigung sowie der weltweite Vertrieb von Geräten für die 3D-Oberflächenanalyse. Die Produkte der NanoFocus werden in nahezu allen Industriebranchen vor allem für die Qualitätssicherung eingesetzt. Die drei Hauptproduktlinien sind die folgenden Analysesysteme:

µsurf µsurf-Sensorik basiert auf der patentierten flächenhaft-konfokalen Technologie von NanoFocus. In Sekunden erfasst sie Topografie, Rauheit und Schichtdicke im Mikro- und Nanometerbereich.

µscan µscan-Technologie basiert auf dem Prinzip der optischen 3D-Scanning-Profilometrie unter Einsatz verschiedener Punktsensoren. Die Profilometer sind ideal zum schnellen Scannen von Oberflächenprofilen mit Genauigkeiten bis in den unteren Nanometerbereich.

µsprint µsprint-Technologie basiert auf einer Kombination aus einem Laser mit bis zu 128 Kanälen und einer vertikal oszillierenden Stimmgabel. Dies erlaubt das hochauflösende Scannen der Oberfläche in Inline-Geschwindigkeit.

Daneben bietet die Gesellschaft ergänzende Dienstleistungen und die zum Betrieb notwendige Systemsoftware an.

Die NanoFocus AG bietet ihre Messlösungen und -systeme nicht nur konform zu nationalen und internationalen Standards an, sondern setzt das im Bereich der 3D-Messtechnik langjährig erworbene Expertenwissen auch in Normungsausschüssen ein.

Wesentliche **finanzielle Kennzahlen** der NanoFocus (konsolidiert) ergeben sich abgeleitet aus den Angaben in den Jahresabschlüssen der NanoFocus und ihrer Tochtergesellschaft BMT für die Geschäftsjahre 2022 bis 2024 wie folgt:

NanoFocus Konzern	2022 in T€	2023 in T€	2024 in T€
Gesamtleistung ¹⁵	11.221	10.372	10.701
EBITDA	475	-429	-20
EBIT	-300	-722	-170
Jahresergebnis	-688	-1.100	-523

Die Umsatzerlöse entfielen in den Geschäftsjahren 2022 bis 2024 im Wesentlichen auf Deutschland. Weitere Absatzmärkte waren Europa, Asien und Nord-/Südamerika. Nach

¹⁵ Einschließlich sonstiger betrieblicher Erträge.

einem deutlichen Rückgang der Gesamtleistung von 2022 auf 2023 um T€ 849 (bzw. 7,6 %) konnte 2024 wieder ein leichter Anstieg um T€ 329 (bzw. 3,2 %) erreicht werden.

Die durchschnittliche Anzahl der Arbeitnehmer ging von 69 im Jahr 2022 auf 66 im Jahr 2024 zurück.

Die NanoFocus erwirtschaftet ihre Umsätze in den Bereichen:

- Standard/Labor
- Materials/Electronics
- CSC (Customer Support Center)
- Semiconductor Asia

wobei der Bereich Standard/Labor mit rund 26 % bis 30 % den größten Umsatzanteil hat. In den letzten drei Jahren sind jeweils negative Jahresergebnisse zu verzeichnen gewesen. Die Liquidität der Gesellschaft konnte in diesem Zeitraum durch Eigenmittel, Kapitalerhöhungen und durch Gesellschafterdarlehen gesichert werden.

4.1.4. Steuerliche Grundlagen

Die NanoFocus wird beim Finanzamt Oberhausen-Süd unter der Steuernummer 124/5728/0847 geführt.

Es besteht eine ertragsteuerliche Organschaft zwischen der NanoFocus als Organträgerin und der BMT.

Die NanoFocus verfügt ausweislich der Steuerbescheide 2023 zzgl. der Ergebnisse des Jahres 2024 zum 31. Dezember 2024 über gewerbesteuerliche Verlustvorträge in Höhe von € 5,4 Mio. und einen körperschaftsteuerlichen Verlustvortrag in Höhe von € 5,8 Mio.¹⁶ Darüber hinaus besteht ein steuerliches Einlagenkonto in Höhe von € 30,0 Mio.

Im Zusammenhang mit der steuerlichen Betriebsprüfung der Jahre 2019 und 2020 sollen die ertragsteuerlichen Verlustvorträge der NanoFocus wie folgt gekürzt werden:

- körperschaftsteuerlicher Verlustvortrag um T€ 12.492
- gewerbesteuerlicher Verlustvortrag um T€ 10.581

¹⁶ jeweils vor Berücksichtigung des Ergebnisses der Betriebsprüfung außerhalb der strittigen Kürzung wegen des schädlichen Beteiligungserwerb.

Die Gesellschaft ist der Auffassung, dass diese Kürzungen der ertragsteuerlichen Verlustvorträge auf Grund eines schädlichen Beteiligungserwerbs entsprechend § 8c Abs.1 KStG unzutreffend sind, da die Voraussetzungen des § 8c Abs. 1a KStG gegeben sind.

4.2. Bewertungsstichtag

Nach § 327b Abs. 1 S. 1 AktG ist maßgeblicher Bewertungsstichtag der Tag der Hauptversammlung der NanoFocus in der der Beschluss zur Übertragung der Aktien auf die Hauptaktionärin gefasst werden soll. Die außerordentliche Hauptversammlung der NanoFocus ist für den 12. November 2025 vorgesehen.

Als technischer Bewertungsstichtag wurde von der Bewertungsgutachterin der 31. Dezember 2024 gewählt. Dementsprechend wurden die geplanten ausschüttungsfähigen Ertragsüberschüsse zunächst auf diesen Tag abgezinst und anschließend auf den 12. November 2025 mit dem maßgeblichen Diskontierungssatz aufgezinst.

Die Ermittlung der Barabfindung durch die Bewertungsgutachterin erfolgte unter Hinweis auf die noch erforderliche stichtagsbezogene Aktualisierung auf Basis der zum Ende der Bewertungsarbeiten vorliegenden Informationen auf den 12. November 2025.

Diese Vorgehensweise ist unseres Erachtens sachgerecht.

4.3. Markt- und Wettbewerbsumfeld

4.3.1. Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die Einschätzung der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung und die Prognose wichtiger wirtschaftlicher Kennziffern, wie das Bruttoinlandsprodukt und die Entwicklung der Verbraucherpreise, erfolgen regelmäßig durch eine Vielzahl öffentlicher und privater Institutionen auf nationaler und internationaler Ebene.

Zu nennen sind hier beispielhaft der Internationale Währungsfonds (International Monetary Fund, im Folgenden auch „IMF“ genannt), die Europäische Zentralbank, die Deutsche Bundesbank, nationale und internationale Wirtschaftsforschungsinstitute, aber auch die großen Privatbanken.

Die NanoFocus ist grundsätzlich weltweit tätig; Absatzschwerpunkte liegen in Deutschland und Europa.

Die jährliche Entwicklung des realen **Bruttoinlandsprodukts** (im Folgenden auch „BIP“ genannt) und der Inflationsrate gemessen am **Verbraucherpreisindex** stellt sich wie folgt dar:

Bruttoinlandsprodukt (real) Wachstum in %	Ist 2021	Ist 2022	Ist 2023	Ist 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030
Deutschland	3,7	1,4	- 0,3	- 0,2	0,1	0,9	1,5	1,2	1,0	0,7
Europäische Union	6,4	3,7	0,6	1,1	1,3	1,4	1,6	1,6	1,5	1,4
USA	6,1	2,5	2,9	2,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1
Weltweit	6,6	3,6	3,5	3,3	3,0	3,1	3,2	3,2	3,2	3,1

Inflation Wachstum in %	Ist 2021	Ist 2022	Ist 2023	Ist 2024	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030
Deutschland	3,2	8,7	6,0	2,5	2,1	1,9	2,1	2,2	2,2	2,2
Europäische Union	2,9	9,3	6,3	2,6	2,4	2,1	2,2	2,1	2,1	2,1
USA	4,7	8,0	4,1	3,0	3,0	2,5	2,1	2,2	2,2	2,2
Weltweit	4,7	8,6	6,6	5,7	4,3	3,6	3,3	3,2	3,2	3,2

Quelle: IMF, World Economic Outlook, April/Juli 2025.

Die nach der COVID-19-Pandemie einsetzende wirtschaftliche Erholung in der Europäischen Union wurde durch den Ukrainekrieg und den damit einhergehenden Folgen für die Wirtschaft, insbesondere hinsichtlich zunehmender Lieferkettenprobleme und der Energiepreisentwicklung, die gleichermaßen Wirtschaft und private Haushalte belastete, eingebremst.

Insgesamt war im Jahr 2022 eine sehr starke Steigerung des Verbraucherpreisindex zu verzeichnen. Die von der Europäischen Zentralbank als Reaktion auf diese Entwicklung ab Juli 2022 in einer historisch nie dagewesenen Zeitabfolge eingeleiteten Zinsschritte zur Eindämmung der Inflation führten erst mit deutlicher Zeitverzögerung zu einem leichten Rückgang der Inflation im Jahresverlauf 2023 bzw. bis zum heutigen Zeitpunkt. Das

Jahr 2023 zeigte vor dem Hintergrund dieser Rahmenbedingungen in Deutschland ein negatives Wachstum des BIP.

Im Jahr 2024 folgte in **Deutschland** zunächst eine langsame Erholung von der Rezession. Der Einfluss der strafferen Geldpolitik auf die Expansionskräfte nahm allmählich ab. Das Geschäfts- und Konsumklima befand sich trotz eines Aufwärtstrends weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Zudem war die konjunkturelle Erholung zunehmend durch strukturelle Hindernisse eingeschränkt. Vor diesem Hintergrund kam es auf Gesamtjahressicht auch im Jahr 2024 zu einem leichten Rückgang des BIP.

Nach einem spürbaren Anstieg der Wirtschaftsleistung zu Beginn des Jahres 2025 hat sich die Stimmung in den Unternehmen leicht verbessert. Dennoch bleibt die gesamtwirtschaftliche Dynamik verhalten. Belastend wirken sich insbesondere die verschärfte US-Handelspolitik sowie temporäre Produktionseinbußen durch vorgezogene Lieferungen in die Vereinigten Staaten aus.¹⁷ Der IMF erwartet laut aktueller Juli-Prognose für 2025 einen leichten Anstieg des BIP von 0,1 %; für 2026 schätzt er die Wachstumsrate auf 0,9 %.¹⁸

Im Jahresverlauf 2026 dürfte sich das Expansionstempo spürbar erhöhen. Maßgeblich hierfür sind die erweiterten finanzpolitischen Spielräume der neuen Bundesregierung, deren Impulse voraussichtlich eine positive Wirkung auf das Wirtschaftswachstum entfalten werden. Die aktualisierte Prognose geht nunmehr von einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 0,3 % im laufenden Jahr (zuvor: 0,0 %) und um 1,6 % im Jahr 2026 (zuvor: 1,5 %) aus. Dabei wird unterstellt, dass die expansive Fiskalpolitik das Wachstum im Jahr 2026 um rund 0,8 Prozentpunkte stärkt, während die US-Zölle über beide Jahre hinweg eine dämpfende Wirkung von insgesamt 0,3 Prozentpunkten entfalten.¹⁹

Die Inflation hat sich in Deutschland im Jahr 2024 zwar deutlich abgeschwächt, wird aber nach Einschätzung des Institut für Weltwirtschaft, Kiel, (IfW) im laufenden Jahr 2025 mit rd. 2,2 % weiterhin noch leicht oberhalb des Zielwerts der Europäischen Zentralbank (EZB) von etwa 2,0 % liegen. Im Folgejahr 2026 erwartet das IfW, dass sich die Inflation auf jenes Langzeitniveau annähern wird.²⁰

¹⁷ Vgl. IfW, Deutsche Wirtschaft im Sommer 2025: Talsohle erreicht, Erholungssignale verdichten sich, 2025 Q2.

¹⁸ Vgl. IMF, World Economic Outlook, April 2025.

¹⁹ Vgl. IfW, Deutsche Wirtschaft im Sommer 2025: Talsohle erreicht, Erholungssignale verdichten sich, 2025 Q2.

²⁰ Vgl. IfW, Kieler Konjunkturberichte, Deutsche Wirtschaft im Frühjahr 2025.

In seiner Einschätzung der weltwirtschaftlichen Entwicklung im Juli 2025 stellt der IMF²¹ fest, dass nachfolgende Faktoren die Weltwirtschaft gegenüber der Einschätzung vom April 2025 widerstandsfähiger gemacht haben:

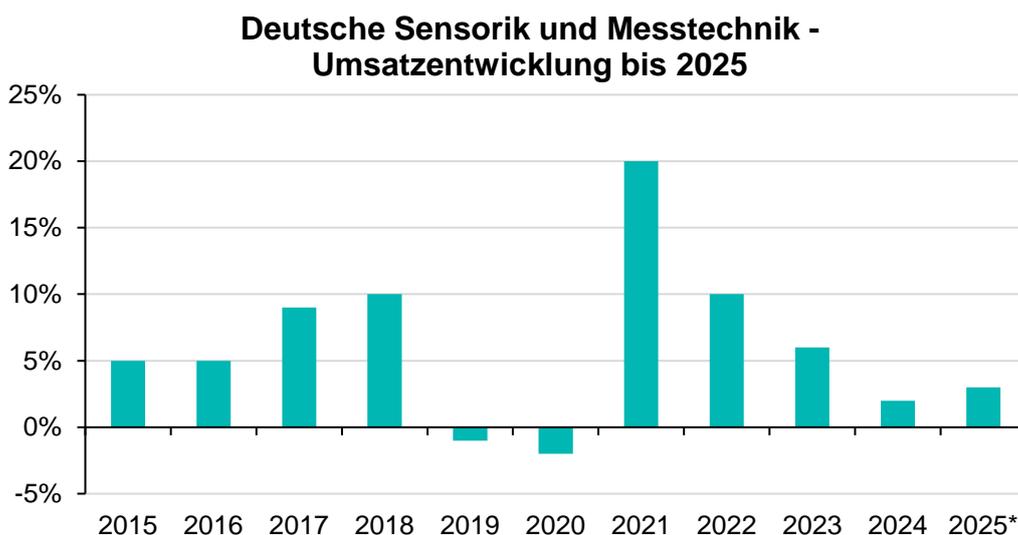
- Anpassung der Zollpolitik der USA auf einem niedrigeren Niveau,
- starker Anstieg der Exporte im ersten Quartal 2025 als Stütze der Konjunktur in Europa und Asien,
- Verbesserung der finanziellen Bedingungen,
- Wertverlust des Dollars seit Januar um rund 8 %.

Im Ergebnis hat der IMF seine Wachstumsprognosen leicht nach oben korrigiert und erwartet für das Jahr 2025 ein Wachstum von 3,0 %, für das Jahr 2026 von 3,1 % und dann im Jahr 2027 von 3,2 %.

4.3.2. Branchenspezifisches Umfeld

Die NanoFocus ist international auf dem Gebiet der prozessnahen optischen und über ihre Tochtergesellschaft BMT auch im Bereich der taktilen Oberflächenmesstechnik im Mikro- und Nanometerbereich und damit im Bereich von Sensorik und Messtechnik tätig.

In Deutschland entwickelten sich die Umsätze im Bereich Sensorik und Messtechnik gegenüber dem Vorjahr nach einer Auswertung von Statista wie folgt:²²



²¹ Vgl. IMF, Update World Economic Outlook, Juli 2025.

²² <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/197286/umfrage/umsatzentwicklung-in-der-sensor-und-messtechnik-seit-2004/>, Abruf vom 24.7.2025.

Nach einem deutlichen Wachstum in den Jahren 2015 bis 2018 kam es 2019 und 2020 zu einem leichten Umsatzrückgang. Das Jahr 2021 mit einem Wachstum von rund 20 % gegenüber dem Vorjahr war von Nachholeffekten gekennzeichnet, seitdem war die Wachstumsrate rückläufig. Für das Jahr 2025 wird ein moderates Wachstum von 3,0 % vorhergesagt.

IBISWorld²³ stellt fest, dass die Branche in den letzten Jahren einem zunehmenden Innovations- und Preisdruck durch ausländische Hersteller ausgesetzt war, als wichtigstes Zukunftsfeld der Branche wird das autonome Fahren hervorgehoben. Der Grund dafür ist, dass autonome Fahrzeuge eine Vielzahl von Sensoren und Steuerungssystemen benötigen, um ihre Umgebung wahrzunehmen, Entscheidungen zu treffen und sicher zu navigieren. Für den Zeitraum bis 2030 sieht die Studie einen leichten Anstieg des Gesamtumsatzes von rund 1,1 % p.a. Als ein akutes Problem wird der Fachkräftemangel gesehen, gleichzeitig werden wichtige Impulse durch das Zusammenwirken mit KI in der Branche erwartet. Die wesentlichen Märkte für diese Branche sind die Automobilindustrie (28 %), Sanitär-, Heizungs- und Klimaindustrie (25 %), Maschinenbau (23 %), Chemie-, Pharma- und Telekommunikationsunternehmen (13 %) und sonstiges (11 %).

Der AMA Verband für Sensorik und Messtechnik e. V. in Deutschland sieht trotz wirtschaftlicher Unsicherheiten zum Jahresanfang 2025 eine stabile Entwicklung in der Sensorik- und Messtechnikbranche.²⁴ Die von den USA angekündigten Einfuhrzölle auf EU Waren sorgen jedoch für Verunsicherung in der Branche. Wenngleich Sensoren ein zentraler Baustein für Innovation und Digitalisierung bleiben, wird gleichzeitig die politische Entwicklung im nordamerikanischen Markt mit Sorge beobachtet. Insgesamt wird ein Umsatzwachstum für 2025 von rund 3 % erwartet.

Zu den wesentlichen – den Markt dominierenden – Wettbewerbern gehören insbesondere Keyence Corporation und Bruker Corporation.

Die **Keyence Corporation** und ihre Tochtergesellschaften produzieren und vertreiben elektronische Anwendungsgeräte hauptsächlich in Japan, China und den Vereinigten Staaten von Amerika. Das Unternehmen bietet fotoelektrische, faseroptische, Laser-, Positionierungs-, Bildverarbeitungs- und induktive Näherungssensoren, Netzwerkkommunikationseinheiten, Messsensoren wie Laser-Wegmess- und Profiler-/3D-Laser-Snapshot-Sensoren, optische/Laser-Mikrometer, induktive Wegsensoren, 3D-Interferenzmesssensoren, spektrale Interferenzwegsensoren, induktive Wegsensoren und LVDT-/Kontaktwegsensoren an. Darüber hinaus produziert es

²³ IBISWorld; Report vom Februar 2025 über die Branche „Herstellung von Mess-, Kontroll- und Prüfgeräten“.

²⁴ <https://www.ama-sensorik.de/verband/brancheninformationen/branchenstatistik-2025/>, Abruf vom 24.7.2025.

Bildverarbeitungssysteme und Sensoren sowie Druck-, Durchfluss-, Füllstands- und Temperatursensoren und Durchflussmesser. Die Sicherheitsausrüstung umfassen Lichtvorhänge, Verriegelungsschalter, Laserscanner und Steuerungen. Darüber hinaus bietet das Unternehmen Mikroskope, darunter Digitalmikroskope, laserbasierte Elementaranalysatoren, All-in-One-Fluoreszenzmikroskope, 3D-Oberflächenprofiler und automatische Koloniezähler, sowie optische Messsysteme, darunter Bilddimensions- und Multisensor-Messsysteme, wie auch 3D-Messsysteme, wie u.a. 3D-Scanner und optische 3D-Profilometer und Oberflächenprofilometer an.

Die **Bruker Corporation** und ihre Tochtergesellschaften entwickelt, produziert und vertreibt zusammen mit ihren Tochtergesellschaften wissenschaftliche Instrumente sowie Analyse- und Diagnoselösungen hauptsächlich in den Vereinigten Staaten, Europa und im asiatisch-pazifischen Raum. Das Unternehmen bietet Magnetresonanzspektroskopie, präklinische Bildgebung, Biopharma und angewandte Dienstleistungen und Lebenszyklus-Support, integrierte Datenlösungen und Automatisierung, Life-Science-Tools und Einzel- und Mehrfachmodalitätssysteme, Life-Science-Massenspektrometrie, die MALDI Biotyper-Plattform zur Identifizierung und Bestimmung von Bakterien und Pilzen, DNA-Teststreifen sowie Genotyp- und Fluorotyp-Molekulardiagnostik-Kits sowie Forschungs-Analyse- und Prozessanalysegeräte und -lösungen an. Zudem produziert das Unternehmen eine Reihe von tragbaren analytischen und bioanalytischen Detektionssystemen, Röntgengeräte, Analysewerkzeuge für Elektronenmikroskope sowie handgeführte, tragbare und mobile Röntgenfluoreszenzspektrometriegeräte, berührungslose Nanometer-Auflösungstopographie sowie automatisierte Röntgenmesstechnik, automatisierte AFM-Fehlererkennung und Photomaskenreparatur- und -reinigungsgeräte.

4.4. Ermittlung des Ertragswerts

4.4.1. Analyse der Unternehmensplanung

4.4.1.1. Planungsprozess und -systematik

Im dritten Quartal des Jahres beginnt bei der NanoFocus der Planungsprozess für das kommende Jahr. Es wird eine einjährige Budgetplanung „bottom-up“ erstellt und der Mahr Ende des Monats September vorgestellt. Für Planungszwecke des Mutterkonzerns wird die Budgetplanung vom Gesamtkostenverfahren ins Umsatzkostenverfahren überleitet. In der letzten Aufsichtsratssitzung des Jahres wird die einjährige Budgetplanung verabschiedet.

Die Budgetplanung umfasst eine Umsatz- und Materialaufwandsplanung nach Segmenten, die in Zusammenarbeit mit dem Vertrieb und dem Controlling abgeleitet werden. Diese wurde um ein daraus abgeleitetes Preis-Mengen-Gerüst für die einzelnen

Produkte ergänzt. Zudem erfolgt ebenfalls „bottom-up“ eine Personalaufwandsplanung, auf Basis des erwarteten Mengen- und Preisgerüsts (erwartete Mitarbeiterzahl und Gehalts- bzw. Lohnentwicklung).

Im Jahr 2025 wurde ausgehend von der Budgetplanung für das Jahr 2025 eine Mehrjahresplanung bis 2028 erstellt. Die Planung umfasst die NanoFocus und die BMT. Beide Planungen wurden dann pro-forma konsolidiert.

Durch die Bewertungsgutachterin wurde die Planung um das Finanzergebnis und die Ertragsteuern ergänzt und dann in ein integriertes Planungsmodell überführt.

Soweit die Bewertungsgutachterin aus bewertungstechnischen Gründen oder im Rahmen seiner Plausibilisierung weitere Anpassungen der Planung von NanoFocus vorgenommen hat, verweisen wir auf die Abschnitte 4.4.1.7. unseres Prüfungsberichts.

Neben der zuvor dargestellten Detailplanungsphase der Jahre 2025 bis 2028 hat RSM für Bewertungszwecke eine Konvergenzphase (vgl. Abschnitt 4.4.1.8.) eingefügt und das nachhaltig erwartbare Ergebnisniveau abgeleitet. Wir verweisen auf Abschnitt 4.4.1.9. unseres Prüfungsberichts.

Wir haben die Planungssystematik nachvollzogen und in Stichproben auf rechnerische und inhaltliche Konsistenz in zeitlicher Hinsicht, im Hinblick auf den Zusammenhang zwischen Plan-Gewinn- und Verlustrechnung und Planbilanz sowie den Zusammenhang zwischen den Detailplänen geprüft. Die materiellen Planungsprämissen haben wir uns von den Planungsverantwortlichen, Mitarbeitern der Gesellschaft und der Bewertungsgutachterin erläutern lassen und – soweit möglich – gegen die Markt- und Wettbewerbserwartungen gespiegelt sowie auf inhaltliche Konsistenz geprüft. Ebenso haben wir analysiert, ob sich aus der Vergangenheit Anhaltspunkte gegen die Plausibilität der Planung ergeben.

Insgesamt halten wir die der Bewertung der NanoFocus zugrunde gelegte Planungsrechnung vor dem Hintergrund des Geschäftsmodells sowie unserer Analysen zum Planungsprozess und zur Planungssystematik grundsätzlich für geeignet, um daraus den Zukunftserfolgswert der NanoFocus abzuleiten.

4.4.1.2. Analyse der Planungsgüte

Im Rahmen unserer Prüfungstätigkeit haben wir die **Planungsgüte** der NanoFocus in der Vergangenheit analysiert. Hierzu haben wir die Budgetwerte der Geschäftsjahre

2022 bis 2024 den realisierten IST-Werten gegenübergestellt. Nachfolgend sind daraus ausgewählte Ergebnispositionen dargestellt:

NanoFocus proforma Konzern in T€	2022			2023			2024		
	Ist	Plan	Δ	Ist	Plan	Δ	Ist	Plan	Δ
Umsatzerlöse	11.449	12.354	-905	9.900	12.025	-2.125	9.979	12.013	-2.034
Bestandsveränderung	-518	0	-518	151	0	151	49	0	49
Aktiviert Eigenleistungen	0	0	0	62	0	62	12	0	12
Gesamtleistung	10.931	12.354	-1.423	10.113	12.025	-1.912	10.040	12.013	-1.973
Materialaufwands- quote	33,2%	37,3%		36,0%	34,1%		36,4%	36,8%	
EBITDA	475	818	-343	-429	693	-1.122	-20	388	-408
EBIT	-300	-55	-245	-722	325	-1.047	-170	202	-372
Ergebnis	-688	9	-697	-1.100	18	-1.118	-523	-199	-324

In allen drei Jahren wurden die geplanten Umsätze nicht erreicht. Die nicht vorhersehbaren Einflüsse aus den Auswirkungen des Ukraine-Krieges auf die wirtschaftliche Entwicklung als auch vertriebsseitig nicht erreichte Zielsetzungen führte zu den deutlichen Planverfehlungen insbesondere in der Gesamtleistung. Letztlich war es durch die zu geringen Umsätze nicht möglich, positive Ergebnisse zu erwirtschaften. Zusammenfassend ist festzustellen, dass die Planungsansätze der Vergangenheit in der Tendenz ambitioniert waren und nicht erreicht werden konnten. Bei der Beurteilung der Planungsgüte ist aber auch zu berücksichtigen, dass sich durch äußere nicht vorhersehbare Einflüsse, wie beispielsweise den Ukrainekrieg, Auswirkungen auf den Geschäftsbetrieb der NanoFocus ergeben haben.

Die dem Aufsichtsrat vorgestellte Betriebswirtschaftliche Auswertung für den Zeitraum 1. Januar 2025 bis 31. Juli 2025 zeigt im Vergleich zu den anteiligen Planwerten auch für diesen Zeitraum, dass die Planansätze einen ambitionierten Charakter tragen und das Risiko besteht, dass die Planziele 2025 verfehlt werden:

NanoFocus pro-forma Konzern		01.01. bis 31.07.2025	
in T€	Ist	Plan	Δ
Umsatzerlöse	5.483	6.698	-1.215
Bestandsveränderungen	155	0	155
Sonstige betriebliche Erträge	163	112	51
Gesamtleistung	5.801	6.810	-1.009
EBITDA	-261	188	-449
EBIT	-314	98	-412

Die Betriebswirtschaftliche Auswertung für den Zeitraum 1. Januar 2025 bis 31. August 2025 weist eine weitere Verschlechterung der Ertragslage aus. Die Gesamtleistung per 31. August 2025 liegt rund 17 % unter dem zeitanteilig berechneten Planwert des Jahres 2025.

Unter Berücksichtigung dieser Einflüsse ergaben sich aus der Analyse der Planungsgüte keine Hinweise, dass die Planung der NanoFocus als Grundlage für die Ermittlung eines Unternehmenswertes grundsätzlich nicht geeignet wäre.

4.4.1.3. Vergangenheitsanalyse

Die Vergangenheitsanalyse bildet den Ausgangspunkt für die Prognose künftiger Entwicklungen und für die Vornahme von Plausibilitätsüberlegungen.²⁵

Nachfolgend wird die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der NanoFocus auf Konzernebene für den Zeitraum 2022 bis 2024 dargestellt. Die pro forma konsolidierten Werte wurden durch den Erstbewerter vereinfachend aus den geprüften Jahresabschlüssen der NanoFocus und den Jahresabschlüssen der BMT für die entsprechenden Jahre abgeleitet (vgl. auch Abschnitt 5.1. Analyse der Vergangenheitsergebnisse im Bewertungsgutachten).

²⁵ IDW S 1, Tz. 72.

4.4.1.3.1. Vermögens- und Finanzlage

Die Entwicklung der **Aktivseite** der Bilanz in verkürzter Form für die Stichtage 31. Dezember 2022 bis 31. Dezember 2024 des NanoFocus-Konzerns ist in folgender Tabelle dargestellt:

NanoFocus pro-forma Konzern	2022 in T€	2023 in T€	2024 in T€
Immaterielle Vermögensgegenstände	121	92	79
Geschäfts- oder Firmenwert	3.126	3.126	3.126
Sachanlagen	402	330	224
Anlagevermögen	3.649	3.548	3.430
Vorräte	3.227	2.908	3.240
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1.776	1.148	1.527
Forderungen gegen verbundene Unternehmen	704	120	1.306
Sonstige Vermögensgegenstände	62	8	28
Liquide Mittel	568	934	718
Umlaufvermögen	6.337	5.118	6.819
Aktiver Rechnungsabgrenzungsposten	55	60	38
Summe Aktiva	10.040	8.726	10.287

Die **Bilanzsumme** erhöhte sich um rd. 2,5 % von rd. € 10,0 Mio. zum 31. Dezember 2022 auf rd. € 10,3 Mio. zum 31. Dezember 2024. Dies war im Wesentlichen auf die Zunahme der Forderungen gegen verbundene Unternehmen und die Erhöhung der liquiden Mittel zurückzuführen. Dem entgegen stand der Rückgang des Anlagevermögens in diesen Zeitraum um rund 6,0 % bzw. T€ 219.

Die **immateriellen Vermögensgegenstände** beinhalten im Wesentlichen selbsterstellte und erworbene Software sowie Lizenzen. Der Rückgang resultiert aus den planmäßigen Abschreibungen.

Die Position **Geschäfts- oder Firmenwert** mit konstant T€ 3.126 ergab sich bei der pro-forma Konsolidierung der Tochtergesellschaft BMT. Vereinfachend ist der Erstbewerter davon ausgegangen, dass keine stillen Reserven vorhanden sind.

Die **Sachanlagen** beinhalten neben Maschinen und technischen Anlagen die Betriebs- und Geschäftsausstattung und Mietereinbauten. Das Sachanlagevermögen verminderte sich um rd. 44,2 % bzw. T€ 178 von rd. T€ 402 zum 31. Dezember 2022 auf rd. T€ 224 zum 31. Dezember 2024. Auf Grund der angespannten finanziellen Situation der Gesellschaft lag das Investitionsvolumen unter den planmäßigen Abschreibungen.

Die **Vorräte** umfassen neben Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen die unfertigen Erzeugnisse. Die Gesellschaft hält in größerem Umfang Vorratsbestände aufrecht, um auf

Kundenanfragen schnell reagieren zu können und sich so Wettbewerbsvorteile zu sichern. Das Vorratsvermögen umfasst knapp 1/3 der Bilanzsumme und im Durchschnitt rund 30 % der Umsatzerlöse p.a.

Die **Forderungen und sonstigen Vermögenswerte** beinhalten insbesondere Forderungen aus der laufenden Geschäftstätigkeit sowohl gegen Dritte als auch gegen verbundene Unternehmen sowie sonstige Vermögenswerte. Der Anstieg der Forderungen resultiert neben Stichtageffekten aus der Verlängerung der Zahlungsziele im Jahr 2024.

Die **liquiden Mittel** beinhalten Bank- und Kassenbestände. Die Sicherung der Liquidität ergab sich trotz der laufenden Verluste im Referenzzeitraum durch Kapitalmaßnahmen. Die liquiden Mittel erhöhten sich um rd. 26,4 % bzw. T€ 150 von rd. T€ 568 zum 31. Dezember 2022 auf rd. T€ 718 zum 31. Dezember 2024.

Die Entwicklung der **Passivseite** in verkürzter Form für die Stichtage 31. Dezember 2022 bis 31. Dezember 2024 des NanoFocus-Konzerns ist in folgender Tabelle dargestellt:

NanoFocus	2022	2023	2024
pro-forma Konzern	in T€	in T€	in T€
Gezeichnetes Kapital	3.441	3.441	3.011
Kapital-/Gewinnrücklage	10.747	10.747	10.747
Gewinn-/Verlustvortrag	-10.844	-11.532	-10.051
Jahresergebnis	-688	-1.100	-523
Eigenkapital	2.656	1.556	3.183
Rückstellungen	455	390	451
Erhaltene Anzahlungen	302	589	656
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1.200	696	774
Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen	4.444	4.399	4.806
Sonstige Verbindlichkeiten	979	1.093	417
Verbindlichkeiten	6.926	6.776	6.653
Passiver Rechnungsabgrenzungsposten	4	4	0
Summe Passiva	10.040	8.726	10.287

Das **Eigenkapital** erhöhte sich um rd. 19,8 % bzw. T€ 527 von rd. T€ 2.656 zum 31. Dezember 2022 auf rd. T€ 3.183 zum 31. Dezember 2024. Die Veränderung des gezeichneten Kapitals im Jahr 2024 ergibt sich aus dem Saldo aus der Kapitalherabsetzung und der beschlossenen Kapitalerhöhung. Der Ertrag aus der Kapitalherabsetzung in Höhe von T€ 2.581 wurde im Gewinn-/Verlustvortrag 2024 erfasst, so dass dieser sich trotz des Verlustes von T€ 1.100 im Jahr 2024 gegenüber 2023 verminderte.

Die **Rückstellungen** sind im Wesentlichen konstant geblieben und berücksichtigen Verpflichtungen der Gesellschaft gegenüber dem Personal, Gewährleistungen sowie Abschluss- und Beratungskosten.

In den **kurzfristigen Verbindlichkeiten** werden im Wesentlichen Vertragsverbindlichkeiten ausgewiesen, die aus der Abgrenzung der vertraglich vereinbarten Umsätze aus dem Prepaid-Business-Modell von Online-Laufzeitprodukten resultieren. Die ebenfalls unter den kurzfristigen Verbindlichkeiten ausgewiesenen sonstigen Rückstellungen betrafen zum 31. Dezember 2024 auch Abfindungsbeträge an Mitarbeiter aufgrund der durchgeführten Restrukturierung, wodurch der Anstieg dieses Postens gegenüber dem Vorjahresultimo begründet ist.

Die **erhaltenen Anzahlungen** wurden insbesondere von Unternehmen der Mahr Gruppe sowie Kunden aus China und den USA geleistet. Sie erhöhten sich um rd. 117,1 % bzw. T€ 354 von rd. T€ 302 zum 31. Dezember 2022 auf rd. T€ 656 zum 31. Dezember 2024.

Die **Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen** verminderten sich um rd. 35,5 % bzw. T€ 426 von rd. T€ 1.200 zum 31. Dezember 2022 auf rd. T€ 774 zum 31. Dezember 2024 unter anderem auf Grund des Rückganges der Produktion sowie stichtagsbedingt.

Die **Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen** erhöhten sich um rd. 8,1 % bzw. T€ 361 von rd. T€ 4.444 zum 31. Dezember 2022 auf rd. T€ 4.806 zum 31. Dezember 2024. Im Jahr 2025 wurde eine Sachkapitalerhöhung in Höhe von T€ 4.277 durchgeführt, bei der die Mahr im Rahmen eines Debt-to-Equity Swaps Darlehensforderungen gegen NanoFocus eingebracht hat. Durch diese Einbringung der Darlehensforderungen wurden die Verbindlichkeiten von NanoFocus gegenüber verbundenen Unternehmen liquiditätsneutral reduziert.

4.4.1.3.2. Ertragslage

Die Entwicklung der Gewinn- und Verlustrechnung der Jahre 2022 bis 2024 der NanoFocus wird in folgender Tabelle zusammengefasst:

NanoFocus	2022	2023	2024
Pro-forma Konzern	in T€	in T€	in T€
Umsatzerlöse	11.449	9.900	9.979
Bestandsveränderung	-518	151	49
Andere aktivierte Eigenleistungen	0	62	12
Gesamtleistung	10.931	10.113	10.040
Materialaufwand	-3.627	-3.640	-3.655
<i>Rohhertrag</i>	7.303	6.473	6.385
Personalaufwand	-4.663	-4.920	-4.806
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2.456	-2.241	-2.261
Sonstige betriebliche Erträge	290	259	662
EBITDA	475	-429	-20
Abschreibung	-775	-293	-150
EBIT	-300	-721	-170
Finanzergebnis	-387	-377	-352
EBT	-687	-1.098	-522
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	0	0	0
Sonstige Steuern	-1	-2	-1
Jahresergebnis	-688	-1.100	-523

Die **Ertragslage** der NanoFocus zeigt im gesamten Referenzzeitraum ein negatives Jahresergebnis. Bereits das in diesen Jahren erwirtschaftete EBIT ist durchgängig negativ.

Die **Umsatzerlöse** sanken in Folge der konjunkturellen Entwicklung um rd. 12,8% bzw. T€ 1.471 von rd. T€ 11.449 im Jahr 2022 auf rd. T€ 9.979 im Jahr 2024. Einen wesentlichen Teil der Umsätze erzielt die NanoFocus mit der Mahr Gruppe. Die nachfolgende Übersicht zeigt die Umsatzanteile im Referenzzeitraum:

NanoFocus pro-forma Konzern	2022	2023	2024
NanoFocus	71,1%	70,7%	74,3%
Mahr Standard	26,2%	30,0%	26,5%
Mahr Custom	12,3%	17,4%	23,3%
Customer Support Center	13,8%	17,3%	18,8%
Materials & Electronics	18,8%	6,0%	5,7%
BMT	28,9%	29,3%	25,7%
Summe	100,0%	100,0%	100,0%

Im Bereich Mahr Custom waren Umsatzzuwächse von rd. 48,1 % bzw. T€ 764 von rd. T€ 1.587 im Jahr 2022 auf rd. T€ 2.351 im Jahr 2024 zu verzeichnen. Der deutlichste

Umsatzrückgang mit T€ 1.851 war dagegen im Bereich Materials & Electronics festzustellen.

In die **Gesamtleistung** fließen neben den Umsatzerlösen die Bestandsveränderungen und die anderen aktivierten Leistungen ein. Diese sank um 8,2 % bzw. T€ 981 von rd. T€ 10.931 im Jahr 2022 auf rd. T€ 10.040 im Jahr 2024.

Der **Materialaufwand** blieb im Referenzzeitraum in etwa konstant. Jedoch erhöhte sich auf Grund der Abnahme der Gesamtleistung die Materialaufwandsquote im Verhältnis dazu von rund 33 % im Jahr 2022 auf rund 36 % im Jahr 2024.

Der **Personalaufwand** erhöhte sich leicht. Die Anzahl der Mitarbeiter nahm ab, gegenläufig wirkten sich einmalige Zahlungen wie Inflationsausgleichsprämien aus.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** beinhalten im Wesentlichen Raumkosten, Fremdleistungen und -arbeiten, Werbe- und Messeaufwendungen, Reisekosten, Fahrzeugkosten, Rechts- und Beratungskosten, für Büro- und Betriebsbedarf sowie Aufwendungen für Reparaturen und Instandhaltung. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen minderten sich um 8,0 % bzw. T€ 195 von rd. T€ 2.456 im Jahr 2022 auf rd. T€ 2.261 im Jahr 2024.

Bei den **sonstigen betrieblichen Erträgen** handelt es sich im Wesentlichen um Erträge aus der Herabsetzung der Finanzverbindlichkeiten eines nachrangigen Crowdfunding-Darlehens und Mieterträge.

Die **Abschreibungen** des Jahres 2022 beinhalteten neben den planmäßigen Abschreibungen auf das Anlagevermögen außerordentliche Aufwendungen für Abschreibungen auf Vorratsvermögen in Höhe von rund T€ 379. Im Jahr 2024 sanken die Abschreibungen dann auf T€ 150, wobei der Rückgang insbesondere auf die Minderung der Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände zurückzuführen ist.

Im **Finanzergebnis** werden Zinserträge und Zinsaufwendungen ausgewiesen. Das Finanzergebnis verbesserte sich um 9,1 % bzw. T€ 35 von rd. T€ -387 im Jahr 2022 auf rd. T€ -352 im Jahr 2024.

Die **sonstigen Steuern** betreffen die Kfz-Steuern.

Bis auf die **EBITDA-Marge** im Jahr 2022 sind alle EBITDA- und EBIT-Margen negativ. Im Jahr 2024 hatte sich die EBITDA-Marge gegenüber dem Jahr 2023 auf -0,2 % verbessert. Auch die EBIT-Marge verbesserte sich gegenüber den Vorjahren, betrug aber im Jahr 2024 immer noch -5,2 %.

Das **Konzernergebnis** verbesserte sich um 23,90 % bzw. T€ 164 von rd. T€ -688 im Jahr 2022 auf rd. T€ -523 im Jahr 2024. Im Jahr 2023 war es mit T€ -1.100 deutlich negativ.

4.4.1.3.3. Bereinigungen

Um die Vergangenheitswerte zur Plausibilisierung der Planungsrechnung nutzen zu können, sind die Vergangenheitswerte um wesentliche einmalige, periodenfremde Sachverhalte zu bereinigen. Dementsprechend erfolgten durch den Erstbewerter eine Bereinigung der Vergangenheitsposten.

Die vorgenommenen Normalisierungen und Bereinigungen wirken sich grundsätzlich nicht auf die Ermittlung des Unternehmenswertes aus, da die Bewertung auf geplanten Ergebnissen beruht. Die bereinigten Vergangenheitsergebnisse dienen als Grundlage für die Plausibilisierung der Planung.

Die wesentlichen vorgenommenen Bereinigungen betreffen:

- den Personalaufwand auf Grund von einmalig gezahlten Inflationsprämien, Zuschüssen des Arbeitsamtes und Abfindungszahlungen,
- den sonstigen Aufwand auf Grund von einmalig anfallenden Rechts- und Beratungskosten, Aufwendungen für Versicherungsschäden, einmaligen Rückstellungsbildungen, Verlusten aus dem Verkauf von Anlagevermögen usw.,
- die sonstigen Erträge wurden insbesondere um Erträge aus der Auflösung von Wertberichtigungen, dem Wegfall von Verbindlichkeiten, der Auflösung von Rückstellungen usw. bereinigt,
- die Abschreibungen wurden um außerordentliche Abschreibungen auf Vermögensgegenstände des Umlaufvermögens bereinigt.

Wir haben die vorgenommenen Bereinigungen auf Grundlage der erhaltenen Informationen und gegebenen Auskünfte nachvollzogen und keine weiteren wesentlichen Bereinerfordernisse festgestellt. Zu weiteren Einzelheiten verweisen wir auf den Bericht der Erstbewerterin im Abschnitt 5.1.c) Ertragslage.

In der nachfolgenden Tabelle sind die bereinigten Gewinn- und Verlustrechnungen der NanoFocus für den Zeitraum 2022 bis 2024 dargestellt:

NanoFocus - bereinigt	2022	2023	2024
pro-forma Konzern	in T€	in T€	in T€
Umsatzerlöse	11.449	9.900	9.979
Bestandsveränderung	-518	151	49
Aktivierte Eigenleistungen	0	62	12
Gesamtleistung	10.931	10.113	10.040
Materialaufwand	-3.627	-3.641	-3.655
<i>Rohertrag</i>	<i>7.304</i>	<i>6.472</i>	<i>6.385</i>
Personalaufwand	-4.663	-4.903	-4.734
Sonstiger Aufwand	-2.444	-2.254	-2.181
Sonstiger Ertrag	277	222	178
EBITDA (bereinigt)	474	-463	-352
Abschreibung	-396	-293	-150
EBIT (bereinigt)	78	-756	-502

4.4.1.4. Analyse des geplanten operativen Ergebnisses

Die der Bewertung zugrunde gelegte operative Ergebnisplanung der NanoFocus für die Planjahre 2025 bis 2028 stellt sich gegenüber dem unbereinigten Ist Jahr 2024 wie folgt dar:

NanoFocus pro-forma Konzern	2024	2025	2026	2027	2028
	in T€				
Umsatzerlöse	9.979	11.482	14.142	16.263	18.403
Gesamtleistung	10.040	11.482	14.142	16.263	18.403
Materialaufwand	-3.655	-4.269	-5.372	-6.306	-7.227
<i>Rohertrag</i>	6.385	7.213	8.769	9.957	11.177
Personalaufwand	-4.806	-4.966	-5.744	-6.304	-6.833
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2.261	-2.167	-2.334	-2.459	-2.647
Sonstige betriebliche Erträge	662	192	193	194	194
EBITDA	-20	272	884	1.389	1.891
Abschreibungen	-150	-252	-292	-221	-262
EBIT	-170	20	592	1.168	1.629
Finanzergebnis	-352	41	32	22	7
EBT	-522	61	623	1.189	1.635
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-1	0	0	-28	-91
Jahresergebnis	-523	61	623	1.161	1.544
in % der Gesamtleistung					
<i>Rohertrag</i>	64,0	62,8	62,0	61,2	60,7
<i>EBITDA</i>	-0,2	2,4	6,3	8,5	10,3
<i>EBIT</i>	1,7	0,2	4,2	7,2	8,9

Die Gesellschaft geht im Detailplanungszeitraum von einem deutlichen Umsatzwachstum aus. Nachfolgend sind die geplanten Umsätze der einzelnen Segmente dargestellt:

NanoFocus pro-forma Konzern	2025	2026	2027	2028	2025-2028
	in T€	in T€	in T€	in T€	CAGR
NanoFocus	8.768	10.928	12.920	14.925	19,4%
Mahr Standard	3.428	5.100	6.800	8.500	35,4%
Mahr Custom	1.540	1.617	1.698	1.783	5,0%
Customer Support Center	2.100	2.205	2.316	2.431	5,0%
Materials & Electronics	1.700	2.006	2.106	2.212	9,2%
BMT	2.774	3.273	3.405	3.540	8,5%
Konsolidierungen	-60	-60	-62	-64	2,2%
Summe Umsatzerlöse	11.482	14.142	16.263	18.403	17,0%

Die geplante Entwicklung fokussiert sich dabei insbesondere auf den Bereich „Mahr Standard“, wodurch der Anteil dieses Bereiches am Gesamtumsatz deutlich steigt:

NanoFocus pro-forma Konzern	2025	2026	2027	2028
NanoFocus	76,0%	76,9%	79,1%	80,8%
Mahr Standard	29,7%	35,9%	41,7%	46,0%
Mahr Custom	13,3%	11,4%	10,4%	9,7%
Customer Support Center	18,2%	15,5%	14,2%	13,2%
Materials & Electronics	14,7%	14,1%	12,9%	12,0%
BMT	24,0%	23,0%	20,9%	19,2%
Summe	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Wesentlicher Treiber des Anstiegs des Umsatzes mit Mahr ist eine neu entwickelte Produktreihe von leistungsfähigeren Multisensorsystemen und kostengünstigeren Laborgeräten. Daneben sollen die geplanten Umsatzsteigerungen durch eine noch engere Einbindung in die Vertriebsstrukturen der Mahr Gruppe und einen Aufbau spezialisierter Vertriebsmitarbeiter gesichert werden. Der höhere Umsatzanteil der „Mahr-Segmente“ am Gesamtumsatz ist auch Ausdruck der engeren Einbindung der NanoFocus in die Mahr Gruppe.

Die übrigen Produktgruppen wachsen mit durchschnittlich rd. 5,0 % jährlich mit Ausnahme des Bereiches Materials & Electronics von 2025 zu 2026 mit einem Wachstum von rd. 18,0 %. Bis zum Stichtag 31. Juli 2025 konnte das für das Jahr 2025 anteilig geplante Wachstum nicht erreicht werden (rd. 15 % Planabweichung).

Der **Materialaufwand** wurde in den Segmenten auf Basis eines Preis-Mengen-Gerüstes für die einzelnen Produkte/Produktgruppen geplant. Durch die unterschiedliche Entwicklung der einzelnen Bereiche und insbesondere des steigenden Anteils des Segments „Mahr Standard“ am Gesamtumsatz ist im Planungsverlauf auch ein leichter Anstieg der Materialaufwandsquote zu verzeichnen. Diese steigt im Planungsverlauf von 37,2 % auf 39,3 % an.

Durch den leichten Anstieg der Materialaufwandsquote steigt der **Rohhertrag** im Detailplanungszeitraum etwas geringer an als die Gesamtleistung.

Der **Personalaufwand** von T€ 4.966 im Planjahr 2025 stellt den größten Aufwandsposten dar. Er steigt im Planungsverlauf geringer als der Umsatz und der Materialaufwand an. Der geringere Anstieg ergibt sich aus einer höheren Auslastung, veränderten Arbeitsabläufen und in Teilen aus der Änderung des Produktmixes. Planungsgrundlage war ausgehend vom Mitarbeiterstand im Jahr 2025 die Entwicklung der Anzahl des Personals und Annahmen zur inflationsbedingten Steigerung der Löhne und Gehälter. Der

Personalaufwand je Mitarbeiter steigt im Planungsverlauf im Durchschnitt um rund 3,5 % p.a. Daneben ist ein moderater Personalzuwachs um rund 18 Arbeitnehmer geplant. Die Personalaufwandsquote im Verhältnis zur Gesamtleistung sinkt von 43,2 % im Jahr 2025 auf 37,1 % im Jahr 2028.

Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** sinken im Jahr 2025 gegenüber 2024 geringfügig und steigen dann im Planungsverlauf um rd. 8,0 % p.a. an. In den sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind Raumkosten, Fremdleistungen und -arbeiten, Werbe- und Messeaufwendungen, Reisekosten, Fahrzeugkosten, Rechts- und Beratungskosten, Bürobedarf sowie Aufwendungen für Reparatur und Instandhaltung enthalten. Diese Kosten tragen überwiegend Fixkostencharakter und steigen daher langsamer als die Umsatzerlöse im Planungsverlauf. In den geplanten sonstigen Aufwendungen der Jahre 2025 und 2026 sind die geschätzten Aufwendungen für Rechts- und Beratungskosten im Zusammenhang mit dem Antrag einzelner Aktionäre auf Einleitung eines Spruchverfahrens gem. § 255 Abs. 4 AktG in Höhe von je T€ 50 enthalten.

Die **sonstigen betrieblichen Erträge** werden im Jahr 2025 mit rund T€ 192 geplant und steigen im Planungsverlauf nur geringfügig an. Es handelt sich im Wesentlichen um Mieterträge aus der Weitervermietung angemieteter Räume.

Das **EBITDA** soll aufgrund der aufgezeigten geplanten Entwicklung ausgehend von einem bereinigten EBITDA in Höhe von T€ -351 im Geschäftsjahr 2024 im Planungszeitraum auf T€ 1.891 im Planjahr 2028 steigen. Die EBITDA-Marge erhöht sich ab dem Geschäftsjahr 2024 sukzessive auf rd. 10,0 % im Planjahr 2028. Der geplante Anstieg der Marge ist insbesondere auf das geplante Umsatzwachstum zurückzuführen in Verbindung mit Skaleneffekten beim Personalaufwand und einem hohen Anteil Fixkosten in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen.

Die **Abschreibungen** steigen von T€ 154 im Geschäftsjahr 2025 um rund 6,6 % p.a. auf T€ 186 im Planjahr 2028. Die Produktion der NanoFocus ist von einer geringen Anlagenintensität gekennzeichnet, daher ist der gegenüber dem Umsatzanstieg geringere Anstieg der Abschreibungen und Investitionen plausibel. Für 2025 wurden Investitionen im Demosysteme in Höhe von T€ 500 geplant. Diese werden neben dem Marketing zur Kundenbetreuung und Fehlerbehebung genutzt. Hierdurch kommt es zu einem vorübergehenden deutlicheren Anstieg der Abschreibungen bis 2029.

Die bereinigte **EBIT-Marge** war im Geschäftsjahr 2024 noch negativ. Sie soll bis zum Ende des Planungshorizonts auf rd. 8,9 % ansteigen und dann innerhalb der Bandbreite der Vergleichsunternehmen liegen.

Nach Würdigung der Markt- und Wettbewerbsanalyse sowie der Vergangenheitsanalyse und der uns von der Gesellschaft gegebenen Erläuterungen ist die Planung plausibel. Für unsere Analysen standen uns weitere nach betriebswirtschaftlichen Kriterien aufgebaute Unterlagen zur Verfügung.

4.4.1.5. Finanzergebnis

Das Finanzergebnis umfasst die Zinsaufwendungen und -erträge, die aus kurzfristigem Finanzbedarf und der Anlage liquider Mittel, resultieren.

Ausgehend von der Bilanz der NanoFocus zum 31. Dezember 2024 und der Bilanzplanung der Gesellschaft für das Jahr 2025 wurden die verzinslichen Finanzpositionen durch die Bewertungsgutachterin über den Planungszeitraum fortgeschrieben. Hierbei wurden die Ausschüttungsprämien berücksichtigt.

Wir haben die Planung des Finanzergebnisses rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen. Die verzinslichen Bestände resultieren aus der integrierten Planung und sind insoweit sachgerecht abgeleitet. Die von der Bewertungsgutachterin angesetzten Zinskonditionen wurden von uns in Stichproben geprüft.

Insgesamt ist das Finanzergebnis sachgerecht abgeleitet und konsistent zu den Planungsprämien.

4.4.1.6. Ertragsteuern des Unternehmens

Ausgehend vom Ergebnis vor Steuern hat die Bewertungsgutachterin die Ertragsteuern berechnet. Die Ermittlung der Ertragsteuern erfolgte durch die Bewertungsgutachterin grundsätzlich auf Basis der von der NanoFocus geplanten Ergebnisse sowie des geplanten Finanzergebnisses (vgl. Abschnitt 4.4.1.5 dieses Berichts). Wesentliche Abweichungen zwischen der steuerlichen Bemessungsgrundlage und dem geplanten Ergebnis wurden im Rahmen der Steuerberechnung mittels einer Überleitungsrechnung berücksichtigt.

Die Berechnung der Ertragsteuern in Deutschland erfolgte unter Berücksichtigung eines Körperschaftsteuersatzes von 15 % zuzüglich Solidaritätszuschlag von 5,5 % (im Jahr 2028 14 % Körperschaftsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag) sowie der Gewerbesteuerbelastung, die auf Basis des Hebesatzes von Oberhausen und Ettlingen einfließt. Wesentliche Hinzurechnungen und Kürzungen wurden bei der Ermittlung der Gewerbesteuer berücksichtigt.

Die bestehenden steuerlichen Verlustvorträge wurden bei der Steuerberechnung berücksichtigt. Zum Ende des Detailplanungszeitraums im Planjahr 2028 waren noch

steuerliche Verlustvorträge vorhanden. Diese wurden in einer durch die Bewertungsgutachterin ergänzten Konvergenzphase berücksichtigt. In gleicher Weise wurde die beschlossene weitere Absenkung des Körperschaftsteuersatzes auf 10,0 % zzgl. Solidaritätszuschlag berücksichtigt (vgl. Abschnitt 4.4.1.8.).

Wir haben die Ermittlung der geplanten Ertragsteuern inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen und halten sie für sachgerecht abgeleitet und plausibel. Zur Berücksichtigung der im Ergebnis einer steuerlichen Außenprüfung strittigen ertragsteuerlichen Verlustvorträge verweisen wir auf den Abschnitt 4.5. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen.

4.4.1.7. Anpassungen der Planung

Die Bewertungsgutachterin hat die von der NanoFocus aufgestellte Planung der Gewinn- und Verlustrechnung bis zum EBIT grundsätzlich unverändert übernommen.

Die Bewertungsgutachterin hat im Rahmen des von Ihr erstellten integrierten Planungsmodells die Abschreibungen für den Detailplanungszeitraum neu ermittelt und das Finanzergebnis berechnet. Unter Berücksichtigung dieser Anpassungen und der ertragsteuerlichen Verlustvorträge wurden die Steuern vom Einkommen und Ertrag neu geplant.

Wir haben die Anpassungen der Bewertungsgutachterin inhaltlich und rechnerisch nachvollzogen und halten sie für sachgerecht.

4.4.1.8. Konvergenzphase

Da die ertragsteuerlichen Verlustvorträge in der Detailplanungsphase noch nicht vollständig genutzt worden sind und die schrittweise Absenkung des Körperschaftsteuersatzes bis 2032 beschlossen wurde, hat die Bewertungsgutachterin die Planung um eine Konvergenzphase verlängert.

4.4.1.9. Ableitung des Ergebnisses für die Phase der ewigen Rente

Der Zeitraum der ewigen Rente stellt grundsätzlich ein nachhaltig im Durchschnitt erwartetes Ergebnisniveau dar. Insoweit ist das letzte Planjahr nicht unreflektiert für die Phase der ewigen Rente zu übernehmen, sondern diese unter Berücksichtigung gesonderter Analysen selbständig herzuleiten.²⁶

²⁶ IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Abschnitt K, Tz. 88.

Zur Ableitung des nachhaltig im Durchschnitt erzielbaren Ergebnisses in der Phase der ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin in Abstimmung mit der NanoFocus das letzte Jahr des Detailplanungszeitraumes mit der Wachstumsrate fortgeschrieben.

Angepasst wurde die steuermindernde Nutzung des am Ende des Detailplanungszeitraumes noch vorhandenen steuerlichen Einlagekontos. Der Effekt wurde in der Phase der ewigen Rente annuitätisch angesetzt.

Wir haben die Herleitung des in der Phase der ewigen Rente erwarteten Ergebnisses rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen.

Vor dem Hintergrund der vorstehenden Ausführungen halten wir das von der Bewertungsgutachterin angesetzte nachhaltige Ergebnis für plausibel und angemessen.

Zusammengefasst ergeben sich die Planwerte der Konvergenzphase und der ewigen Rente wie folgt:

NanoFocus pro-forma Konzern	2029 in T€	2030 in T€	2031 in T€	2032 in T€	eR in T€
Umsatzerlöse	18.587	18.773	18.961	19.151	19.342
Gesamtleistung	18.587	18.773	18.961	19.151	19.342
Materialaufwand	-7.299	-7.372	-7.445	-7.520	-7.595
<i>Rohertrag</i>	<i>11.289</i>	<i>11.401</i>	<i>11.516</i>	<i>11.631</i>	<i>11.747</i>
Personalaufwand	-6.901	-6.970	-7.040	-7.110	-7.181
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2.674	-2.700	-2.727	-2.755	-2.782
Sonstige betriebliche Erträge	196	198	200	202	204
EBITDA	1.910	1.929	1.949	1.968	1.988
Abschreibungen	-304	-207	-210	-212	-214
EBIT	1.606	1.722	1.739	1.756	1.774
Finanzergebnis	-2	-3	-7	-9	-9
EBT	1.604	1.720	1.732	1.747	1.765
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-120	-508	-548	-534	-540
Jahresergebnis	1.484	1.212	1.184	1.213	1.225

4.4.1.10. Ausschüttungsplanung

Nach IDW S 1 ist bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts und nach rechtlichen Restriktionen zur Verfügung stehen. Für die Phase der ewigen Rente wird grundsätzlich angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten des

zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind.²⁷ Ausgangsgröße zur Bemessung der Ausschüttungsquote in der ewigen Rente bilden Marktausschüttungsquoten.

Die Bewertungsgutachterin hat für den Detailplanungszeitraum und den Zeitraum der ewigen Rente eine Ausschüttungsquote in Höhe von 50 % zugrunde gelegt.

Für den Detailplanungszeitraum der NanoFocus liegt keine in der Planung abgebildete Ausschüttungsplanung der Gesellschaft vor. In den letzten Jahren hat die NanoFocus negative Jahresergebnisse erwirtschaftet, so dass keine Ausschüttungen möglich waren.

Eine Ausschüttungsquote von 50 % liegt am oberen Ende der Bandbreite der Ausschüttungsquoten der von uns ermittelten Peer Group. Damit ist die von der Bewertungsgutachterin angesetzte Ausschüttungsquote aus unserer Sicht als vertretbarer Ansatz nicht zu beanstanden.

Soweit keine konkrete Verwendung der im Unternehmen thesaurierten Beträge erfolgt, können im Rahmen des Bewertungskalküls nach IDW S 1 thesaurierte Beträge den Aktionären unmittelbar fiktiv zugerechnet werden. Dieser Vorgehensweise liegt die Annahme zugrunde, dass Thesaurierungsbeträge durch das Unternehmen zum Kapitalisierungszins vor persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner und vor Unternehmenssteuern verwendet werden. Diese Beträge gehen nicht als zur Verfügung stehende Finanzmittel in das Finanzergebnis der Planungsrechnung ein.

Die unmittelbare fiktive Zurechnung ist steuerlich gegenüber einer Dividendenausschüttung mit dem hälftigen Abgeltungssteuersatz belegt, vgl. Abschnitt 4.4.1.11 dieses Berichts. Im Rahmen der Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse in der Phase der ewigen Rente wurde von der Bewertungsgutachterin zudem ebenfalls zutreffend die erforderliche Anpassung zum Erhalt der nachhaltigen Kapitalstruktur berücksichtigt.

4.4.1.11. Ertragsteuern der Anteilseigner

Der Wert eines Unternehmens wird durch die Höhe der Nettozuflüsse an den Investor bestimmt, die er zu seiner freien Verfügung hat. Diese Nettozuflüsse sind unter Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens sowie der aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner zu ermitteln.

²⁷ IDW, S 1, Tz. 37.

Die Ertragsteuern der Anteilseigner werden im Rahmen der Bewertung einerseits bei der Ermittlung der zu kapitalisierenden Erträge und andererseits bei der Ermittlung der Alternativenanlage, abgebildet über den Kapitalisierungszins, berücksichtigt.

Die Höhe der Steuerbelastung richtet sich nach der Verwendung der erwirtschafteten Beträge. Soweit eine Ausschüttung an die Anteilseigner erfolgt, werden die Beträge mit der Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag belastet, im Ergebnis also mit 26,375 %.

Die fiktiv unmittelbar zugerechneten thesaurierten Beträge werden mit einem Steuersatz in Höhe der hälftigen Abgeltungsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag, mithin 13,1875 % belastet. Dem Abzug einer Veräußerungsgewinnbesteuerung in dieser Höhe liegt die Annahme zugrunde, dass Anleger Kursgewinne infolge von Thesaurierungen weder kurzfristig realisieren noch die Wertpapiere unendlich lang halten werden. Der Ansatz einer Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 13,1875 % unterstellt vielmehr eine lange Haltedauer von über 25 Jahren.

Auch wenn keine empirischen Untersuchungen über die Haltedauer von Anlegern am deutschen Kapitalmarkt vorliegen, halten wir die bei der Bewertung der NanoFocus angesetzte Höhe der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung für nachvollziehbar. Zugunsten der außenstehenden Aktionäre wird von einer langen Haltedauer mit entsprechender Auswirkung auf die Höhe der effektiven Steuerbelastung ausgegangen.

Für die Phase der ewigen Rente berücksichtigt die Bewertungsgutachterin die Besteuerung inflationsbedingter Wertsteigerungen im Wachstumsabschlag, vgl. Abschnitt 4.4.2.4. dieses Berichts. Dieses Vorgehen ist nicht zu beanstanden.

Die zum Beginn der Detailplanungsphase bestehenden steuerlichen Verlustvorträge, soweit diese vor dem Mehrheitserwerb der Anteile der NanoFocus durch die Mahr entstanden sind, hat die Bewertungsgutachterin als Sonderwert berücksichtigt. Zu weiteren Erläuterungen vgl. Abschnitt 4.5. dieses Berichts.

Wir halten die Vorgehensweise zur Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern für sachgerecht.

4.4.1.12. Ableitung der zu diskontierenden Nettoausschüttungen

Unter Berücksichtigung der vorstehenden Prämissen hat die Bewertungsgutachterin folgende zu diskontierende Nettoausschüttungen abgeleitet:

NanoFocus Ausschüttungen in T€	Plan 2025	Plan 2026	Plan 2027	Plan 2028	Plan 2029	Plan 2030	Plan 2031	Plan 2032	eR 2033
Jahresergebnis	61	623	1.161	1.544	1.484	1.212	1.184	1.213	1.225
Thesaurierung								-92	-93
Ausschüttungspotential	61	623	1.161	1.544	1.484	1.212	1.184	1.121	1.132
Ausschüttung	30	312	581	772	742	606	592	560	566
Persönliche Steuern auf Ausschüttung	0	0	0	0	0	0	0	-69	-70
Fiktive Zurechnung aus Thesaurierung	30	312	581	772	742	606	592	560	566
Persönliche Steuern auf fiktive Zurechnung aus Thesaurierung	-4	-41	-77	-102	-98	-80	-78	-93	-94
Zu kapitalisierender Betrag	57	582	1.085	1.442	1.386	1.132	1.106	958	968

4.4.2. Analyse des Kapitalisierungszinssatzes

4.4.2.1. Vorbemerkungen

Der Ertragswert wird durch Diskontierung der geplanten künftigen Ertragsüberschüsse auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Die Aufgabe des dabei zur Anwendung kommenden Kapitalisierungszinssatzes besteht zum einen darin, Beträge, die erst in der Zukunft realisiert werden, durch Diskontierung auf den Bewertungsstichtag gleichnamig zu machen. Zum anderen ist es die Aufgabe des Zinssatzes, dem Investor unter Berücksichtigung von Unsicherheit und immanentem Risiko einen Vergleich mit zur Verfügung stehenden laufzeitäquivalenten Alternativinvestitionen zu ermöglichen. Er reflektiert damit die Rendite einer für den Eigentümer des Bewertungsobjekts alternativen Investition, die im Hinblick auf die zeitliche Struktur, das Risiko und die Besteuerung ihrer finanziellen Überschüsse äquivalent zum Bewertungsobjekt angesehen wird.

Nach IDW S 1 wird der Kapitalisierungszinssatz aus (beobachtbaren) Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolios) abgeleitet, die bewertungsobjektspezifisch anzupassen sind. Bewertungstechnisch werden in Theorie und Bewertungspraxis die so erforderlichen Alternativrenditen aus der Rendite einer quasi-risikolosen Alternativanlage (Basiszins) ermittelt, die um einen der Investitionsentscheidung zuzumessenden bewertungsobjektspezifischen Risikozuschlag (Markttriskoprämie und Betafaktor), die Ertragssteuerbelastung des Investors und einen Wachstumsabschlag korrigiert wird.

Wir haben uns mit der Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes wie folgt auseinandergesetzt:

4.4.2.2. Basiszins

Die Bemessung des Basiszinssatzes orientiert sich nach herrschender Auffassung an den zu erwartenden Renditen von festverzinslichen Wertpapieren der öffentlichen Hand. Bei der Ableitung einer quasi-risikolosen Alternativanlage ist zusätzlich zu beachten, dass diese auch fristenadäquat zu einer zeitlich unbegrenzten Unternehmensinvestition ist. Da solche Anleihen mit unbegrenzter Laufzeit am deutschen Kapitalmarkt nicht vorliegen, kann nach Empfehlungen des FAUB aus der zum Bewertungsstichtag beobachtbaren Zinsstrukturkurve eine Schätzung des Basiszinssatzes auf der Grundlage von aktuellen Zinsstrukturdaten abgeleitet werden.²⁸

Für die Ableitung des Basiszinssatzes im Rahmen der vorliegenden Bewertung wurde von einer Schätzung der künftigen durchschnittlichen Zinsstrukturkurve auf Grundlage von Zinsstrukturdaten ausgegangen, die von der Deutschen Bundesbank bereitgestellt werden. Hierzu wurden – entsprechend der Empfehlung des FAUB – Durchschnittsgrößen über einen Dreimonatszeitraum erhoben.

Die Bewertungsgutachterin ermittelt auf diese Weise entsprechend den berufsständischen Empfehlungen einen gerundeten einheitlichen Basiszins in Höhe von 3,25 %.

Wir haben den angesetzten Basiszins durch eigene Berechnungen entsprechend den Empfehlungen des FAUB anhand der Zinsstrukturkurve auf Grundlage der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank überprüft.

Bei den veröffentlichten Zinsstrukturdaten²⁹ handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen (Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen) ermittelt werden.

Um kurzfristige Marktschwankungen sowie mögliche Schätzfehler insbesondere im Bereich der langfristigen Zinssätze zu glätten, haben wir eine Durchschnittsbildung vorgenommen. Hierzu wurden entsprechend der Empfehlung des FAUB Durchschnittsgrößen über einen Dreimonatszeitraum erhoben.

In der Bewertungspraxis wird in der Regel vereinfachend aus der Zinsstrukturkurve ein für alle Perioden einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet.

²⁸ Vgl. IDW Life, Ausgabe 3/2022, S. 322 ff.

²⁹ Deutsche Bundesbank, Tägliche Zinsstruktur für börsennotierte Bundeswertpapiere, unter: <https://www.bundesbank.de/de/statistiken/geld-und-kapitalmaerkte/zinssaetze-und-renditen/taegliche-zinsstruktur-fuer-boersennotierte-bundeswertpapiere-650724>.

Für einen Dreimonatszeitraum vor Abschluss unserer Prüfungstätigkeit ergibt sich nach unseren Berechnungen nach der zuvor beschriebenen Methodik ein einheitlicher (unge-rundeter) Basiszinssatz in Höhe von 3,18 %.

Der aus den veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für die Er-mittlung des einheitlichen Basiszinssatzes im Rahmen objektivierter Unternehmensbe-wertungen abgeleitete Basiszins wird nach Empfehlungen des FAUB grundsätzlich auf $\frac{1}{4}$ %-Punkte (bei einem einheitlichen Basiszinssatz von weniger als 1,0 % auf $\frac{1}{10}$ %-Punkte) gerundet, um den Eindruck einer Scheingenaugigkeit zu vermeiden.

Unter Berücksichtigung der berufsständischen Rundungsregeln auf $\frac{1}{4}$ %-Punkte ergibt sich nach unseren Berechnungen ein Basiszins von 3,25 %.

Zum Zeitpunkt der Hauptversammlung der NanoFocus sind unter anderem die aktuellen Zinskonditionen erneut zu ermitteln, um zu prüfen, ob sich aufgrund zwischenzeitlich eingetretener Zinsänderungen eine geänderte Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung ergibt.

Der mit 3,25 % ermittelte einheitliche Basiszinssatz vor persönlichen Ertragsteuern führt unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern im Rahmen der Bewertung zu einem einheitlichen Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern in Höhe von 2,39 %.

4.4.2.3. Risikozuschlag

4.4.2.3.1. Vorbemerkungen

Ein unternehmerisches Engagement ist stets mit Chancen und Risiken verbunden, so-dass sich die künftigen finanziellen Überschüsse nicht mit Sicherheit prognostizieren lassen. Aus Sicht eines risikoaversen Anlegers hat ein unsicherer Zahlungsstrom einen geringeren Wert als ein sicherer Zahlungsstrom mit identischem Erwartungswert. Die Übernahme dieser unternehmerischen Unsicherheit bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlagerisiko) lassen sich Marktteilnehmer durch Risikoprämien (Risikozuschläge) auf den Basiszinssatz abgelten.

Zur Bemessung des Risikozuschlags wäre grundsätzlich auf die individuelle Risikoprä-ferenz eines Anteilseigners abzustellen. Bei einer Vielzahl von Anteilseignern ist es prak-tisch unmöglich, die individuelle Risikoeinstellung jedes einzelnen Anteilseigners abzu-fragen. Daher ist es im Rahmen der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte üblich, zur Bemessung des Risikozuschlags auf Kapitalmarktmodelle zurückzugreifen. Hier-durch wird es möglich, die Risikopräferenz einer Vielzahl von Anlegern, die sich über Angebot und Nachfrage in den Preisen für Wertpapiere niederschlägt, abzubilden.

Die marktgestützte Ermittlung des Risikozuschlags erfolgt in Theorie und Bewertungspraxis sowie entsprechend IDW S 1 regelmäßig unter Anwendung des Capital Asset Pricing Model (CAPM). Das CAPM beruht auf einem Vergleich der unternehmensindividuellen Aktienrendite und der Rendite des Marktportfolios. Hiernach wird der unternehmensindividuelle Risikozuschlag als Produkt aus der sog. Marktrisikoprämie und der unternehmensindividuellen Risikohöhe, dem sog. Betafaktor, berechnet.

4.4.2.3.2. Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz aus der Rendite eines Marktportfolios und einer quasi-risikolosen Wertpapieranlage und stellt praktisch die vergütete Überrendite dar, die für die Anlage in riskanten Wertpapieren gegenüber quasi-risikolosen Anleihen vom Markt gewährt wird.

Die Ermittlung objektiver Unternehmenswerte beruht bei gesetzlichen Bewertungsanlässen entsprechend IDW S 1 auf einer Betrachtung nach persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner, da nur die Ertragsströme bewertungsrelevant sind, die den Anlegern tatsächlich zugutekommen. Als Anteilseigner wird dabei typisierend eine inländische, unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person unterstellt, die die Anteile im Privatvermögen hält.

Das CAPM berücksichtigt in seiner ursprünglichen Ausprägung keine persönlichen Ertragsteuern. Diese wirken sich aber auf die zu beobachtenden Aktienrenditen und damit die Marktrisikoprämie aus. Eine Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen erfolgt durch das Tax-CAPM, welches das CAPM um die explizite Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erweitert.

Zur Ableitung der Marktrisikoprämie werden in der Theorie und Bewertungspraxis insb. eine vergangenheitsorientierte Ermittlung anhand historischer Aktienmarktrenditen sowie eine zukunftsorientierte Ermittlung anhand impliziter Aktienmarktrenditen herangezogen.³⁰

Die Bewertungsgutachterin hat eine **Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern** in Höhe von **5,0 %** angesetzt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

³⁰ Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Abschnitt A, Tz. 384 m.w.N.

(1) Bandbreitenempfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft

Am 25. Oktober 2019 wurde die sog. „Neue Kapitalkostenempfehlungen des FAUB“ veröffentlicht.³¹ Hierdurch wurden die in den Hinweisen „zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung“ vom 19. September 2012³² gegebenen vorherigen Bandbreitenempfehlungen zur Marktrisikoprämie auf eine Bandbreite von 5,0 % bis 6,5 % für die Marktrisikoprämie nach Steuern, im Mittel 5,75 %, angehoben. Grundlage der Bandbreitenschätzung des FAUB ist dabei eine Gesamtschau verschiedener Methoden zur Abschätzung der Marktrisikoprämie.

In der zuletzt veröffentlichten Berichterstattung über die Sitzung des FAUB vom 16. September 2025 hat der FAUB seine Empfehlungen zur Marktrisikoprämie aktualisiert. Er empfiehlt auf Grund des aktuellen Zinsumfeldes eine Bandbreite der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 4,5 % bis 5,75 %.³³

Die von der Bewertungsgutachterin angesetzte Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern liegt innerhalb der vom FAUB aktuell empfohlenen Bandbreite.

(2) Rechtsprechung

In der Rechtsprechung wird betont, dass eine eindeutige Festlegung der Marktrisikoprämie nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften empirisch nicht möglich sei³⁴ bzw. dass es keine mit Eindeutigkeit festzustellende Marktrisikoprämie gebe.³⁵ Deshalb handele es sich bei der Marktrisikoprämie stets um eine mit Zweifeln behaftete Schätzung, deren tatsächliche Höhe nicht abschließend ermittelt werden könne und die dementsprechend trotz jahrelanger intensiver Diskussion in betriebswirtschaftlichen Kreisen weiterhin ungeklärt sei.³⁶

³¹ IDW, Neue Kapitalkostenempfehlung des FAUB vom 25. Oktober 2019, unter: <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub/120158>.

³² IDW-Fachnachrichten Nr. 10/2012, S. 568 f.

³³ <https://www.idw.de/idw/idw-aktuell/neue-kapitalkostenempfehlungen-des-faub-stand-22-09-2025.html>.

³⁴ Vgl. OLG Düsseldorf vom 14. Dezember 2017, I-26 W 8/15 [AktE]; OLG Düsseldorf vom 15. August 2016, I-26 W 17/13 [AktE]; OLG Düsseldorf vom 25. Mai 2016, I-26 W 2/15 [AktE]; OLG Karlsruhe vom 23. Juli 2015, 12a w 4/15; OLG Stuttgart vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08.

³⁵ Vgl. OLG Hamburg vom 8. September 2016, 21 W 36/15; OLG Karlsruhe vom 23. Juli 2015, 12a w 4/15; KG Berlin vom 19. Mai 2011, 2 W 154/08.

³⁶ Vgl. OLG Düsseldorf vom 14. Dezember 2017, I-26 W 8/15 [AktE]; OLG Düsseldorf vom 15. August 2016, I-26 W 17/13 [AktE]; OLG Hamburg vom 7. Juni 2011, 21 W 2/11; OLG Karlsruhe vom 18. Mai 2016, 12a W 2/15; vom 23. Juli 2015, 12a w 4/15.

Bei dem FAUB handelt es sich aus Sicht der überwiegenden Rechtsprechung um ein anerkanntes Expertengremium. Danach sei es grundsätzlich nicht zu beanstanden, in Bezug auf etwaige ungeklärte Bewertungsfragen, insbesondere die Höhe der Marktrisikoprämie, den Empfehlungen dieses Gremiums zu folgen. Allerdings handele es sich nicht um rechtsverbindliche Regelungen, Gesetze oder sonstige Vorschriften.³⁷

Soweit für Bewertungsstichtage nach dem 25. Oktober 2019, mithin der Veröffentlichung der Anpassung der Bandbreitenanpassung durch den FAUB auf eine Bandbreite von 5,0 % bis 6,5 % für die Marktrisikoprämie nach Steuern, bekannt, wurde eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,75 %, also dem Mittelwert der bisherigen vom FAUB empfohlenen Bandbreite, in jüngeren Beschlüssen in Spruchverfahren nicht beanstandet.³⁸

(3) Eigene Analysen

Die grundlegende Problematik der Analysen zur Marktrisikoprämie liegt – abgesehen von eher technischen Fragestellungen zur konkreten Berechnung – zum einen darin, dass die Marktrisikoprämie als Differenz von Markttrenditen und risikolosem Zins nur indirekt, d.h. über die Parameter Markttrendite und risikoloser Zins, ableitbar ist und am Markt nicht unmittelbar gemessen bzw. beobachtet werden kann. Zum anderen ist für Zwecke der Unternehmensbewertung nicht die aus historischen Daten ableitbare Marktrisikoprämie relevant, vielmehr die künftig erwartete.

Wir haben vor diesem Hintergrund u.a. Analysen zu den tatsächlich erzielten historischen Markttrenditen des Composite DAX (im Folgenden auch „CDAX“ genannt) und zu den impliziten Markttrenditen auf Grundlage des DAX durchgeführt. Diese bestätigen grundsätzlich die von der Bewertungsgutachterin empirisch festgestellte Bandbreite der durchschnittlichen Markttrenditen und damit eine Marktrisikoprämie in der abgeschätzten Höhe.

Auf Grundlage der vorstehenden Feststellungen und unserer Analysen ist in einer Gesamtschau die angesetzte Marktrisikoprämie in Höhe von 5,0 % zum relevanten Bewertungsstichtag ein angemessener Schätzer innerhalb einer vertretbaren Bandbreite.

³⁷ OLG München v. 14. Dezember 2021 – 31 Wx 190/20 Tz. 81, OLG München v. 9. April 2021 – 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19 Tz. 94 m.w.N.

³⁸ OLG Frankfurt v. 9. Februar 2024, 21 W 129/22; OLG Frankfurt v. 26. Mai 2023, 21 W 119/22; LG München v. 28. Juni 2024, 5 HK O 15162/20; LG München v. 19. April 2024, 5 HK O 9734/22; LG Hamburg v. 21. Dezember 2023, 403 HKO 68/21; LG München 14. Dezember 2023, 5 HK O 11456/21; LG Hamburg v. 3. November 2023, 403 HK O 90/22; LG München v. 25. August 2023, 5 HK O 12034/21; LG München v. 30. Juni 2023, 5 HKO 12034/21; LG München v. 15. Juni 2023, 5 HK O 2103/22; LG Stuttgart v. 16. Mai 2023, 40 O 64/20 KfHSpruchG.

4.4.2.3.3. Betafaktor

Die für ein Marktportfolio geschätzte Risikoprämie ist entsprechend dem CAPM im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens anzupassen. Die unternehmensindividuelle Risikohöhe ermittelt sich aus der Korrelation der Rendite des Bewertungsobjekts zur Rendite des Marktportfolios und wird im sog. Betafaktor ausgedrückt.

Die auf Grundlage von Kapitalmarktdaten erhobenen Betafaktoren umfassen sowohl die operativen Risiken als auch die Finanzierungsrisiken eines Unternehmens. In der Bewertungspraxis ist es daher grundsätzlich üblich, zunächst einen sog. unverschuldeten Betafaktor zu ermitteln, der ausschließlich die operativen Risiken eines Unternehmens widerspiegelt (sog. „Unlevern“). Der Einfluss der Finanzierung auf die Unsicherheit der künftigen finanziellen Überschüsse wird dann in einem zweiten Schritt unter Berücksichtigung der individuellen Verschuldungssituation des Bewertungsobjektes berücksichtigt (sog. „Relevern“).

Bei der Bewertung der NanoFocus wurde von der Bewertungsgutachterin ein unverschuldeter Betafaktor in Höhe von 1,05 zugrunde gelegt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Eigener Betafaktor der NanoFocus

Für die NanoFocus ist es aufgrund der am Kapitalmarkt gebildeten Aktienkurse grundsätzlich möglich, Betafaktoren für die Vergangenheit zu berechnen; wir verweisen hierzu auf Abschnitt 3.3. dieses Berichts.

Die Bewertungsgutachterin hat im Rahmen der Ableitung des Unternehmenswerts der NanoFocus den originären Betafaktor der NanoFocus nicht berücksichtigt. Neben einem nicht ausreichend liquiden Handel mit Aktien der NanoFocus verweist sie zur Begründung u.a. auf die fehlende statistische Signifikanz der Betafaktoren.

Wir haben eigene Analysen zum Betafaktor der NanoFocus durchgeführt.

Die Ermittlung des historischen Betafaktors erfolgt grundsätzlich durch Regression zwischen Aktienrenditen und der Rendite eines Index als Schätzer für das Marktportfolio. Bei der Nutzung historischer Betafaktoren als Anhaltspunkt ist zu beobachten, dass diese je nach gewähltem

- Beobachtungszeitraum,
- Renditeintervall und
- Vergleichsindex

zum Teil stark schwanken und daher in Bezug auf die Abschätzung für die Unternehmensbewertung gegebenenfalls anzupassen sind.

Die Wahl des Renditeintervalls ist mit der Festlegung des Beobachtungszeitraums verbunden, da zur Ermittlung eines aussagekräftigen Betafaktors über eine Regressionsanalyse mindestens eine bestimmte Anzahl von Datenpunkten benötigt wird. Aufgrund schwankender Umsätze und möglicher Sondereinflüsse wird einerseits von der Verwendung täglicher Renditen abgeraten. Bei längeren Intervallen – etwa Monaten oder Jahren – können andererseits hingegen nur bei sehr langen Beobachtungszeiträumen ausreichend viele Datenpunkte ermittelt werden. Diese bergen wiederum die Problematik in sich, dass aufgrund struktureller Brüche der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen oder der sich im Zeitablauf ändernden Unternehmensstrategie keine Vergleichbarkeit für die Zukunft unterstellt werden kann.

Bei der Ermittlung des Betafaktors der NanoFocus haben wir auf Beobachtungszeiträume von zwei bis fünf Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen und auf einen Beobachtungszeitraum von fünf Jahren mit monatlichen Renditeintervallen abgestellt. Als maßgeblichen Stichtag für unsere Analysen haben wir auf Beobachtungszeiträume vor dem 30. Mai 2025 abgestellt. An diesem Tag wurde die Absicht der Mahr zur Durchführung eines aktienrechtlichen Squeeze-Outs veröffentlicht.

Durch den Vergleichsindex soll das in der Theorie des CAPM unterstellte Marktportfolio näherungsweise abgebildet werden. Das Marktportfolio besteht modelltheoretisch aus allen weltweit vorhandenen riskanten Anlagemöglichkeiten, die mit ihrem Anteil am Marktwert des gesamten Portfolios gewichtet sind. Da es nicht beobachtbar ist, wird in der Praxis der Unternehmensbewertung auf einen möglichst breiten Aktienindex abgestellt. Hinsichtlich der Eignung unterschiedlicher Indizes besteht in Theorie und Bewertungspraxis keine Einigkeit. Die Bezugnahme auf einen breiten deutschen Index hat z.B. den Vorteil, Konsistenz zu den Analysen zur Ableitung der Marktrisikoprämie zu erlangen. Die Bezugnahme auf einen weltweiten Index hat z.B. den Vorteil, dass dieser relativ breiter und damit ggf. einem Marktportfolio im theoretischen Sinne angenäherter ist.

Als Vergleichsindex haben wir sowohl auf den CDAX als landesbreitesten Aktienindex in Deutschland als auch den MSCI ACWI Index, einen weltweiten Index, abgestellt.

Zur Beurteilung der Belastbarkeit eines ermittelten Betafaktors wird in Teilen von Literatur, Rechtsprechung und Bewertungspraxis auf den so genannten t-Test abgestellt, um die statistische Signifikanz des Betafaktors abzuleiten. Andere Literaturmeinungen³⁹ lehnen die Bewertung der Belastbarkeit eines Betafaktors anhand des t-Tests ab. Der t-Test gibt Auskunft darüber, inwieweit die unabhängige Variable (Marktrendite) Einfluss auf die abhängige Variable (Aktienrendite) hat. Ein t-Wert für den jeweiligen Regressor (Rendite des Aktienindex) wird empirisch aus dem Regressionskoeffizienten Betafaktor und dessen Standardfehler berechnet.

In der Bewertungspraxis wird die statistische Signifikanz von Betafaktoren oftmals auch anhand des Bestimmtheitsmaßes R^2 überprüft. R^2 ist ein Maß für die Güte der statistischen Regression. Es beschreibt, welcher Teil der Aktienrendite durch die Marktrendite erklärt wird. Ein R^2 in Höhe von beispielsweise 0,4 bedeutet, dass ein Anteil von 40 % der Variation der Aktie durch den Markt erklärt wird.

Sowohl in der aktuellen Literatur als auch in der Bewertungspraxis und Rechtsprechung wird ergänzend bzw. an Stelle der statistischen Gütekriterien auf die Liquidität der betrachteten Aktie abgestellt, wenn die Eignung eines Betafaktors beurteilt werden soll.⁴⁰

Wir haben daher für die Aktien der NanoFocus eine Liquiditätsanalyse durchgeführt. Hierbei haben wir für den Zeitraum von 5 Jahren ausgehend vom 30. Mai 2025, getrennt nach Jahresscheiben, folgende Liquiditätskennziffern ermittelt:

- Relation aus Tagen mit Handel der Aktie der Gesellschaft zu möglichen Börsentagen
- Relative Geld-/Briefspanne (Bid-Ask-Spread) im arithmetischen Mittel
- Täglicher Handelsumsatz in Euro im arithmetischen Mittel

³⁹ Vgl. z.B. Franken/Schulte, Beurteilung der Eignung von Betafaktoren mittels R^2 und t-Test: Ein Irrweg?, WPg 2010, S. 1110 ff.

⁴⁰ Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, S. 167 ff.; OLG Stuttgart, 4. Mai 2011, 20 W 11/08; OLG Stuttgart, 17. März 2010, 20 W 9/08.

Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse der Liquiditätsanalyse:

NanoFocus AG	29.05.2025	29.05.2024	29.05.2023	29.05.2022	29.05.2021
Liquidität der Aktie	bis	bis	bis	bis	bis
	30.05.2024	30.05.2023	30.05.2022	30.05.2021	30.05.2020
Handelstage in % der Börsentage	34,4	25,0	22,6	25,0	43,3
Ø Handelsumsatz je Tag in €	288	101	146	168	415
Ø Handelsumsatz je Handelstag in €	869	1.550	972	1.447	3.569
Ø Geld-Brief-Spannen je Handelstag in %	20,0	26,4	28,5	19,4	12,7

Der Handel erfolgte nur an weniger als rd. 44 % der Börsentage. Wenngleich es keine abschließenden Vorgaben für absolute Grenzwerte der betrachteten Liquiditätskennziffern in Literatur und Rechtsprechung gibt, liegen die Geld-Brief-Spannen der NanoFocus-Aktie im Hinblick auf den Zeitraum vom 29. Mai 2021 bis einschließlich den 29. Mai 2025 deutlich oberhalb der Grenze, die nach der Rechtsprechung des Landgerichts München in vergleichbaren Fällen als noch vertretbar eingestuft wurde.⁴¹

Vor diesem Hintergrund wäre ein Abstellen auf den eigenen Betafaktor der NanoFocus nicht sachgerecht.

Insoweit ist das Vorgehen der Bewertungsgutachterin, nämlich den Betafaktor für die NanoFocus auf Grundlage einer Peer Group-Analyse abzuleiten, sachgerecht.

Peer Group-Analyse

Im Rahmen unserer Prüfung haben wir in einem ersten Schritt die **Peer Group-Analyse der Bewertungsgutachterin** analysiert.

Die Bewertungsgutachterin hat zur Ermittlung des Betafaktors für NanoFocus zunächst im Rahmen eines strukturierten Prozesses anhand der Datenbank Bloomberg Finance L.P., New York/USA eine Peer Group erhoben, deren Unternehmen die Tätigkeitsfelder und Risikofaktoren auf die Geschäftstätigkeit von NanoFocus widerspiegeln. Insgesamt umfasst die Peer Group 8 börsennotierte Vergleichsunternehmen, die im Bereich der Nanotechnologie, der Präzisionsmesstechnik und der Optoelektronik tätig sind. Die ausgewählten Vergleichsunternehmen sind überwiegend in den Vereinigten Staaten sowie in Asien ansässig und tätig. Die rechnerische Ableitung der Betafaktoren für die Unternehmen der Peer Group erfolgte von der Bewertungsgutachterin über verschiedene Zeiträume und Renditeintervalle (eine Zwei-Jahresscheibe bei wöchentlichen Rendit-

⁴¹ LG München v. 2. Dezember 2016 - 5 HK 5781-15 oder v. 30. Juni 2017 – 5 HK 13182/15.

eintervallen und eine Fünf-Jahresscheibe bei monatlichen Renditeintervallen). Die Bewertungsgutachterin stellt auf sog. Raw-Betafaktoren ab. Als Vergleichsindizes hat die Bewertungsgutachterin sowohl jeweils einen marktbreiten lokalen Index als auch den MSCI World UCITS ETF Index herangezogen. Ausgehend von den in der Vergangenheit beobachteten (verschuldeten) Betafaktoren wurden unverschuldete Betafaktoren unter der Annahme unsicherer steuerlicher Vorteile der Fremdfinanzierung sowie nicht risikolosem Fremdkapital berechnet.

Die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin ist nachvollziehbar, methodisch schlüssig und wurde von uns in Stichproben rechnerisch und in Bezug auf die verwendeten Rohdaten verifiziert. Der von der Bewertungsgutachterin auf diesem Weg ermittelte Betafaktor ist im Ergebnis nicht zu beanstanden.

Vor dem Hintergrund, dass einheitliche Vorgaben hinsichtlich der Auswahlkriterien möglicher Peer Group-Unternehmen sowie der spezifischen Ermittlung der Betafaktoren in Literatur, Rechtsprechung und Bewertungspraxis nicht vorliegen, haben wir ergänzend und unabhängig vom Vorgehen der Bewertungsgutachterin in einem zweiten Schritt **eigene Analysen zur Höhe eines angemessenen Betafaktors auf Grundlage einer möglichen Peer Group** vorgenommen.

Wir haben unsere Analysen auf Peer Group-Unternehmen bezogen, die die Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren auf die Geschäftstätigkeit der NanoFocus widerspiegeln. Wir haben unter Verwendung der Datenbank von S&P Capital IQ potenziell vergleichbare börsennotierte Unternehmen recherchiert und diese zu einer sog. Long List verdichtet. Dabei haben wir auch Angaben von NanoFocus bezüglich möglicher Wettbewerber berücksichtigt. Die Unternehmen der Long List wurden auf hinreichende Liquidität im Aktienhandel geprüft. Die danach verbliebenen Unternehmen bilden die sog. Short List und wurden einer detaillierteren Analyse ihrer Geschäftsmodelle und ihrer Vergleichbarkeit mit der NanoFocus unterzogen.

Auf Grundlage dieses Vorgehens haben wir die Unternehmen der Peer Group der Bewertungsgutachterin bestätigt und zusätzlich ein weiteres Unternehmen als geeignet in Bezug auf die Abbildung der operativen Risiken der NanoFocus:

- **A&D HOLON Holdings Company, Limited** wurde 1977 gegründet und hat seinen Sitz in Tokio, Japan. Das Unternehmen bietet diverse Messinstrumente an. Dazu gehören Mess-, Steuerungs- und Simulationssysteme, Schall- und Schwingungsanalytoren, digitale Ultraschall-Fehlerdetektoren, digitale Ultraschall-Dickenmessgeräte, Materialprüfmaschinen, Elektronenkanonen, elektronische Waagen, digitale Plattformwaagen, Wiegeanzeigen, Wiegecontroller,

verschiedene industrielle Wiegevorrichtungen und Wägezellen. Zu den Hauptprodukten gehören außerdem Wiege- und Messdatenverarbeitungssysteme, digitale Blutdruckmessgeräte für den medizinischen Bereich, verschiedene Waagen für den medizinischen Gebrauch, digitale Blutdruckmessgeräte für den Heimgebrauch, digitale Personenwaagen, Ultraschallinhalatoren, und Messwerkzeuge für Walzenformen. Darüber hinaus ist das Unternehmen in den Bereichen Unternehmens- und Vermögensverwaltung sowie Immobilienverwaltung tätig.

Wir haben – entsprechend der Vorgehensweise zur Ermittlung der Betafaktoren des Bewertungsobjekts – auf Beobachtungszeiträume von zwei bis vier Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen und fünf Jahren mit monatlichen Renditeintervallen abgestellt. Die Ermittlung der Betafaktoren wurde auf den 23. September 2025 durchgeführt. Wir stellen auf sog. Raw-Betafaktoren ab.

Im Rahmen unserer Analysen haben wir nur Betafaktoren berücksichtigt, die im Hinblick auf die Liquidität der zugrunde liegenden Aktie aussagekräftig sind. Bezüglich der verwendeten Indizes haben wir – insoweit ebenfalls entsprechend der Vorgehensweise zur Ermittlung des eigenen Betafaktors des Bewertungsobjekts – sowohl auf einen möglichst breiten lokalen Index als auch auf den MSCI ACWI Index abgestellt.

Ausgehend von den aus den beobachtbaren Aktienkursverläufen ableitbaren verschuldeten Betafaktoren haben wir unter der Annahme unsicherer steuerlicher Vorteile der Fremdfinanzierung sowie nicht risikolosem Fremdkapital unverschuldete Betafaktoren berechnet.

Als Ergebnis unserer Analyse haben wir für die Peer Group folgende **unverschuldete** Betafaktoren ermittelt:

Betafaktoren der Peer Group		2 Jahre, wöchentlich		3 Jahre, wöchentlich		4 Jahre, wöchentlich		5 Jahre, monatlich		
Nr.	Unternehmen	Sitzland	Lokal	MSCI	Lokal	MSCI	Lokal	MSCI	Lokal	MSCI
1.	A&D HOLON Holdings Company, Limited	Japan	1,72	1,43	1,56	1,27	1,49	1,25	2,17	1,51
2.	Bruker Corporation	USA	1,02	1,18	0,95	1,11	0,99	1,14	1,16	1,17
3.	Keyence Corporation	Japan	1,16	1,03	1,21	1,10	1,29	1,16	1,16	1,12
4.	Koh Young Technology Inc.	Südkorea	1,25		1,35	1,22	1,27	1,06	1,41	1,87
5.	Renishaw plc	Vereinigtes Königreich	1,06	1,20	0,96	1,18	1,05	1,17	0,94	1,34
6.	Test Research, Inc.	Taiwan	1,33	1,41	1,03	1,09	0,95	0,90	0,79	
7.	AMETEK, Inc.	USA	0,81	1,02	0,80	1,00	0,85	1,05	1,04	1,22
8.	Nikon Corporation	Japan	0,89	0,67	0,97	0,71	1,02	0,54	1,37	0,70
9.	Olympus Corporation	Japan	0,71	0,59	0,80	0,68	0,77	0,65	0,97	0,69
	Minimum		0,71	0,59	0,80	0,68	0,77	0,54	0,79	0,69
	Arithmetisches Mittel		1,11	1,07	1,07	1,04	1,08	0,99	1,22	1,20
	Median		1,06	1,11	0,97	1,10	1,02	1,06	1,16	1,19
	Maximum		1,72	1,43	1,56	1,27	1,49	1,25	2,17	1,87

Die auf Grundlage der von uns durchgeführten Peer Group-Analyse ermittelten unverschuldeten Betafaktoren für die Peer Group gegen lokale Indizes liegen in einer

Bandbreite von 1,07 bis 1,22 (arithmetische Mittelwerte) bzw. 0,97 bis 1,16 (Mediane). Die Regression gegen den MSCI ACWI Index ergibt für die Peer Group-Unternehmen eine Bandbreite des unverschuldeten Betafaktors von 0,99 bis 1,20 (arithmetische Mittelwerte) bzw. 1,06 bis 1,19 (Mediane). Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte unverschuldete Betafaktor in Höhe von 1,05 liegt damit unterhalb bzw. im unteren Bereich der Mittelwerte der gegen lokale Indizes ermittelten unverschuldeten Betafaktoren und im unteren Bereich bzw. unterhalb des Mittelwerts der gegen globale Indizes ermittelten unverschuldeten Betafaktoren.

Der bei der Bewertung angesetzte unverschuldete Betafaktor ist damit auch aus Sicht unserer eigenständigen Analysen im Sinne der Angemessenheitsprüfung nicht zu beanstanden und damit angemessen.

4.4.2.4. Wachstumsabschlag

Bei der im Rahmen der Bewertung verwendeten Phasenmethode ist das Wachstum der bewertungsrelevanten finanziellen Überschüsse in den erwarteten Entwicklungen der Detailplanungsphase bereits abgebildet.

Jenseits des Detailplanungszeitraums können rein realwirtschaftliche Entwicklungen der leistungswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren i.S.e. operativen Wachstums (Unternehmensoptimierungen und Kapazitätserweiterungen) sowie rein nominale, d.h. durch Preisveränderungen bedingte Entwicklungen (inflationsbedingtes Wachstum), ursächlich für ein weiteres Wachstum sein.

In der Phase der ewigen Rente erfolgt die Berücksichtigung des Wachstums finanzmathematisch grundsätzlich durch einen Abschlag beim Kapitalisierungszins (Wachstumsabschlag).

Ausgehend von einem nachhaltig eingeschwungenen Zustand (vgl. Abschnitt 4.4.1.9. dieses Berichts) verbleiben als nachhaltige Wachstumsquellen im Wesentlichen Effekte aus Kapazitätserweiterungen sowie der unternehmensspezifischen Inflation.

Durch die unmittelbare Zurechnung der nachhaltig thesaurierten Beträge an die Anteilseigner (vgl. Abschnitt 4.4.1.10. dieses Berichts) wird das durch Thesaurierungen finanzierte rein operative Wachstum, mithin Kapazitätserweiterungen, berücksichtigt. Eine zusätzliche Berücksichtigung dieses operativen Wachstums im anzusetzenden Wachstumsabschlag scheidet somit aus.

Werden wachstumsbedingte Effekte aus Unternehmensoptimierungen bereits in der Detailplanungsphase und solche aus Kapazitätserweiterungen in der Ewigen Rente bereits

durch die Abbildung einer fiktiven Vollausschüttung im Zähler des Bewertungskalküls erfasst, sind durch den anzusetzenden Wachstumsabschlag rein inflationsbedingte Wachstumseffekte zu erfassen.

Für die Bewertung der NanoFocus wurde durch die Bewertungsgutachterin ein Wachstumsabschlag in Höhe von 1,00 % berücksichtigt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Zur Abschätzung der inflationsbedingten Wachstumseffekte kann die erwartete konsumorientierte Inflationsrate nur ein erster und sehr grober Anhaltspunkt sein. Erforderlich ist dazu die Abschätzung der Preissteigerungen, denen die NanoFocus sowohl auf den Beschaffungs- als auch den Absatzmärkten unterliegt, mithin der unternehmensspezifischen Inflationsrate.

In ihrer jüngsten gesamtwirtschaftlichen Analyse hat die EZB eine Rückkehr der Inflationsrate auf rd. 2,0 % prognostiziert.⁴² Die Prognosen des IMF für die Inflationsentwicklung in Deutschland in den nächsten 5 Jahren zeigt eine Annäherung an das EZB-Ziel von 2,0 %, vgl. Abschnitt 4.3.1. dieses Berichts. Die implizit aus den Renditedifferenzen zwischen nominal festverzinslichen und inflationsgeschützten deutschen Staatsanleihen abgeleiteten mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen für Deutschland liegen nach unseren Analysen aktuell bei rd. 1,9 % bis rd. 2,0 % und damit bereits wieder auf bzw. leicht unterhalb der EZB-Zielgröße.

Die NanoFocus bewegt sich mit dem wesentlich zum Umsatz und Ergebnis beitragenden Produkten in einem intensiven Wettbewerbsumfeld mit internationalen Unternehmen.

Wesentliche Aufwandspositionen der NanoFocus sind der Personalaufwand. Aktuell und absehbar ist die Gewinnung von qualifiziertem Personal anspruchsvoll, was insbesondere auf den IT-Bereich zutrifft. Vor diesem Hintergrund ist es plausibel anzunehmen, dass es der NanoFocus perspektivisch nur begrenzt gelingen wird, Kostensteigerungen auf der Absatzseite vollständig weiterzugeben.

Auch wenn zu berücksichtigen ist, dass Wachstumsabschläge immer nur in Bezug auf den spezifischen Bewertungsfall konkretisiert werden, ist darauf hinzuweisen, dass in der Rechtsprechung in der Vergangenheit Wachstumsfaktoren in einer Bandbreite zwischen 0,5 % und 2,0 % als üblich erachtet wurden. Der angesetzte Wachstumsfaktor

⁴² Vgl. EZB, Pressemitteilung, April 2025.

liegt auch innerhalb der in der Bewertungspraxis bei vergleichbaren Bewertungsanlässen in der Vergangenheit angesetzten Bandbreite.

Vor diesem Hintergrund halten wir den von der Bewertungsgutachterin angesetzten Wachstumsabschlag in Höhe von 1,00 % für angemessen.

4.4.2.5. Angesetzter Kapitalisierungszinssatz

Die bei der Bewertung der NanoFocus durch die Bewertungsgutachterin angesetzten Kapitalisierungszinssätze ergeben sich damit wie folgt:

NanoFocus	Plan	eR							
Kapitalisierungszinssatz	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Basiszinssatz	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%
Persönliche Steuern auf Basiszinssatz	0,86%	0,86%	0,86%	0,86%	0,86%	0,86%	0,86%	0,86%	0,86%
Risikofreier Basiszinssatz nach persönlichen Steuern	2,39%								
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta (verschuldet)	0,91	0,93	0,96	0,99	1,01	1,01	1,01	1,02	1,02
Risikozuschlag	4,54%	4,65%	4,82%	4,96%	5,07%	5,06%	5,07%	5,09%	5,09%
Wachstumsabschlag									1,0%
Kapitalisierungszinssatz	6,93%	7,04%	7,22%	7,36%	7,47%	7,45%	7,46%	7,48%	6,48%

Wir halten die von der Bewertungsgutachterin durchgeführte Ableitung der periodenspezifischen Kapitalisierungszinssätze für konsistent und nachvollziehbar und im Ergebnis der Höhe nach sachgerecht.

4.4.3. Ableitung des Ertragswerts

Auf Basis der in Abschnitt 4.4.1.12. dieses Berichts dargestellten Nettozuflüsse an die Anteilseigner sowie des in Abschnitt 4.4.2.5. dieses Berichts dargestellten periodenspezifischen Kapitalisierungszinssatzes wurde der Ertragswert der NanoFocus von der Bewertungsgutachterin wie folgt ermittelt:

NanoFocus	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	eR
Ertragswert	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Zu kapitalisierender Betrag in T€	57	582	1.085	1.442	1.386	1.132	1.106	958	968
Kapitalisierungszinssatz	6,93%	7,04%	7,22%	7,36%	7,47%	7,45%	7,46%	7,48%	6,48%
Barwertfaktor	0,94	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	15,43
Barwert zum 1.1. in T€	13.985	14.898	15.364	15.388	15.078	14.818	14.790	14.787	14.935
Aufzinsung	1,06								
Ertragswert zum 12. November 2025 in T€	14.821								

Wir haben die Ertragswertermittlung auf Grundlage eines eigenen Modells überprüft und halten sie für sachgerecht.

4.5. Sonderwerte und nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Neben dem Ertragswert aus dem betriebsnotwendigen Vermögen werden im Rahmen der Ableitung des Unternehmenswerts der NanoFocus durch die Bewertungsgutachterin nachfolgend erläuterte Sonderwert angesetzt.

Sonderwerte	
Ertragsteuerliche Verlustvorträge	
- Gewerbesteuer in T€	375
- Körperschaftsteuer in T€	624
Zwischensumme in T€	999
Aufzinsung	1,06
Sonderwerte 12. November 2025 in T€	1.059

Die **ertragsteuerlichen Verlustvorträge** der NanoFocus ausweislich der Steuerbescheide 2023 zzgl. der Ergebnisse des Jahres 2024 zum 31. Dezember 2024 sowie der Ergebnisse der laufenden Betriebsprüfung wurden im Rahmen der Ertragswertermittlung berücksichtigt. Gegen die im Rahmen der steuerlichen Betriebsprüfung der Jahre 2019 und 2020 beabsichtigte Kürzung der Verlustvorträge auf Grund des Anteilswechsels:

- gewerbesteuerlicher Verlustvortrag um T€ 10.582
- körperschaftsteuerlicher Verlustvortrag um T€ 12.492

beabsichtigt die Gesellschaft vorzugehen. Ob dies Erfolg haben wird und wenn ja in welcher Höhe ist zum Zeitpunkt der Erstattung dieses Prüfungsberichtes offen. Durch die Bewertungsgutachterin wurden die Auswirkungen der strittigen Verlustvorträge auf den Ertragswert simuliert und der sich ergebende Wert entsprechend der Risikobeurteilung mit 50 % angesetzt.

Auf den Bewertungsstichtag wurden damit Sonderwerte in Höhe von T€ 1.059 im Rahmen der Unternehmensbewertung berücksichtigt.

Wir haben den Wertansatz inhaltlich nachvollzogen. Auf Grundlage der Analyse der Jahresabschlüsse der NanoFocus zum 31. Dezember 2024 sowie der erhaltenen Auskünfte der Gesellschaft haben wir keine Erkenntnisse über darüberhinausgehende Sonderwerte oder nicht betriebsnotwendiges Vermögen gewonnen.

4.6. Unternehmenswert auf Ertragswertbasis

Der Unternehmenswert der NanoFocus auf Ertragswertbasis ergibt sich zum 12. November 2025 wie folgt:

NanoFocus	
Unternehmenswert zum 12. November 2025	
Ertragswert in T€	14.821
Sonderwerte in T€	1.059
Unternehmenswert in T€	15.879
Anzahl der Aktien in Tsd.	9.032
Wert je Aktie in €	1,76

Bezogen auf die 9.032.498 Stückaktien (Aktien ohne Nennbetrag) der NanoFocus, in die das Grundkapital der Gesellschaft eingeteilt ist, ergibt sich auf den Tag der vorgesehenen Hauptversammlung ein rechnerischer Wert je Aktie in Höhe von € 1,76.

Wir haben die Durchführung der Bewertung der NanoFocus in allen wesentlichen Schritten insbesondere hinsichtlich der Ableitung der zu kapitalisierenden Erträge, der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes und der Berechnung des Unternehmenswerts auf den Bewertungsstichtag nachvollzogen und durch eigene Analysen plausibilisiert.

Wir halten den als Ergebnis der im Bewertungsgutachten von RSM dargestellten Vorgehensweise ermittelten Unternehmenswert der NanoFocus und Wert je Aktie für sachgerecht und angemessen.

Aufgrund der derzeit dynamischen Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und der damit verbundenen Auswirkungen u.a. auf die Zinsstruktur ist nicht auszuschließen, dass am Bewertungsstichtag dem 12. November 2025 die Höhe des Basiszinssatz oder anderer Parameter gegenüber dem Stand zur Zeichnung unseres Prüfungsberichts abweicht.

4.7. Plausibilisierung des Unternehmenswerts

In der Bewertungspraxis ist es üblich, einen nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert mittels sog. Multiplikatorverfahren zu plausibilisieren.

Grundsätzlich handelt es sich auch bei diesen Verfahren um kapitalmarktorientierte Bewertungskonzepte. Der Grundgedanke der Multiplikatormethode ist, eine bei Vergleichsunternehmen (Peer Group) beobachtbare Bewertungsrelation (Multiplikator) auf das zu bewertende Unternehmen zu übertragen.⁴³

Die Auswahl der in der Literatur und Praxis zu findenden Multiplikatoren ist vielfältig. Hierbei wird zwischen so genannten Equity- und Entity-Multiplikatoren unterschieden. Equity-Multiplikatoren bilden den Marktpreis des Eigenkapitals unmittelbar ab. Entity-Multiplikatoren ermitteln zunächst den Marktpreis des gesamten investierten Kapitals; der Marktpreis des Eigenkapitals ergibt sich dann, indem vom Marktpreis des gesamten investierten Kapitals der Marktwert der Nettofinanzschulden des Bewertungsobjekts abgezogen wird.

Wir weisen darauf hin, dass einer Wertfindung über Multiplikatoren generell nur eine eingeschränkte Aussagekraft zukommt, da diese aus unsicheren Kennzahlen anderer Unternehmen abgeleitet werden, die mit dem Bewertungsobjekt teilweise nur eingeschränkt vergleichbar sind.

Ungeachtet dessen haben wir die von der Bewertungsgutachterin zur Plausibilisierung des Unternehmenswerts durchgeführte Analyse auf Grundlage von EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren nachvollzogen. Die von der Bewertungsgutachterin ermittelten Multiplikatoren sind grundsätzlich nachvollziehbar, methodisch schlüssig abgeleitet und wurden von uns in Stichproben rechnerisch und in Bezug auf die verwendeten Rohdaten von S&P Capital IQ verifiziert.

Darüber hinaus haben wir den von der Bewertungsgutachterin ermittelten Ertragswert mit einer eigenständigen Betrachtung von Multiplikatoren plausibilisiert. Hierbei haben wir auf EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren für die von uns in Abschnitt 4.4.2.3.3 dargestellten Peer Group-Unternehmen abgestellt. Über S&P Capital IQ haben wir hierfür zunächst aktuell verfügbare Analysteneinschätzungen zu den Ergebnisgrößen der Vergleichsunternehmen für die Jahre 2026 und 2027 abgerufen. In Bezug auf die Höhe der Marktkapitalisierung des jeweiligen Peer Group-Unternehmens haben wir auf einen Durchschnittswert über 30 Tage bis zum 22. September 2025 abgestellt, um möglichst eine zeitliche Konsistenz von Marktkapitalisierung und Analystenschätzungen zu

⁴³ Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Abschnitt G, S.349 ff.

erreichen, da Analysteneinschätzungen in der aktuell volatilen Marktentwicklung nicht immer unmittelbar an neue Gegebenheiten angepasst werden, die sich im Aktienkurs widerspiegeln. Die sich auf Grundlage der dargestellten Vorgehensweise ergebenden EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren haben wir auf die äquivalenten Ergebnisgrößen des Bewertungsobjekts übertragen und so den Marktwert des Eigenkapitals der NanoFocus ohne Sonderwerte geschätzt.

In Abhängigkeit vom Referenzjahr ergeben sich bei der Anwendung von EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren Mediane für die Unternehmenswerte auf Grundlage der Multiplikatoren in der Bandbreite von rd. € 11,8 Mio. bis rd. € 20,2 Mio.; insoweit konnten wir das Ergebnis der Multiplikatorenanalyse der Bewertungsgutachterin grundsätzlich bestätigen. Der von der Bewertungsgutachterin ermittelte Ertragswert liegt innerhalb der Bandbreite der aus den EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren ermittelten Unternehmenswerte.

4.8. Börsenkurs

Im Rahmen der Ermittlung der Barabfindung nach § 327b Abs. 1 AktG ist in Anwendung des Beschlusses des BVerfG⁴⁴ der Verkehrswert von börsennotierten Aktien nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln. Das BVerfG fordert, dass ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben darf. Im Ergebnis ist die Abfindung so zu bemessen, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung erhalten hätten. Sofern der Ertragswert unter dem Börsenkurs liegt, ist grundsätzlich der Börsenkurs als Mindestgröße heranzuziehen, wobei auf einen geeigneten Durchschnittskurs abzustellen ist. Der Börsenkurs ist jedoch nicht heranzuziehen, wenn dieser nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Dies kann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat, aufgrund einer Marktenge der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder der Börsenpreis manipuliert worden ist.

Nach dem Beschluss des BGH⁴⁵ vom 19. Juli 2010 ist der einer angemessenen Abfindung zugrunde zulegende Börsenwert der Aktie grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines dreimonatigen Referenzzeitraums vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zu ermitteln.

Bezüglich der Berücksichtigung des Börsenkurses der NanoFocus als mögliche Wertuntergrenze einer angemessenen Abfindung haben wir nachfolgende Feststellungen getroffen:

Am 30. Mai 2025 veröffentlichte die NanoFocus über den Distributionsservice der EQS Group GmbH, München, das Verlangen der Mahr, einen aktienrechtlichen Squeeze-Out durchzuführen.⁴⁶

Für den Dreimonatszeitraum vor dem 30. Mai 2025, d.h. vom 28. Februar 2025 bis zum 29. Mai 2025 einschließlich, ermittelte die BaFin keinen gültigen Mindestpreis nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG.⁴⁷ Hierzu ist darauf hinzuweisen, dass die BaFin keine Mindestpreise berechnet, sofern die betreffenden Aktien ausschließlich im Freiverkehr gehandelt werden.

⁴⁴ BVerfG v. 27. April 1999, 1-BvR-1613/94.

⁴⁵ BGH v. 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09.

⁴⁶ https://www.eqs-news.com/de/news/ad-hoc/nanofocus-ag-carl-mahr-holding-gmbh-uebermittelt-uebertragungsverlangen-hinsichtlich-der-aktien-der-minderheitsaktionaeere-der-nanofocus-ag-aktienrechtlicher-squeeze-out/528a85e4-b7c8-45f6-8c77-015ab4afcb9f_de, Abruf vom 22. Juli 2025.

⁴⁷ BaFin Schreiben vom 4. August 2025; GZ: WA 16-Wp 7005/00008#00016

Die Aktien der NanoFocus wurden nach unseren Analysen zuletzt im Inland an den Wertpapierbörsen in Berlin und München im Freiverkehr gehandelt.

Wir haben auf dieser Grundlage für einen Zeitraum von drei Monaten vor dem 30. Mai 2025, einen umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Aktie der NanoFocus in Höhe von € 0,91 ermittelt. Dies entspricht der Ermittlung der Bewertungsgutachterin.

In dem von uns analysierten drei-Monats-Zeitraum wurde die Aktie der NanoFocus an 19 der 62 möglichen Handelstage gehandelt. Das tägliche Handelsvolumen lag im Mittel bei 443 Aktien, im Maximum bei 2.327 Aktien der NanoFocus. Der volumengewichtete Tageskurs lag in dem betrachteten Zeitraum zwischen € 0,60 und € 1,30. Eine Kursabweichung von mehr als 5 % von einem auf den nächsten Handelstag war im betrachteten Zeitraum 11 mal zu beobachten.⁴⁸

Die in § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung aufgeführten Kriterien für die Berücksichtigung von Börsenkursen waren damit kumulativ nicht eingehalten.

Es bestehen Anzeichen für eine Marktenge, die gegen eine Berücksichtigung des Börsenkurses als mögliche Wertuntergrenze einer angemessenen Abfindung sprechen. Anzeichen, die für eine Manipulation des Börsenkurses sprächen, haben wir nicht festgestellt.

Wenngleich die Frage der Übertragbarkeit der Relevanz von Börsenkursen als Untergrenze einer Abfindung auf Unternehmen, deren Aktien allein im Freiverkehr gehandelt werden, nicht unumstritten ist⁴⁹, kann eine abschließende Klärung dieser Frage dahingestellt bleiben, da die festgelegte Barabfindung auf Basis des nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswerts je Aktie der NanoFocus oberhalb des nach Umsatz gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs innerhalb eines dreimonatigen Zeitraums vor dem 19. Februar 2025 liegt.

Der BGH⁶² hält ein alleiniges Abstellen auf den durchschnittlichen Börsenkurs vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme dann nicht per se für sachgerecht, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung

⁴⁸ Als Datengrundlage dieser Feststellungen dienten öffentlich einsehbare Handelsdaten der Internetseite „www.ariva.de“. Betreiber der Internetseite ist die ARIVA.DE AG, Kiel.

⁴⁹ Dazu: Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW: Zur Bedeutung des Börsenkurses für die Abfindungsbemessung aus Sicht der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und Praxis, WPg 2021, 958; OLG München v. 4. September 2021, 31 Wx 2/19, 31 Wx 142/19; OLG Frankfurt am Main v. 20. Juni 2022, 21 W 135/20; OLG München v. 14. Dezember 2021, 31 Wx 190/20; Emmerich, in: Habersack/Emmerich, 10. Aufl. 2022, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 305 Rn. 64.

⁶² BGH v. 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09.

geboten erscheinen lässt. Dann soll der Börsenwert gegebenenfalls entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen sein. Der BGH sah einen Zeitraum von sieben-einhalb Monaten als längeren Zeitraum an.

Ausgehend von den Meinungen in Literatur und Rechtsprechung wird zumindest ein Zeitraum von bis zu sechs Monaten als unkritisch im Hinblick auf eine erforderliche Hochrechnung des Börsenkurses angesehen.⁵⁰

Der Zeitraum zwischen dem 30. Mai 2025 und der beabsichtigten Hauptversammlung der NanoFocus am 12. November 2025 beträgt geringfügig mehr als 5 Monate.

Eine Hochrechnung des Börsenkurses ist vor diesem Hintergrund nicht erforderlich.

Wie unter Abschnitt 3.3. dieses Berichts erläutert, kann ein aussagekräftiger Börsenkurs grundsätzlich auch allein maßgeblich für die Bestimmung des Unternehmenswerts bzw. einer daraus abgeleiteten angemessenen Barabfindung sein. Jedoch wird im vorliegenden Fall seitens des Hauptaktionärs die Barabfindung auf Basis des über das Ertragswertverfahren unter Berücksichtigung von Sonderwerten ermittelten höheren Unternehmenswerts je Aktie festgelegt, vgl. Abschnitt 6. dieses Berichts, so dass unsererseits weitere Analysen zum Börsenkurs als Bewertungsmethode nicht erforderlich sind.

⁵⁰ So z.B. Koch in Koch, AktG, 15. Aufl. 2025, § 305 Rn. 54 (m.w.N.); OLG Stuttgart v. 1. April 2014, 20 W 4/13; LG Stuttgart v. 7. Oktober 2019, 31 O 36/16 KfH SpruchG, Rn. 459 (bis zu 7,5 Monate).

5. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

Gemäß §§ 327c Abs. 2 S. 4, 293e Abs. 1 AktG ist im Prüfungsbericht über besondere Schwierigkeiten zu berichten, die bei der Bewertung aufgetreten sind.

Im Ergebnis unserer Tätigkeit zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung stellen wir fest, dass keine besonderen Schwierigkeiten im Sinne von § 293e Abs. 1 AktG bei der Bewertung der NanoFocus aufgetreten sind.

6. Festgelegte Barabfindung

Die Mahr hat am 24. September 2025 die Barabfindung, die den Minderheitsaktionären der NanoFocus für die Übertragung ihrer Aktien angeboten wird, auf € 1,76 je Aktie festgelegt.

Hierzu haben wir folgende Feststellungen getroffen:

Der durch RSM aus dem Ertragswert unter Berücksichtigung von Sonderwerten zutreffend abgeleitete Unternehmenswert der NanoFocus auf den 12. November 2025 beträgt € 15,879 Mio. Hieraus ergibt sich ein rechnerischer Wert in Höhe von € 1,76 je Aktie.

Der rechnerische durchschnittliche Börsenkurs für einen dreimonatigen Zeitraum vor dem Tag der Bekanntgabe der Mitteilung über den beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre der NanoFocus, dem 30. Mai 2025, beträgt € 0,91 je Aktie und liegt damit unterhalb des ermittelten Unternehmenswerts je Aktie.

Im Ergebnis stellen wir daher fest, dass die von der Mahr festgelegte Barabfindung in Höhe von € 1,76 je Aktie angemessen ist.

7. Abschließende Erklärung zur Angemessenheit der festgelegten Barabfindung

Als gerichtlich bestellte Prüferin haben wir die Angemessenheit der von der Carl Mahr Holding GmbH, Göttingen, als Hauptaktionär festgelegten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NanoFocus AG, Oberhausen, geprüft.

Wir geben gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e AktG folgende abschließende Erklärung ab:

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der NanoFocus AG, Oberhausen, in Höhe von € 1,76 je Aktie angemessen.“

Düsseldorf, den 25. September 2025

Baker Tilly GmbH & Co. KG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Jochen Reinke
Wirtschaftsprüfer

Sylvia Fischer
Wirtschaftsprüferin

Anlagenverzeichnis

- Anlage 1** Beschluss des Landgerichts Düsseldorf, 1. Kammer für Handelssachen, vom 20. Juni 2025 zur Bestellung der Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf, als sachverständiger Prüfer gem. § 327c Abs. 2 Satz 2 und 3 in Verbindung mit § 293c Abs. 1 AktG und Beschluss zur Berichtigung des Rubrums vom 11. Juli 2025
- Anlage 2** Abkürzungsverzeichnis
- Anlage 3** Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

ANLAGE 1

Abschrift

31 O 4/25 [AktE]



Landgericht Düsseldorf

Beschluss

In dem Verfahren auf Bestellung eines sachverständigen Prüfers zur Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

an dem beteiligt sind:

Carl Mahr GmbH, vertreten durch die Geschäftsführer Manuel Hüsken, Robert Mikula und Dr. Martin Thomaier, Carl-Mahr-Straße 1, 37073 Göttingen,

Antragstellerin,

hat die 1. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Düsseldorf
am 20.06.2025

durch die Vorsitzende Richterin am Landgericht Dr. Benda

beschlossen:

Im Hinblick auf die beabsichtigte Übertragung von Aktien der NanoFocus AG mit Sitz in Oberhausen auf die Antragstellerin wird gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 und 3 in Verbindung mit § 293c Abs. 1 AktG die

Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Jochen Reinke, Wirtschaftsprüfer Rechtsanwalt Steuerberater
Cecilienallee 6-7
40474 Düsseldorf

als sachverständiger Prüfer der Angemessenheit der nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an die Minderheitsaktionäre der NanoFocus AG zu gewährenden Barabfindung bestellt.

Die Kosten des Verfahrens trägt die Antragstellerin.

Der Geschäftswert wird auf 50.000,00 € festgesetzt.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen die Entscheidung besteht die Möglichkeit der Beschwerde. Die Beschwerde kann nur durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift eingelegt werden. Die Beschwerde ist binnen einer Frist von einem Monat bei dem Landgericht Düsseldorf (Werdener Straße 1, 40227 Düsseldorf oder Postfach 103461, 40025 Düsseldorf) einzulegen. Die Frist beginnt jeweils mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses an die Beteiligten. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass des Beschlusses. Die Beschwerde ist bei dem Gericht einzulegen, dessen Beschluss angefochten wird. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird und soll begründet werden.

Die Vorsitzende

Dr. Benda

Abschrift

31 O 4/25 [AktE]



Landgericht Düsseldorf

Beschluss

In dem Verfahren auf Bestellung eines sachverständigen Prüfers zur Prüfung der
Angemessenheit der Barabfindung
Carl Mahr Holding GmbH

wird das Rubrum des Beschlusses der 1. Kammer für Handelssachen des
Landgerichts Düsseldorf vom 20.06.2025 gemäß § 319 ZPO wegen offener
Unrichtigkeit dahingehend berichtigt, dass der Name der Antragstellerin wie folgt
lautet: **Carl Mahr Holding GmbH**.

Düsseldorf, 11.07.2025

1. Kammer für Handelssachen

Die Vorsitzende

Dr. Benda
Vorsitzende Richterin am
Landgericht

ANLAGE 2

Anlage 2 – Abkürzungsverzeichnis

€	Euro
%	Prozent
&	und
Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Aufl.	Auflage
Baker Tilly	Baker Tilly GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Düsseldorf,
Bewertungsgutachten	Gutachtliche Stellungnahme über die Ermittlung des Unternehmenswerts der NanoFocus AG, Oberhausen, der RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart, vom 22. September 2024
Bewertungsgutachterin oder RSM	RSM Ebner Stolz GmbH & Co. KG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft, Stuttgart
BGH	Bundesgerichtshof
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BMT	Breitmeier Messtechnik GmbH, Ettlingen
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BvR	Registerzeichen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
Co.	Compagnie
d.h.	das heißt
DAX	Deutscher Aktienindex

e.V.	eingetragener Verein
eE	Ewige Rente
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings before Taxes
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EZB	Europäische Zentralbank
f./ff.	Folgende/fortfolgende
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
FC	Forecast
gem.	gemäß
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
ggü.	gegenüber
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Co. Kommanditgesellschaft
HGB	Handelsgesetzbuch
HRB	Handelsregister Abteilung B
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Institutes der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S 1) in der Fassung vom 2. April 2008, Stand vom 4. Juli 2016
IFRS	International Financial Reporting Standards
IfW	Kiel Institute for the World Economy

IMF	International Monetary Fund
Inc.	Corporation
IT	Informationstechnologie
i.S.e.	im Sinne eine(-r,-s)
i.V.m	In Verbindung mit
KI	Künstliche Intelligenz
Ltd.	Limited
Mahr	Carl Mahr Holding GmbH
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
MSCI	Morgan Stanley Capital International
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
NanoFocus	NanoFocus AG, Oberhausen
Nr.	Nummer
OLG	Oberlandesgericht
p.a.	per annum
R ²	Bestimmtheitsmaß
rd.	Rund
Rn.	Randnummer
S.	Seite(n)/Satz
S&P	Standard and Poor Global Market Intelligence LLC, New York, USA
sog.	sogenannte(r)
T€	Tausend €
Tsd.	Tausend
Tz.	Textziffer
u.a.	unter anderem

Übertragungsbericht	Bericht der Mahr als Hauptaktionärin der NanoFocus über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NanoFocus auf die Mahr sowie die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 S. 1 AktG vom 24. September 2025
USA	United States of America
usw.	und so weiter
v.	vom
vgl.	vergleiche
WPH	IDW, WP Handbuch
z.B.	zum Beispiel
zzgl.	zuzüglich

ANLAGE 3

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 Folgerungen 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 berichtet werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

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

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

9. Haftung

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

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

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

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

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

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

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

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

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

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

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

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

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

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

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

- a) Ausarbeitung und elektronische Übermittlung der Jahressteuererklärungen, einschließlich E-Bilanzen, für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlichen Aufstellungen und Nachweise
- b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
- c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
- d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
- e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

Der Wirtschaftsprüfer berücksichtigt bei den vorgenannten Aufgaben die wesentliche veröffentlichte Rechtsprechung und Verwaltungsauffassung.

(4) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger Vereinbarungen in Textform die unter Abs. 3 Buchst. d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

(5) Sofern der Wirtschaftsprüfer auch Steuerberater ist und die Steuerberatervergütungsverordnung für die Bemessung der Vergütung anzuwenden ist, kann eine höhere oder niedrigere als die gesetzliche Vergütung in Textform vereinbart werden.

(6) Die Bearbeitung besonderer Einzelfragen der Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer und Einheitsbewertung sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrags. Dies gilt auch für

- a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer und Grunderwerbsteuer,
- b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
- c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
- d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

(7) Soweit auch die Ausarbeitung der Umsatzsteuerjahreserklärung als zusätzliche Tätigkeit übernommen wird, gehört dazu nicht die Überprüfung etwaiger besonderer buchmäßiger Voraussetzungen sowie die Frage, ob alle in Betracht kommenden umsatzsteuerrechtlichen Vergünstigungen wahrgenommen worden sind. Eine Gewähr für die vollständige Erfassung der Unterlagen zur Geltendmachung des Vorsteuerabzugs wird nicht übernommen.

12. Elektronische Kommunikation

Die Kommunikation zwischen dem Wirtschaftsprüfer und dem Auftraggeber kann auch per E-Mail erfolgen. Soweit der Auftraggeber eine Kommunikation per E-Mail nicht wünscht oder besondere Sicherheitsanforderungen stellt, wie etwa die Verschlüsselung von E-Mails, wird der Auftraggeber den Wirtschaftsprüfer entsprechend in Textform informieren.

13. Vergütung

(1) Der Wirtschaftsprüfer hat neben seiner Gebühren- oder Honorarforderung Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen; die Umsatzsteuer wird zusätzlich berechnet. Er kann angemessene Vorschüsse auf Vergütung und 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.