

82 O 94/03



## LANDGERICHT KÖLN

### BESCHLUSS

In dem Spruchverfahren  
zur Bestimmung angemessenen Abfindung  
gemäß den §§ 327a ff. AktG

**Beteiligte:**

hat die 2. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Köln  
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht |  
die Handelsrichterin und  
den Handelsrichter  
am 21. August 2015 beschlossen:

Die Anträge der Antragsteller zu 11, 18 und 19 werden als unzulässig  
zurückgewiesen. 1

Die angemessene Barabfindung gemäß § 327 a AktG wird gerichtlich  
auf EUR 681,27 je Stückaktie der AachenMünchener Lebensversiche- 2  
rung AG festgesetzt.

Die weitergehenden Anträge werden zurückgewiesen. 3

Die Antragsgegnerinnen tragen die Kosten des Verfahrens einschließ-  
lich der Vergütung und der Auslagen des gemeinsamen Vertreters der  
außenstehenden Aktionäre. Die Antragsgegnerinnen tragen ferner die  
außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu 1-10, 12-17 und 20-21. 4  
Die Antragsteller zu 11, 18 und 19 sowie die Antragsgegnerinnen tra-  
gen ihre eigenen außergerichtlichen Kosten selbst.

Der Gegenstandswert wird auf EUR 7.500.000,00 festgesetzt. 5

Gründe

## A.

Die Antragsteller waren Aktionäre der Aachener und Münchener Lebensversicherung AG (nachfolgend „**AML**“ oder „**Gesellschaft**“), die seit 2005 als AachenMünchener Lebensversicherung firmiert. Die AML gehörte der im Jahre 1825 gegründeten AachenMünchener-Versicherungsgruppe (nachfolgend „**AMVG**“) als drittgrößte deutsche Erstversicherungsgruppe an. Obergesellschaft der Versicherungsgruppe war seit 2009 firmierend als

6

(nachfolgend „**Antragsgegnerin zu 2**“ oder „**AG**“). Über die Konzerngesellschaften wurden nahezu das gesamte Spektrum des Versicherungsgeschäfts sowie Finanzdienstleistungen, insbesondere das Bauspargeschäft und das Investmentfondsgeschäft, abgedeckt.

Zum Ende des Jahres 2001 verfügte die AML über folgende wesentliche Beteiligungen:

7

Volksfürsorge Holding AG, Köln (nachfolgend „ <b>VH</b> “)	10,03 %
CENTRAL Krankenversicherung AG, Köln (nachfolgend „ <b>CENTRAL</b> “),	22,66 %
Atlas Dienstleistung für Vermögensberatung GmbH, Frankfurt am Main (nachfolgend „ <b>ATLAS</b> “)	74,00 %
ALLWO Allgemeine Wohnungsvermögen-AG, Hannover (nachfolgend „ <b>ALLWO</b> “)	46,86%
AMB Beteiligungs-Gesellschaft, Aachen (nachfolgend „ <b>AMBB</b> “)	16,4 %

Das Grundkapital der AML betrug zum Zeitpunkt der Hauptversammlung am 24. Juni 2002 EUR 71.269.997,91 und war eingeteilt in 2.534.400 Stückaktien. Davon waren 1.900.800 vinkulierte Namensaktien und 633.600 Inhaberaktien. Das Grundkapital der AML wurde zu 97,51 % von Gesellschaften der -Gruppe gehalten. Die restlichen ca. 2,49 % (63.103 Aktien) des Grundkapitals der AML wurden von institutionellen und privaten Anlegern gehalten. Zum Zeitpunkt des Übertragungsbeschlusses war die größter Einzelaktionär der AML. Die hielt unmittelbar 86,23 % der Aktien der AML.

8

Am 30. Juni 1997 schloss die mit allen wesentlichen Konzerngesellschaften Beherrschungsverträge, unter anderen mit der AML. Die Angemessenheit der in dem Beherrschungsvertrag mit der AML festgesetzten Kompensation war Gegenstand der Entscheidungen der Kammer vom 17. Januar 2008 (82 O 77/03) und des OLG Düsseldorf vom 25. März 2009 (I-26 W 5/08 AktE, Juris). Die Anträge auf gerichtliche Festsetzung einer höheren Abfindung und eines höheren Ausgleichs wurden zurückgewiesen. 9

Im Jahre 2001 wurden zudem mit allen wesentlichen Konzerngesellschaften der Gewinnabführungsverträge abgeschlossen, und zwar jeweils mit der Zwischenholding (nachfolgend „ “), deren Anteile zu 100 % von der gehalten wurden. Die wurde im Jahr 2002 auf die verschmolzen. Der Gewinnabführungsvertrag zwischen der und der AML datiert vom 15. Oktober 2001. Die im Vertrag angebotene Barabfindung von EUR 528,00 je Stückaktie wurde im Rahmen der gerichtlichen Überprüfung durch die Entscheidungen der Kammer vom 27. April 2012 (82 O 76/03) und des OLG Düsseldorf vom 25. August 2014 (I-26 W 24/12 AktE, juris) auf EUR 639,74 je Stückaktie festgesetzt. Der Antrag auf Heraufsetzung des angebotenen Ausgleichs von EUR 33,30 je Stückaktie wurde zurückgewiesen. 10

Auf Verlangen der als Hauptaktionärin der AML hat deren ordentliche Hauptversammlung am 24. Juni 2002 die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer Barabfindung i.H.v. EUR 528,00 je Stückaktie der AML beschlossen (Squeeze Out). Die Angemessenheit der angebotenen Abfindung ist Gegenstand dieses Spruchverfahrens. 11

Die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister erfolgte am 2. August 2002. Die Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Print-Bundesanzeiger geschah am 7. September 2002. Veröffentlichungen der AML hatten gemäß ihrer Satzung ausschließlich im Bundesanzeiger zu erfolgen. Dieses Spruchverfahren ist am 9. November 2002 im Print-Bundesanzeiger bekannt gemacht worden. 12

Die hat die gewährte Barabfindung i.H.v. EUR 528,00 je Stückaktie der AML in ihrem Übertragungsbericht vom 15. April 2002 (Anl. B 1) gemäß § 327 c Abs. 2 AktG unter Bezugnahme auf das Bewertungsgutachten der

(nachfolgend „**Vorgutachter**“ oder „“) unter Berücksichtigung der Börsenkursentwicklung der AML-Aktien erläutert. Danach wurde die Barabfindung nach dem Ertragswertverfahren unter Berücksichtigung der Börsenkursentwicklung der AML ermittelt. Die schätzte den Unternehmenswert der AML auf EUR 1.317.800.000,-. Daraus folgte eine Barabfindung i.H.v. EUR 519,96 je AML-Aktie. Der Börsenkurs lag durchschnittlich bei EUR 544,15 je AML-Aktie. Dieser Betrag wurde im Hinblick auf die durch den Gewinnabführungsvertrag mit der garantierten Beträge von Abfindung und Ausgleich allerdings für nicht aussagekräftig erachtet. Abgezogen wurde der feste Ausgleich i.H.v. EUR 33,30 für das Geschäftsjahr 2001, um eine Doppelberücksichtigung zu vermeiden. Damit lag der bereinigte Börsenkurs i.H.v. EUR 510,85 je AML-Aktie unterhalb des ermittelten Unternehmenswerts i.H.v. EUR 519,96 je AML-Aktie. Um die von dem Squeeze Out betroffenen Aktionäre nicht schlechter zu stellen als die Aktionäre, die von dem Abfindungsangebot aus dem Gewinnabführungsvertrag mit der Gebrauch gemacht haben, wurde die Abfindung im Rahmen des Übertragungsverlangens auf EUR 528,00 je AML-Aktie festgelegt.

13

Das Landgericht Aachen bestellte mit Beschluss vom 20. Februar 2002 auf Antrag der die (nachfolgend oder „**Prüferin**“), zum sachverständigen Prüfer über die Angemessenheit der Barabfindung, § 327 c Abs. 2 AktG. bestätigte in ihrem Gutachten vom 16. April 2002 (Anl. B 1-Teil 4) die Angemessenheit der Abfindung i.H.v. EUR 528,00 je Aktie der AML.

14

Die Inhaberaktien der AML wurden an den Wertpapierbörsen Düsseldorf, Berlin, Frankfurt am Main, Hamburg und Stuttgart gehandelt.

15

Primärer Gegenstand der AML war der mittelbare und unmittelbare Betrieb des Lebensversicherungsgeschäfts im In- und Ausland. Sie bot Versicherungsschutz im direkten Geschäft an, insbesondere Einzel- und Gruppenkapitalversicherungen so-

16

wie Risiko- und Rentenversicherungen. Darüber hinaus bot die AML fondsgebundene Lebens- und Rentenversicherungen, Berufsunfähigkeitsversicherungen sowie Unfall- und Berufsunfähigkeitszusatzversicherungen an. In Rückdeckung übernommenes Versicherungsgeschäft (indirektes Geschäft) wurde nicht betrieben.

Der Marktanteil der AML – gemessen anhand der verdienten Bruttobeiträge – lag gemäß des Geschäftsberichts des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungswesen (nachfolgend „**BAV**“) im Jahr 2001 bei ca. 4,5 % und im Jahr 2002 bei ca. 4,6 %. Die AML lag im Jahr 2001 unter 120 Lebensversicherungsunternehmen auf Rang 3 und im Jahr 2002 unter 111 Lebensversicherungsunternehmen auf Rang 2 des deutschen Lebensversicherungsmarktes und war daher als großer Lebensversicherer einzuordnen. 17

Die Gesellschaft erbrachte mit ihrem Personal und ihren Einrichtungen auch Dienstleistungen für Konzerngesellschaften, u. a. in den Bereichen Rechnungswesen, Kapitalanlagen und Vertriebssteuerung. In den Bereichen EDV, Kapitalanlagen und Steuerberatung erhielt sie Dienstleistungen von anderen Konzerngesellschaften. Der Vertrieb erfolgte über 14 Filialdirektionen und 8 Geschäftsstellen. Neben der eigenen Außendienst-Organisation waren auch andere Unternehmen vermittelnd für die AML tätig, u. a. die Deutsche Vermögensberatung Aktiengesellschaft (DVAG) als selbstständige Generalvertreterin. 18

Die Antragssteller und der gemeinsame Vertreter der außenstehenden Aktionäre (nachfolgend „**gemeinsamer Vertreter**“) halten die von der Hauptaktionärin für die Übertragung der AML-Aktien angebotene Barabfindung i.H.v. EUR 528,00 für nicht angemessen. 19

Die Antragsteller wenden zunächst ein, dass sich die Unangemessenheit der angebotenen Barabfindung bereits aus einer Kapitalisierung des im Jahre 2001 festgesetzten Ausgleichs i.H.v. EUR 33,30 je Aktie der AML ergebe. Unter Berücksichtigung der zum Stichtag erzielbaren Rendite von Bundesanleihen i.H.v. 4,87 % ergebe sich daraus ein Barwert i.H.v. EUR 1.023,36 pro AML-Aktie. 20

Unschlüssig sei ferner, dass sich der Unternehmenswert der AML pro Aktie zum Stichtag 10. Dezember 2001 (Gewinnabführungsvertrag ) gegenüber dem Un- 21

ternehmenswert der AML zum Stichtag 24. Juni 2002 (Squeeze Out) nicht verändert haben soll, was vor dem Hintergrund zwischenzeitlich gesunkener langfristiger Zinsen nicht plausibel sei.

Der Unternehmenswert zum Stichtag 24. Juni 2012 liege zudem ca. 25 % unter dem zum Zeitpunkt der Börsenplatzierung der AML angenommenen Unternehmenswert.

22

Zur Unternehmensbewertung der AML beanstanden die Antragsteller zunächst die in der Ausgangsbewertung gewählten Planansätze und Prognoseannahmen als unrealistisch und zu pessimistisch, insbesondere vor dem Hintergrund der für das Jahr 2001 veröffentlichten Unternehmensdaten, mit denen ein hoher Zuwachs im Neugeschäft um 24,9 %, eine Steigerung des Versicherungsbestandes um 13,7 % und ein Anstieg der Versicherungssumme im Neugeschäft um 83,5 % mitgeteilt worden seien. Ferner rügen die Antragsteller, dass die stillen Reserven im Kapitalvermögen nicht in vollem Umfang offen gelegt und in die Ertragsermittlung eingestellt worden seien. Das gelte auch für die Beteiligungsunternehmen. Ferner seien Steuerguthaben nicht erfasst worden.

23

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter rügen ferner, dass die Ausgangsbewertung der nicht zwischen den relevanten Ergebnisquellen differenziere, insbesondere nicht zwischen versicherungstechnischen Ergebnissen und den Kapitalanlageergebnissen.

24

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter beanstanden zudem den für die Unternehmensbewertung herangezogenen Kapitalisierungszinssatz. Sie halten die Kapitalisierungszinssätze von 5,2 % (Detailplanungsphase) und 4,7 % (ewige Rente) für überhöht.

25

Der zugrunde gelegte Basiszinssatz i.H.v. 6,0 % vertrage sich nicht mit der seinerzeitigen Rendite öffentlicher Bundesanleihen i.H.v. 4,93 % (Laufzeit 10 Jahre) und 5,30 % (Laufzeit 30 Jahre).

26

Auch der für die AML berücksichtigte Risikozuschlag i.H.v. 2 % sei unangemessen hoch. Das ergebe sich auch daraus, dass die anlässlich des Verkaufs einer

27

Beteiligung von 45 % an der Central im Jahr 1993 einen Kapitalisierungszinssatz i.H.v. 2,9 % verwendet habe.

Schließlich wird der von der herangezogene Wachstumsabschlag von 0,5 % als unangemessen niedrig kritisiert. Gefordert wird ein Wachstumsabschlag i.H.v. mindestens 1 %. 28

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter beantragen,

die angemessene Barabfindung gemäß § 327 a AktG gerichtlich festzusetzen.

Die Antragsteller zu 4, 5, 20 und 21 betragen zudem,

anzuordnen, dass die gerichtlich festgesetzte angemessene Barabfindung zu verzinsen ist. 29

Die Antragsgegnerinnen beantragen,

die Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerinnen bestreiten zunächst – mit Ausnahme der Antragstellerin zu 2 – die Antragsberechtigung der Antragsteller. 30

Die Antragsgegnerinnen halten die im Übertragungsbericht in Bezug genommene Unternehmensbewertung der für zutreffend, zumindest aber für vertretbar. 31

Die Antragsgegnerinnen nehmen ausführlich zu den Einwänden der übrigen Verfahrensbeteiligten Stellung. Darauf kann Bezug genommen werden. 32

Die Kammer hat auf der Grundlage des Beweisbeschlusses vom 29. September 2003 ein Sachverständigengutachten der

(nachfolgend „Sachverständige“ oder „Gutachter“) eingeholt. Ferner sind durch Beweisbeschlüsse vom 1. Februar 2012 und 15. Juli 2013 ergänzende gutachterliche Stellungnahmen von eingeholt worden. Hinsichtlich der Ergebnisse wird auf das schriftliche Gutachten vom 8. Juni 2011, der 1. ergänzenden Stellungnahme vom 18. Juli 2012 und der 2. ergänzen- 33

den Stellungnahme vom 25. Juli 2014 Bezug genommen.

## B.

### I. Zulässigkeit der Anträge

Die Anträge auf gerichtliche Festsetzung einer höheren Abfindung sind zulässig mit Ausnahme der Anträge zu 11, 18 und 19.

#### 1. Anwendbares Recht

Das Spruchverfahrensgesetz ist auf das vorliegende Altverfahren nicht anwendbar, § 17 Abs. 2 SpruchG. Danach sind für Verfahren, in denen ein Antrag auf gerichtliche Entscheidung vor dem 1. September 2003 gestellt worden ist, weiter die entsprechenden bis zu diesem Tage geltenden Vorschriften des Aktiengesetzes anzuwenden. 34

Nach § 327 f Abs. 1 S. 2 AktG a. F. hat das in § 306 AktG a. F. bestimmte Gericht auf Antrag die angemessene Barabfindung zu bestimmen. Für das Verfahren und die Kosten des Verfahrens gilt § 306 AktG a. F. sinngemäß. 35

#### 2. Fristen

Die Anträge sind rechtzeitig eingegangen. 36

Im Ergebnis kann offen bleiben, ob die Anträge innerhalb der Antragsfrist von 2 Monaten gemäß § 327 f Abs. 2 AktG a. F. rechtzeitig eingegangen sind. Jedenfalls sind die Anträge als Folgeanträge gemäß § 306 Abs. 3 S. 2 AktG a. F. rechtzeitig bei Gericht eingegangen. 37

Gemäß § 327 f Abs. 2 AktG a. F. ist antragsberechtigt jeder ausgeschiedene Minderheitsaktionär. Der Antrag kann nur binnen zwei Monaten nach dem Tage gestellt werden, an dem die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister nach § 10 HGB als bekannt gemacht gilt. Nach § 10 Abs. 1 HGB a. F. hat das Gericht die Eintragungen in das Handelsregister durch den Bundesanzeiger und durch mindestens ein anderes Blatt bekanntzumachen. Mit dem Ablauf des 38

Tages, an welchem das letzte der die Bekanntmachung enthaltenden Blätter erschienen ist, gilt die Bekanntmachung als erfolgt.

Gemäß § 306 Abs. 3 Satz 2 AktG a. F. hat das Landgericht den Antrag auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung in den Gesellschaftsblättern der Gesellschaft, deren außenstehende Aktionäre antragsberechtigt sind, bekannt zu machen. Folgeanträge können noch binnen einer Frist von zwei Monaten nach der durch das Gericht zu veranlassenden Bekanntmachung des Spruchverfahrens in den Gesellschaftsblättern gestellt werden. Auf dieses Recht ist in der Bekanntmachung hinzuweisen.

39

Die Veröffentlichung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister im Bundesanzeiger erfolgte am 7. September 2002. Allerdings haben die Antragsgegnerinnen trotz ihrer Ankündigung nicht mitgeteilt, wann die Bekanntmachung in einem anderen Blatt erfolgt war.

40

Die weitere Aufklärung dieses Punktes durch das Gericht ist entbehrlich, da die Anträge auf jeden Fall als Folgeanträge zulässig sind. Das streitgegenständliche Spruchverfahren ist im Print-Bundesanzeiger am 9. November 2002 veröffentlicht worden. Nach der Satzung der AML a. F. hatten Veröffentlichungen in den Gesellschaftsblättern ausschließlich im Bundesanzeiger zu erfolgen. Die Veröffentlichung im Print-Bundesanzeiger entsprach der damaligen Gesetzeslage, da Veröffentlichungen nach dem Aktiengesetz erst ab dem 01. Januar 2003 im elektronischen Bundesanzeiger zu veröffentlichen waren, § 25 S. 1 AktG (Transparenz- und Publizitätsgesetz vom 19. Juli 2002, in Kraft seit dem 1. Januar 2003, vergleiche Hüffer, Aktiengesetz, 6. Auflage, § 25 Rz. 3). Die Frist für Folgeanträge lief folglich 2 Monate später am 9. Januar 2003 ab.

41

Die Anträge sämtlicher Antragsteller sind spätestens bis zum 9. Januar 2003 bei Gericht eingegangen.

42

### **3. Ordnungsgemäße Antragsstellung**

Bis auf den Antrag des Antragstellers zu 11 genügen die Anträge der Antragsteller den Anforderungen gemäß den §§ 327 f, 306 AktG a. F.

43

Teilweise kann den Anträgen aber nicht entnommen werden, gegen wen sich der Antrag richtet. Andere Anträge richten sich entweder gegen die AML oder Wieder andere Anträge richten sich gegen beide. Vereinzelt sind die Anträge auch nicht begründet worden. 44

Bei der Überprüfung der Barabfindung im Rahmen eines Squeeze-Outs ist auch in den sogenannten „Altfällen“ allein der Mehrheitsaktionär richtiger Antragsgegner (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 04. Juli 2012 – I-26 W 11/11 (AktE), juris Rz. 30 ff.). 45

Die Anträge der Antragsteller zu 2 und 5 richten sich gegen als Hauptaktionärin der AML und sind daher zulässig. 46

Die Anträge der Antragsteller zu 3, 4, 6, 8, 9, 10, 12, 13, 14, 15, 17, 18, 19, 20, 21 sind ebenfalls zulässig, obwohl sie sich sowohl gegen die AML als auch richten. Der Antragsteller zu 3 hat seinen zunächst gegen die AML gerichteten Antrag mit Schriftsatz vom 10. April 2003 auf die erweitert. Auch die Antragstellerin zu 4 hat ihren zunächst gegen die AML gerichteten Antrag mit Schriftsatz vom 17. Februar 2003 auf die ausgedehnt. In Übergangsfällen, in denen wie hier ein Spruchverfahren vor Inkrafttreten des Spruchverfahrensgesetzes eingeleitet worden ist, können als Antragsgegnerinnen ggfs. beide an der Strukturmaßnahme beteiligten Unternehmen in Betracht kommen (vgl. OLG Düsseldorf, Vorlagebeschluss vom 28. August 2014 – I-26 W 9/12 (AktE), juris Rz. 58; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 29. September 2010, I-26 W 4/09 (AktE), juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 10. Juni 2009, I-26 W 1/07 (AktE), AG 2009, 907). 47

Die Antragsteller zu 1, 7 und 16 haben in ihren Anträgen keinerlei Angaben zur Antragsgegnerin gemacht, sondern lediglich geschildert, dass sie Aktionäre der AML gewesen seien und in der Hauptversammlung der AML am 24. Juni 2002 die Übertragung der Minderheitsaktien auf beschlossen worden sei. Ferner ist der Antrag des Antragstellers zu 7 als Antrag gemäß §§ 306 ff. AktG bezeichnet worden. Die Antragsteller zu 1, 7 und 16 haben auf Nachfrage der Kammer klargestellt, dass sich ihre Anträge gemäß den §§ 327 a ff. AktG gegen richten. 48

Der Antragsteller zu 11 hat seinen Antrag gegen die AML gerichtet und darüber hinaus fälschlicherweise beantragt, die Barabfindung für die Übertragung der AML-Aktien auf zu erhöhen. 49

#### 4. Antragsberechtigung

Bis auf die Antragsteller zu 11, 18 und 19 haben alle Antragsteller ihre Antragsberechtigung nachgewiesen. 50

Antragsberechtigt sind gemäß § 327 f AktG a. F. alle ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre. Die Antragsteller haben ihre Antragsberechtigung, soweit erforderlich, durch Vorlage entsprechender Belege nachgewiesen. Nach altem Recht war ein urkundlicher Nachweis der Antragsberechtigung innerhalb der Antragsfrist nicht erforderlich (OLG Frankfurt, Beschluss vom 11. Oktober 2005 – 20 W 149/04, juris Rz. 18). Die Kammer hat insoweit auch nicht unterzeichnete Bankbestätigungen zum Aktienbestand akzeptiert, soweit diese eine Abrechnung unmittelbar nach der Übertragung der Aktien zum 2. August 2002 bestätigen. Auch die Antragsgegnerinnen haben insoweit keine Bedenken geäußert, sondern im Gegenteil eine entsprechende Abrechnung der Antragstellerin zu 2 akzeptiert. Die Antragsberechtigung der übrigen Antragsteller haben die Antragsgegnerinnen allerdings bestritten. Die Kammer hat in den Verhandlungsterminen im Jahr 2003 jeweils Nachweise angefordert. Diese sind auch weitgehend vorgelegt worden. Im Einzelnen: 51

Die Antragsteller zu 3-6, 8-10, 12-17 und 20-21 haben nach dieser Maßgabe ihre Antragsberechtigung nachgewiesen. Der Antragsteller zu 7 hat zwar trotz Aufforderung keinen Nachweis vorgelegt. Das war allerdings entbehrlich, da die Antragsgegnerinnen seiner Behauptung, mit 50 Aktien im Aktienbuch der AML eingetragen gewesen zu sein, nicht ausdrücklich entgegengetreten sind, obwohl ihnen eine Prüfung dieser Behauptung ohne Weiteres möglich gewesen wäre. 52

Der Antragsteller zu 1 hat seine Antragsberechtigung auf Nachfrage des Gerichts inzwischen ebenfalls durch Vorlage ausreichender Bankbescheinigungen nachgewiesen. 53

Die Antragsteller zu 11, 18-19 sind der bereits im Jahr 2003 erfolgten Aufforderung 54

des Gerichts, einen Nachweis vorzulegen, nicht nachgekommen. Eine weitere Aufforderung seitens des Gerichts ist nicht erforderlich.

## II. Begründetheit

Die zulässigen Anträge der Antragsteller auf gerichtliche Festsetzung einer höheren Barabfindung gemäß § 327 f AktG sind sachlich begründet. 55

Die angemessene Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin gemäß § 327 a AktG ist zum Stichtag 24. Juni 2002 auf EUR 681,27 pro AML-Aktie anstelle der angebotenen und durch die Hauptversammlung der AML beschlossenen Abfindung i.H.v. EUR 528,00 festzusetzen. 56

Die erhöhte Barabfindung folgt aus dem vorgelegten Gutachten der Sachverständigen. Sie haben für die AML einen Unternehmenswert i.H.v. EUR 1.726.607.000,00 ermittelt. Für die 2.534.400 Aktien der AML folgt daraus eine Abfindung i.H.v. EUR 681,27 pro Aktie. Dem steht der von der ermittelte Unternehmenswert der AML i.H.v. EUR 1.317.800.000,00 gegenüber, woraus sich die angebotene und beschlossene Barabfindung i.H.v. EUR 528,00 pro Aktie ergab. 57

Für den maßgeblichen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Maßnahme (vgl. dazu BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 - II ZB 18/09, BGHZ 186, 229-242 „Stollwerck“) hat einen gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs pro AML-Aktie i.H.v. EUR 543,83 festgestellt. Da der von den Gutachtern ermittelte Unternehmenswert je Aktie der AML i.H.v. EUR 681,27 deutlich über dem durchschnittlichen bereinigten Börsenkurs i.H.v. EUR 543,83 liegt, ist der Börsenkurs als Untergrenze der Barabfindung nicht abfindungsrelevant. 58

### 1. Bewertungsziel

Gemäß § 327 a AktG haben die ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre Anspruch auf eine angemessene Barabfindung. Dazu ist nach ständiger Rechtsprechung der wahre Wert des Unternehmens, an dem die Aktionäre beteiligt waren, zu ermitteln (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 13. März 2008 – I-26 W 8/07 AktE, juris Rz. 14). Der Börsenkurs der Aktie als Durchschnittskurs der letzten drei Monate vor der Be- 59

kanntmachung des Squeeze Outs bildet die Untergrenze der angemessenen Abfindung (vgl. dazu BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 - II ZB 18/09, BGHZ 186, 229-242 „Stollwerck“).

Der wahre Wert des lebenden Unternehmens als wirtschaftliche Einheit kommt in seinem Verkehrswert zum Ausdruck. Fraglich ist, ob in Anbetracht der in der Betriebswirtschaftslehre vertretenen These ausschließlich subjektiver Unternehmenswerte eine Verkehrswertermittlung von Unternehmen überhaupt möglich ist oder ob der auch in dem vorliegenden Fall angewendete Bewertungsstandard IDW S 1 (objektivierter Unternehmenswert) den Verkehrswert des Unternehmens abbildet, was die Kammer bezweifelt. Dennoch ist davon abgesehen worden, den von auf der Grundlage des Bewertungsstandards IDW S 1 ermittelten Unternehmenswert zusätzlich daraufhin untersuchen zu lassen, ob er als marktgerechter Preis gelten könnte, der bei einer Veräußerung des Unternehmens als Einheit erzielt werden könnte (vgl. dazu Hüttemann, in: Hüttemann/Fleischer (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung 2015, § 1 Rz 36 m.w.N.). Entsprechende Prüfungen sind in anderen bei der Kammer anhängigen vergleichbaren Spruchverfahren jüngeren Datums unter Bezugnahme auf die DVFA-Grundsätze (DVFA Arbeitskreis „Corporate Transactions and Valuation“: Best Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung, Okt. 2011, abrufbar unter: [http://www.dvfa.de/files/die\\_dvfa/kommissionen/valuation/application/pdf/dvfa\\_best\\_practice\\_empfehlungen\\_unternehmensbewertungen.pdf](http://www.dvfa.de/files/die_dvfa/kommissionen/valuation/application/pdf/dvfa_best_practice_empfehlungen_unternehmensbewertungen.pdf)) angeordnet worden. Vorliegend war jedoch die zu erwartende höhere Schätzgenauigkeit durch weitere Aufklärung des Sachverhalts – ergänzende Beauftragung der Gutachter – gegen die Gewährleistung eines effektiven Rechtsschutzes der Minderheitsaktionäre in Spruchverfahren abzuwägen (OLG Frankfurt, Beschluss vom 28. März 2014 - 21 W 15/11, juris Rz. 39 m.w.N.). Für dieses Spruchverfahren verbietet sich aus der Sicht der Kammer eine weitere Verzögerung der verfahrensabschließenden Entscheidung in dem bereits seit 13 Jahren anhängigen Verfahren. Insoweit ist auch zu berücksichtigen, dass die Bewertung des Unternehmens auf der Grundlage des IDW S 1 uneingeschränkt von der obergerichtlichen Rechtsprechung gebilligt wird. Danach sind die Bewertungsstandards sowie die sonstigen Verlautbarungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des Instituts der Wirtschaftsprüfer

(IDW) anerkannte Expertenauffassungen und als Erkenntnisquellen für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der Ermittlung von Unternehmenswerten heranzuziehen (vgl. OLG Düsseldorf, Vorlagebeschluss vom 28. August 2014 – I-26 W 9/12 (AktE), juris Rz. 61; OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013, 20 W 6/10, juris Rz. 144 m.w.N., AG 2013, 724; OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. November 2013, 20 W 4/12, juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19. Januar 2011, 20 W 2/07, juris Rz. 26, AG 2011, 420; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, juris Rz. 273, 304, 380, ZIP 2012, 133).

## 2. Bewertungsgutachten

hat ein mehrbändiges Gutachten zu den Unternehmens- und Börsenwerten der AML vorgelegt. Das gesamte Gutachten besteht aus einem Hauptgutachten sowie insgesamt 8 Anlagenbänden. In dem Hauptgutachten werden grundsätzliche Fragen behandelt, die auch für das Spruchverfahren

(nachfolgend ) (LG Köln, ) von Bedeutung sind.

Der Anlagenband Nr. 1 betrifft das Gutachten zum Unternehmenswert der AML.

Die Bände 2-8 betreffen die Gutachten zu den Unternehmenswerten der

61

(Gutachten Nr. 2), der

(Gutachten Nr. 3,

nachfolgend

), der

(Gutachten

Nr. 4, nachfolgend

"), der

(Gutachten Nr. 5), der

(Gutachten Nr. 6, nachfolgend

), der

(Gutachten Nr. 7, nachfolgend

") und der (Gutachten Nr. 8).

Die Kammer folgt dem vorgelegten Bewertungsgutachten der Sachverständigen in vollem Umfang. Das Gutachten ist in jeder Hinsicht überzeugend. Die von den Antragstellern und dem gemeinsamen Vertreter vorgebrachten Einwendungen gegen die Ausgangsbewertung der Vorgutachter werden umfassend berücksichtigt. Soweit die Einwendungen berechtigt sind, sind sie in vertretbarer Weise in die Neubewertung der Sachverständigen eingeflossen, im Übrigen sind sie mit beizupflichtender Begründung zurückgewiesen worden. Die erheblichen Vorbehalte der Antragsgegnerinnen gegen das Bewertungsgutachten von sind im Rahmen der Ergänzungsgutachten ausführlich erörtert und im Ergebnis für nicht durchschlagend

62

erachtet worden. Auch das überzeugt die Kammer.

### 3. Methodik

Die methodische Vorgehensweise der Sachverständigen zur Ermittlung des Unternehmenswertes und des Börsenkurses der AML entspricht den von der Rechtsprechung formulierten rechtlichen Anforderungen und betriebswirtschaftlichen Erkenntnissen.

63

Für die Unternehmensbewertung haben die Sachverständigen die Ertragswertmethode herangezogen, wonach sich der Wert eines Unternehmens allein aus dem zukünftigen finanziellen Nutzen für die Inhaber des Unternehmens richtet. Das nicht zur Erzielung finanzieller Überschüsse vorhandene Unternehmensvermögen (neutrales Vermögen) ist gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzurechnen. In der Rechtsprechung hat sich die Unternehmensbewertung nach IDW S 1 (aktuelle Fassung 2008) fest etabliert (vgl. OLG Düsseldorf, Vorlagebeschluss vom 28. August 2014 – I-26 W 9/12 (AktE), juris Rz. 60 ff.). Danach wird ein so genannter objektivierter Unternehmenswert ermittelt, der die dem Unternehmen innewohnende Ertragskraft ohne Berücksichtigung subjektiver Werteinschätzungen der beteiligten Gesellschafter oder Dritter ermittelt (IDW S 1). Die Gutachter haben den zum Bewertungsstichtag gültigen IDW S 1 vom 18. Juli 2000 angewendet. Für die Bestimmung des Basiszinssatzes haben sie davon abweichend auch den Bewertungsstandard IDW S 1 2005 angewendet. Rechtliches Bewertungsziel ist aber unabhängig davon der Verkehrswert des Unternehmens.

64

ist bei der Ermittlung des Unternehmenswertes auf der Grundlage des Ertragswertes in üblicher und von der Rechtsprechung gebilligter Weise vorgegangen. Die Ertragsersparungen für die AML sind unter Berücksichtigung der Vergangenheitsergebnisse geschätzt worden. Dabei wurde die Planung für die AML zugrunde gelegt mit kleineren Korrekturen durch soweit die Planung nicht plausibel war. Es wurde zunächst ein Detail-Planungszeitraum von 2002-2009 (Phase 1) zugrunde gelegt. Ab dem Jahr 2010 ff. ist eine ewige Rente (Phase 2) veranschlagt worden. Das Wachstum der AML ist in der Phase 1 konkret geschätzt worden und in die Ertragsersparungen eingeflossen. Für die Phase 2 ist ein Wachstum

65

durch einen Wachstumsabschlag auf den Kapitalisierungszinssatz i.H.v. 1 % in die Ertragsberechnung eingeflossen.

Die geschätzten Zukunftserträge sind auf einem Barwert zum Stichtag diskontiert worden. Der Kapitalisierungszinssatz reflektiert die beste Alternativanlage aus einer risikoäquivalenten Investition. Die Kapitalisierungszinssätze für die Erträge der AML sind dabei entsprechend der Vorgehensweise der Vorgutachter pauschal geschätzt worden. Für die Phase 1 ist ein Kapitalisierungszinssatz i.H.v. 4,7125 % veranschlagt worden. Für die Phase 2 beträgt der Kapitalisierungszinssatz 3,7125 %. Zur Plausibilisierung sind die Kapitalisierungszinssätze auch nach CAPM bzw. TAX-CAPM berechnet und bestätigt worden.

66

Der Substanzwert des Unternehmens im Sinne seines Wiederbeschaffungswerts hat nach heutiger ökonomischer und juristischer Erkenntnis keine Relevanz mehr für den juristisch geprägten Unternehmenswert. Anerkannte Ausnahmen, etwa überdurchschnittlich hohes Betriebsvermögen (Grundstücke), die zu einer Bewertung der Substanzwerte veranlassen könnten, liegen hier ersichtlich nicht vor.

67

Der Liquidationswert des Unternehmens als Summe der Einzelerschlagungswerte ist zwar grundsätzlich relevant, da ein höherer Liquidationswert ggf. den Verkehrswert des Unternehmens widerspiegeln würde. Allerdings kommt der Liquidationswert als mögliche Untergrenze der Bewertung vorliegend nicht in Betracht, da der Liquidationswert nach der Einschätzung der Sachverständigen schon bei überschlägiger Betrachtung erheblich niedriger lag als der Ertragswert der AML als fortgeführte Einheit.

68

Der Börsenkurs der AML-Aktie wurde als Untergrenze der Abfindung beachtet. Zutreffend haben die Sachverständigen nach der Vorgabe des Beweisbeschlusses die Grundsätze der BGH-Rechtsprechung (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18 09 – „Stollwerck“, juris) berücksichtigt, wonach der Börsenkurs aus einem Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der streitrelevanten Maßnahme zu ermitteln ist.

69

Ferner haben die Sachverständigen bei der Unternehmensbewertung der AML die Besonderheiten im Lebensversicherungsgeschäft berücksichtigt. Bei Lebens- und

70

Krankenversicherungsunternehmen sind bei der Ermittlung des Ertragswertes die Struktur des Versicherungsbestandes und des Kapitalanlagenportfolios von besonderer Bedeutung. Diese Bereiche sind durch die angefallenen Spar- und Entsparprozesse geprägt, die bilanziell in der Deckungsrückstellung abgebildet werden. Den mittels Kapitalanlagen erzielten Erträgen kommt besondere Bedeutung zu. Ein weiterer wichtiger Aspekt ist die in aufsichtsrechtlichen Vorschriften geregelte Beitragsrückerstattung an die Versicherungsnehmer. In der Praxis wurden zum Stichtag 95 % bis 98 % des Rohüberschusses an die Versicherungsnehmer zurückerstattet. Der Rohüberschuss umfasst u. a. auch die realisierten bzw. durch Zuschreibung aufgelösten stillen Reserven in den Kapitalanlagen. Damit geht der weitaus größte Teil des Überschusses an die Versicherungsnehmer und nicht an die Aktionäre der Gesellschaft. Die Prognose des Zukunftserfolgswertes eines Lebensversicherers wird wesentlich von der Entwicklung des Lebensversicherungsbestandes und der Entwicklung der Kapitalanlagen bestimmt. Aufgrund der Besonderheiten des Lebensversicherungsgeschäfts und des damit verbundenen geringeren Unternehmensrisikos fällt der Risikozuschlag für das allgemeine Unternehmensrisiko in der Regel geringer aus als in anderen Versicherungssparten oder Branchen.

#### **4. Einwände gegen das Gutachten**

Sowohl diverse Antragsteller, der gemeinsame Vertreter als auch die Antragsgegnerinnen haben die gutachterlichen Feststellungen von in zahlreichen Punkten angegriffen. Insbesondere die Antragsgegnerinnen wenden sich gegen das Gutachten von Sie beanstanden insbesondere die Prognose des Kapitalanlagenergebnisses sowie die Schätzung der Kapitalisierungszinssätze. Die Gutachter 71 haben dazu in ihren ergänzenden Stellungnahmen vom 18. Juli 2012 und vom 20. Juli 2014 Stellung bezogen. Die Einwendungen der Verfahrensbeteiligten und die Entgegnungen der Sachverständigen werden nachfolgend im sachlichen Zusammenhang mit der Unternehmensbewertung der AML erörtert.

Die Antragsgegnerin wenden insbesondere ein, dass die Heraufsetzung der Kapitalanlagenergebnisse sowie die Herabsetzung der Risikozuschläge nicht vertretbar 72 seien angesichts der gesamtwirtschaftlichen Situation zum Stichtag 14. Juni 2002.

Die Umstände seien geprägt gewesen durch die Anschläge vom 11. September 2001, die erheblichen Unsicherheiten an den Finanzmärkten und die schwerste Krise der Deutschen Versicherungswirtschaft, von der sie sich bis heute nicht erholt habe.

Rechtlicher Ausgangspunkt der Bewertung müsse die Frage sein, ob die zugrunde liegende Abfindung unangemessen sei. Daraus folge, dass jedenfalls eine vertretbare Abfindung nicht zu korrigieren sei. 73

Die von kalkulierten Kapitalanlagenergebnisse seien unrealistisch. Die stillen Reserven der Versicherer seien seit dem Jahr 2001 massiv und in kurzer Zeit abgeschmolzen worden. Einige Versicherungen seien insolvenzgefährdet gewesen und hätten gerettet werden müssen. Deswegen habe die Aktienquote in den Kapitalanlagen der AML zurückgefahren werden müssen mit der Folge, dass die AML an späteren Erholungen der Aktienkurse nur wenig teilgenommen habe. Bei der Planung ab dem Jahr 2002 sei das noch nicht vorhersehbar gewesen. habe 74  
im Durchschnitt der Jahre 2002-2010 viermal höhere stille Reserven veranschlagt als tatsächlich erzielt worden seien. Bezüglich der Kapitalanlagenergebnisse seien von zweimal höhere Werte als die tatsächlich erzielten Ergebnisse unterstellt worden. Ferner seien die stillen Reserven methodisch fehlerhaft ermittelt worden, da jährliche Wertzuwächse als realisierte Gewinne ausgewiesen seien. Dann sei aber die Annahme steigender stiller Reserven falsch.

Der Kapitalisierungszinssatz sei methodisch inkonsistent ermittelt worden. Zwar sei die Schätzung des Basiszinssatzes nach dem neuen Standard IDW S1 (2005) akzeptabel. Dann müsse aber auch der Kapitalisierungszins insgesamt nach diesem Standard ermittelt werden, da ansonsten die Schlüssigkeit der Bewertung infrage stehe. Der von geschätzte Risikozuschlag habe nicht die schwierige Situation ab dem Jahr 2001 berücksichtigt. Tatsächlich seien die Betafaktoren angestiegen 75  
auf einen Wert von ca. 1,0. Die habe das gesteigerte Risiko zu Recht mit einem allgemeinen Risikozins von 1,5 % und einem erhöhten Risikozins von 0,5 % bewertet. Diese Zuschläge würden auch bei der sachgerechten Anwendung des TAX-CAPM gemäß IDW S1 (2005) und Branchen-Betas erzielt. Das liege auch auf einer Linie mit den von für das Jahr 1999 pauschal ermittelten allgemeinen

Risikozuschlägen für Lebensversicherer von 1,5 %. Bei der Auswertung historischer Betas seien sogar höhere Risikozuschläge in einer Größenordnung von 3,90 % bis 5,00 % begründbar.

Das von für die AML unterstellte nachhaltige Gewinnwachstum von 1,00 % anstelle des von geschätzten Gewinnwachstums von 0,5 % sei unrealistisch. Bereits ein Wachstumsabschlag von 0,5 % sei äußerst großzügig bemessen. Dabei sei zu berücksichtigen, dass in den wesentlichen Ertragskomponenten – Kapitalanlagen – bereits Zuschläge in Höhe der Geldentwertungsrate enthalten seien. Ferner seien substanzerhaltende Aufwendungen oder Ausgaben bei Versicherungen nur im geringen Umfang nötig. Versicherungsunternehmen würden zudem nur das nominale Eigenkapital aufrechterhalten. Die darüber hinausgehenden Überschüsse würden für Bewertungszwecke unmittelbar ausgeschüttet. Inflationsbedingtes Wachstum könne daher nicht unterstellt werden. Bei einem Wachstumsabschlag von 2 % würde die Eigenkapitalrendite bei einem langen Betrachtungszeitraum von 500 Jahren auf fast 200.000 % im letzten Jahr ansteigen, auch wenn die Steigerung durch den gegenläufigen Diskontierungseffekt relativiert werde. Wachstum sei lediglich mit Thesaurierungen zu generieren, die vorliegend bei der Anwendung des IDW S 1 (2000) aber nicht unterstellt worden seien. Im Gegenteil seien seit dem Jahr 2001 wesentlich höhere Eigenkapitalquoten für die Generierung des Neugeschäfts erforderlich geworden. Das Gewinnwachstum der AML sei in der Vergangenheit durch überdurchschnittliche Wachstumsthesaurierung erkauf worden. Das von unterstellte Wachstum der AML lasse sich schließlich auch nicht annähernd mit den Ist-Ergebnissen der Jahre 2002-2010 in Einklang bringen.

76

Schließlich beanstanden die Antragsgegnerinnen den Abzug der persönlichen Ertragsteuern von dem Risikozuschlag. Zur Abbildung des seit dem Jahr 2001 gültigen Halbeinkünfteverfahrens sei nach zutreffender Auffassung in Rechtsprechung und Literatur die Anwendung des IDW S 1 (2005) geboten. Danach sei die Ertragsteuer nicht vom Risikozuschlag abzuziehen, sondern lediglich vom Basiszins.

77

Die Gutachter haben in ihren ergänzenden Stellungnahmen vom 18. Juli 2012 und vom 25. Juli 2014 zu den Einwänden der Verfahrensbeteiligten Stellung bezogen. Die Ausführungen der Sachverständigen werden nachfolgend im sachlichen Zu-

78

sammenhang mit der Unternehmensbewertung der AML erörtert.

## 5. Unternehmensbewertung AML

Die Sachverständigen haben für den Bewertungsstichtag 24. Juni 2002 einen Unternehmenswert i.H.v. EUR 1.726.607.000,00 ermittelt und ausführlich erläutert. Sie haben sich dabei ausführlich mit den Einwänden der Verfahrensbeteiligten auseinandergesetzt und diese im Ergebnis für nicht begründet erachtet. Dem ist beizupflichten. 79

### a. Grundlagen der Unternehmensbewertung

Ist der Vorgehensweise der Vorgutachter gefolgt, den Unternehmenswert zum 31. Dezember 2001 zu schätzen. Es handelt sich dabei um einen technischen Bewertungsstichtag. Der zum 31. Dezember 2001 berechnete Unternehmenswert ist auf den 25. Juni 2002 aufgezinst worden. Der 25. Juni 2002 ist der maßgebliche Bewertungsstichtag für die Berechnung des Unternehmenswerts der Durch Hauptversammlungsbeschluss der vom 25. Juni 2002 wurde ebenfalls ein Squeeze Out beschlossen. Dazu ist ein gesondertes Spruchverfahren vor der erkennenden Kammer anhängig (LG Köln, 82 O 99/03). Aus Vereinfachungsgründen haben sowohl die Vorgutachter als auch die Sachverständigen für die AML den späteren Bewertungsstichtag 25. Juni 2002 gewählt. Diese Vorgehensweise führt zu keinen beachtlichen Verzerrungen des Unternehmenswerts und ist daher nicht zu beanstanden. 80

Bei der Unternehmensbewertung sind die Planungsrechnungen der Gesellschaft über die erwartete Unternehmensentwicklung für die Geschäftsjahre 2002-2006 zugrundegelegt worden. Auf dieser Grundlage haben die Sachverständigen eine weitere Prognose für die Planjahre 2007-2010 ff. erstellt; die mittelfristige Planung der Gesellschaft ist unter Berücksichtigung des -Gutachtens fortgeschrieben worden. Zur Abschätzung der Planungsrechnungen sind die Gewinn- und Verlustrechnungen der Vergangenheit für die Geschäftsjahre 1997-2001 aufbereitet, um außerordentliche Aufwendungen und Erträge bereinigt und mit den entsprechenden Planansätzen verglichen worden. Soweit es geboten war, haben die Gutachter Unplausibilitäten korrigiert. Dagegen wird nichts eingewendet. 81

Für die wichtigen Beteiligungen der AML sind separate Ertragsbewertungen nach den für die Bewertung der AML angewendeten Grundsätzen vorgenommen worden (Gutachtenbände Nr. 1-8). Dabei sind die Erträge der gesondert bewerteten Beteiligungsunternehmen der AML wegen der rechentechnischen Wechselwirkungen im Zusammenhang mit der Zuführung der Rückstellung für Beitragsrückerstattung (nachfolgend „**RfB**“) nicht im Anhängerverfahren hinzugerechnet worden, sondern sie sind mit dem ermittelten Diskontierungszinssatz in eine ewige Rente transferiert und den Beteiligungserträgen der AML im Rahmen der Unternehmensbewertung hinzugerechnet worden. 82

Die übrigen direkten und indirekten Beteiligungsgesellschaften der AML sind nicht gesondert bewertet worden. Die diversen Beteiligungen sind in vereinfachten Unternehmensbewertungsverfahren nach Maßgabe des Eigenkapitals bzw. des Marktwertes oder des investierten Kapitals bewertet worden. Aus diesen verbundenen Unternehmen und Beteiligungsunternehmen sind die Zinsen und Dividenden als Erträge aus Kapitalanlagen im Rahmen der Bewertung der AML berücksichtigt worden. Einzelheiten dazu ergeben sich aus der Anl. 12 zum Anlagenband Nr. 1. 83

Synergie-Effekte aus Umstrukturierungsmaßnahmen, die zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet waren (z.B. Maßnahmen der Kostensenkung und Effizienzsteigerungen) sind in den planungsrechtlichen Annahmen der AML und der gesondert bewerteten Gruppen-Unternehmen berücksichtigt worden. Ansonsten sind so genannte unechte Verbundvorteile wertsteigernd berücksichtigt worden. Auch so genannte echte Verbundvorteile sind entgegen der herrschenden Meinung berücksichtigt worden, soweit sie sich problemlos mit einer Vielzahl von potentiellen Kooperationspartnern verwirklichen ließen. Das hält die Kammer für zutreffend, da diese Aspekte auch für den Verkehrswert des Unternehmens, wie er sich aus der Sicht markttypischer Investoren ergibt, bewertungsrelevant sind. Die durch die Strukturmaßnahme (Squeeze Out) veranlassten Verbundvorteile sind in Übereinstimmung der obergerichtlichen Rechtsprechung aus der Betrachtung ausgeschlossen worden. Für die Schätzung des Verkehrswerts des Unternehmens haben sie keine Bedeutung, soweit die Effekte der Strukturmaßnahme nicht von markttypischen Erwerbern erzielt werden könnten. 84

Die Sachverständigen haben die geschätzten Erträge der Detailplanungsphase (2002-2009) unter Verwendung eines Kapitalisierungszinssatzes von 4,7125 % diskontiert. Für die ewige Rente (2010 ff.) ist ein Diskontierungszinssatz i.H.v. 3,7125 % verwendet worden. Die Differenz zwischen den vorgenannten Kapitalisierungszinssätzen ergibt sich aus dem Wachstumsabschlag von 1 %, der sich lediglich auf die ewige Rente auswirkt. Damit wird inflations-, struktur- und mengenbedingtes Wachstum in der ewigen Rente abgebildet. Die Kapitalisierungszinssätze sind auf der Grundlage eines Basiszinssatzes von 5,75 %, eines Risikozuschlages von 1,5 % und umgerechneter persönlicher Ertragssteuer von -2,5375 % (35 %) ermittelt worden. Für die gesondert bewerteten Beteiligungen der AML haben sich ggf. abweichende Kapitalisierungszinssätze ergeben. 85

Die Gutachter haben es abgelehnt, den Risikozuschlag für die AML ausschließlich auf der Grundlage des TAX-CAPM zu ermitteln. Ebenso wie Börsenkurse könnten auch beobachtbare Risikozuschläge nicht unbesehen übernommen werden. Beta-Faktoren für die Versicherungswirtschaft seien in Fachkreisen umstritten, da es nur eine relativ geringe Anzahl börsennotierter Versicherungsgesellschaften gebe. Ferner sei die Auswahl von Peer-Group-Unternehmen schwierig. Schließlich sei auch die Güte der statistischen Regression aufgrund geringer Streubesitzquoten fraglich. 86

Aus diesem Grund hatten bereits die Vorgutachter Risikozuschläge für die AML und ihre Beteiligungsunternehmen im Wege der pauschalen Schätzung angesetzt. Der allgemeine Risikozuschlag wurde von ihnen auf 1,5 % geschätzt. Dieser wurde durch einen besonderen Zuschlag um 0,5 % erhöht auf insgesamt 2 % mit der Begründung, dass besondere Prognoserisiken zum Bewertungszeitpunkt aufgrund der seinerzeitigen Situation an den Kapitalmärkten und den nicht absehbaren Wirkungen des Steuersenkungsgesetzes bestünden. 87

hat den von den Vorgutachtern geschätzten allgemeinen Risikozuschlag i.H.v. 1,5 % um 0,5 % auf 1 % verringert und dies mit dem gegenüber Schadens- und Unfallversicherungsunternehmen geringeren Risiko begründet. Der besondere Zuschlag i.H.v. 0,5 % ist hingegen übernommen worden. Dabei ist zwar abgelehnt worden, das Prognoserisiko bezüglich der Entwicklung der Kapitalmärkte mit einem 88

zusätzlichen Zuschlag abzubilden. Allerdings ist eine aus der Sicht des Bewertungsstichtags zu erwartende Änderung des geltenden Steuerrechts, tatsächlich verwirklicht durch das Steuervergünstigungsabbaugesetz vom 22. Dezember 2003, durch das die Steuerbefreiung für Dividendenerträge und Veräußerungsgewinne von Lebens- und Krankenversicherungsunternehmen durch den neuen § 8 b Abs. 8 KStG abgeschafft wurde, durch als erhöhtes Risiko anerkannt worden.

Zur Ermittlung des Barwerts der Zukunftserträge zum Bewertungsstichtag 25. Juni 2002 ist ergänzend ein risikoadäquater Kapitalisierungszinssatz auf der Grundlage des Tax-CAPM geschätzt worden. Es handelt sich dabei um die Verzinsung der bestmöglichen Alternativanlage. Entsprechend der gängigen Vorgehensweise ist der Kapitalisierungszinssatz in die Komponenten Basiszinssatz, Marktrisikoprämie und spezifischer Risikozuschlag zerlegt worden, wobei sich der spezifische Risikozuschlag aus dem Produkt der Marktrisikoprämie und des Betafaktors ergibt.

89

Zur Bestimmung des Basiszinssatzes ist auf eine öffentliche Anleihe mit fester Laufzeit von 10 oder mehr Jahren zurückgegriffen worden. Um diese Anleihe mit der unbeschränkten Lebensdauer des Unternehmens vergleichen zu können, ist die Wiederanlage der Anleihe unter Berücksichtigung der Zinsentwicklung der Vergangenheit unterstellt worden. Entsprechend den Empfehlungen gemäß IDW S 1 (2005) ist eine marktorientierte Ableitung des Basiszinssatzes auf der Grundlage der so genannten Svensson-Methode und der veröffentlichten Bundesbankdaten vorgenommen worden. Für den Zeitraum vom 24. März bis zum 24. Juni 2002 hat sich für Restlaufzeiten von 1-249 Jahren ein gerundeter Basiszinssatz von 5,75 % ergeben.

90

Die Verwendung von Zinsstrukturkurven auf der Grundlage des IDW S 1 (2005) ist rechtlich unproblematisch, wie die Kammer und auch das Oberlandesgericht Düsseldorf bereits in früheren Beschlüssen ausgeführt haben (vgl. ausführlich OLG Düsseldorf, Vorlagebeschluss vom 28. August 2014 – I-26 W 9/12 (AktE), juris Rz. 130 m.w.N.). Es handelt sich insoweit um bessere Erkenntnisse bzw. Schätzungsverfahren der Bewertungspraxis. Ein Rückwirkungs- oder Vertrauensschutzproblem besteht insoweit nicht.

91

haben auf der Basis der Untersuchungen von Stehle (Renditevergleich von Aktien und festverzinslichen Wertpapieren auf der Basis des DAX und des REXP, Humboldt-Universität zu Berlin, 2006) und den Empfehlungen des IDW eine Markt-  
risikoprämie in der Vergangenheit nach persönlicher Steuerbelastung von 6,66 %  
(arithmetisches Mittel, C-DAX) für den deutschen Markt verwendet, gemindert um  
einen Abschlag von 1,5 % im Hinblick auf Zukunftserwartungen.

92

Der Risikozuschlag, der die Differenzrendite zwischen risikolosen Anlagen und der  
spezifischen Unternehmensbeteiligung widerspiegelt, ist anhand der verwendeten  
Markt-  
risikoprämie und dem systematischen Risiko des betreffenden Unterneh-  
mens, ausgedrückt durch den Betafaktor, hergeleitet worden. Entsprechend TAX-  
CAPM sind dabei auch die Ertragsteuern auf Anteilseignerebene berücksichtigt  
worden, da sie ebenfalls bei der Berechnung der Nettoausschüttungen relevant  
sind. Dabei wurde zwischen Kurs- und Dividendengewinnen unterschieden, da die-  
se unterschiedlich besteuert wurden, auch gemessen an dem Basiszinssatz.

93

Der Betafaktor, d. h. das systematische Risiko der AML-Aktie, gemessen anhand  
der Volatilität der Aktie im Vergleich zu den Renditeänderungen eines repräsentati-  
ven Indizes, ist von aus den bereits erwähnten Gründen mit Vorbehalten er-  
mittelt worden. In Analogie zu den Einschränkungen bei der Übernahme von Bör-  
senkursen haben die Gutachter daher auch die nach TAX-CAPM ermittelten Risi-  
kzuschläge nicht unbesehen übernommen, sondern unter Berücksichtigung der  
pauschalen Schätzungen im Vorgutachten entsprechend justiert.

94

Schließlich haben die Sachverständigen die ewige Rente (Phase 2) um einen Geld-  
entwertungs- bzw. Wachstumsabschlag verringert. Damit soll der Tatsache Rech-  
nung getragen werden, dass Unternehmenserträge in der Regel im Hinblick auf die  
inflationären Entwicklungen und die Wachstumsfaktoren nachhaltig steigen und  
nicht, wie es die ewige Rente ausdrückt, langfristig gleich bleiben. Entsprechende  
Inflations- und Wachstumswirkungen sind für den Planungszeitraum der Jahre  
2002-2009 (Phase 1) konkret berücksichtigt und in Ertragserwartungen einbezogen  
worden. Für die AML ist der Wachstumsabschlag auf 1 % beziffert worden. Dabei  
sind die Wachstumsraten der AML für den Zeitraum von 1996-2001 beachtet wor-  
den, die zwischen 6,3 % und 11,0 % lagen. Ferner sind auch die Wachstumsraten

95

der übrigen Versicherungsgesellschaften des Konzerns in den Jahren 1997 bis 2001 (Bandbreite von 1 % bis 9 %) sowie statistische Daten für die Versicherungsbranche für den Zeitraum von 1997-2001 (durchschnittlich 5,5 % für Lebensversicherungen) angemessen in die Schätzung des Wachstumsabschlags eingegangen.

## **6. Unternehmensbewertung im Einzelnen**

hat nachvollziehbar und überzeugend einen Ertragswert der AML zum Stichtag 25. Juni 2002 i.H.v. EUR 1.726.607.000,00 ermittelt, basierend auf einem mit 4,7125 % aufgezinnten Ertragswert zum 31. Dezember 2001 i.H.v. EUR 1.687.940.000,00.

96

### **a. Vergangenheit**

Die Gutachter haben die Geschäftsentwicklung der AML für die Geschäftsjahre 1999-2001 analysiert. Die Gesamtergebnisse wurden dabei nach betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten in diverse Bereiche aufgeteilt, um spezifische Entwicklungen aufzuzeigen. Dabei zeigte sich, dass die verdienten Nettobeträge zwischen den Jahren 1999-2001 von EUR 2.161.337.000,00 auf EUR 2.704.299.000,00 gesteigert wurden. Das Kapitalanlagenergebnis ging in den Jahren 1999-2001 erheblich zurück von EUR 1.311.920.000,00 auf EUR 587.397.000,00. Auch das sonstige versicherungstechnische Ergebnis ging in diesem Zeitraum erheblich zurück. Allerdings gingen auch die entsprechenden Aufwendungen in den vorgenannten Jahren zurück. Die Gewinne für eigene Rechnung aus Versicherungs- und Kapitalanlagengeschäften verringerten sich von EUR 592.767.000,00 auf EUR 468.570.000,00. Der Steueraufwand ging von EUR 40.611.000,00 auf EUR 28.168.000,00 zurück. Die Rohüberschüsse lagen gerundet bei 709.151.000,00 (1999), 783.906.000,00 (2000) und EUR 606.195.000,00 (2001). Die Überschussbeteiligungen für Versicherungsnehmer sind von EUR 660.680.000,00 (1999) um ca. EUR 100.000.000,00 zurückgegangen auf EUR 560.195.000,00 (2001). Das entsprach Überschussbeteiligungen für die Versicherungsnehmer von 93,15 % (1999), 93,15 % (2000) und 92,41 % (2001). Nach Abzug der Überschussbeteiligungen für Versicherungsnehmer betragen die Jahresüberschüsse gerundet EUR 48.600.000,00 (1999), 53.700.000,00 (2000) und 46.000.000,00 (2001). Davon wurden in den Jahren 1999 und 2000 je-

97

weils der halbe Jahresüberschuss in Gewinnrücklagen eingestellt und im Jahre 2001 der gesamte Jahresüberschuss (einschließlich Gewinnabführung i.H.v. EUR 25,7 Millionen).

Im Rahmen der von            vorgenommenen Gewinnanalyse wird deutlich, dass auf der Einnahmeseite das Kapitalanlagenergebnis und Risikoergebnis prägend sind und auf der Ausgabenseite die Abschlusskosten und Verwaltungskosten.

98

#### **b. Planungen**

hat im Wesentlichen die Planungen der AML unter Berücksichtigung der Annahmen der            übernommen, da sich diese Planungen als plausibel erwiesen haben und sich in die Vergangenheitswerte einpassen.

99

Die Detailplanungsphase reicht von dem Jahr 2002 bis zum Jahr 2009, wobei für die Jahre von 2007-2010 ff. keine Planung vorgelegt worden ist. Die Gutachter haben diesbezüglich eine Prognose unter Berücksichtigung der kurz- und mittelfristigen Planungen der AML und der im            -Gutachten dargestellten Zahlen erstellt.

100

Aus der Anlage 1 zum Bewertungsgutachten AML ergeben sich die gutachterlichen Korrekturen. Daraus ist ersichtlich, dass ab dem Planjahr 2002 teils erhebliche Korrekturen im Kapitalanlagenergebnis vorgenommen worden sind, und zwar um Beträge bis zu EUR 94.100.000,00 (2010). Das entspricht Erhöhungen im Kapitalanlageergebnis zwischen 0,2 % bis zu 9,2 %. Ferner haben die Gutachter, bedingt durch die Korrekturen im Kapitalanlagenergebnis, die Zuführung zur Rückstellung für Beitragsrückerstattung neu berechnet und entsprechend angepasst. Dabei ist für die Jahre 2008-2009 bzw. 2010 ff. zusätzlich berücksichtigt worden, dass die eingesetzten Rohüberschussanteile der genannten Jahre nach Auffassung der Sachverständigen geringfügig zu hoch angesetzt waren. Die Planung bis 2006 wurde hinsichtlich der eingesetzten Rohüberschussquoten übernommen. Nach der Darstellung von            wurden die veranschlagten Rohüberschussquoten durch die realisierte Entwicklung in den Jahren 2002 ff. bestätigt.

101

#### **c. Kapitalanlagenergebnisse**

Die von den Gutachtern ermittelten Kapitalanlagenergebnisse bewegen sich in dem

102

Schätzungsrahmen gemäß § 287 Abs. 2 ZPO:

hat die stillen Reserven in den Kapitalanlagenergebnissen zunächst für die zurückliegenden Jahre 1997-2001 überprüft. Daraus ist ersichtlich, dass die laufende Durchschnittsverzinsung der stillen Reserven der AML in den Jahren 1997 bis 2001 von 6,7 % auf 5,5 % sank. Sie lag damit unter dem Branchendurchschnitt von 7,0 % bis 5,7 %. In den Jahren 1997-2001 sind die Kapitalanlagenbestände durchschnittlich um rund 9,1 % pro Jahr angestiegen.

103

Vor diesem Hintergrund hat die Planung des Kapitalanlagenergebnisses für die Zeit von 2002-2010 ausführlich untersucht und erläutert. Zunächst ist detailliert dargestellt worden, in welcher Weise die AML die Kapitalanlagenergebnisse geplant hatte. Auf dieser Grundlage haben die Gutachter unter Berücksichtigung der Vergangenheitsdaten eine detaillierte Kapitalanlagenstruktur für den Prognosezeitraum entwickelt. Auch diese Vorgehensweise ist ausführlich im Gutachten Nr. 1 erläutert worden. Es sind zahlreiche Asset-Klassen gebildet und analysiert worden. Aus den entsprechenden Tabellen ist erkennbar, dass die Anlagepolitik der AML risikoaverser war als der Branchendurchschnitt, da weniger in Aktien, Investmentanteilen und andere nicht festverzinsliche Wertpapiere, sondern vermehrt in Inhaberschuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere investiert wurde. Soweit sich gutachterliche Korrekturen in den Kapitalanlagenergebnissen ergeben haben, sind auch die davon beeinflussten Posten (Rückstellung für Beitragsrückgewähr) angepasst worden. Im Ergebnis ist für den Planungszeitraum von 2002-2010 eine durchschnittliche Erhöhung der Kapitalanlagenbestände um rund 7,2 % ermittelt worden. Dieser Wert liegt innerhalb der Branchenentwicklung. Allerdings lag er signifikant unter dem Durchschnittswert für die Jahre 1997-2001 i.H.v. 9,1 %.

104

Der Einwand der Antragsgegnerinnen, dass die von geschätzten Kapitalanlagenergebnisse der AML im Prognosezeitraum ca. 37 % höher ausfielen als entsprechende Schätzungen der Vorgutachter, was die Unrichtigkeit der Annahmen von indiziere, ist nicht stichhaltig.

105

Die Sachverständigen haben sich mit der Berechnungsgrundlage der Antragsgeg-

106

nerinnen gemäß Anl. B 6 zum Schriftsatz vom 29. November 2012 auseinandergesetzt. Die Berechnung der Antragsgegnerinnen ist im Grundsatz unter Bereinigung einer geringen Differenz bestätigt worden. Allerdings ist die Berechnung der Antragsgegnerinnen im Ergebnis nicht übernommen worden, da im Nenner des Bewertungskalküls Diskontierungszinssätze verwendet werden, die nach der Auffassung der Gutachter nicht zutreffend sind. Insbesondere ist abgelehnt worden, die prognostizierten Kapitalanlagenergebnisse mit unterschiedlichen Risikoprämien und Wachstumsraten zu berechnen, da diese das Kapitalanlagenergebnis nicht beeinflussen.

In der Anl. 3 zum 2. Ergänzungsgutachten haben die Sachverständigen die Barwerte der Kapitalanlagenergebnisse gemäß Vorgutachter und gemäß ihrer eigenen Berechnung unter Berücksichtigung der verwendeten Basiszinsen neu berechnet. Ein wesentlicher Unterschied der Berechnung ergibt sich daraus, dass einen Basiszinssatz von 5,75 % gemäß Zinsstrukturkurve zugrundegelegt hat, der um 0,25 % unter dem von den Vorgutachten verwendeten Basiszins von 6 % liegt. Daraus ergibt sich ein Unterschied in den Kapitalanlagenergebnissen von rund 15 %, und nicht von 37 %, wovon die Antragsgegnerinnen ausgehen.

107

Zur Beurteilung der Plausibilität der von prognostizierten Kapitalanlagenergebnissen sind die Berechnungsgrundlagen (prognostizierte Kapitalanlagen zu Buchwerten, prognostizierte stille Reserven, Durchschnittsverzinsung) nochmals analysiert und mit den Daten der Vorgutachter verglichen worden. Das Ergebnis ist in der Anl. 5 zum 2. Ergänzungsgutachten dargestellt. Daraus wird deutlich, dass die gutachterlichen Korrekturen der prognostizierten Kapitalanlagenergebnisse durch im Wesentlichen auf höhere Zeitwerte (insbesondere in der ewigen Rente) als auch auf höhere prognostizierte Beteiligungserträge zurückzuführen sind. Die Sachverständigen haben zwar für die Jahre 2002-2009 entsprechend der Planung der AML und der Vorgehensweise der Vorgutachter die Buchwerte und stillen Reserven der Kapitalanlagen übernommen. Für die ewige Rente haben sie aber nicht den mittleren Bestand der Buchwerte und stillen Reserven des Jahres 2010 übernommen, sondern den prognostizierten Endbestand des Jahres 2010 in die ewige Rente fortgeschrieben. Wesentliche Unterschiede ergeben sich auch aus der unterschiedlichen Behandlung der stillen Reserven in den Kapitalanlagen. Inso-

108

fern wird auf nachfolgenden Ausführungen verwiesen.

#### **d. Stille Reserven**

Auch die stillen Reserven in den Kapitalanlagen sind nach der Einschätzung der Kammer von den Sachverständigen zutreffend bewertet und begründet worden. 109

Die Sachverständigen haben die stillen Reserven auf der Grundlage der Planung der AML analysiert und kalkuliert. Sie haben die Planung auf Plausibilität überprüft und ohne gutachterliche Korrekturen für die Berechnungen zugrundegelegt. 110

Aus den Prüfungsberichten der AML der Jahre 1997-2001 ergeben sich stille Reserven in einer Spannbreite von EUR 1.026.095.000,00 bis EUR 513.293.000,00. Der Durchschnitt lag bei EUR 953,5 Mio. Das entspricht rund 7,6 % des durchschnittlichen Buchwertes der Kapitalanlagen für diesen Zeitraum. Die relative Verteilung der stillen Reserven auf die Asset-Klassen der AML entsprach in etwa dem Branchendurchschnitt der Lebensversicherer. Zusätzlich haben die Gutachter die stillen Reserven der gesondert bewerteten Unternehmen und auch der nicht gesondert bewerteten Unternehmen für die Jahre 1997-2001 ermittelt. 111

Ferner sind für die Jahre 1997-2001 die stillen Reserven der AML und der Branche gegenübergestellt worden. Danach lag der Anteil der gesamten stillen Reserven im Verhältnis zur Summe der Kapitalanlagen und zur Bilanzsumme der AML deutlich unter den Werten der Branche. Der Vergleich der Ist-Daten zu den stillen Reserven der AML und der Branche führte allerdings zu keinen signifikanten Abweichungen. 112

Für die Jahre 2002-2006 hatte die AML stille Reserven in einer Spannbreite von EUR 640 Mio. bis EUR 748 Mio. geplant (einschließlich Beteiligungen). Zum Zwecke der Bewertung haben die Sachverständigen den Durchschnitt der Jahre 2002-2006 i.H.v. EUR 713 Millionen zugrundegelegt. Davon sind stille Reserven der gesondert bewerteten Unternehmen i.H.v. EUR 432 Mio. abgezogen worden. Der danach verbleibende Betrag i.H.v. EUR 281 Mio. beträgt im Planjahr 2002 1,89 % der prognostizierten Buchwerte. Diese Relation ist im Prognosezeitraum unverändert veranschlagt worden. 113

Zusammengefasst haben die Sachverständigen für die Planjahre 2002-2010 ff. 114

kontinuierlich steigende stille Reserven von EUR 680 Mio. bis EUR 901 Mio. (einschließlich gesondert bewerteter Unternehmen (Anlagen 8 und 9a zum AML-Gutachten) ermittelt.

Wesentliche Wertunterschiede ergeben sich aus der Behandlung der stillen Reserven in den Prognosejahren 2002-2008. Während die Vorgutachter von einer Auflösung der stillen Reserven in den ersten Prognosejahren ausgegangen sind und sie diese Erträge in den Jahren 2002-2008 in den laufenden Erträgen berücksichtigt haben, hat die stillen Reserven mit der durchschnittlichen Markttrendite verzinst. Die Sachverständigen haben die Vorgehensweise der Vorgutachter als nicht sachgerecht bezeichnet, da die stillen Reserven sonst im Ergebnis wie nicht betriebsnotwendiges Vermögen behandelt würden, was für Lebensversicherungsunternehmen aber keine sachgerechte Annahme sei. Zu Gunsten der Antragsgegnerinnen haben die Sachverständigen die stillen Reserven in den versicherungstechnischen Rückstellungen als Risikopuffer unangetastet gelassen. Diese Vorgehensweise ist aus der Sicht der Kammer nicht zu beanstanden. Insbesondere sind die zugrundegelegten stillen Reserven plausibel und halten den Angriffen der Antragsgegnerinnen stand.

115

Entgegen der Auffassung der Antragsgegnerinnen haben die Sachverständigen die stillen Reserven sach- und methodengerecht zum Stichtag ermittelt. Sie haben das laufende Jahr bis zum Bewertungsstichtag nicht ausgeklammert und die stillen Reserven nicht fiktiv auf der Grundlage des letzten Jahresabschlusses vor dem Bewertungsstichtag nach oben berechnet.

116

hat dazu in dem 2. Ergänzungsgutachten ausgeführt, dass die Planung der stillen Reserven für das erste Planjahr 2002 und die weiteren Planjahre auf dem Bestand der Kapitalanlagen zum 31. Dezember 2001 basiert. Damit setzt die Bestimmung der stillen Reserven auf den in den Prüfungsberichten festgestellten Buchwerten der Kapitalanlagen ohne die Buchwerte der gesondert bewerteten Unternehmen auf. Das Wachstum der Kapitalanlagen wurde nach der Methode geplant, die auch die Vorgutachter verwendet hatten. Für das Jahr 2002 sind die stillen Reserven auf der Basis der übernommenen Planungen der AML bewertet worden. Von einer fiktiven Hochrechnung kann daher keine Rede sein.

117

Die von den Antragsgegnerinnen angegriffene unterschiedliche Vorgehensweise der Sachverständigen bei der streitgegenständlichen Unternehmensbewertung und der Unternehmensbewertung hinsichtlich der Beherrschungsverträge 1997 haben die Sachverständigen nachvollziehbar damit erklärt, dass in diesem Fall auf die Planwerte der AML zu den stillen Reserven zurückgegriffen werden konnte, während das in dem vorangegangenen Fall nicht möglich gewesen sei. Dort sei mangels Planung ein Mittelwert aus den vorliegenden Ist-Werten der Jahre 1996 und 1997 hergeleitet worden.

118

Der wiederholte Einwand der Antragsgegnerinnen, habe die stillen Reserven in den Kapitalanlagenergebnissen der AML doppelt berücksichtigt, ist im Ergebnis ohne Substanz. Entgegen der Behauptung der Antragsgegnerinnen lässt sich nicht feststellen, dass der Anstieg der stillen Reserven der AML einmal über die ausgeschütteten Zusatzerträge und zum zweiten Mal über eine Erhöhung der Kapitalanlagenbestände berücksichtigt worden ist.

119

Die Sachverständigen haben nachvollziehbar dargelegt, dass der jährliche Anstieg der stillen Reserven in ihrem Bewertungsmodell nicht offen als zusätzlicher Gewinn berücksichtigt worden ist, sondern in die Verzinsung der Kapitalanlagen einbezogen worden ist. Das bedeutet, dass nicht unterstellt worden ist, dass der jährliche Anstieg der stillen Reserven sofort als Gewinn ausgeschüttet wird.

120

Im Übrigen haben überzeugend ausgeführt, dass die Prognose der Kapitalanlagen zu Buchwerten auch von den Antragsgegnerinnen aus einer Zinsträgerrechnung abgeleitet wurde, die von den Gutachtern analysiert und für plausibel befunden worden ist. Danach steigen die Kapitalanlagen zu Buchwerten von 14.890.800.000,00 (Plan 2002) auf EUR 26.376.500.000,00 (ewige Rente 2010 ff.). Die Kapitalanlagen zu Buchwerten wurden auf die entsprechenden Asset-Klassen verteilt und mit den entsprechenden Asset-Klassen der Vergangenheit Jahre 1997-2001 verglichen. Auf dieser Grundlage hat die Planung der stillen Reserven durch die Antragsgegnerinnen berücksichtigt. Für die Planjahre 2002-2006 ergibt sich danach ein Durchschnittsbetrag stiller Reserven i.H.v. EUR 281.000.000,00 (ohne gesondert bewertete Unternehmen). Das entspricht 1,89 % der prognostizier-

121

ten Buchwerte. Diese Relation wurde im Prognosezeitraum von ebenso wie von den Antragsgegnerinnen, unverändert angesetzt. Der im Grundsatz von den Antragsgegnerinnen geforderte Ansatz absoluter stiller Reserven wurde hingegen abgelehnt, da dieser bei steigendem Kapitalanlagenbestand unrealistisch sei, wie die Vergangenheitsdaten zeigten.

Schließlich haben die Sachverständigen nachvollziehbar dargelegt, dass der Ertragswertanteil, der durch den Anstieg der stillen Reserven im Prognosezeitraum entsteht, relativ unbedeutend ist. Der kumulierte Anstieg betrage in den Jahren 2002-2010 EUR 217.045.000,00. Daraus ergebe sich unter Berücksichtigung der RFB-Quote von 93,6 % eine Unternehmenswertabweichung von rund EUR 11.400.000,00 zur Rechnung der Antragsgegnerinnen. Die Abweichung liege bei ca. 0,66 % des berechneten Unternehmenswerts der AML i.H.v.

1.796.600.000,00. Die Auswirkung dieser Beanstandung ist daher äußerst gering und kann im Ergebnis nicht dazu führen, die Wertermittlung der Sachverständigen zu erschüttern, da Unternehmenswerte lediglich im Rahmen einer gewissen Bandbreite ermittelt werden können (vergleiche OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11, Rn. 34 ff., juris mit weiteren Nachweisen). Insoweit gibt das weite Schätzungsermessen gemäß § 287 ZPO eine hinreichende Grundlage, Unternehmenswerte mit Abweichungen bis zu 10 % festzusetzen. Denn einen Punktwert kann es unter Berücksichtigung subjektiver Unternehmenswerte und Markt toleranzen nicht geben.

122

Die Sachverständigen haben auch den weiteren Einwand der Antragsgegnerinnen, bei der Bewertung der stillen Reserven sei zweckgerichtet jeweils so bewertet worden, dass dies zu einem höheren Unternehmenswert führt, entkräftet. Beispielsweise seien die stillen Reserven von betreffend die Beherrschungsverträge 1997 nach den Mittelwerten zum Beginn und Ende eines Jahres bewertet worden, in diesem Verfahren seien die Mittelwerte zur Mitte eines Jahres verwendet worden.

123

Die Gutachter haben dazu ausgeführt, dass bei der Bewertung der AML zum Beherrschungsvertrag 1997 keine Unternehmensplanung vorgelegen habe, folglich auch keine Planung zu den Kapitalanlagen. Daher seien die Planwerte für die stillen Reserven gutachterlich zu bestimmen gewesen. Dies treffe auf die vorliegende

124

Bewertung zum Stichtag Juni 2002 nicht zu. Mit der vorliegenden Planung des Unternehmens seien qualitativ sachgerechte Planwerte vorhanden gewesen und diese Werte seien übernommen worden.

Vor diesem Hintergrund könnten die Antragsgegnerinnen allenfalls die frühere Vorgehensweise zu dem Beherrschungsvertrag 1997 beanstanden, nicht aber die verwendete Methodik in diesem Verfahren. 125

Der zentrale Einwand der Antragsgegnerinnen, dass angesichts der Entwicklung an den Aktienmärkten im Jahr 2002 zum Bewertungsstichtag klar gewesen sei, dass die deutlich zu optimistischen Planungen der AML zur Entwicklung der stillen Reserven aufgrund ihrer signifikanten Aktienquote nicht zu halten seien, wird von im Ergebnis zu Recht zurückgewiesen. 126

Es liegt in der Natur der Sache, dass Planungen und Ist-Ergebnisse abweichen können. Abweichungen zwischen der Planung und den tatsächlichen Ergebnissen indizieren daher keine Fehlerhaftigkeit der Planung oder der Begutachtung. Denn entscheidend ist die Sicht des Stichtags. Eine Ex-Post-Betrachtung verbietet sich im Grundsatz. Stichtagsnachfolgende Entwicklungen dürfen nur berücksichtigt werden, soweit deren Ursachen bereits zum Stichtag angelegt und erkennbar waren (Wurzeltheorie). 127

Zudem wird der tatsächliche Bestand der stillen Reserven durch aktives Asset-Management beeinflusst, d.h. die Gesellschaft hat es nach dem Stichtag in der Hand, Bestand und Höhe der stillen Reserven aktiv zu beeinflussen. Daher ist es in der Regel nicht möglich, die Einflussfaktoren für die tatsächliche Abnahme von stillen Reserven zu isolieren. Insoweit stünde auch das Stichtagsprinzip entgegen, da stichtagsnachfolgende Beeinflussungen des Kapitalanlagenergebnisses bzw. der stillen Reserven durch die Gesellschaft nicht vorhersehbar sind, jedenfalls haben dies die Antragsgegnerinnen nicht behauptet. Zudem hatte die AML ihre Planung der stillen Reserven zwischen 2001 und 2002 bereits nach unten korrigiert. Die hier zugrunde gelegte Planung stammt vom 6. März 2002 (ca. 3 Monate vor dem Stichtag). 128

Die Sachverständigen sind bei ihrer Prüfung der zu erwartenden Kapitalanlagener- 129

gebnisse der AML entsprechend der Planung aus dem Jahr 2002 von einer nachhaltigen positiven Entwicklung der Kapitalmärkte ausgegangen. Richtig ist zwar der Einwand, dass die Wertentwicklung an den Kapitalmärkten in den Jahren 2001/2002 um ca. 20 % zurückgegangen ist. Mittel- und langfristig kam es jedoch wieder zu einem Aufwärtstrend. Der DAX entwickelte sich von dem damaligen Tiefststand ca. 4.000 Punkten bis Juli 2012 auf ca. 6.600 Punkte. Inzwischen hat der DAX mehr als 10.000 Punkte erreicht.

Der Einbruch des Kapitalanlagenergebnisses im Jahr 2008 resultiert aus der Finanzmarktkrise des Jahres 2008. Diese stand in keinem Zusammenhang mit der kurzfristigen Krise des Finanzmarktes nach den Anschlägen vom 11. September 2001. Zutreffend weisen die Sachverständigen darauf hin, dass die im Vergleich zu den Planzahlen deutlich geringeren tatsächlichen Kapitalanlagenergebnisse insbesondere mit der niedrigen Verzinsung festverzinslicher Wertpapiere zusammenhängen. Das historisch niedrige Zinsniveau bezüglich festverzinslicher Wertpapiere war ebenso wenig vorauszusehen wie die sich derzeit immer noch auswirkende Schulden- und Euro-Krise. Abgesehen davon müsste der Basiszinssatz angepasst werden, wenn eine Vorhersehbarkeit der Finanzkrisen unterstellt würde. Daraus ergäben sich entsprechende kompensatorische Effekte. 130

Auch die erheblichen konkreten Plan- und Ist-Vergleiche der Kapitalanlagenergebnisse für die Zeit von 2002-2010, wonach die tatsächlichen Ergebnisse teilweise um mehr als 50 % hinter der Planung lagen, das gilt insbesondere für die ewige Rente ab 2010, gibt keinen Anlass, die Bewertung von bezüglich der Kapitalanlagenergebnisse bzw. der stillen Reserven in Frage zu stellen. Insbesondere der Einbruch des Kapitalanlagenergebnisses im Jahr 2008 resultiert aus der Finanzmarktkrise des Jahres 2008. Diese stand in keinem Zusammenhang mit der kurzfristigen Krise des Finanzmarktes nach den Anschlägen vom 11. September 2001. 131

Bei dieser Sachlage ist auch der weitere Einwand der Antragsgegnerinnen, dass tatsächlich bei der AML nach dem Bewertungsstichtag nicht einmal annähernd wieder stille Reserven wie im Jahr 2002 erreicht worden seien, ohne Substanz. Die Entwicklung des Jahres 2002 sei gerade keine kurzfristige negative Entwicklung gewesen, sondern eine sich abzeichnende langfristige negative Entwicklung. Die 132

Sachverständigen haben dazu im 2. Ergänzungsgutachten erneut darauf verwiesen, dass die Entwicklung des Kapitalmarktes nicht dauerhaft negativ sei, sondern im Gegenteil negative Tendenzen in einigen Bereichen bereits wieder ausgeglichen worden seien, wie das Kursniveau an den Aktienmärkten zeige. Hinzu komme, dass eine Entwicklung der stillen Reserven bis zum Jahr 2002 nicht repräsentativ für die auf Unendlichkeit ausgerichteten Unternehmenserfolge sein könne. Zudem bezögen sich die von den Antragsgegnerinnen verwendeten Referenzwerte auf die Jahre 1999-2001, d.h. auf die Jahre des überdurchschnittlichen Kapitalmarktaufschwungs. Dieses hohe Niveau könne nicht zur Grundlage der Zukunftsbetrachtung herangezogen werden. Vielmehr sei es sachgerecht, Durchschnittswerte zu verwenden. In den Geschäftsberichten des BAV und den Jahresberichten der BaFin seien für die Jahre 1999-2009 Durchschnittswerte von 5,8 % ausgewiesen. Der für dieses Verfahren angenommene Anteil der stillen Reserven an den Buchwerten i.H.v. 1,89 % liege deutlich darunter. Inzwischen seien die Werte vor den Jahren 2002 auch wieder erreicht worden. Diese Zahlen belegen aus der Sicht der Kammer anschaulich, dass die Entwicklung des Jahres 2002 kurzfristig war und nicht zur Grundlage einer langfristigen Prognose gemacht werden kann.

#### **e. Kapitalisierungszinssatz**

Im Ergebnis ist es nicht zu beanstanden, dass die Sachverständigen pauschale aus Erfahrungswerten gegriffene Risikozuschläge zugrundegelegt haben und dabei nach den jeweiligen Versicherungssparten unterschieden haben. 133

Nach dem vorgelegten Hauptgutachten haben die Sachverständigen für die AML zum Bewertungsstichtag einen Basiszins von 5,75 %, einen Risikozuschlag von 1,5 %, typisierte persönliche Steuern (35 %) i.H.v. -2,5375 % und einen Wachstumsabschlag von 1,00 % gewählt. Daraus resultieren Diskontierungszinssätze von 4,7125 % für die Detailplanungsphase und von 3,7125 % für die ewige Rente. 134

#### **(1) Anwendung des CAPM bzw. TAX-CAPM**

Die Anwendung des CAPM bzw. TAX-CAPM ist in der Versicherungswirtschaft umstritten. Die versicherungswirtschaftliche Literatur steht der Ableitung eines Risikozuschlags aus Kapitalmarktdaten ablehnend gegenüber. Abgesehen davon haben 135

die Gutachter die Untauglichkeit des CAPM/TAX-CAPM im konkreten Bewertungsfall überzeugend begründet. hat in der 1. ergänzenden Stellungnahme ausgeführt, dass für die Versicherungswirtschaft bzw. für die einzelnen Versicherungsunternehmen kein identisches versicherungstechnisches (Bestands-)Risiko existiere, das allgemeingültig bei allen Versicherungsunternehmen gleicher Höhe anzutreffen sei. Hinzu komme, dass es bei Versicherungsunternehmen an dem für die Schätzung von Betafaktoren unerlässlichen Zugang zu regelmäßig beobachtbaren Marktpreisen fehle. Die Gesamtzahl der börsennotierten deutschen Versicherungsunternehmen sowie die Handelsvolumina seien gering.

Schon aus diesen Gründen ist die Nichtanwendung des CAPM bei Lebensversicherungsunternehmen gut vertretbar und rechtlich haltbar (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25. August 2014, I-26 W 24/12, Seite 23). Abgesehen davon gibt es auch in der Rechtsprechung und der Literatur erhebliche Vorbehalte gegen die Anwendung des CAPM bzw. TAX-CAPM (vgl. beispielsweise OLG München, Beschluss vom 14. Juli 2009, 31 WX 121/06, juris mit weiteren Nachweisen). Diese Bedenken teilt die Kammer. Das CAPM beruht auf zahlreichen unrealistischen Prämissen. Es liefert Vergangenheitsdaten, deren Aussagekraft für die Zukunft ohnehin von Sachverständigen gedeutet werden muss. Ferner ist die stets behauptete intersubjektive Nachprüfbarkeit der nach CAPM ermittelten Risikozuschläge nicht belegbar, sondern die Bewertung nach CAPM beruht auf zahlreichen subjektiven Parametrisierungen und Einschätzungen von Sachverständigen und der Übernahme fremder Daten. Ferner ist die Bewertung der Ertragslage auf der Grundlage umfassender Information und die Bewertung des Unternehmens durch den Markt auf der Grundlage begrenzter Information inkonsistent. Dazu passt, dass ein Ertragswert an einem Marktpreis gemessen wird. Die Risikoäquivalenz steht ferner in Frage, soweit nicht die Kapitalkosten typischer Unternehmenserwerber herangezogen werden, sondern die Renditen sämtlicher Teilnehmer des Kapitalmarkts. Ergänzend kann auf die zusammenfassenden Ausführungen von zu den Bedenken gegen das CAPM bzw. TAX-CAPM in dem 1. Ergänzungsgutachten Bezug genommen werden.

## (2) Plausibilisierung mittels CAPM/TAX-CAPM

Unabhängig davon haben die Sachverständigen eine überschlägige Berechnung des Risikozuschlags auf der Grundlage des CAPM/TAX-CAPM mittels der von den Antragsgegnerinnen bereitgestellten Datenbasis vorgenommen. Dabei ergaben sich Risikozuschläge in einer Bandbreite von 0,8 % bis 1,9 % (bei der Verwendung von Vor-Steuer-Marktrisikoprämien) und von 1,0-2,4 % (bei der Verwendung von Nach-Steuer-Marktrisikoprämien). Die verwendeten Marktrisikoprämien (sowohl vor als auch nach Steuern) würden noch deutlich geringer ausfallen, wenn das geometrische Mittel oder die unterschiedlichen Anlagezeiträume herangezogen würden. Der von geschätzte Risikozuschlag (vor Steuern) i.H.v. 1,5 % liegt folglich im mittleren Bereich der nach CAPM berechneten Zuschläge. 137

Aufgrund fehlender Unternehmensplanung über die zukünftige Ausschüttungspolitik der AML sind die Sachverständigen in vertretbarer Weise von der Vollausschüttungshypothese ausgegangen, obwohl nach den ab dem 1. Januar 2001 gültigen steuerlichen Regelungen (Halbeinkünfteverfahren) die Vollausschüttung nicht mehr die ökonomisch sinnvollste Gewinnverwendung war. Denn thesaurierte Beträge unterlagen danach nicht der typisierten persönlichen Ertragsteuerbelastung, sondern nur die ausgeschütteten Dividenden. 138

## (3) Basiszins

Die Verfahrensbeteiligten akzeptieren die partielle Anwendung des erst im Jahr 2005 beschlossenen IDW Standards S 1 zur Ermittlung des Basiszinssatzes. Auch die Kammer hält dies für sachgerecht. Dies beruht im Wesentlichen auf besseren Erkenntnissen; z. B. hinsichtlich der Anwendung von zukunftsorientierten Zinsstrukturkurven bei der Schätzung des Basiszinssatzes (vergleiche OLG Düsseldorf, Beschluss vom 21. Dezember 2011, I-26 WE 3/11, juris Rz. 71 f.). 139

Der Auffassung der Antragsgegnerinnen, dass es aus Gründen der Konsistenz geboten sei, dann auch für die Bestimmung der weiteren Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes den neuen Standard IDW S1 (2005) anzuwenden, kann nicht gefolgt werden. Die Anwendung der Zinsstrukturkurve zur Bestimmung des Basiszinssatzes ist fachlich geboten und unabhängig von der Anwendung des CAPM. 140

#### (4) Risikozuschlag

Auch der für die AML angesetzte Risikozuschlag i.H.v. 1,5 % ist trotz der Kritik der Verfahrensbeteiligten sachgerecht. Dieser teilt sich auf in einen allgemeinen Risikozins von 1 % und einen besonderen Risikozins von 0,5 %. Die Vorgutachter hatten hingegen einen allgemeinen Risikozins von 1,5 % und einen besonderen Risikozins von 0,5 % veranschlagt. 141

Die Sachverständigen haben den Risikozuschlag im Wege einer empirischen Schätzung vorgenommen und ausführlich begründet. Der Vorteil dieser Risikobewertung im Vergleich zur Bestimmung des Risikozuschlags nach CAPM besteht darin, dass die Schätzungen zu den Erträgen und den Kapitalkosten konsistent sind. Die pauschale Ableitung des Risikozuschlags steht ferner im Einklang mit der Rechtsprechung. Mit dem bereits zitierten Beschluss des OLG Düsseldorf vom 25. August 2014, I-26 W 24/12, Seite 23, ist die pauschale — aus Erfahrungswerten gegriffene — Risikoeinschätzung der Sachverständigen gebilligt worden. 142

Die Sachverständigen haben sich bei der Schätzung des Risikozuschlags für die AML an anderen Bewertungsfällen orientiert. In Übereinstimmung mit der Auffassung des OLG Düsseldorf, das noch weitere Bewertungsfälle aus der Rechtsprechung zur Bestätigung des Risikozuschlags herangezogen hat, ist zu konstatieren, dass sich der Risikozuschlag für die AML i.H.v. 2 % zum Bewertungsstichtag in der üblichen Bandbreite bewegt. Diese Einschätzung ist kompatibel mit dem geschätzten allgemeinen Risikozuschlag für die AMV i.H.v. 1,5 %. Lebensversicherungsunternehmen weisen in der Regel aufgrund ihres Geschäftsmodells geringere Risiken auf als Sachversicherer. 143

Die Gutachter haben es mit nachvollziehbarer und überzeugender Begründung abgelehnt, den Risikozuschlag im Hinblick auf — nach Auffassung der Antragsgegnerinnen — progressive Ergebnisprognosen von zu den stillen Reserven zu erhöhen. Der Kapitalisierungszinssatz unter Einschluss des Risikozuschlages bringt die Rendite einer risikoäquivalenten Alternativanlage zum Ausdruck. Es ist daher eine in sich konsistente Bewertung zu gewährleisten. Verschleierte Sicherheitsäquivalente oder Risikozuschläge sind daher zu vermeiden. Ggf. ist die Unsicher- 144

heit durch mehrwertige Ertragserwartungen mittels gewichteter Szenarien zu berücksichtigen. Die Sachverständigen haben zum Ausdruck gebracht, dass sie die Ertragserwartungen für realistisch und sachgerecht halten, so dass insofern weder die Ertragserwartungen noch der Risikozuschlag anzupassen sind.

Die von gegenüber der Ausgangsbewertung vorgenommene Kürzung des Risikozuschlages von 2 % auf 1,5 % ist sachgerecht. Die Antragsgegnerinnen halten hingegen auf der Grundlage des TAX-CAPM sogar einen höheren Risikozuschlag von 3,90 % bis 5,00 % für angemessen. Insbesondere das Platzen der Internetblase sowie die Anschläge auf das World Trade Center am 11. September 2001 hätten zu weltpolitischen Unsicherheiten und zu erheblichen Turbulenzen an den Finanzmärkten geführt. 145

Auch wenn zum Bewertungsstichtag am 24. Juli 2002 sowohl die Internetblase als auch der Anschlag auf das World Trade Center bekannt waren, ist der Risikozuschlag von lediglich 1,5 % angemessen. Die Gutachter haben zunächst zutreffend darauf hingewiesen, dass es nicht sachgerecht ist, kurzfristig andauernde Krisenzustände im Risikozuschlag und damit ggf. auch in der ewigen Rente fortzuschreiben. Vielmehr sei es sachgerecht, die Ein- und Auszahlungen im Rahmen der Planungsrechnung entsprechend zu modellieren. Zudem habe sich gezeigt, dass sich die Kapitalmärkte trotz der genannten Krisen als sehr robust erwiesen hätten. Die Einbrüche des Kapitalmarktes seien kurzfristig und nicht nachhaltig gewesen. 146

Schließlich haben die Sachverständigen zutreffend darauf hingewiesen, dass die Entwicklung für die Branche nicht absehbar gewesen sei. Ergänzend kann auf die Ausführungen der Gutachter zur Kapitalmarktentwicklung im Zusammenhang mit den stillen Reserven in den Kapitalanlagen verwiesen werden. Auch das OLG Düsseldorf hatte sich bereits in früheren Verfahren mit der Argumentation der Antragsgegnerinnen auseinandergesetzt und diese für nicht begründet erachtet (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25. August 2014, I-26 W 24/12, S. 26 ff.). Zur Vermeidung von Wiederholungen kann darauf Bezug genommen werden.

Ohne rechtliche Relevanz ist ferner der Einwand der Antragsgegnerinnen, dass Bewertungen von Lebensversicherungsunternehmen zum Stichtag Juni 2002 oder später, bei denen ein Risikozuschlag von weniger als 2 % veranschlagt wurde, 147

nicht bekannt seien,

hat zwar bestätigt, dass eine derartige Unternehmensbewertung nicht bekannt sei. Dies indiziere aber nicht die Fehlerhaftigkeit der vorliegenden Bewertung. Denn entscheidend sei der konkrete Bewertungsfall. Die Risiken variierten von Unternehmen zu Unternehmen. Dem ist beizupflichten. Das entspricht auch der Rechtsauffassung des OLG Düsseldorf. 148

Ebenso wenig Substanz hat der weitere Einwand der Antragsgegnerinnen, dass der hier angenommene allgemeine Risikozuschlag für die AML mit 1,0 % noch unter dem Risikozuschlag von 1,5 % liege, den für den Bewertungsstichtag 1999 zugrunde gelegt habe. 149

Die Sachverständigen haben dazu ausgeführt, dass im Rahmen einer Gesamtbeurteilung ein Risikozuschlag von insgesamt 1,5 % (einschließlich Sonderrisiken) als angemessen für den Bewertungsstichtag 24. Juni 2002 veranschlagt worden sei. Die für den Bewertungsstichtag 2002 erkennbaren unsicheren wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für Lebensversicherungsunternehmen rechtfertigten keine Fortschreibung im Risikozuschlag, sondern ggf. temporäre Anpassungen der Ein- und Auszahlungsreihen. 150

Die von den Antragsgegnerinnen beigefügten Branchen-Betas der Jahre 2008-2012 geben ebenfalls keine Veranlassung, die Risikoeinschätzung der Sachverständigen anzuzweifeln. Sie haben dazu ausgeführt, dass die von den Antragsgegnerinnen vorgelegten Branchen-Betas Vergangenheitswerte widerspiegeln, die aufgrund der Finanzmarktkrise ab 2008 nicht ohne Prüfung und Anpassung für die Zukunft übernommen werden könnten. Für die mittlere bis längere Zukunft seien wesentliche Änderungen zu erwarten. 151

#### **f. Wachstumsabschlag**

Die von vorgenommenen Erhöhungen des Wachstumsabschlags bei der AML von 0,5 % auf 1,0 % und bei einigen gesondert bewerteten Beteiligungen von 0,5 % auf 0,75 % oder 1,0 % überzeugen. 152

Die dagegen gerichteten Argumente der Antragsgegnerinnen können die Einschät- 153

zung der sachgerechten Beurteilung der Sachverständigen nicht erschüttern. Die Antragsgegnerinnen haben zur Begründung ausgeführt, dass nachhaltiges Wachstum der Versicherungsbranche nur über eine Ausweitung des Geschäfts in Betracht kommen könne, das über eine Thesaurierung von Gewinnen und sonstigen Zuführung von Eigenkapital finanziert wird, was vorliegend nicht unterstellt worden sei.

Die Gutachter haben bei der Bewertung der AML sämtliche Wachstumseffekte berücksichtigt, insbesondere auch inflations-, mengen- und strukturbedingte Wachstumseffekte. Auf die Schätzung der einzelnen Komponenten des Gesamtwachstums sei verzichtet worden, da eine solche Trennung in der Praxis nicht möglich sei. Das haben die Verfahrensbeteiligten nicht infrage gestellt. 154

Die Sachverständigen haben zur Überprüfung dieses Einwandes zunächst die Wachstumsraten der Vergangenheit in den Jahren 1996-2000 ermittelt. Danach erhöhte sich der Versicherungsbestand der AML von EUR 62.400.000 000 um EUR 19.400.000,00 auf EUR 81.800.000,00. Das entspricht einer durchschnittlichen Steigerung von 7,8 % pro Jahr. Nach den statistischen Daten des BAV erhöhte sich der Versicherungsbestand deutscher Lebensversicherungen in den Jahren 1996-2000 um durchschnittlich 9,0 %. Darin kommt ein erhebliches Mengenwachstum zum Ausdruck. 155

Zudem haben die Sachverständigen ausgeführt, dass die Behauptung der Antragsgegnerinnen, dass ein nachhaltiges Wachstum bei Lebensversicherungsunternehmen nur über eine Finanzierung im Wege der Gewinnthesaurierung oder der Eigenkapitalzuführung erfolgen könne, weder empirisch belegt noch aus den Planansätzen der AML herzuleiten sei. Auch wenn in dem vorliegenden Bewertungsfall eine Vollausschüttung unterstellt worden sei, werde ein Thesaurierungseffekt für das Wachstum durch eine entsprechend hohe Solvabilitätsspanne ausgeglichen. 156

Zudem würde bei der Annahme der Vollthesaurierung über die Verzinsung der thesaurierten Beträge auch eine Erhöhung des Unternehmenswerts einhergehen. Unter Berücksichtigung der Vergangenheitswerte könne davon ausgegangen werden, dass die angesetzte Wachstumsrate von 1 % in der ewigen Rente auch ohne entsprechende Thesaurierung erreicht werden könne. In den Jahren 1994 bis 2008 habe die AML die Ergebnisse aus gewöhnlicher Geschäftstätigkeit im Durchschnitt

um 3,64 % steigern können. Die verdienten Beiträge für eigene Rechnung seien sogar um durchschnittlich 11,5 % pro Jahr gesteigert worden. Die von den Antragsgegnerinnen ergänzt herangezogenen Jahresabschlüsse seien für die Wachstumsrate nicht aussagekräftig, da zahlreiche Sondereffekte enthalten seien, die nicht im Rahmen eines nachhaltigen Inflations-/Wachstumsabschlags einfließen dürften.

Schließlich weist auf zahlreiche Studien hin, wonach es Unternehmen in der Vergangenheit durchgängig gelungen ist, durchschnittliche Wachstumsraten von deutlich über 3 % zu generieren, die damit in der Regel über den Steigerungsraten des Bruttoinlandsprodukts und der Verbraucherpreise lagen. Vor diesem Hintergrund liege der angesetzte Wachstumsabschlag von 1 % – analog zum angesetzten Risikozuschlag – eher am unteren Rand des Schätzungsrahmens.

157

Die Sachverständigen haben sich im 2. Ergänzungsgutachten eingehend mit dem Einwand der Antragsgegnerinnen auseinandergesetzt, dass der Wachstumsabschlag wegen des Finanzierungserfordernisses zur Sicherstellung einer angemessenen Bedeckungsquote im Rahmen der Solvabilitätsspanne zu reduzieren sei. Ein erhebliches Wachstum des Versicherungsbestandes ziehe hohe Deckungsrückstellungen und entsprechend hohe Solvabilitätsspannen nach sich. Per Ende 2009 seien insgesamt EUR 115.000.000,00 Gewinne der AML einbehalten worden, um einen dem Geschäftsvolumen angemessenen Deckungsgrad von 153 % aufrechtzuerhalten. Die Antragsgegnerinnen wenden sich damit gegen die Annahme von dass der Thesaurierungseffekt durch entsprechend hohe Solvabilitätsspannen ausgeglichen werde.

158

hat dazu festgestellt, dass sich die für die Solvabilitätsspanne maßgebliche Deckungsrückstellung nach der Planung der AML von EUR 15.424.300.000,00 (2001) auf 30.446.000.900,00 (2009) erhöhe. Das führe jedoch nicht zwangsläufig zu äquivalenten Anforderungen an die Ausstattung mit Eigenmitteln. Denn die Höhe der Eigenmittel (Ist-Solvabilitätsspanne) werde maßgeblich von dem Anteil der Rückstellung für die Beitragsrückerstattung bestimmt, der zur Deckung von Verlusten verwendet werden dürfe und auf nicht festgelegte Überschussanteile entfalle. Im Vergleichszeitraum habe dieser Anteil an den gesamten Eigenmitteln aus-

159

weislich der Prüfungsberichte rund 85 % betragen. In der Vergangenheit seien 70 % der gesamten Rückstellungen für Beitragsrückerstattung zur Deckung von Verlusten angesetzt worden. In der Planung der AML erhöhe sich die Rückstellung für Beitragsrückerstattung von EUR 1.375.600.000,00 (2001) auf EUR 3.017.800.000,00 (2009). Im Ergebnis kommen die Sachverständigen unter Berücksichtigung des mit dem steigenden Geschäftsvolumen verbundenen Anstiegs der weitgehend zur Deckung von Verlusten tauglichen Rückstellungen für Beitragsrückgewähr zu dem Ergebnis, dass der Bedeckungsgrad der Ist-Solvabilität über die Soll-Solvabilität auch im Jahre 2009 bei ca. 160 % steht. Diese Berechnung haben die Sachverständigen zusätzlich plausibilisiert durch eine Fortschreibung der Maßgrößen für die Risikoanlage der freien Eigenmittel auf der Basis der Ergebnisse ihrer Planung (Anl. 8 zum 2. Ergänzungsgutachten). Danach liegen die Bedeckungsgrade für die Planjahre 2002-2009 zwischen 145 % und 166 %, für 2010 ff. bei 178 %. Auch für die ewige Rente ergeben sich insoweit keine Abweichungen (vergleiche Anl. 9 zum 2. Ergänzungsgutachten). Insgesamt fehle es an Hinweisen darauf, dass das prognostizierte Wachstum der AML durch zusätzliche aufsichtsrechtliche Eigenkapitalanforderungen begrenzt sei.

Der darüber hinausgehenden Forderung der Antragsteller nach einem Wachstumsabschlag in Höhe der Soll-Geldentwertungsrate der Europäischen Zentralbank von 2 % per anno haben die Sachverständigen mit nachvollziehbarer Begründung ebenfalls eine Absage erteilt. Ein solcher Wachstumsabschlag lasse sich zwar theoretisch begründen. Allerdings müssten dann sämtliche Bewertungsparameter wie Risikozuschlag, Ertragsprognose u. a. neu beurteilt werden. Es ist unmittelbar ein-  
sichtig, dass die Schätzungen zu den wesentlichen Parametern der Unterneh-  
mensbewertung in Abhängigkeit zueinander stehen und Schätzungen zu den Er-  
trägen bzw. Kapitalkosten einhergehen können mit Wachstumsabschlägen am un-  
teren Rand des Spektrums.

160

Das Oberlandesgericht Düsseldorf hat für den Bewertungsstichtag Mai 2001 bereits einen Wachstumsabschlag von 1 % für die ewige Rente der AML gebilligt. Zutreffend wird darauf hingewiesen, dass bereits bei der Bewertung anderer Versiche-  
rungsunternehmen zu den Stichtagen 2001 und 2002 ein Wachstumsabschlag von  
1 % angenommen worden ist. Ferner ist darauf hingewiesen worden, dass es der

161

AML gelungen sei, im Planungszeitraum erhebliches Wachstum zu generieren durch Umstrukturierungen, Reduzierung der Überschussbeteiligungen, Produktinnovationen sowie organisatorischen Umstrukturierungen, auch im Vertrieb (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25. August 2014, I-26 WE 24/12, S. 26 ff.

#### **g. Persönliche Ertragsteuern**

Die Behandlung der persönlichen Ertragsteuern bei der Schätzung des Kapitalisierungszinssatzes findet ebenfalls die Zustimmung der Kammer.

162

Die Antragsgegnerinnen wenden ein, dass die Steuereffekte des im Jahre 2001 in Kraft getretenen Halbeinkünfteverfahrens nicht berücksichtigt habe. Nach dem Bewertungsstandard IDW S1 (2005) sei nur noch der Basiszinssatz, nicht aber der Risikozuschlag um typisierte persönliche Steuern zu kürzen. Dieser neue Bewertungsstandard gelte nach den Empfehlungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer sowie nach neuerer Rechtsprechung in Übereinstimmung mit dem Fachschrifttum auch für frühere Bewertungen ab dem Veranlagungszeitraum 2001.

163

Die Sachverständigen haben in ihrem Gutachten den Basiszinssatz um die Marktrisikoprämie erhöht und die Summe um den typisierten Steuersatz von 35 % gekürzt. Dieser Abzug wurde auch von den Übertragungsprüfern gebilligt. Die Sachverständigen haben zur Begründung dieser Vorgehensweise ausgeführt, dass die von den Antragsgegnerinnen angeführten Marktrisikoprämien nach Stehle auf Marktdaten beruhe, die sich nach Thesaurierung ergeben. Diese Daten und damit auch das TAX-CAPM seien bei der von unterstellten Vollausschüttung erst nach einer Anpassung der Cashflow-Prognose unter Thesaurierungsbedingungen anwendbar. Zudem ergebe sich eine steuerliche Inkonsistenz daraus, dass auf die Marktrisikoprämie unterschiedliche Steuerregime einwirkten.

164

Darüber hinaus haben die Gutachter erläutert, dass auch unter Anwendung der Marktrisikoprämien nach Stehle, auf die sich die Antragsgegnerinnen beziehen, die daraus folgenden Marktrisikoprämien nach Steuern in der Bandbreite möglicher Marktrisikoprämien nach dem TAX-CAPM liegen. Die Sachverständigen haben dies bereits ausführlich in den Verfahren LG Köln, 82 O 75/03 und 82 O 76/03 erläutert. Ergänzend kann auf die Ausführungen der Sachverständigen in dem 1. Ergän-

165

zungsgutachten Bezug genommen werden. Nach einer Umrechnung ergeben sich Risikozuschläge auf der Basis CDAX von 0,8-1,9 % (Vor-Steuer-Marktrisikoprämie) bzw. 1,0 % bis 2,4 % (Nach-Steuer-Marktrisikoprämie). Der von angesetzte Risikozuschlag (vor Steuern) i.H.v. 1,5 % liegt folglich im mittleren Bereich der nach Steuern berechneten Risikozuschläge.

## 7. Unternehmenswerte der Beteiligungsunternehmen der AML

### a. Gesondert bewertete Unternehmen

Analog zur Bewertung der AML sind deren wesentliche Beteiligungsgesellschaften und zum 31. Dezember 2001 gesondert bewertet worden. Die Werte sind zum Bewertungsstichtag 24. bzw. 25. Juni 2002 aufgezinnt worden.

166

Es handelt sich um dabei um Beteiligungen, die für das Ergebnis der AML von wesentlicher Bedeutung waren. Aufgrund der Funktion der AML als Lebensversicherungsunternehmen sind die Kapitalanlagenbeteiligungsgesellschaften grundsätzlich als betriebsnotwendiges Vermögen qualifiziert worden.

167

Für die vorgenannten Beteiligungsunternehmen der AML haben separate Bewertungsgutachten vorgelegt, in denen die Ertragswerte analog zur Vorgehensweise bei der Bewertung der AML detailliert erläutert werden. Dabei ist methodisch einheitlich vorgegangen worden.

168

Bei der Ermittlung der anteiligen Unternehmenswerte der Beteiligungsunternehmen sind ein Basiszinssatz von 5,75 % und Risikozuschläge zwischen 1,00 % und 1,75 % veranschlagt worden. Ausschließlich für ist ein Wachstumsabschlag von 1 % in die Berechnung eingeflossen. Einzelheiten dazu ergeben sich aus der Anl. 8 zum Anlagenband Nr. 1.

169

Der Unternehmenswert der einschließlich ihrer Beteiligungen beträgt laut Gutachten EUR 910.305.000,00 (Anlagenband Nr. 5). Der auf die AML entfallende anteilige Unternehmenswert beträgt EUR 206.275.000,00.

170

Die einschließlich ihrer Beteiligungen ist von i.H.v. EUR 2.915.624.000,00

171

bewertet worden (Anlagenband Nr. 8). Daraus folgt ein anteiliger Unternehmenswert für die AML i.H.v. EUR 292.437.000,00.

Die ATLAS ist mit EUR 5.648.000,00 bewertet worden. Aufgrund der Ausrichtung der ATLAS auf die AML haben die Sachverständigen – in Übereinstimmung mit den Vorgutachtern – die ATLAS mit ihrem Eigenkapital zum 31. Dezember 2001, dieses aufgezinnt zum 25. Juni 2002, bewertet. Aufgrund des Anteils der AML an der ATLAS i.H.v. 74 % entfallen auf die AML EUR 4.180.000,00 bei einem ermittelten Eigenkapital der ATLAS i.H.v. EUR 5.648.000,00. 172

Für die ALLWO haben die Gutachter einen Unternehmenswert i.H.v. EUR 40.918.000,00 geschätzt. Dieser Wert ist aus einer Transaktion über 4.500 Aktien der ALLWO, die von der VDL zum 31. Dezember 2002 zum Preis von EUR 5.258.000,00 erworben wurden, abgeleitet worden. Aufgrund der Erklärungen der beteiligten Gesellschaften und Wirtschaftsprüfer sind die Sachverständigen davon ausgegangen, dass der für die ALLWO gezahlte Transaktionspreis angemessen war. Bei der Beteiligungsquote der AML an der ALLWO i.H.v. 46,857 % resultiert daraus ein Unternehmenswert i.H.v. EUR 19.174.000,00. 173

Für die AMBB beträgt der gutachterlich ermittelte Unternehmenswert EUR 2.483.784.000,00. Dieser Wert ergibt sich aus den Beteiligungen der AMBB an den Gesellschaften der AMB-Gruppe. Der von ermittelte Wert auf der Grundlage einiger Transaktionen innerhalb der Gruppe liegt bei EUR 1.972.000.000,00 und entspricht dem von den Vorgutachtern ermittelten Unternehmenswert der vorgenannten Gesellschaft. Für die AML beträgt der anteilige Unternehmenswert EUR 407.341.000,00. 174

Die vorgenannten Unternehmenswerte der gesondert bewerteten Beteiligungen der AML ergeben einen Gesamtbetrag in Höhe von EUR 929.407.000,00. Daraus ergeben sich Beteiligungserträge für die AML für die Phase 1 (2002-2009 ff.) in Höhe von EUR 64.399.000, und für die Phase 2 (2010 ff.) in Höhe von EUR 62.336.000,00. 175

#### **b. Nicht gesondert bewertete Beteiligungen der AML**

Zusätzlich haben die Gutachter die von der AML zu erwartenden finanziellen Zuflüsse aus den übrigen verbundenen Unternehmen und Beteiligungen, die nicht gesondert bewertet worden, ermittelt. Die Namen der verbundenen Unternehmen und Beteiligungen ergeben sich aus der Anl. 12 zum Gutachten der AML. Darauf kann verwiesen werden. 176

Die Sachverständigen haben zur Erfassung der Beteiligungserträge zunächst die Buchwerte der Beteiligungen für die Jahre 2000 und 2001 gegenübergestellt (Anl. 11 zum Bewertungsgutachten AML). Die darüber hinausgehenden stillen Reserven sind mit gutachterlichen Korrekturen mit der als nachhaltig eingeschätzten Marktrendite verzinst worden. Einzelheiten ergeben sich aus der tabellarischen Aufstellung (Anl. 12 zum Bewertungsgutachten AML). Diese Vorgehensweise ist sachgerecht. Sie ist von den Beteiligten nicht beanstandet worden. 177

#### **8. Börsenwerte**

Die Sachverständigen haben für die AML für den Zeitraum vom 14. März 2002 bis zum 24. Juni 2002 (3 Monate vor dem Stichtag) einen durchschnittlichen gewichteten Börsenkurs i.H.v. EUR 555,11 ermittelt (Anl. 15 b zum Bewertungsgutachten AML). Für den Zeitraum der letzten 3 Monate vor der Bekanntgabe der Abfindung ergab sich ein durchschnittlicher Kurs i.H.v. EUR 543,83 pro Aktie der AML (Anl. 15 a Bewertungsgutachten AML). 178

In die Berechnung sind die Kurse aller Börsenplätze in der Bundesrepublik Deutschland (Berlin, Bremen, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, München und Stuttgart), an denen die Aktien der AML im amtlichen Handel gehandelt wurden, eingeflossen. Andere Segmente, wie der geregelte Markt, der geregelte Freiverkehr sowie der außerbörsliche Handel sind mangels gesicherter Informationen nicht berücksichtigt worden. 179

Die jeweiligen Kurse und Handelsvolumina des amtlichen Handels sind von der Universität Karlsruhe zur Verfügung gestellt worden. Sie sind in den Anlagen 4 und 5 zum Gutachten vom 8. Juni 2011 im Einzelnen aufgeführt. Darauf wird Bezug 180

genommen.

Bei der Berechnung des Drei-Monats-Durchschnitts wurden Tagesumsätze mit höherem Umsätzen stärker gewichtet als Tagesumsätze mit geringeren Umsätzen. 181  
Diese Gewichtung ist sachgerecht und wird in der Rechtsprechung anerkannt.

Die Gutachter haben die Börsenkurse auch auf der Grundlage des BGH-Beschlusses vom 19. Juli 2010 ermittelt. Am 22. Januar 2002 hat die AMB den Grundsatzbeschluss zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre für die AML im Rahmen einer ad hoc-Meldung bekannt gegeben. Unter Zugrundelegung dieser ad hoc-Meldung ergäbe sich ein Referenzzeitraum vom 21. Oktober 2001 bis zum 21. Januar 2002. Dieser Referenzzeitraum kollidiert allerdings zeitlich mit dem Referenzzeitraum für die Verfahren 82 O 76/03 und 82 O 75/03 (Gewinnabführungsverträge mit Stichtagen 10. und 11. Dezember 2001). Aufgrund dieser zeitlichen Überschneidung und der Beeinflussung der Börsenkurse durch die Abfindungsangebote aus den Ergebnisabführungsverträgen haben die Sachverständigen sachgerecht und in Übereinstimmung mit der Vorgehensweise der Vorgutachter den Tag der Bekanntmachung des Squeeze Out-Abfindungsangebots am 8. April 2002 als Endzeitpunkt des Referenzzeitraums gewählt. Für den Drei-Monats-Zeitraum vom 8. Januar 2002 bis zum 8. April 2002 lag der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs der AML bei EUR 543,83. 182

Die hatte einen durchschnittlichen Börsenkurs i.H.v. EUR 510,85 ermittelt. Der gegenüber der Schätzung von geringere Betrag ergibt sich daraus, dass die bei der Bereinigung des Börsenkurses den Anspruch aus dem festen 183  
Ausgleich pro Aktie aufgrund der Gewinnabführungsverträge mit der in Abzug gebracht hat, was aber nicht sachgerecht war.

Anhaltspunkte für einen unzureichenden und nicht repräsentativen Börsenhandel, eine Marktengung, Manipulationen oder eine Einschränkung der Freiheit zur Veräußerung der betreffenden Aktien haben die Gutachter für die jeweiligen Zeiträume nicht feststellen können. Einige außergewöhnliche Tagesausschläge oder kurzfristige 184  
sprunghafte Entwicklungen lagen zwar vereinzelt vor. Sie sind jedoch entsprechend bereinigt worden.

## 9. Plausibilitätsüberlegungen

### a. Substanzwerte

hat zur Plausibilisierung der Ertragsbewertung den Substanzwert der AML zum Ende der Geschäftsjahre 2001 und 2002 überschlägig ermittelt. Dabei sind das Eigenkapital der AML und die stillen Reserven mit geringfügigen Änderungen der stillen Reserven in den Aktiva und den Passiva berücksichtigt worden. Der näherungsweise ermittelte Substanzwert der AML beträgt in den Jahren 2000 und 2001 EUR 244.464.000,00 bzw. EUR 187.333.000,00. Der Substanzwert liegt daher erheblich unter dem Ertragswert der AML zum Stichtag. Der Substanzwert kann daher vernachlässigt werden. Hinsichtlich der Einzelheiten wird auf die Anl. 14 zum Bewertungsgutachten der AML Bezug genommen. 185

### b. Rekapitalisierung Ausgleich 2001

Die Unternehmensbewertung durch hält auch dem Einwand der Antragsteller stand, dass sich bereits durch eine Rekapitalisierung des den AML-Aktionären zum Stichtag 2001 angebotenen Ausgleichs i.H.v. EUR 33,30 (brutto) ein Abfindungsbeitrag i.H.v. EUR 1.093,36 und damit eine um EUR 495,36 höhere Abfindung ergebe. 186

Die Sachverständigen haben zutreffend darauf hingewiesen, dass die Unternehmensbewertung nicht durch eine derartige Rekapitalisierung ersetzt werden könne, allein schon deshalb, da die Bewertungstichtage verschieden seien. Hinzu kommt aus der Sicht der Kammer, dass sich der Ausgleich und die Abfindung wesentlich unterscheiden. Das zeigt sich schon darin, dass die gleichzeitig mit der Festsetzung des Ausgleichs festgelegte Abfindung zum Stichtag 2001 unterhalb der hier festgesetzten Abfindung i.H.v. EUR 681,27 pro Aktie lag. Wäre die Argumentation der Antragsteller richtig, hätte auch die damalige Abfindung wesentlich höher ausfallen müssen. 187

### c. Erhebliche Überschreitung der Börsenkapitalisierung

Nicht überzeugend ist auch der Einwand der Antragsgegnerinnen, dass der von ermittelte anteilige Ertragswert der AML i.H.v. EUR 681,27 pro Aktie mehr als 70 % über dem letzten unabhängigen Börsenkurs der AML-Aktie liege. Diese er- 188

hebliche Diskrepanz zwischen Markteinschätzung und Einschätzung der Gutachter sei nicht zu erklären. Dies gelte umso mehr, als sich die wirtschaftliche Situation der Versicherungswirtschaft insgesamt und auch der AML zwischen den Jahren 2001 und 2002 nochmals deutlich verschlechtert habe.

Die Sachverständigen haben entgegnet, dass die Börsenkurse für die AML ab März 2000 nicht aussagekräftig seien für den wahren Unternehmenswert der AML. Zunächst sei der Börsenhandel mit Aktien der AML eingeschränkt gewesen. Das Handelsvolumen sei beschränkt gewesen, da der Streubesitzanteil der AML zwischen 2,7 % und 2,9 % gelegen habe. Ferner seien durch die Dotcom-Blase im März 2000 sowie die Anschläge vom 11. September 2001 Sondereinflüsse zu verzeichnen, die die Aktienmärkte beeinflusst und verunsichert hätten. 189

Abgesehen davon ist nach der Auffassung der Kammer der Börsenkurs der Aktie ohnehin kein zuverlässiger Indikator für den Unternehmenswert, sondern er bildet lediglich den Verkehrswert der Minderheitsaktie ab. Die Wertermittlungsfaktoren unterscheiden sich ganz erheblich. 190

#### **d. Abweichung von der langfristigen Entwicklung des Börsenkurses**

Die vorstehenden Überlegungen gelten auch für den weiteren Einwand der Antragsgegnerinnen, dass der von ermittelte Unternehmenswert auch nicht mit der langfristigen Entwicklung der Börsenkurse vor dem Stichtag vereinbar sei. Danach liege der Unternehmenswert 30 % über der in den letzten 10 Jahren erreichten Markteinschätzung. 191

haben insoweit zutreffend ausgeführt, dass ein Vergleich der Börsenkurse aus den letzten 10 Jahren mit den auf Unendlichkeit angelegten Unternehmenswerten, deren wesentlicher Bestandteil die ewige Rente sei, nicht sachgerecht sei. Ferner ist zutreffend ausgeführt worden, dass Vergangenheitsdaten und Zukunftserwartungen nicht übereinstimmen müssen. Entscheidend seien Letztere. Die Zukunftserwartungen beruhten wesentlich auf den Planansätzen der AML, die übernommen worden seien, soweit sie plausibel gewesen seien. Zum Bewertungsstichtag habe sich das Risiko der Versicherungsbranche mit dem Risiko der Gesamtwirtschaft gedeckt. Die spätere Entwicklung, insbesondere der Niedergang der Kapitalmarkt- 192

zinsen ab der Krise 2008, sei nicht vorhersehbar gewesen.

Diese Argumente entkräften schließlich ohne Weiteres den weiteren Einwand der Antragsgegnerinnen, dass die Summe der von den Gutachtern ermittelten Unternehmenswerte der AML und der (Parallelverfahren) im Bewertungsjahr 2002 höher sei als der Marktwert des gesamten Konzerns.

193

### III. Zinsen

Die von einigen Antragstellern beantragte Verzinsung der gerichtlich festgesetzten angemessenen Barabfindung ist nach zutreffender Auffassung unzulässig. Gegenstand des Spruchverfahrens ist die Anpassung der angebotenen bzw. beschlossenen Barabfindung gemäß § 327 a AktG. Die Entscheidung ist ein Gestaltungstitel und kein Leistungstitel. Die Verzinsung der Barabfindung ergibt sich unmittelbar aus dem Gesetz.

194

### IV. Nebenentscheidungen

#### 1. Kosten

Die Kostenentscheidung beruht auf § 327 f AktG a. F. i.V.m. § 306 Abs. 7 S. 7 AktG a. F. Gründe, die Verfahrenskosten einem anderen Beteiligten aufzuerlegen, sind nicht ersichtlich. § 306 Abs. 7 Satz 7 AktG a. F. sieht als Regelfall vor, dass die Gerichtskosten von den Vertragsparteien des Unternehmensvertrages zu tragen sind. Beim Squeeze Out gilt das analog für den Hauptaktionär. Im vorliegenden Fall besteht keine Veranlassung, von dieser gesetzlichen Wertung abzuweichen, da die angebotene Barabfindung zu niedrig war.

195

Darüber hinaus entspricht es auch der Billigkeit, den Antragsgegnerinnen die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller, die einen zulässigen Antrag gestellt haben, aufzuerlegen. Im Rahmen des § 13 a FGG a. F. ist der Grundsatz des § 306 Abs. 7 S. 7 AktG a. F. entsprechend anzuwenden.

196

Die Antragsgegnerinnen sind hingegen nicht mit den außergerichtlichen Kosten der Antragsteller 11, 18 und 19, die unzulässige Anträge gestellt haben, zu belasten. Das wäre unbillig. Hier hat es bei der Wertung des § 13 a Abs. 1 Satz 1 FGG a. F.

197

zu bleiben, dass grundsätzlich jede Seite ihre Kosten selbst zu tragen hat.

## 2. Geschäftswert

Der Geschäftswert wird auf 7.500.000,00 EUR festgesetzt.

198

Der gerichtliche Geschäftswert gemäß § 30 KostO a. F. ist nach freiem Ermessen zu bestimmen. Zu ermitteln ist deshalb der so genannte Beziehungswert. Dieser wird grundsätzlich bestimmt durch den Wert des betroffenen Wirtschaftsgutes und das Ausmaß, in welchem es durch das zu bewertende Geschäft betroffen wird. Für den Fall, dass die angebotene Abfindung zu Gunsten der Aktionäre abgeändert wird, kann das Produkt aus der Anzahl der von außenstehenden Aktionären gehaltenen Aktien und dem festgesetzten Unterschiedsbetrag ein Anhaltspunkt für die Wertfestsetzung sein (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 14. Januar 2014 – 19 W 1/03 AktG, AG 2004, 614, 616 „Agrippina-Versicherung AG/Zürich Versicherung-AG“).

199

Der Unterschiedsbetrag zwischen der angebotenen Barabfindung i.H.v. EUR 528,00 und der gerichtlich festgesetzten Abfindung i.H.v. EUR 681,27 beträgt EUR 153,27. Der Anteil der außenstehenden Aktien lag 2,49 % der ausgegebenen 2.534.400 Stückaktien, das entspricht 63.103 Stückaktien. Bei einem Erhöhungsbetrag von EUR 153,27 beträgt der Geschäftswert EUR 9.671.796,81. Dieser Wert ist unter entsprechender Anwendung von § 15 Abs. 2 SpruchG auf den Maximalbetrag von EUR 7.500.000,00 zu begrenzen (OLG München, Beschluss vom 17. Juli 2007 – 31 Wx 60/06, juris Rz. 60; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 28. Januar 2009 – I-26 W 7/07 AktE, juris Rz. 77).

200

Der Geschäftswert i.H.v. EUR 7.500.000,00 gilt auch für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre. Die Geschäftswerte für die anwaltliche Vertretung der Verfahrensbeteiligten sind jeweils gesondert festzusetzen.

201