

82 O 135/07



LANDGERICHT KÖLN
Beschluss

In dem Spruchverfahren gemäß § 327a AktG, § 1 Nr. 3 SpruchG

hat die 2. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Köln
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht
den Handelsrichter und
den Handelsrichter
am 12. Juli 2019 beschlossen:

Die angemessene Barabfindung für die am 20. Juli 2006 von der Hauptversammlung der AXA-Konzern AG beschlossene Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der AXA-Konzern AG auf (Antragsgegnerin) wird auf EUR 177,58 je Stamm- und Vorzugsaktie gerichtlich festgesetzt.

Die weitergehenden Anträge werden zurückgewiesen.

Die Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung und der Kosten des gemeinsamen Vertreters der ausgeschiedenen Aktionäre trägt die Antragsgegnerin.

Sie trägt ferner die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller mit Ausnahme der zum Zeitpunkt dieser Entscheidung in der Hauptsache nicht mehr am Verfahren beteiligten Antragsteller (Antragsrücknahme; Unzulässigkeit des Antrags) Die Antragsgegnerin trägt ferner ihre eigenen außergerichtlichen Kosten.

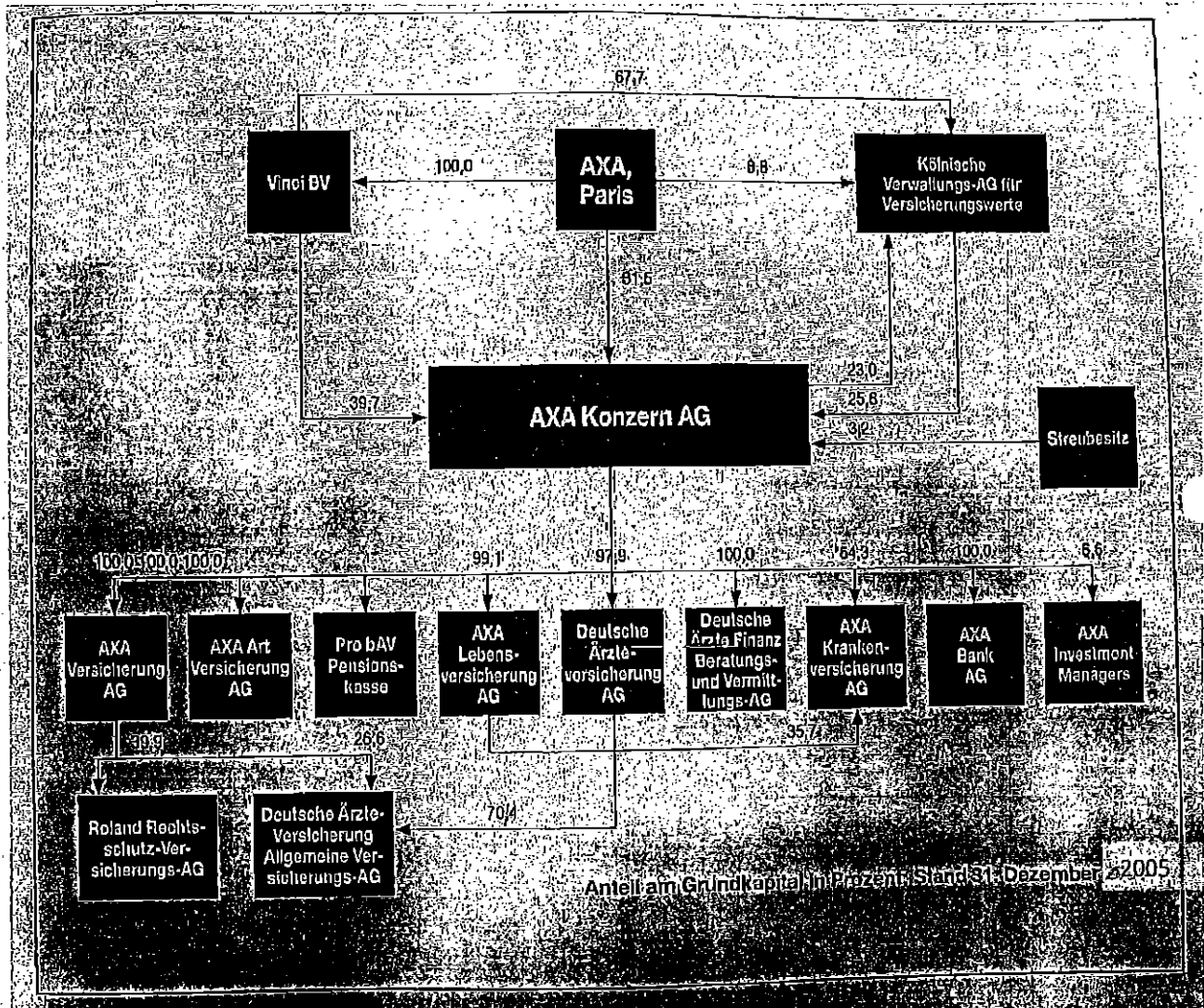
Der Geschäftswert wird auf EUR 7,5 Mio. festgesetzt.

I.

- 1 Die Hauptversammlung der AXA-Konzern AG (nachfolgend „AKAG“ oder „Gesellschaft“) beschloss am 20. Juli 2006 (nachfolgend auch „Stichtag“) die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf (nachfolgend „Antragsgegnerin“ oder „Hauptaktionärin“) gemäß § 327 a ff. AktG gegen Gewährung einer Barabfindung von 134,54 EUR je Stamm- und Vorzugsaktie der AKAG. Dies entsprach dem von der Hauptaktionärin ermittelten anteiligen Ertragswert pro Stamm- und Vorzugsaktie der AKAG. Der Hauptaktionärin gehörten zu diesem Zeitpunkt mittelbar und unmittelbar 96,4 % der Aktien der AKAG.
- 2 Die Antragsgegnerin verpflichtete sich im Rahmen eines Anfechtungsrechtsstreits gegen den Übertragungsbeschluss vom 20. Juli 2006 durch Teil-Prozess- und Schlussvergleich vom 5. Juli 2007, pro Stammaktie der AKAG einen weiteren Beitrag von EUR 10,14, insgesamt EUR 144,68, und für jede Vorzugsaktie der AKAG einen weiteren Betrag von EUR 11,70, insgesamt EUR 146,24, zu zahlen. Diese Beträge orientierten sich an den durchschnittlichen gewichteten Börsenkursen der AKAG für Stamm- und Vorzugsaktien der AKAG in dem Zeitraum von drei Monaten vor ihrer ordentlichen Hauptversammlung am 20. Juli 2006.
- 3 Zu den verpflichtete sich die Antragsgegnerin zur Zahlung einer zusätzlichen Dividendenabgeltung je Stamm- und Vorzugsaktie Höhe von EUR 11,00. Nach den §§ 1.1 und 2.1 des gerichtlichen Prozessvergleichs wirkt dieser zu Gunsten jedes Minderheitsaktionärs, der aufgrund des Übertragungsbeschlusses aus der AKAG ausgeschieden ist (Inter omnes-Wirkung). In § 1 Abs. 3 des gerichtlichen Prozessvergleichs ist vorgesehen, dass die durch Vergleich gewährten Zahlungen auf gerichtliche Festsetzungen gemäß § 1 Nr. 3 SpruchG angerechnet werden (Anl. AG 1).
- 4 Daraufhin wurde der Übertragungsbeschluss der AKAG vom 20. Juli 2006 am 5. Juli 2007 in das Handelsregister eingetragen mit der Folge, dass die Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin übergegangen sind. Die Bekanntmachung der Eintragung in das Handelsregister erfolgte auf der Internetseite www.handelsregister.de am 11. Juli 2007.
- 5 Die AKAG ist die Holding des AXA-Konzerns in Deutschland. Sie entstand im Jahr 1991 im Zuge der Neustrukturierung des Colonia-Konzerns und seiner Einbindung in die weltweite AXA-Gruppe. Die AKAG ging aus der 1839 gegründeten Colonia Versicherung AG

- vor, deren gesamter Versicherungsbestand im Jahr 1991 von der seit 1919 bestehenden und seit 1978 zum Colonia-Konzern gehörenden Wiking Lloyd Versicherung-AG, Berlin, übernommen wurde. Letztere wurde dabei in Colonia Versicherung AG (heute: AXA Versicherung AG) mit Sitz in Köln unbenannt, während die ursprüngliche Colonia Versicherung AG zunächst in Colonia Konzern AG und später in AXA-Konzern AG umfirmierte.
- 6 Seit dem Jahr 1997 gehört die AKAG zur weltweit tätigen AXA-Gruppe. Im Jahr 1999 wurden die Nordstern Allgemeine Versicherung-AG (nachfolgend „**Nordstern Allgemeine**“) auf die damalige AXA Colonia Versicherung AG (heute: AXA Versicherung AG; nachfolgend „**AXA Versicherung**“) sowie die Nordstern Lebensversicherung-AG (nachfolgend „**Nordstern Leben**“) auf die AXA Lebensversicherung AG (nachfolgend „**AXA Leben**“) verschmolzen. Nach der Zusammenführung der Colonia- und Nordstern-Gesellschaften wurde im Jahr 2000 die Albingia Versicherungs-AG (nachfolgend „**Albingia**“), die die AKAG im Mai 1999 über die Guardian Royal Exchange Continental Europe Holding GmbH (nachfolgend „**Guardian**“) erworben hatte, durch Verschmelzung auf die AXA Versicherung in den AXA-Konzern Deutschland integriert. 2004 wurde die Guardian auf die AKAG verschmolzen.
- 7 Satzungsmaßiger Gegenstand der AKAG war (i) die Leitung einer Gruppe von in- und ausländischen Unternehmen der privaten Versicherung, der Versicherungsvermittlung, der Finanzdienstleistungen und sonstigen Dienstleistungen und der Vermögensanlagen und (ii) der Erwerb, die Verwaltung und die Veräußerung von Beteiligungen aller Art.
- 8 Das Grundkapital der AKAG betrug zum Stichtag EUR 79.840.170,16 und war eingeteilt in 26.230.760 auf den Inhaber lautende Stück-Stammaktien sowie in 5 Mio. auf den Inhaber laufende stimmrechtslose Stück-Vorzugsaktien, jeweils mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von gerundet EUR 2,56. Es existierte kein genehmigtes oder bedingtes Kapital im Sinne des Aktiengesetzes.
- 9 Die Aktien der AKAG waren im amtlichen Markt an den Wertpapierbörsen Frankfurt am Main und Düsseldorf sowie im Freiverkehr der Börsen Berlin-Bremen, Hamburg und Stuttgart zugelassen. Nach der Übertragung der Aktien auf die Hauptaktionärin wurde die Börsennotierung der AKAG-Aktien eingestellt (Delisting).
- 10 Die Hauptaktionärin hielt direkt 9.830.000 Aktien der AKAG, davon 7.133.311 auf den Inhaber lautende Stück-Stammaktien und 2.696.689 auf den Inhaber lautende Stück-Vorzugsaktien. Dies entsprach einem Anteil von 31,48 % am Grundkapital der AKAG. Weitere

Anteile an Grundkapital der AKAG hielten die niederländische Vinci B.V. in einem Umfang von 39,73 %, und die Kölnische Verwaltungs-Aktiengesellschaft für Versicherungswerte (nachfolgend „KVAG“) in einem Umfang von 25,63 %. Diese Gesellschaften wurden unmittelbar (Vinci B.V.) und mittelbar (KVAG) über die im Mehrheitsbesitz stehende Vinci B.V.) von der Hauptaktionärin gehalten. Der Streubesitz der AKAG belief sich auf 732.329 auf den Inhaber lautende Stück-Stammaktien und 254.271 auf den Inhaber lautende Stück-Vorzugsaktien. Dies entsprach 3,16 % des Grundkapitals der Gesellschaft. Die AKAG hielt keine eigenen Aktien. Die AKAG war als Holding an mehreren Versicherungsgesellschaften sowie weiteren Gesellschaften beteiligt. Die Beteiligungsstruktur zum 31.12.2005 ergibt sich aus folgendem Schaubild (Prozentangaben auf- und abgerundet):



- 11 Mit der AXA Versicherung bestand seit 2005 ein Gewinnabführungsvertrag. Als herrschendes Unternehmen hatte die AKAG zum Stichtag mit folgenden Gesellschaften Beherrschungsverträge abgeschlossen:
- AXA Versicherung AG,
 - AXA Lebensversicherung AG,
 - Deutsche Ärzte Versicherung AG (nachfolgend „DÄV“),
 - AXA Krankenversicherung AG, (nachfolgend „AXA-Kranken“)
 - AXA Bank AG,
 - AXA Art Versicherung AG und (nachfolgend „AXA Art“)
 - Pro bAV Pensionskasse AG (nachfolgend „Pensionskasse“).
- 12 Die weltweite AXA-Gruppe war zum Stichtag mit Betragseinnahmen von rund EUR 72 Mrd. eine der größten Versicherer weltweit. Auch im Bereich Asset Management gehörte sie mit einem verwalteten Vermögen von rund EUR 1.064 Mrd. zu den führenden Asset Managern der Welt. Die rund 110.000 Mitarbeiter und Vermittler der weltweiten AXA-Gruppe betreuten seinerzeit rund 50 Mio. Kunden. Die AXA-Gruppe generierte mit ihren Geschäftsschwerpunkt in Europa ca. 61 % des Beitragsaufkommens. Sie verfügte ferner in Nordamerika und im asiatischen-pazifischen Raum über eine starke Marktposition. Der AXA-Konzern in Deutschland erzielte im Jahr 2005 Einnahmen von rund EUR 6,4 Mrd. Das Konzernjahresergebnis betrug 2005 nach Steuern EUR 356 Mio. Die AKAG selbst beschäftigte Ende 2005 149 Mitarbeiter. Der AXA-Konzern in Deutschland hatte am Jahresende 2005 insgesamt 8.188 Mitarbeiter, die ganz überwiegend bei der zentralen Dienstleistungsgesellschaft AXA Service AG angestellt waren. Darüber hinaus waren für die Gesellschaften des Konzerns 3.006 hauptberufliche Ausschließlichkeitsvermittler tätig.
- 13 Die AKAG bot über ihre Tochtergesellschaften Leistungen in den Bereichen Sach-, Lebens- und Krankenversicherung sowie weitere Finanzdienstleistungen an. Die AXA Versicherung war die bei weitem größte Gesellschaft im Schaden- und Unfallversicherungsbereich im AXA-Konzern in Deutschland. Sie war als klassischer Kompositversicherer sowohl im Privat- als auch im Industrie- und Firmenkundengeschäft tätig. Als weiterer, auf den Kunstsektor spezialisierter Sachversicherer trat die AXA Art auf. Sie versicherte Kunstsammler und -händler, Auktionshäuser sowie Museen und Ausstellungen.
- 14 Die Aktivitäten im Bereich Lebensversicherung waren in den Gesellschaften AXA Leben und die DÄV gebündelt. Im Vergleich zu AXA Leben, die im allgemeinen Privatkundengeschäft tätig war, bot die DÄV Versicherungs- und Vorsorgeprodukte für Angehörige der akademischen Heilberufe an. Die Deutsche Ärzte Finanzberatungs- und Vermittlung AG (nachfolgend „DÄF“) war als Vertriebsgesellschaft hauptsächlich für die DÄV, aber auch

- für die AXA Leben, die AXA-Kranken sowie für Dritte tätig. Sie war auf die berufliche und private Vorsorgeberatung und Finanzplanung für Ärzte und Zahnärzte spezialisiert. Die AXA Kranken war als privater Krankenversicherer tätig.
- 15 Die Pensionskasse nahm 2002 den Geschäftsbetrieb auf und war im Bereich der betrieblichen Altersversorgung tätig. In der AXA Bank AG konzentrierte AXA-Konzern in Deutschland sein Angebot aller Bankprodukte. Neben der Immobilienfinanzierung erstreckten sich die Geschäftsfelder der AXA Bank auf die Bereiche Privatarlehen, Spar- und Festgeldkonten sowie Depotadministration für Investmentfondanteile und die fondsbasierte Vermögensverwaltung. Die KVAG hielt 25,6 % der Anteile an der AKAG und übte darüber hinaus keine eigene operative Geschäftstätigkeit aus.
- 16 Die Hauptaktionärin der AKAG bot auf der Grundlage der Unternehmensbewertung der
(nachfolgend
oder „**Erstgutachter**“) für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre eine Barabfindung in Höhe von EUR 134,54 je auf den Inhaber lautende Stück-Stammaktien sowie je auf den Inhaber lautende stimmrechtslose Stück-Vorzugsaktien an.
- 17 In dem Übertragungsbericht gemäß § 327 c Abs. 2 S. 1 AktG vom 15. Mai 2006 hat die Antragsgegnerin einen Unternehmenswert der AKAG von EUR 4.201,5 Mio. zum 20. Juli 2006 ermittelt. Daraus ergibt sich ein rechnerischer Durchschnittswert pro Aktie von EUR 134,54. Ferner hat sie einen Börsenkurs von EUR 126,49 je Stammaktie und EUR 125,47 pro Vorzugsaktie berücksichtigt. Es handelt sich dabei um umsatzgewichtete Durchschnittskurse aus dem Zeitraum von drei Monaten vor dem 3. März 2006. Zu diesem Termin wurde das Ergebnis des Erwerbsangebots der Antragsgegnerin, Aktien der AKAG zur Durchführung eines Squeeze Outs zu erwerben, bekannt gegeben. Da die genannten Börsenkurse unterhalb des ermittelten Ertragswertes pro Aktie liegen, kamen sie nicht zum Zuge. Die Durchschnitts-Börsenkurse in den Zeitraum von drei Monaten vor dem Stichtag, das heißt dem 20. Juli 2006, wurden nicht berücksichtigt.
- 18 Das Landgericht Köln hat auf Antrag der Hauptaktionärin mit Beschluss vom 8./17. März 2016
(nachfolgend
„**Prüfer**“ oder „**Prüfgutachter**“) zum sachverständigen Prüfer für die Angemessenheit der Barabfindung bestellt. Der Prüfer hat die von der Hauptaktionärin angebotene Barabfindung für angemessen erachtet. Auf den Inhalt des Prüfgutachtens wird Bezug genommen.

- 19 Die Antragsteller halten die von der Antragsgegnerin gewährte Barabfindung für unangemessen niedrig. Die zugrunde liegende Unternehmensbewertung der Antragsgegnerin und der Prüfbericht seien fehlerhaft.
- 20 Die AKAG sei mit einem Unternehmenswert von EUR 4.201,5 Mio. völlig unterbewertet. Tatsächlich betrage der Unternehmenswert zum 20. Juli 2006 EUR 14.895,2 Mio. Daraus ergebe sich ein Wert von EUR 476,94 pro Aktie. Unter Zugrundelegung des tatsächlichen Ergebnisses in 2006 nach Steuern von EUR 293,6 Mio. ergebe sich sogar ein Abfindungsbetrag von EUR 695,75 pro Aktie.
- 21 Die Planungsrechnung sei viel zu pessimistisch. Das tatsächlich erzielte Ergebnis Ende 2006 von EUR 433 Mio. sei in der ewigen Rente auf 340 Mio. gesunken. Das unterstellte Wachstum gleiche nicht einmal die erwartete Geldentwertung aus. Tatsächlich seien die Jahresergebnisse in den vergangenen 15 Jahren durchschnittlich um 11,15% gestiegen. Synergieeffekte seien nicht berücksichtigt worden beziehungsweise nicht nachvollziehbar.
- 22 Der Prüfungsbericht sei zur Validierung des Abfindungsangebotes der Antragsgegnerin ungeeignet. Der Prüfer sei schon nicht vom Gericht ausgewählt worden. Vielmehr handele es sich um einen "Wunschprüfer" der Antragsgegnerin. Zudem ergebe sich aus der Tatsache der Parallelprüfung, dass eine eingehende und eigenständige Prüfung der Ausgangsbewertung nicht stattgefunden haben kann. Ferner sei der Prüfer für vier parallel eingeleitete Squeeze Out-Verfahren bei AXA-Konzerngesellschaften bestellt worden. Damit habe der Prüfer mittelbar eigene Prüfungsleistung beurteilen müssen. Darüber hinaus habe der Prüfer auch keine eigenständige Bewertung geleistet, sondern die Ausgangsbewertung der Hauptaktionärin unkritisch ohne inhaltliche Auseinandersetzung rein rechnerisch nachvollzogen.
- 23 Einige Antragsteller fordern vor diesem Hintergrund, ihnen gemäß § 7 Abs. 7 SpruchG sämtliche Unterlagen einschließlich der Arbeitspapiere auszuhändigen, die Grundlage der Unternehmensbewertung waren, um eine eigene Bewertung der AKAG vornehmen zu können.
- 24 Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter erheben methodische Einwendungen gegen die Ertragswertermittlung. Das betrifft die Anwendung des IDW S 1 2005 vor dem Hintergrund der unterstellten Vollausschüttung. Das betrifft ferner die vorgenommene Grup-

penbewertung, die Erstellung der Planungsrechnung nach HGB, die Vergangenheits-/ Planungszeiträume, die unterlassene Berücksichtigung von Synergieeffekten, die Besteuerung auf Unternehmensebene und auf Anteilseignerebene.

25 Hinsichtlich der Ertragsplanung der AKAG und ihrer Tochtergesellschaften kritisieren die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter insbesondere die Berechnung der Kapitalanlagenergebnisse. Bezüglich der AKAG wird die Nichtberücksichtigung der Übernahme der Winterthur-Gruppe für fehlerhaft erachtet. Zudem werden zahlreiche Einwände gegen die Ertragsplanung der AXA Versicherung, etwa zu Entwicklung der Jahresüberschüsse, der Beitragsentwicklung, der Entwicklung des versicherungstechnischen Ergebnisses, der Bildung der Schwankungsrückstellung und der Schadensaufwendungen vorgebracht. Bezüglich der AXA Lebensversicherung wird ebenfalls die Beitragsentwicklung, die Aufwendungen für Versicherungsfälle/Betriebskosten, die Entwicklung des Rückversicherungsergebnisses, die Bildung der Deckungsrückstellung, die Zuführung zur Rückstellung für Beitragsrückerstattung (nachfolgend „RfB“) angegriffen.

26 Der zur Diskontierung der Zukunftserträge verwendete Kapitalisierungszinssatzes wird in allen Facetten von den Antragstellern und dem gemeinsamen Vertreter der ausgeschiedenen Aktionäre (nachfolgend „gemeinsamer Vertreter“) angegriffen. Es betrifft sowohl den Basiszinssatz, den Risikozuschlag einschließlich der angemessenen Marktrisikoprämie und des angemessenen Betafaktors und den Wachstumsabschlag. Der Kapitalisierungszinssatz sei völlig überhöht, was zu einem unrealistischen Barwert der AKAG-Aktie führe. Bereits der zugrunde gelegte Basiszinssatz vor Steuern von 4,00 % sei überhöht. Eine Wiederanlage sei den Minderheitsaktionären nur zu aktuellen Zinssätzen möglich. Realistisch sei ein Basiszinssatz von 3,5 %.

27 Der veranschlagte Risikozuschlag von 5,225 % nach Steuern sei ebenfalls zu hoch. Nach der Rechtsprechung dürfe der Risikozuschlag nur ausnahmsweise über 2 % liegen. Der Risikozuschlag sei ein Manipulationsinstrument erster Ordnung. Nach aktuellen Studien liege der Risikozuschlag bei circa 1 %.

28 Die Marktrisikoprämie von 5,5 %, die in den Risikozuschlag eingeflossen sei, sei unrealistisch hoch. Das würde bedeuten, dass sich der DAX alle sieben Jahre verdoppeln müsste. Der verwendete Betafaktor von 0,9 sei durch eine unzulässige Heranziehung von 48 international tätigen Vergleichsunternehmen ermittelt worden. Das sei methodisch falsch, da die AKAG über ein hinreichend aussagekräftiges eigenes Beta verfügt habe. Dieses sei geringer als 0,9, da die Risiken der AKAG sehr begrenzt gewesen seien.

- 29 Der von der Antragsgegnerin berücksichtigte Wachstumsabschlag von 0,5 % sei nicht vertretbar. Die AKAG sei im Durchschnitt schneller als die Inflationsrate gewachsen. Nach der Rechtsprechung seien Wachstumsraten zwischen 0,5 % und 2 % berechtigt. Vorliegend seien 2 % Wachstum realistisch.
- 30 Schließlich wird von den Antragstellern und dem gemeinsamen Vertreter die Abfindungsbemessung der Antragsgegnerin mit diversen weiteren Einwänden angegriffen. Gerügt wird, dass das nicht betriebsnotwendige Vermögen der AKAG nicht ordnungsgemäß bewertet worden sei, insbesondere der erhebliche Kunst- und Immobilienbestand sowie Ausleihungen der AKAG an verbundene Unternehmen und diverse Rücklagen, die ohne weiteres ausscheidbar seien. Ferner sei fälschlicherweise der Substanzwert der köninischen Verwaltung-Aktiengesellschaft für Versicherungswerte (KV AG) unter Ausschluss stille Reserven berücksichtigt worden. Aufgrund der Beteiligung zwischen der AKAG unter KV AG seien die Aktien Letzterer als eigene Aktien der AKAG zu bewerten, so dass sie bei der Gesamtzahl der abzufinden Aktien abzuziehen seien. Angreifbar sei die Bewertung der Antragsgegnerin auch deshalb, weil der Liquidationswert der AKAG als Untergrenze der Abfindung nicht geschätzt worden sei. Hinsichtlich des Börsenkurses wird die Verwendung des Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntgabe des Squeeze Sound-Verlangens als fehlerhaft bewertet. Ebenso angreifbar sei auch die vorgenommene Gleichbehandlung von Stamm- und Vorzugsaktien. Vielmehr sei die Bewertungsrelationen zwischen Stamm- Vorzugsaktien bei der Aufteilung des Unternehmenswertes zu berücksichtigen. Das würde zu deutlich höheren Abfindungen für Stammaktien führen. Darüber hinaus sei die Marke „AXA“ nicht im Unternehmenswert berücksichtigt worden, wodurch sich eine erhebliche Erhöhung des Unternehmenswertes ergeben würde. Schließlich beanstanden einige Antragsteller eine Verzinsung der angemessenen Abfindung ab dem Bewertungsstichtag und nicht erst ab dem Tag des Übergangs der Aktien gemäß § 327b Abs. 2 AktG.
- 31 Das nicht betriebsnotwendige Vermögen sei nicht ausreichend berücksichtigt worden. Entgegen der Darstellung der Antragsgegnerin verfüge die AKAG nicht lediglich über Kunstgegenstände. Erhebliche Teile des gezeichneten Kapitals, der Kapitalrücklage, der Gewinnrücklage und der Neubewertungsrücklage seien nicht betriebsnotwendig.
- 32 Der Liquidationswert der AKAG sei nicht ermittelt worden. Der Liquidationswert stelle jedoch die Untergrenze der angemessenen Abfindung dar.
- 33 Darüber hinaus habe die Antragsgegnerin einen zu geringen Börsenkurs zugrunde gelegt. Es sei methodisch falsch auf den Dreimonatszeitraum vor dem 3. März 2006 abgestellt

worden. Nach der Rechtsprechung sei der Dreimonatszeitraum vor dem Stichtag, hier der 20. Juli 2006, maßgebend. Der letzte Börsenkurs der AKAG vor dem Stichtag habe bei EUR 168,00 gelegen.

34 Der Prüfbericht der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft sei unbrauchbar. Der Prüfer sei nicht vom Gericht ausgesucht worden, sondern von der Antragsgegnerin vorgeschlagen worden. Zudem habe der Prüfer eine so genannte Parallelprüfung durchgeführt, die keine unabhängige Prüfungsleistung gewährleiste. Eine Prüfung innerhalb von vier Wochen sei auch gar nicht möglich gewesen, zumal noch andere Gesellschaften gleichzeitig geprüft worden seien.

35 Die Antragsteller und der Vertreter der ausgeschiedenen Aktionäre beantragen,
die gewährte Barabfindung angemessen zu erhöhen.

36 Einige Antragsteller beantragen darüber hinaus,
die angemessene Barabfindung zu verzinsen.

37 Die Antragsgegnerin beantragt,
die Anträge zurückzuweisen.

38 Die Antragsgegnerin ist der Meinung, die Anträge der Antragsteller

und seien unzulässig, weil sie nicht spätestens am Donnerstag, den 11. Oktober 2007, beim Landgericht Köln eingegangen und folglich verfristet seien. Des Weiteren seien auch die Anträge der Antragsteller

und als unzulässig abzuweisen, weil die Anträge nicht ordnungsgemäß begründet worden seien. Diese Antragsteller hätten nicht ordnungsgemäß nachgewiesen, dass sie am Tag der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister (5. Juli 2007) Aktionäre der AKAG waren und somit antragsberechtigt seien.

39 Darüber hinaus ist die Antragsgegnerin der Auffassung, dass die Anträge in der Sache unbegründet seien. Die gewährte Barabfindung sei angemessen. Bei den Rügen der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters handele es sich zum erheblichen Teil um Stan-

dardrügen, die ohne die Berücksichtigung des konkreten Sachverhalts vorgetragen worden seien. Das gelte insbesondere für die Einwände zum Kapitalisierungszinssatz, etwa zum Basiszinssatz und zur Marktrisikoprämie. Zum großen Teil seien die Behauptungen auch pauschaler Natur, die durch konkrete Zahlen in dem Übertragungsbericht und den Geschäftsberichten widerlegt würden. In ihrer umfangreichen Antragsrwidernng nimmt die Antragsgegnerin zu sämtlichen Einwänden der übrigen Verfahrensbeitelligten im Einzelnen Stellung. Darauf kann verwiesen werden.

40. Die Kammer hat nach der Durchführung der mündlichen Verhandlung am 23. Mai 2007 einen Beweisbeschluss verkündet zu der Beweisfrage, ob die gewährte Barabfindung gemäß gerichtlichem Prozessvergleich vom 5. Juli 2007 i.H.v. EUR 144,68 je Stammaktie und EUR 146,24 je Vorzugsaktie der AKAG angemessen ist. Zum Sachverständigen ist

verantwortliche Prüfer

(nachfolgend auch „Sachverständige“, „Gutachter“

oder „...“), bestimmt worden. Die Sachverständigen sind gebeten worden, eine eigenständige Bewertung der AKAG unter Berücksichtigung des Vortrags der Verfahrensbeitelligten vorzunehmen und bestimmten Fragen, die im Beweisbeschluss näher aufgelistet sind, besondere Aufmerksamkeit zu schenken. Der Sachverständige ist gebeten worden, eine schlüssige Bewertung zu den mit diesem Verfahren sachlich zusammenhängenden Spruchverfahren LG-Köln, 82 O 130/07, 82 O 137/07 und 82 O 73/07 zu gewährleisten. Die von der Antragsgegnerin erhobene Gegenvorstellung vom 13. Juni 2008 gegen den Beweisbeschluss der Kammer ist mit Beschluss vom 18. Juli 2008 zurückgewiesen worden. Die Antragsgegnerin hatte sich gegen die Bestellung von ... gewendet.

41. Mit Beschluss vom 13. Juni 2008 hat die erkennende Kammer den Antrag der Antragstellerin ... als unzulässig zurückgewiesen und die Anträge der Antragsteller

... für zu-

lässig erachtet.

Hinsichtlich des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird auf das schriftliche Gutachten (Hauptgutachten Teil I, II sowie Anlagenbände Nr. 1-9) von ... vom 28. September 2015 nebst Ergänzungsgutachten vom 15. Juni 2018 Bezug genommen. Laut ... beträgt der

Unternehmenswert der AKAG zum Stichtag 20. Juli 2006 EUR 7.429,9 Mio. liegt damit erheblich über dem von dem Erstgutachter festgestellten Unternehmenswert i.H.v.

EUR 4.201,5 Mio. Daraus leiten sich laut wesentlich höhere Abfindungsbeträge i.H.v. EUR 237,74 je Stammaktie und i.H.v. EUR 238,77 je Vorzugsaktie der AKAG ab.

Parallel zu dem hier streitgegenständlichen Spruchverfahren waren und sind weitere Spruchverfahren anhängig, und zwar bezüglich der DÄV (82 O 73/07) mit einem Bewertungsstichtag 17. Juli 2006, AXA Lebensversicherung AG (82 O 137/07) mit einem Bewertungsstichtag 18. Juli 2006 und der KVAG (82 O 130/07).

Das Spruchverfahren DÄV wurde von der Kammer mit Beschluss vom 10. März 2017 entschieden. Die Anträge auf gerichtliche Festsetzung der angemessenen Abfindung gemäß § 327 a AktG wurden zurückgewiesen. kam in diesem Spruchverfahren zu einem erheblich höheren Unternehmenswert der DÄV aufgrund eines geringeren Kapitalisierungszinssatzes. Die dadurch bedingte Erhöhung des Unternehmenswertes wirkte sich im Ergebnis aufgrund der etwa doppelt so hohen Börsenkapitalisierung der DÄV im Ergebnis aber nicht aus.

Das Spruchverfahren AXA Leben wurde von der Kammer mit Beschluss vom 14. Juli 2017 entschieden. Die Anträge auf gerichtliche Festsetzung der angemessenen Abfindung gemäß § 327 a AktG wurden zurückgewiesen. Die von ermittelte Barabfindung überstieg die durch Prozessvergleich gewährte Barabfindung lediglich um knapp 4 %. Diese Abweichung wurde für unwesentlich erachtet, da sie noch im Bereich der akzeptablen Verkehrswertbandbreite der AKAG lag.

II.

A. Zulässigkeit der Anträge

42 Sämtliche Anträge sind zulässig bis auf den Antrag der Antragstellerin

Zur Vermeidung von Wiederholungen kann hinsichtlich der Unzulässigkeit des vorgenannten Antrags bzw. der Zulässigkeit der von der Antragsgegnerin bestrittenen Anträge der Antragsteller

und

auf den Kammerbeschluss vom 13. Juni 2008 verwiesen werden.

- 43 Die Antragsteller haben ihre Antragsberechtigung innerhalb der Antragsfrist dargelegt und auch nachgewiesen. Sie haben aussagekräftige Bankbescheinigungen vorgelegt, aus denen hervorgeht, dass sie zum Zeitpunkt des Übergangs der Aktien am 5. Juli 2007 Aktionäre der AKAG waren.

B. Begründetheit der Anträge

- 44 Die Anträge sind begründet, da die von der Antragsgegnerin gemäß Hauptversammlungsbeschluss vom 20. Juli 2006 gewährte Barabfindung i.H.v. EUR 134,54 für beide Aktiengattungen unter Berücksichtigung der durch Prozessvergleich vom 5. Juli 2007 gewährten erhöhten Barabfindung i.H.v. EUR 144,68 (Stammaktie) und EUR 146,24 (Vorzugsaktie) unangemessen im Sinne von § 327 b AktG ist.

- 45 Angemessen sind allerdings nicht die von ermittelten Abfindungsbeträge i.H.v. EUR 237,74 (Stammaktie) und EUR 238,77 (Vorzugsaktie). Diese Beträge sind aus der Sicht der Kammer überhöht. Sie beruhen im Wesentlichen auf erhebliche, aber nicht überzeugende Anpassungen der Gutachter zum Kapitalisierungszinssatz. Überzeugend sind hingegen im Wesentlichen die Annahmen der Sachverständigen zu den Zukunftserträgen. Im Ergebnis ergeben sich daraus berechnete Abfindungsbeträge i.H.v. EUR 177,58 je Stamm- und Vorzugsaktie der AKAG.

- 46 Eine abschließende Entscheidung in der Sache ist möglich, da sich die Kammer auf eine umfassende Begutachtung der AKAG einschließlich der vorgelegten Privatgutachten stützen kann. Aus dem Sachverständigengutachten und den Privatgutachten ergibt sich im Einzelnen, wie sich einzelne Bewertungsannahmen von auf den Unternehmenswert und damit auch auf die Barabfindung auswirken. Auf dieser ausreichenden Schätzungsgrundlage gemäß § 287 Abs. 2 ZPO sieht sich die Kammer in der Lage, eine abschließende Entscheidung ohne erneute Befassung der Sachverständigen zu treffen.

I. Bewertungsziel

- 47 Zur Beurteilung der angemessenen Abfindung gemäß § 327 a AktG ist der Wert des Unternehmens, d.h. der Wert des Gesellschaftsvermögens, zu ermitteln. Maßgeblich ist der Verkehrswert des Unternehmens. Auch wenn der Verkehrswert eines Unternehmens gelegentlich als Fiktion bezeichnet wird (vgl. Ruthardt/Hachmeister, Der Verkehrswert des Unternehmens als rechtliche Wertkategorie, NZG 2014, S. 885 ff.), ist dennoch der hypothetischer Marktpreis näherungsweise zu schätzen, § 738 Abs. 2 BGB, § 287 Abs. 2 ZPO.

Das entspricht der ständigen Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes (zuletzt BGH, Beschluss vom 29.09.2015 – II ZB 23/14, Juris, (Rz. 44 ff) = BGHZ 207, 114-135; ZIP 2016, 110-117; DB 2016, 160-166; WM 2016, 157-164; NZG 2016, 139-144; BB 2016, 304-305; AG 2016, 135-142; DSiR 2016, 424-428; NJW-RR 2016, 231-237; Der Konzern 2016, 88-94; MDR 2016, 337-338; vgl. auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. August 2009 – 5 W 35/09 –, juris Rz. 10). Zu schätzen ist daher der Preis, zu dem das Unternehmen am Stichtag an einen Dritten hätte verkauft werden können. Es geht folglich nicht um individuelle Entscheidungswerte, sondern um einen aus den Entscheidungswerten markttypischer Investoren abgeleiteten hypothetischen Preis für das Unternehmen. Auch wenn mangels einer zeitnahen Transaktion ein Verkehrswert des Unternehmens nicht realistisch nachvollzogen werden kann, muss dennoch versucht werden, sich diesem hypothetischen Wert theoretisch, ggf. mittels heuristischer Verfahren, zu nähern. Dabei haben die Verfahrensbeteiligten hinzunehmen, dass es eine Bandbreite zulässiger Verkehrswerte gibt (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 06. April 2011 – I-26 W 2/06 (AktE), 26 W 2/06 (AktE) –, juris Rz. 23; OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. August 2009 – 5 W 35/09 –, juris Rz. 29; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 16. Juli 2008 - 12 W 16/02 –, juris Rz. 33).

II. Verhältnis objektivierter Unternehmenswert und Marktpreis

- 48 Es kann im Ergebnis offenbleiben, ob der nach IDW S 1 ermittelte objektivierter Unternehmenswert den Entscheidungswert des Käufers oder des Verkäufers abbildet. Das ist im Einzelfall aufgrund zahlreicher – teils fraglicher – Typisierungen nur schwer einzuschätzen. Nach dem Bewertungsstandard IDW S 1 werden jedoch erklärtermaßen keine hypothetischen Marktpreise für das Unternehmen ermittelt, sondern subjektive Entscheidungswerte aufgrund typisierter Annahmen. Auf die Unterscheidung von Preisen und Werten wird in diesem Zusammenhang von ökonomischer Seite zu Recht hingewiesen. Aus diesem Grund kann eine gründliche Marktplausibilisierung gemäß den DVFA-Grundsätzen einen Anhaltspunkt dafür bieten, ob der fundamental ermittelte objektive Unternehmenswert in einer Bandbreite möglicher Verkehrswerte für das Unternehmen liegt. In diesem Verfahren ist eine marktnahe Verifizierung des objektivierten Unternehmenswerts anhand von Multiplikatoren vorgenommen worden.

III. CAPM und TAX-CAPM

- 49 Die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, wird in Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beurteilt. Überwiegend wird der Risikozuschlag mittels des

(TAX-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt. Danach wird die durchschnittliche Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung finden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagemöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikator-Methode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1685, 1690; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 554; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh. § 11 Rdn. 126 f.; LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/14 –, juris Rz. 121).

50 Ob dem TAX-CAPM letztlich zu folgen ist, muss hier nicht entschieden werden. Die Kammer hatte bereits in anderen Entscheidungen ihre Bedenken gegen das CAPM bzw. TAX-CAPM geäußert. Unabhängig davon sind im Streitfall jedenfalls geringere Eigenkapitalkosten, die zu Gunsten der Antragsteller zu höheren Unternehmenswerten und damit zu höheren Abfindungen führen könnten, auszuschließen. Nach den insoweit nicht angegriffenen Feststellungen der Sachverständigen und lagen die impliziten Kapitalkosten bei ex ante-Sicht bei etwa 9 %. Der hier verwendete Kapitalisierungszinssatz nach TAX-CAPM lag nach der Einschätzung aller hier befassten Bewertungsexperten darunter.

IV. Anforderung weiterer Unterlagen

51 Hinsichtlich der beantragten Vorlage von Arbeitsunterlagen des Erstgutachters und/oder des Prüfers scheidet die Vorlagepflicht der Antragsgegnerin bereits daran, dass sie nicht über die Arbeitspapiere verfügt und die beteiligten Gutachter nicht verpflichtet sind, der Antragsgegnerin die Arbeitspapiere zwecks Vorlage gegenüber dem Gericht bzw. den Antragstellern zu überlassen.

52 Die Antragsgegnerin ist nicht gemäß § 7 Abs. 7 SpruchG zur Vorlage sämtlicher bewertungsrelevanter Dokumente verpflichtet. Zwar bestimmt § 7 Abs. 7 SpruchG, dass der Antragsgegner dem Gericht auf Verlangen Unterlagen vorzulegen hat; dies gilt aber nur für solche, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 04. Juli 2012 – I-26 W 8/10 (AktE) –, Rn. 76, juris). Die Entscheidungserheblichkeit des Inhalts der vorgenannten Unterlagen ist von den Antragstellern jedoch weder dargetan worden noch sonst ersichtlich. Da das Merkmal der Entscheidungserheblichkeit die Vorlagepflicht sachgerecht begrenzen soll, kann es nicht schon dann erfüllt sein, wenn die betreffenden Unterlagen überhaupt mit der Bewertung zu tun haben, da dies im Ausgangspunkt auf sämtliche unternehmensbezogenen Dokumente zutrifft (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 04. Juli 2012 – I-26 W 8/10 (AktE) –, Rn. 76, juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.11.2011, Az. 20 W 3/09; Rn. 80, juris). Das Einsichtsrecht bedeutet auch nicht, dass sämtliche Unterlagen zugänglich gemacht werden müssen, die der Übertragungsprüfer bei seiner Begutachtung verwertet hat. Ein Anspruch besteht nicht, wenn das Gericht – wie hier – die Vorlage der Unterlagen nicht für erforderlich hält (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 04. Juli 2012 – I-26 W 8/10 (AktE) –, Rn. 76, juris). Im Übrigen ist zu bedenken, dass die Unternehmensplanung und die Grundlagen der Bewertung ihren wesentlichen Inhalten nach bereits im Unternehmenswertgutachten und damit im Übertragungsbericht wiedergegeben sind. Darüber hinaus hat der Prüfer die ihm vorgelegten Unternehmensplanungen auch dahingehend überprüft, ob die den Unternehmensbewertungen zugrunde gelegten Unternehmensplanungen der Gesellschaften die zu erwartenden Geschäftsentwicklungen der AKAG in plausibler und begründbarer Weise abbilden und ob und in welcher Weise die Planungsrechnungen der beteiligten Gesellschaften in das Bewertungsmodell des Bewertungsgutachters übernommen worden sind. Bei dieser Sachlage kommt es nicht darauf an, ob die Antragsgegnerin aus Gründen der Geheimhaltung berechtigt ist, die Vorlage von Unterlagen zu verweigern.

V. Gegenstand der Angemessenheitsprüfung

53 Gegenstand der Angemessenheitsprüfung in diesem Spruchverfahren sind die im Anfechtungsverfahren durch Prozessvergleich mit inter omnes-Wirkung heraufgesetzten Barabfindungen i.H.v. EUR 144,68 je Inhaber-Stammaktie und EUR 146,24 je Inhaber-Vorzugsaktie. Die höheren Barabfindungen wurden ausdrücklich unter der Bedingung vereinbart, dass eine gerichtlich höhere Festsetzung im Spruchverfahren auf die vorstehende Erhö-

hung angerechnet wird. Hingegen war die Zusage höherer Barabfindungen im Prozessvergleich nicht an die Bedingung geknüpft, dass ein Spruchverfahren nicht eingeleitet wird. Unter diesen Voraussetzungen entspricht es der Rechtsprechung, die im Vergleichswege vor der Durchführung des Spruchverfahrens heraufgesetzte Barabfindung bei der Angemessenheitsprüfung zu berücksichtigen (OLG München; Beschluss vom 10. Mai 2007 – 31 Wx 119/06 –, Rn. 15, juris).

VI. Einwände gegen das Prüfungsgutachten

- 54 Der Einwand der Antragsteller, das Prüfgutachten sei unbrauchbar, ist unberechtigt.
- 55 Entgegen der Behauptung der Antragsteller ist der Prüfer vom Landgericht Köln und nicht von der Hauptaktionärin ausgewählt worden. Die Kammer ist nicht einem Vorschlag der Antragsgegnerin gefolgt, wie behauptet wird, sondern hat aus dem Kreis der in Betracht kommenden WP-Gesellschaften einen geeigneten und unabhängigen Prüfer ausgewählt und bestellt.
- 56 Die von den Antragstellern kritisierte Parallelprüfung ist Standard. Sie wird den Gegebenheiten der Praxis gerecht, da unter hohem Zeitdruck eine Prüfung vorzunehmen ist, die ohne parallele Bearbeitung kaum zeitgerecht zu bewältigen wäre. Die Parallelprüfung verkürzt das Prüfungsverfahren, da etwaige Beanstandungen des Prüfers direkt berücksichtigt werden können. Die Parallelprüfung ist dementsprechend in der Rechtsprechung anerkannt (BGH, Beschluss vom 21. Mai 2007 – II ZR 266/04 –, juris Rn. 29 mwN.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 24. Mai 2006 – I-26 W 9/06 AktE, 26 W 9/06 AktE –, juris Rn. 19; OLG Frankfurt, Urteil vom 26.08.2009 - 23 U 69/08 -, juris Rn. 80 mwN.).
- 57 Der Vorwurf der Prüfung in eigener Sache ist ebenfalls ohne Substanz. Es war vielmehr sachgerecht, den Prüfer in allen vier zusammenhängenden Spruchverfahren zu bestellen. Auf diese Weise konnte eine konsistente und widerspruchsfreie Prüfungsleistung gewährleistet werden. Zudem wird durch die Bestellung eines einheitlichen Prüfers auch der Aufwand begrenzt. Zudem ist eine mittelbare Selbstprüfung bei der Prüfung mehrerer Konzerngesellschaften schon deshalb fernliegend, da der Prüfer an keine der vorgenommenen Einzelprüfungen vor Abschluss der Gesamtprüfung gebunden ist.
- 58 Schließlich ist entgegen der Rechtserfassung der Antragsteller der Prüfbericht auch inhaltlich nicht zu beanstanden. Der Umfang des Prüfungsberichts ergibt sich aus § 327 c Abs.

2 S. 4 i.V.m. § 293 e Abs. 1 AktG. Nach herrschender Rechtsauffassung handelt es sich bei dem Prüfungsbericht um einen Ergebnisbericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung. Anzugeben ist, nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt wurde, aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen war und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bestimmung der festgelegten Barabfindung aufgetreten sind. Eine völlig eigenständige Prüfung fordert das Gesetz nicht. Dann würde es sich der Sache nach auch nicht mehr um eine Prüfung einer vorgelegten Bewertung handeln, sondern um eine eigenständige Bewertung ohne Bezug zur Ausgangsbewertung. Den gesetzlichen Anforderungen wird das Prüfgutachten gerecht. Der Prüfer hat sich nicht lediglich darauf beschränkt, die vorgenommenen Rechenschritte nachzuvollziehen. Vielmehr hat er sich inhaltlich mit der Bewertung auseinandergesetzt, z. B. zu den Planungsannahmen, dem Kapitalisierungszinssatz u. a.

VII. Erläuterung der Barabfindung in dem Übertragungsbericht

- 59 Die Hauptaktionärin hat die Ermittlung der angemessenen Barabfindung in ihrem Übertragungsbericht vom 15. Mai 2006 mit der Unterstützung von ausführlich erläutert. Ermittelt wurde ein Unternehmenswert der AKAG in Höhe von EUR 4.201,5 Mio. Daraus ergab sich ein rechnerischer Durchschnittswert für beide Aktiegattungen in Höhe von EUR 134,54 pro Aktie. Der Börsenkurs lag laut Bericht in den Zeitraum von drei Monaten vor dem 3. März 2006 (Bekanntgabe der Maßnahme) umsatzgewichtet bei durchschnittlich EUR 126,49 pro Stammaktie und EUR 125,47 pro Vorzugsaktie.
- 60 Zur Berechnung des Unternehmenswerts hat die Antragsgegnerin in dem Übertragungsbericht zunächst den Markt und den Wettbewerb der betroffenen Versicherungsunternehmen ausführlich erläutert. Anschließend sind die angewendeten Bewertungsmethoden dargestellt worden. Das Ertragswertverfahren und das Discount Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) gemäß IDW S 1 sind erläutert worden. Zur Anwendung kam das objektivierte Ertragswertverfahren. Die AKAG wurde als wirtschaftliche Einheit bewertet. Für alle wesentlichen Beteiligungen der AKAG wurden die Planungsrechnungen im Einzelnen analysiert und beurteilt. Beteiligungen von untergeordneter Größe wurden im Kapitalanlageergebnis berücksichtigt, indem eine Verzinsung der jeweiligen Marktwerte zu marktüblichen Eigenkapitalrenditen angenommen wurde. Es wurde eine Gruppenbewertung durchgeführt, d.h. die Ergebnisse der Beteiligungen wurden unter der Annahme der Vollausschüttung und der phasengleichen Vereinnahmung bei der AKAG berücksichtigt. Damit wurde sichergestellt, dass jeweils die volle Ertragskraft der Beteiligungen bei der AKAG

eingestellt und die Zins- und Steuerwirkungen auf der jeweiligen Ebene zutreffend abgebildet wurden.

- 61 Zur Plausibilisierung der Planungsrechnung wurden die Planzahlen der jeweiligen Gesellschaften den entsprechenden Vergangenheitsdaten aus dem Referenzzeitraum 2003-2005 gegenübergestellt. Teilweise wurde der Referenzzeitraum ausgedehnt, soweit dies erforderlich war.
- 62 Die Planung der Kapitalanlagenergebnisse der Versicherungsunternehmen wurde aus bewertungstechnischen Gründen angepasst, da die Planung den Aufbau von stillen Reserven vorsah. Für Bewertungszwecke wurde davon ausgegangen, dass die gesamte Rendite der Kapitalanlagen (Dividende, Zinserträge, Kursgewinne) jährlich voll vereinnahmt wird. Darüber hinaus wurde die Konsistenz bei der Ableitung der Kapitalmarktrenditen zu den Annahmen bei der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes hergestellt und die Entwicklung der versicherungstechnischen Zinserträge berücksichtigt. Das führte im Ergebnis zu höheren Kapitalanlagenergebnissen in Vergleich zur Finanzplanung. Bei der Planung der Kapitalerträge wurde auf den Marktwerten der Bestände zum 31. Dezember 2005 aufgesetzt. Einzelheiten zu Bewertung der Kapitalanlage-Assets wurden erläutert. Steuern auf der Unternehmensebene wurden berücksichtigt. Die ewige Rente (Phase II) wurde aus dem geplanten Jahresüberschuss des Jahres 2008 nach Anpassungen fortgeschrieben. Dabei wurde ein nachhaltiges Wachstum i.H.v. 0,5 % unterstellt.
- 63 Die sich aus der angepassten Planungsrechnung ergebenden Zahlungsreihen wurden um die persönliche Ertragsteuer gekürzt. Mittels des ebenfalls um die persönliche Ertragsteuer gekürzten Kapitalisierungszinssatzes wurde der Ertragswert der AKAG berechnet. Dem Ertragswert der AKAG wurden der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens sowie der Substanzwert (Net Asset Value) der KVAG als Sonderwerte hinzugerechnet.
- 64 Für die AKAG und ihre wesentlichen Beteiligungen wurden nach der angepassten Planungsrechnung folgende Ergebnisse zugrunde gelegt:

	IST			PLAN (angepasst)			Ewige Rente
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 ff.
	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.
AKAG	596,4	208,5	155,1	355,9	321,6	343,3	340,4
Beteiligungen				429,1	396,7	432,9	444,8

- 65 Die Ergebnisse der Beteiligungsunternehmen wurden im Einzelnen erläutert. Die Ergebnisse der AXA Versicherung waren für die Ergebnisse der Beteiligungsunternehmen dominierend. Sie trugen zu den Beteiligungsergebnissen mit ca. 80 % bei. Der Wert des Anteils der AKAG an der KVAG von 23,0 % wurde iterativ aus ihrem anteiligen Net Asset Value abgeleitet, der sich wiederum im Wesentlichen aus dem Anteilswert der KVAG an der AKAG von 25,6 % ergab. Der Net Asset Value der KVAG zum 31. Dezember 2005 betrug EUR 1.033,8 Mio. Davon wurden der AKAG EUR 237,9 Mio. zugerechnet.
- 66 Der auf den 31. Dezember 2005 ermittelte Unternehmenswert der AKAG wurde anschließend auf den Bewertungsstichtag zum 20. Juli 2006 mittels des geschätzten Kapitalisierungszinssatzes aufgezinst. Der Kapitalisierungszinssatz wurde entsprechend dem Bewertungsstandard IDW S 1 unter Verwendung des TAX-CAPM (Tax Capital Asset Pricing Model) ermittelt. Verwendet wurde ein Basiszinssatz i.H.v. 4 %. Ferner kam eine Marktrisikoprämie i.H.v. 5,5 % zur Anwendung. Dabei handelte es sich um den Mittelwert aus der vom IDW für Bewertungen ab dem 1. Januar 2005 empfohlenen Marktrisikoprämie zwischen 5 % und 6 % (nach persönlicher Ertragsteuer). In Rechnung gestellt wurde, dass nach zahlreichen Untersuchungen Nachsteuer-Marktrisikoprämien etwa 1 % höher ausfallen als Vorsteuer-Marktrisikoprämien.
- 67 Der originäre Betafaktor der AKAG wurde nicht verwendet, weil das Bestimmtheitsmaß (R^2) Werte von max. 0,01 ergab. Der Betafaktor wurde deshalb für statistisch nicht aussagekräftig gehalten. Vielmehr wurde eine Peer Group-Bewertung über ein Portfolio von börsennotierten Versicherungs-Aktiengesellschaften vorgenommen. In die Betrachtung gingen insgesamt 64 europäische, amerikanische und asiatische Unternehmen ein, von denen für 59 Unternehmen Betafaktoren verfügbar waren. Es wurden Betafaktoren des Dienstleisters Bloomberg verwendet. Herangezogen wurden wöchentliche Daten bezogen auf einen Zeitraum von zwei Jahren. Als Referenzindex diente für europäische Unternehmen der Dow Jones Stoxx 600, für amerikanische Unternehmen der Standard & Poors 500 und für asiatische Gesellschaften der jeweilige Heimatindex. Aus dieser Gruppe wurden lediglich 48 Unternehmen verwendet, die ein signifikantes Bestimmtheitsmaß aufwiesen. Der Mittelwert der Betafaktoren dieser Gesellschaften betrug ungewichtet 0,99 und gewichtet 1,10.
- 68 Der Wachstumsabschlag beträgt nach dem Übertragungsbericht 0,5 %. Dabei wurde unterstellt, dass Unternehmensgewinne nicht zwingend in Höhe der Inflationsraten steigen.

Nach empirischen Untersuchungen habe sich gezeigt, dass die Wachstumsrate der Gewinne nur etwa 50 % der durchschnittlichen Preissteigerungsrate betragen habe. Daraus ergab sich unter Berücksichtigung der von der europäischen Zentralbank prognostizierten Preissteigerungsrate von etwa 2 % ein Wachstumsabschlag von 1%. Aufgrund gesättigter Märkte im Versicherungswesen und schwankender Ergebnisse der AKAG in der Vergangenheit wurde ein Wachstumsabschlag von 0,5 % für angemessen erachtet.

69 Der Kapitalisierungszinssatz ergab sich danach wie folgt:

Basiszins vor Steuern	4,00 %
Basiszins nach Steuern	2,60 %
Marktrisikoprämie nach Steuern	5,50 %
Betafaktor	0,95
Kapitalisierungszinssatz nach Steuern	7,825 %
Wachstumsabschlag	0,50 %
Kapitalisierungszinssatz nach Steuern, nachhaltig	7,325 %

70 Der Unternehmenswert wurde in dem Übertragungsbericht auf der Grundlage der vorstehend erläuterten Daten und Zahlen wie folgt errechnet:

AXA-Konzern AG	2006	2007	2008	2009 ff.
	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.	€ Mio.
Jahresergebnis	355,9	321,6	343,3	340,4
Typische Ertragsteuer	62,3	56,3	60,1	59,6
Zufluss an Anteilseigner	293,6	265,3	283,2	280,9
Kapitalisierungszinssatz	7,825 %	7,825 %	7,825 %	7,325 %
Barwertfaktor	0,9274	0,8601	0,7977	10,8902
Barwerte jeweils zum 1.1.2006	272,3	228,2	225,9	3.050,7
Ertragswert zum 1.1.2006	3.785,0			
Nicht betriebsnotwendige Vermögen	6,4			
Sonderwerte KVAG (23,0 %)	237,9			
Unternehmenswert zum 1.1.2006	4.029,3			
Aufzinsung	172,2			
Unternehmenswert zum 20.7.2006	4.201,5			

71 Die Beanstandung der Antragsteller, dass eine eigenständige Überprüfung des Übertragungsberichts der Antragsgegnerin nicht möglich sei, da nicht sämtliche Einzelheiten der Bewertung mitgeteilt worden seien und der Bericht zudem auch unübersichtlich sei, ist vor dem Hintergrund der vorstehenden Erläuterungen unbegründet. Der Übertragungsbericht soll lediglich die Überlegungen des Hauptaktionärs zur Ermittlung der Barabfindung deutlich machen, damit den Aktionären eine Plausibilitätskontrolle möglich ist und sie abschätzen können, ob die Abfindung angemessen oder eine gerichtliche Überprüfung des Abfindungsangebotes sinnvoll ist (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 20. Oktober 2005 – I-19 W 11/04 AktE –, Rn. 41, juris). Diesen Anforderungen genügt der Übertragungsbericht, da

in nachvollziehbarer Weise die grundlegenden Annahmen der Unternehmensbewertung und des Börsenwertes der AKAG dargelegt werden.

VIII. Bericht des Übertragungsprüfers

- 72 Der Prüfer hat auf der Grundlage des Beschlusses des Landgerichts Köln vom 8./17. März 2006 die Angemessenheit der angebotenen Barabfindung gemäß §§ 327 c Abs. 2 S. 2-4, 293 c Abs. 1 S. 3-5, 293 d AktG in der Zeit von März bis Mai 2006 geprüft. Bei der Auftragsdurchführung wurde in sinngemäßer Anwendung die Stellungnahme des Hauptfachausschusses des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V., Düsseldorf, HFA 6/1988 "Zur Verschmelzungsprüfung nach § 340 b Abs. 4 AktG" sowie unmittelbar der Bewertungsstandard IDW S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ vom 18. Oktober 2005 beachtet. Ausdrücklich wurde keine eigene Unternehmensbewertung durchgeführt, sondern die Prüfung erstreckte sich auf die der Berechnung der Barabfindung zugrunde gelegten Methoden, die Ableitung der dabei zugrunde gelegten Daten und die Plausibilität der Zukunftseinschätzungen. Besonderes Augenmerk hat der Prüfer auf die zugrunde gelegten gesellschaftseigenen Planungsrechnungen, die vorgenommenen bewertungstechnischen Anpassungen der Planungsrechnungen, den angewandten Kapitalisierungszinssatz, die sachgerechte Anwendung der Bewertungsmethodik, die Existenz von nicht betriebsnotwendigen Vermögen, die Existenz weiterer Vergleichsmaßstäbe und die Börsenkurse der AKAG gerichtet.
- 73 In dem Prüfbericht vom 26. April 2010 wird zunächst die angewandte Methode zur Bewertung der AKAG bestätigt. Die objektivierte Ertragswertmethode nach IDW S 1 wird als sachgerecht bezeichnet. Dabei seien die persönliche Ertragsteuer als auch das Ausschüttungsverhalten bewertungsrelevant. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen sei gesondert zu den Zukunftserträgen hinzuzurechnen. Der Liquidationswert sei grundsätzlich von Belang, er komme vorliegend aufgrund der deutlichen Vorteile bei der Fortführung des Unternehmens aber nicht zum Zuge. Der Substanzwert sei überholt und damit irrelevant für den Unternehmenswert.
- 74 Im Einzelnen wurden zunächst die Vergangenheitsergebnisse und die dabei vorgenommenen Bereinigungen analysiert. Die von dem Übertragungsgutachter vorgenommenen bewertungstechnischen Anpassungen der Planungsrechnungen der Gesellschaften wurden nachvollzogen und gebilligt. Planzahlen wurden an Stichproben geprüft, ob diese rechnerisch und inhaltlich richtig in die Bewertungsmodelle von eingegangen sind.

- 75 Im Einzelnen wurde die Aufspaltung des Bewertungszeitraums in eine Detailplanungsphase und eine Phase der ewigen Rente gebilligt. Der Zeitraum von drei Jahren für die Detailplanungsphase der Jahre 2006-2008 sei angemessen. Angemessen seien auch die technische Bewertung auf den 31. Dezember 2005 und die Aufzinsung des Wertes mittels des Kapitalisierungszinssatzes auf den Bewertungsstichtag 20. Juli 2006. Nicht zu beanstanden sei auch die Unterstellung der Vollausschüttung der Ertragsüberschüsse, da dies sowohl den Planungen der Gesellschaften im AXA-Konzern als auch ihrer bisherigen Ausschüttungspolitik entsprochen habe. Zudem führten Thesaurierungen aufgrund der derzeitigen Wiederanlagemöglichkeiten unterhalb der Eigenkapitalkosten nicht zu ausreichend rentierlichen Investitionen. Die vom Erstgutachter vorgenommene Gruppenbewertung wurde vom Prüfer als sachgerecht beurteilt. Beteiligungen mit wesentlicher Bedeutung für die AKAG seien gesondert bewertet worden. Die übrigen Beteiligungen seien sachgerecht im Kapitalanlageergebnis mit einer Verzinsung ihrer jeweiligen Marktwerte berücksichtigt worden. Die bewertungsrechtliche Anpassung der Kapitalanlageergebnisse durch den Erstgutachter sei ebenfalls sachgerecht. Sonderwerte in Form des Substanzwerts der Anteile von 23,02 % der AKAG an der KVAG sowie der Marktwert von Kunstgegenständen seien angemessen in die Bewertung eingeflossen.
- 76 Bei der Bewertung der AKAG wurde die Bedeutung der AXA Versicherung von dem Prüfer hervorgehoben. Die Ermittlung der Schaden- und Kostenquote der AXA Versicherung und ihrer Komponenten wurden einer genaueren Betrachtung unterzogen. Bei der Planung der Schadenquoten der AXA Versicherung wurde angesichts der veränderten Strategie zur Erzielung von Wachstum und des zyklischen Verlaufs in der Vergangenheit eine Steigerung im Vergleich zum Geschäftsjahr 2005 erwartet. Die dabei unterstellte rückläufige Kostenquote sei von geringfügig angehoben worden, was vertretbar sei. Auch die Annahmen zum Rückversicherungsgeschäft seien im Marktvergleich plausibel. Die für die Lebens- und Krankenversicherungsgesellschaften sowie – in abgewandelter Form – für die Sparte Unfallversicherung mit Beitragsrückgewähr der AXA Versicherung geforderte separate Betrachtung der Bestandsbewegung, der Entwicklung der Deckungsrückstellung, der Rückstellung für Beitragsrückerstattung (nachfolgend „RfB“), der Beitragsüberträge, der Direktgutschriften und der Bewegung der verzinslichen Ansammlung sowie der Solvabilität seien durch aktuarielle Berechnungen des Erstgutachters und des Prüfers plausibilisiert worden. Die modifizierte Berechnung des Kapitalanlageergebnisses habe zu höheren Rohüberschüssen geführt, die ihrerseits bei den Lebens- und Versicherungs-

gesellschaften des Konzerns auch die Anpassung der Zuführung zur RfB erforderlich gemacht habe. Insbesondere die für die Ermittlung des an die Anteilseigner ausschüttbaren Ergebnisses wesentliche RfB-Quote sei sukzessive auf oder in die Nähe des Marktdurchschnitts angehoben bzw. gesenkt und für die ewige Rente fortgeschrieben worden. Auch die zentrale Kostenplanung im AXA-Konzern sei sachgerecht erfolgt und plausibel. Insgesamt wurden die ermittelten ausschüttungsfähigen Jahresüberschüsse der AKAG von dem Prüfer für nachvollziehbar und plausibel erachtet.

77 Bei der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes wurden sowohl das Ergebnis von 7,825 % für die Detailplanungsphase und 7,325 % für die ewige Rente als auch die Parameter des Erstgutachters bestätigt, das heißt ein Basiszinssatz von 4 %, vermindert um eine typisierte Steuerbelastung der Anteilseigner von 35 %, eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach persönlicher Einkommensteuer, ein Betafaktor von 1,0 (abgerundet auf 0,95 im Hinblick auf mögliche Steigerungen des Basiszinssatzes) und ein Wachstumsabschlag von 0,5 %.

78 Der Börsenkurs der AKAG-Aktie wurde von dem Prüfer für den Referenzzeitraum entsprechend § 5 Abs. 3 WpÜG-Angebotsverordnung vom 3. Dezember 2005 bis zum 2. März 2006 (Bekanntgabe der Maßnahme) ermittelt, und zwar i.H.v. EUR 126,49 je Inhaber-Stammaktie und EUR 125,47 je Inhaber-Vorzugsaktie. Abfindungsrelevant sei daher der höhere rechnerische quotale Unternehmenswert der AKAG-Aktie zum Bewertungsstichtag i.H.v. EUR 134,54 auf der Basis eines Unternehmenswertes i.H.v. EUR 4.201,5 Mio.

IX. Sachverständigengutachten

79 Das Sachverständigengutachten von [redacted] weicht im Ergebnis erheblich von den Gutachten des Erstgutachters und des Prüfers ab. Die Sachverständigen haben auf der Grundlage des Unternehmenswerts der AKAG eine Barabfindung zum 20. Juli 2006 i.H.v. EUR 237,74 je Stammaktie und EUR 238,77 je Vorzugsaktie der AKAG ermittelt, wohingegen die von den Vorgutachtern berechneten Abfindungen EUR 134,54 je Stammaktie und Vorzugsaktie der AKAG betragen. Der von [redacted] ermittelte Börsenkurs je Aktie liegt für alle in Betracht kommenden Referenzzeitraum erheblich unter dem Unternehmenswert je Aktie.

80 Die Sachverständigen haben am 28. September 2015 auf der Grundlage des gerichtlichen Beweisbeschlusses ein umfangreiches Gutachten zu dem Unternehmenswert der AKAG (Teil I und II) vorgelegt. Ferner haben sie zu dem Gutachten Anlagenbände vorgelegt mit

separaten Unternehmensbewertungen zu den wesentlichen Beteiligungen der AKAG, und zwar wie folgt:

- Anlagenband 1 – AXA Versicherung (Teil I und II);
- Anlagenband 2 – AXA Leben;
- Anlagenband 3 – AXA Kranken;
- Anlagenband 4 – DÄV;
- Anlagenband 5 – Pensionskasse;
- Anlagenband 6 – AXA Bank;
- Anlagenband 7 – AXA Art.

81 In dem AKAG-Gutachten werden zunächst der Zweck der vorliegenden Unternehmensbewertung und die rechtlichen Anforderungen an die Wertermittlung dargelegt. Im Anschluss daran werden die rechtlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse der AKAG erläutert. Die Untersuchungen zum Unternehmenswert der AKAG beginnen mit methodischen Vorbemerkungen, in denen die Bewertungsmethoden zur Schätzung des Unternehmenswerts und die Grundsätze zur Börsenwertermittlung dargestellt werden. Die Sachverständigen folgen dabei den etablierten Grundsätzen bei Bewertung von Unternehmen und Aktien. Es folgen Ausführungen zu den Bewertungsgrundlagen, insbesondere zur Ausschüttungspolitik und zur Berücksichtigung persönlicher Steuern und zur Vorgehensweise bei den Beteiligungsunternehmen. Breiten Raum nimmt dann die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ein. Der Basiszinssatz, der Risikozuschlag einschließlich Marktrisikoprämie und Betafaktor sowie der Wachstumsabschlag werden ausführlich erläutert. Es folgen Ausführungen zu den gesondert bewerteten Beteiligungen und der übrigen Beteiligungen sowie zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen und den Sonderwerten.

82 Im Teil II des AKAG-Gutachtens werden die Fragestellungen des Landgerichts Köln gemäß Beweisbeschluss vom 23. Mai 2008 beantwortet, insbesondere zu der Plausibilität der Planungsrechnung der AKAG, der Systematik der Planungsrechnung (Gruppenbewertung versus Anhängerverfahren), dem Beobachtungszeitraum, den Ausschüttungsannahmen, den Synergieeffekten, der persönlichen Ertragsteuer, dem Kapitalisierungszinssatz, dem Wachstumsabschlag, dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen, dem Liquidationswert und dem Börsenkurs. Schließlich gehen die Sachverständigen in ihrem Gutachten auf die von den Verfahrensbeteiligten schriftsätzlich vorgebrachten Einwendungen gegen die Bewertung des Erstgutachters und des Prüfers hinsichtlich der Bewertungsmethode, der Struktur des Bewertungsmodells, des Kalkulationszinssatzes, der Ertragsplanung der AKAG, der Ertragsplanung der AKAG-Tochtergesellschaften, des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, der Sonderwerte, der Eingliederung der DBV Winterthur, der Marke AXA u. a. ausführlich ein.

- 83 Zur Ermittlung des Unternehmenswerts sprechen sich die Sachverständigen in Übereinstimmung mit der Rechtsprechung für die Verwendung des Ertragswertverfahrens gemäß IDW S 1 aus. Der Substanzwert wird als untauglicher Wertmaßstab für den Unternehmenswert verworfen. Der Liquidationswert des Unternehmens wird als Untergrenze der Bewertung für relevant erachtet. Es wird aber davon ausgegangen, dass bei überschlägiger Berechnung der Fortführungswert der AKAG deutlich über ihrem Zerschlagungswert liegt. Das Multiplikator-Verfahren wird erläutert. Angesprochen werden ebenso die besonderen Bewertungsfaktoren im Versicherungsgeschäft. Echte Synergieeffekte werden in Übereinstimmung mit der herrschenden Meinung in Rechtsprechung und Literatur für nicht bewertungsrelevant gehalten. Schließlich werden die Grundsätze zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses als Indikator für den Verkehrswert der Aktie bzw. des Unternehmens dargestellt.
- 84 Mit dieser Vorgabe ist zunächst der Börsenwert der AKAG ermittelt worden, und zwar sowohl als Durchschnittskurs in einem Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Maßnahme als auch in einem Zeitraum von drei Monaten vor dem Stichtag. Berücksichtigt worden sind die Kurse aller Börsenplätze in Deutschland, an denen die Aktien der AKAG in den genannten Zeiträumen gehandelt wurden. Außergewöhnliche Tagesausschläge und kurzfristige sprunghafte Entwicklungen der Aktiennotierungen sind eliminiert worden. In dem Zeitraum von drei Monaten vor dem Stichtag am 20. Juli 2006 haben sich Durchschnittskurse von EUR 144,67 je Stammaktie und EUR 146,35 je Vorzugsaktie ergeben. Für den Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Maßnahme (21. Dezember 2005) haben sich Durchschnittskurse von EUR 77,36 je Stammaktie und EUR 74,92 je Vorzugsaktie ergeben. Die von ermittelten Durchschnittskurse weichen folglich nur geringfügig von den Vorgutachtern ab.
- 85 Die nach der BGH-Rechtsprechung maßgeblichen Börsenkurse in dem Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Maßnahme (vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II/09, Juris) liegen ganz erheblich unter der von der Antragsgegnerin ursprünglich gewährten Abfindung in Höhe von EUR 134,54. Eine genaue Hochrechnung dieser Durchschnittsbörsenkurse unter Berücksichtigung der Entwicklung der Kapitalmärkte bis zum 20. Juli 2010 ist unterblieben, da eine überschlägige Ermittlung der Wertentwicklung zweier Aktienindizes (CDAX und STOXX EUROPE 600 INSURANCE) zu hochgerechneten Werten geführt hatte, die noch immer deutlich unter den von der Antragsgegnerin für die Abfindung zugrunde gelegten Werten liegen.

86 Zum Zwecke der Unternehmensbewertung der AKAG werden in dem Gutachten zunächst die Bewertungsgrundlagen beschrieben. Daraus ergibt sich, dass die AKAG einschließlich ihrer Beteiligungsunternehmen als wirtschaftliche Einheit bei unbegrenzter Lebensdauer bewertet worden ist. Die bewertungsrelevante Ausschüttungspolitik der Gesellschaft ist geprüft worden. Im AXA-Konzern sind Konzepte der Konzern-Gesellschaften zu einer Ausschüttungspolitik nicht vorhanden gewesen. In der Ausgangsbewertung der AKAG ist bei den Prognosen grundsätzlich von einer Vollausschüttung der Ergebnisse ausgegangen worden, da dies der Praxis des AXA-Konzerns entsprochen und Wiederanlagemöglichkeiten zum Kapitalisierungszinssatz zuzüglich Steuern im Kapitalanlagenportfolio der berücksichtigten Versicherungsgesellschaften in der Regel nicht bestanden habe. Aktienrückkäufe seien ebenfalls nicht als alternative Gewinnverwendungsmöglichkeit in Betracht gekommen.

87 In Abweichung von den Vorgutachtern haben die Sachverständigen die Beteiligungen der AKAG nicht durch eine Gruppenbewertung, sondern durch das Anhängerverfahren in den Gesamtwert der AKAG einbezogen. Dabei wurden die Beträge der wesentlichen Beteiligungen gesondert errechnet und nach Maßgabe der bestehenden Beteiligungsverhältnisse zum Stichtag 20. Juli 2006 zusammengerechnet. Das Gruppenverfahren und das Anhängerverfahren führen laut bei identischen Planungsdaten und Kapitalisierungszinssätzen zu gleichen Ergebnissen. Die Ergebnisse der übrigen Beteiligungen sind, in Übereinstimmung mit der Vorgehensweise der Vorgutachter, im Kapitalanlagenergebnis berücksichtigt worden.

88 hat den Kapitalisierungszinssatz gemäß üblicher Vorgehensweise in seine Bestandteile Basiszinssatz (nach Steuern), Risikoprämie (Marktrisikoprämie X Betafaktor nach Steuern) und Wachstumsabschlag zerlegt. Die Sachverständigen haben anhand der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Marktdaten den Basiszinssatz anhand der Zinsstrukturkurve nach der Svensson-Methode ermittelt. Daraus hat sich ein durchschnittlicher Basiszinssatz von 4,361% für den Zeitraum von drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag ergeben. Zusätzlich haben sie gemäß den Empfehlungen des IDW-Fachausschusses Unternehmensbewertung (FAUB) unspezifische Durchschnittszinssätze über alternative Zeiträume berechnet. Dabei habe sich ergeben, dass sich bei einer Annäherung an den Stichtag keine verfestigten Veränderungen feststellen lassen. Im Ergebnis sprechen sich die Sachverständigen daher für den durchschnittlichen Basiszinssatz i.H.v. 4,361 % aus, ermittelt aus dem Zeitraum von drei Monaten vor dem Stichtag.

- 89 Die Sachverständigen haben den Risikozuschlag ebenfalls anhand des in der Rechtsprechung anerkannten TAX-CAPM hergeleitet. Es handelt sich dabei um eine Weiterentwicklung des Standard-CAPM, das zusätzlich persönliche Ertragsteuern einbezieht. Der Risikozuschlag ermittelt sich nach dem CAPM aus der Multiplikation des Marktpreises für die Risikoübernahme auf dem Kapitalmarkt (Marktrisikoprämie) mit dem unternehmensspezifischen Risiko (Betafaktor). Bei der Besteuerung der Rendite börsennotierter Unternehmen wird zwischen der Kursgewinnrendite und der Dividendenrendite unterschieden. Nach den damaligen Steuervorschriften wurde die Kursgewinnrendite unter gewissen Voraussetzungen nicht besteuert, die Dividendenrendite hingegen im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens hälftig besteuert.
- 90 Die Marktrisikoprämie wird in dem Gutachten von ausgiebig diskutiert. Danach gelangen empirische Kapitalmarktstudien zu Marktrisikoprämien in Deutschland zu Werten zwischen 4,08 % und 11,10 %. Dabei wurden jedoch sehr unterschiedliche Parameter hinsichtlich Ermittlungszeitraum, Marktportfolio, Haltedauer und Steuern verwendet. Der FAUB hat auf dieser Grundlage für die Marktrisikoprämie unter der Geltung des Halbeinkünfteverfahrens eine Bandbreite der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,00 % bis 6,00 % empfohlen. Diese Empfehlung orientiert sich auch an den empirischen Untersuchungen von Stehle, die allerdings Widerspruch in der Literatur erzeugt haben. Eigene Berechnungen der Sachverständigen zeigen, dass die Marktrisikoprämie bei kürzeren Beobachtungszeiträumen erheblich schwankt bzw. absinkt. Allerdings halten sie es für sachgerecht, einen möglichst langen Zeitraum für die Ermittlung der Marktrisikoprämie zu verwenden, was zu einer durchschnittlichen Marktrisikoprämie von 6,54 % führt. Ferner sei es sachgerecht, den Zeitraum von 1955-1960 als nicht repräsentative Aufbauphase auszugleichen, was zu einer Veränderung der Marktrisikoprämie auf durchschnittlich 4,35 % führt. Bei der Wahl des Marktportfolios und der risikolosen Anleihen schließen sich die Sachverständigen der üblichen Vorgehensweise zur Verwendung von DAX, CDAX und REXP AN.
- 91 Besondere Aufmerksamkeit widmen die Sachverständigen der arithmetischen oder geometrischen Mittelwertberechnung, deren Auswirkungen anhand der ursprünglichen Stehle-Daten erläutert werden (6,66 % arithmetisches Mittel, CDAX, nach persönlichen Steuern; 3,81 % geometrisches Mittel, CDAX, nach persönlichen Steuern). Aus gutachterlicher Sicht gebe es keine belastbaren Hinweise darauf, ob die arithmetische oder die geometri-

sche Mittelwertbildung die ökonomische Realität exakt wiedergebe. Eine Beispielsrechnung über einen Beobachtungszeitraum von 40 Jahren und variierenden Haltedauern von 1, 5, 10 und 20 Jahren zeige, dass sich die Marktrisikoprämie für den Zeitraum von 1964-2003 bei arithmetischer Berechnung von 4,76 % (1 Jahr Haltedauer) auf 2,26 % (20 Jahre Haltedauer) verringere. Das zeige, dass sich im Zeitverlauf die arithmetisch ermittelte Marktrisikoprämie bei längerer Haltedauer an die geometrisch ermittelte Marktrisikoprämie angleiche. Aus gutachterlicher Sicht sei im Ergebnis – auch aus steuerlichen Sicht – von einer längeren Haltedauer als 1 Jahr auszugehen.

- 92 Die Gutachter befürworten ferner in ihrem Gutachten eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern. Sie unterstellen, dass Investoren bei ihren Entscheidungen von der Besteuerung beeinflusst werden. Im Ergebnis halten die Sachverständigen eine Marktrisikoprämie i.H.v. 5,00 % nach persönlichen Steuern für sachgerecht. Sie weichen insofern um 0,5 % nach unten von den Vorgutachtern ab, die eine Marktrisikoprämie von 5,5 % veranschlagt hatten.
- 93 Die Herleitung der Betafaktoren für die AKAG und die Beteiligungsunternehmen nimmt in dem Gutachten der Sachverständigen breiten Raum ein. Der Betafaktor spiegle das systematische Risiko eines Einzelwerts im Vergleich zum Gesamtmarkt wieder. Entscheidend sei die Korrelation zwischen den Kursreaktionen des Einzelwerts und denen des Marktes (DAX). Die Sachverständigen weisen dabei auf die grundsätzlichen Bedenken hin, die Betafaktoren von Versicherungsunternehmen zu verwenden. Die in der Literatur diskutierten Bedenken werden dargestellt. Bei der Prüfung des Betafaktors der AKAG ist von nicht lediglich die statistische Signifikanz in den Blick genommen worden, so die Vorgutachter, sondern es ist zusätzlich geprüft worden, ob der vom TAX-CAPM unterstellte Zusammenhang zwischen den Schwankungen der Aktien und den Schwankungen des Marktes durch die Verwendung der eigenen Kursdaten zutreffend wiedergegeben wird. Ausführlich sind für die börsennotierten AKAG, die AXA Leben, die DAV und die KVAG die Verteilungen der Renditepaare im Bereich von -6 % bis +6 % über den Beobachtungszeitraum, die Kursverläufe, die Handelstage und die Handelsvolumina dargestellt worden. Zusammenfassend kommen die Sachverständigen zu dem Schluss, dass die Betafaktoren der vorgenannten Gesellschaften aufgrund verzerrter Anpassungsprozesse nicht verwendet werden können.
- 94 Aus diesem Grund sind für die AKAG Peer Group-Betafaktoren geschätzt worden, und zwar auch für alle nicht börsennotierten Beteiligungsgesellschaften. Aus der Gruppe der

Vergleichsunternehmen sind zwei Peer Groups gebildet worden, und zwar eine enge Peer Group, bestehend aus den Vergleichsunternehmen, die in ihren Geschäftsbereichen dem zu bewertenden Unternehmen ähnlich sind und eine weite Peer Group, bestehend aus allen potenziellen Vergleichsunternehmen. Als potenzielle Vergleichsunternehmen sind 11 deutsche Erst-Versicherungsunternehmen identifiziert worden, die hinsichtlich ihres Tätigkeitsbereichs/Produktspektrums und des Anteils des Auslandsgeschäfts mit dem zu bewertenden Unternehmen vergleichbar sind. Zur Identifizierung der vergleichbaren Unternehmen sind die Anteile der Geschäftsbereiche Sachversicherung, Krankenversicherung, Lebensversicherung und Sonstige sowie der Anteil des Inlandsgeschäfts über alle Geschäftsbereiche ermittelt und verglichen worden. Im Ergebnis sind drei potenzielle Vergleichsunternehmen ausgeschlossen worden. Die Betafaktoren dieser Unternehmen waren nicht belastbar. Von den verbleibenden Vergleichsunternehmen sind solche mit einem Bestimmtheitsmaß R^2 von unter 2,6 % ausgeschlossen worden, da geringere Betafaktoren nicht dem statistischen Gütekriterium genügten.

95 Die Analyse über beide Peer Groups führt nach den Berechnungen der Sachverständigen zu Betafaktoren in einer Spannbreite von 0,44-1,01 (inklusive Allianz SE) bzw. bis 0,47 (ohne Allianz SE). Die Allianz SE wurde aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsstruktur mit nur 29,6 % Inlandsgeschäft für nicht repräsentativ für die AKAG bezeichnet und unberücksichtigt gelassen. Im Ergebnis kommen die Sachverständigen zu Betafaktoren der engen Peer Group von durchschnittlich 0,44 und der weiten Peer Group von durchschnittlich 0,64. Für die AKAG wird ein Betafaktor von 0,6 als angemessen angesehen. Dieser Betafaktor sei auch im Rahmen der Bewertung der AKAG im Zusammenhang mit der Verschmelzung der AXA Colonia Versicherung AG mit der Nordstern Allgemeine Versicherung AG (Bewertungsstichtag 11. Mai 1999) ermittelt und verwendet worden. Betafaktoren von 0,6 seien auch vereinbar mit empirischen Betafaktoren für Sachversicherungsunternehmen, die vom LG Köln und OLG Düsseldorf bestätigt worden seien. Ähnliche Überlegungen hat für die Peer Group-Bildung der Lebensversicherungs-, Krankenversicherungs- und Sachversicherungsunternehmen des AXA-Konzerns vorgenommen.

96 In Übereinstimmung mit dem IDW S 1 sind die Betafaktoren anhand historischer Kapitalmarktdaten gewonnen worden. Als Referenzindex ist der CDAX verwendet worden. In Übereinstimmung mit den Vorgutachtern ist ein Beobachtungszeitraum mit wöchentlichen Renditeintervallen für sachgerecht erachtet worden.

97 Grundsätzlich wird von den Sachverständigen ein dauerhaftes Wachstum für Unternehmensgewinne unterstellt. Es sei allerdings nicht ohne weiteres davon auszugehen, dass Unternehmensgewinne automatisch mit der Inflationsrate wachsen. Empirische Untersuchung über die Höhe und die Komponenten des Wachstums (Inflation, Absatzausweitung, Profitabilität) von Versicherungsunternehmen seien nicht vorhanden. Nach den Statistiken der BaFin habe die Versicherungsbranche in den Jahren 2003-2006 im Durchschnitt ein Wachstum der Jahresüberschüsse von rund 10,29 % erzielt. Angemessen sei für die AKAG in Abweichung von den Vorgutachtern ein höherer Wachstumsabschlag von 1,00 %. Dabei sei insbesondere berücksichtigt worden, dass die Eigenkapitalausstattung der AKAG keinen wachstumsbegrenzenden Faktor darstelle, da zum Bewertungsstichtag die erforderliche Solvabilitätsspanne überdeckt gewesen sei.

98 Für die Berechnung haben die Sachverständigen zusammenfassend mit folgenden Kapitalisierungszinssätzen gearbeitet:

	Basiszins vor Steuern %	Typisierte persönliche Steuern %	Basiszins nach Steuern %	Marktrisikoprämie nach Steuern %	Beta-Faktor	Risikozuschlag nach Steuern %	Kapitalisierungszinssatz nach Steuern %	Wachstumsabschlag %	Kapitalisierungszinssatz nach Steuern (ewige Rente) %
AXA Lebensversicherung	4,3610	-1,5264	2,8346	5,0000	0,50	2,5000	5,3346	-1,0000	4,3346
Pro bAV Pensionskasse AG	4,3610	-1,5264	2,8346	5,0000	0,50	2,5000	5,3346	-1,0000	4,3346
Deutsche Ärzteversicherung	4,3610	-1,5264	2,8346	5,0000	0,50	2,5000	5,3346	-1,0000	4,3346
Krankenversicherung									
AXA Krankenversicherung AG	4,3610	-1,5264	2,8346	5,0000	0,50	2,5000	5,3346	-1,0000	4,3346
Sachversicherung									
AXA Versicherung AG	4,3610	-1,5264	2,8346	5,0000	0,60	3,0000	5,8346	-1,0000	4,8346
AXA Art Versicherung AG	4,3610	-1,5264	2,8346	5,0000	0,80	3,0000	5,8346	-1,0000	4,8346
Roland Rechtsschutz-Versicherungs-AG	4,3610	-1,5264	2,8346	5,0000	0,80	3,0000	5,8346	-1,0000	4,8346
Deutsche Ärzte-Versicherung Allgemeine Versicherungs-AG	4,3610	-1,5264	2,8346	5,0000	0,60	3,0000	5,8346	-1,0000	4,8346
Holding, sonstige Kölnische Verwaltungs-Aktiengesellschaft für Versicherungswerte	4,3610	-1,5264	2,8346	5,0000	0,60	3,0000	5,8346	-1,0000	4,8346
AXA Konzern AG	4,3610	-1,5264	2,8346	5,0000	0,80	3,0000	5,8346	-1,0000	4,8346
AXA Bank AG	4,3610	-1,5264	2,8346	5,0000	0,95	4,7500	7,5846	-1,0000	6,5846
AXA Investment Managers S.A.	4,3610	-1,5264	2,8346	5,0000	0,95	4,7500	7,5846	-1,0000	6,5846
Deutsche Ärzte Finanz Beratungs- und Vermittlungs-AG	4,3610	-1,5264	2,8346	5,0000	0,60	3,0000	5,8346	-1,0000	4,8346
Vorgutachter	4,0000	-1,4000	2,6000	5,5000	0,95	5,2250	7,8250	-0,5000	7,3250

99 Nach den Schätzungen der Sachverständigen liegen die Erträge vor Steuern für die Planungsjahre 2006 ff. zwischen EUR -25,6 Mio. bis EUR -36,7 Mio. Dabei sind die Beteiligungserträge der AKAG nicht berücksichtigt. Unter Berücksichtigung steuerlicher Verlustvorträge zum Bewertungsstichtag haben sich aufgrund der steuerlichen Verlustrechnung entsprechende Steuererträge im Prognosezeitraum ergeben.

100 Im Einzelnen haben die Sachverständigen die Erträge der AKAG aus den Ausleihungen des Finanzanlagevermögens, den Erträgen aus sonstigen Kapitalanlagen, den Zinsen und ähnliche Aufwendungen, den Abschreibungen auf Finanzanlagen, den Aufwendungen für Kapitalanlagen, den sonstigen betrieblichen Erträgen/Aufwendungen, dem außerordentlichen Ergebnis und den Steuern vom Einkommen und vom Ertrag dargestellt. Im Ergebnis haben sie unter Anwendung eines Zinssatzes i.H.v. 5,8346 % bzw. 4,8346 % einen negativen Barwert der AKAG zum 31. Dezember 2005 i.H.v. EUR -165,2 Mio. ermittelt, wie sich aus der nachfolgenden Darstellung ergibt:

	Ist	Ist	Ist	Plan	Plan	Plan	Plan
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 #
	Mio.	Mio.	Mio.	Mio.	Mio. €	Mio.	Mio. €
Ableitung des Unternehmenswertes							
Erträge aus Beteiligungen und Gewinnabführungsver-	180,1	274,2	250,9				
Erträge aus Ausleihungen des Finanzanlagevermö-	0,0	15,5	14,5	10,7	22,2	22,2	16,5
Erträge aus sonstigen Kapitalanlagen	478,0	4,7	22,1	14,2	18,4	15,7	13,5
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-55,3	-67,7	-69,0	-65,6	-61,1	-61,3	-50,9
Abschreibungen auf Finanzanlagen und Wertpapiere							
Umlaufvermögens	0,0	0,0	-83,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Aufwendungen für Kapitalanlagen	-3,0	-38,0	-4,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-3,4	-3,7	-3,9	-3,9	-7,9	-6,3	-4,7
Ergebnis vor Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	596,4	185,0	126,0	-36,7	-27,1	-28,4	-25,6
außerordentliches Ergebnis	0,0	27,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
gutachterliche Korrekturen							
Erträge aus Ausleihungen des Finanzan-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erträge aus sonstigen Kapitalanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	-1,9
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	0,0	0,0	-0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	0,0	-4,0	29,1	62,7	35,9	28,6	14,3
Ergebnis nach Steuern	596,4	208,3	155,1	25,7	7,9	-1,3	-13,2
typisierte persönliche Ertragsteuer				-4,5	-1,4	0,2	2,3
Zufluss an Anteilseigner				21,2	6,5	-1,1	-10,9
Perioden				1	2	3	4
Barwertfaktor				0,94487	0,89278	0,84356	0,84356
Barwert ewige Rente per 2009							-225,4
Barwerte				20,0	5,8	-0,9	-190,1
Summe Barwert				-165,2			

- 101 Der Wert der AXA Leben beträgt zum gleichen Zeitpunkt EUR 1.066,5 Mio. Dieser ist aufgrund der Beteiligung von 99,14 % i.H.v. EUR 1.057,4 Mio. als Beteiligungswert in die Gesamtbewertung eingeflossen.
- 102 Der Ertragswert der DÄV liegt zum Stichtag bei EUR 82,1 Mio. Diesem Betrag liegt ein Unternehmenswert pro Aktie i.H.v. EUR 28,75 zugrunde. Die Sachverständigen haben für die DÄV einen höheren Börsenkurs je Aktie zum Stichtag i.H.v. durchschnittlich EUR 61,60 ermittelt. Auf dieser Grundlage ist für die DÄV ein Gesamtwert i.H.v. EUR 177,4 Mio. angesetzt worden. Entsprechend der Beteiligung der AKAG an der DÄV von 97,87 % ist ein Betrag i.H.v. EUR 173,6 Mio. in die Ertragsbewertung der AKAG eingeflossen.
- 103 Der Ertragswert der AXA Kranken beträgt laut Gutachten EUR 436,3 Mio. Davon entfallen auf die AKAG aufgrund ihrer Beteiligung von 64,34 % umgerechnet EUR 280,7 Mio.
- 104 Die Pensionskasse hat laut Gutachten einen Ertragswert zum Stichtag i.H.v. EUR 69,8 Mio. Der näherungsweise von berechnete Substanzwert der Pensionskasse beträgt zum 20. Juli 2006 EUR 80,8 Mio. Daher ist dieser höhere Betrag verwendet und mit 100 % berücksichtigt worden.
- 105 Der Ertragswert der AXA Bank beläuft sich nach der Schätzung der Sachverständigen zum Stichtag auf EUR 41,0 Mio. Der näherungsweise von berechnete Substanzwert beträgt zum Stichtag allerdings EUR 72,3 Mio. Dieser höhere Betrag ist in die AKAG-Bewertung zu 100 % eingegangen.
- 106 Die AXA Art ist zum 20. Juli 2006 in Höhe des vollen Ertragswertes i.H.v. EUR 302,4 geschätzt worden.
- 107 Der Ertragswert der AXA Investment Managers zum 31.12.2005 beträgt EUR 2.834,4 Mio. Der der AKAG zuzurechnende Ertragswert beträgt bei einer Beteiligungsquote von 6,55 % EUR 193,4 Mio.
- 108 Zusammenfassend haben die Sachverständigen den Unternehmenswert der AKAG wie folgt dargestellt:

AKAG	31.12.2005	Aufzinsung	20.07.2006	Anteil	Anteiliger Ertragswert
	Mio. €	Mio. €	Mio. €		Mio. €
1 AKAG (ohne Beteiligungen)	-166,2	-5,3	-170,5	100,00%	-170,5
2 AXA Versicherung	4.770,9	153,3	4.924,2	100,00%	4.924,2

3 AXA Leben	1.036,1	30,4	1.066,5	99,14%	1.057,4
4 DÄV	n.a.	n.a.	177,4	97,87%	173,6
5 AXA Kranken.	423,0	12,5	436,4	64,34%	280,8
6 Pensionskasse	78,5	2,3	80,8	100,00%	80,8
7 AXA Art	293,0	9,4	302,4	100,00%	302,4
8 AXA Bank	69,4	2,9	72,3	100,00%	72,3
9 AXA Investment Managers	2.834,4	118,4	2.952,8	6,55%	183,4
10 DÄF	68,6	2,0	70,6	100,00%	70,6
11 nicht betriebsnotwendiges Vermögen	6,3	0,20	6,50	100,00%	6,5
12 KVAG (net asset value)	1.845,9	59,3	1.905,2	23,01%	438,4
Gesamt					7.429,9

X. Fragestellungen gemäß Beweisbeschluss vom 23. Mai 2008

109 Die Sachverständigen sind in ihrem Gutachten Teil II auf die Fragestellungen gemäß Beweisbeschluss der Kammer vom 23. Mai 2008 eingegangen. Gefragt war nach der Plausibilität der Planungsrechnung der AKAG, der Systematik der Planungsrechnung, dem Beobachtungszeitraum, den Ausschüttungsannahmen, den Synergieeffekten, den persönlichen Ertragsteuern, dem Kapitalisierungszinssatz, dem Wachstumsabschlag, den nicht betriebsnotwendigen Vermögen und dem Liquidationswert der AKAG. Im Einzelnen:

1. Plausibilität der Planungsrechnung

110 Die Sachverständigen haben die Plausibilität der Planungsrechnung bestätigt, obwohl der Konzernjahresüberschuss der AKAG in Geschäftsjahr 2006 nach IFRS-Rechnungslegung mit ca. EUR 433 Mio. erheblich über der Planung nach HGB-Rechnungslegung mit ca. EUR 356 Mio. lag. Es ist ausgeführt worden, dass es für die Bestimmung des objektivierten Unternehmenswerts nicht relevant sei, nach welchen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB oder IFRS) die Prognose der entziehbaren Überschüsse erfolge. Die HGB-Rechnungslegungsvorschriften seien wesentlich durch das handelsrechtliche Vorsichtsprinzip bestimmt, die IFRS-Rechnungslegungsvorschriften hingegen weit weniger. Die Differenz der Jahresabschlüsse nach HGB und IFRS sei daher unbedenklich.

2. Gruppenbewertung versus Anhangverfahren

111 Die Sachverständigen bestätigen, dass die Systematik der Planungsrechnung keine Auswirkungen auf das Ergebnis habe. Unabhängig davon, ob der Planung eine Gruppenbewertung oder eine Einzelbewertung zugrunde liege, seien die Ergebnisse bei konsistenten

Planannahmen identisch. Der Unterschied zwischen beiden Methoden bestehe in den Annahmen zur Risikostruktur und den Wachstumsaussichten der einzelnen Beteiligungen, die bei der Gruppenbewertung einmalig auf der Ebene der AKAG, bei der Einzelbewertung individuell auf der Ebene der einzelnen Beteiligungen bezogen seien. Hinweise auf mögliche Verzerrungen durch eine Gruppenbewertung seien nicht vorgefunden worden.

3. Beobachtungszeitraum

112 bestätigt, dass die Berücksichtigung der Vergangenheitsergebnisse aus den letzten drei Jahren vor dem Stichtag ausreichend ist, um eine belastbare Grundlage zur Beurteilung von Planungsannahmen zu generieren.

4. Ausschüttungsannahmen

113 Unter Verweis auf vorherige Ausführungen bestätigen die Sachverständigen, dass die den Planungen zugrundeliegenden Ausschüttungsannahmen zutreffend seien. Die Vollausschüttungsannahme sei sachgerecht, da erwirtschaftete Gewinne in der Vergangenheit grundsätzlich ausgeschüttet worden seien. Ein individuelles Konzept zur Ausschüttungspolitik der AKAG habe zum Bewertungsstichtag nicht vorgelegen.

5. Synergieeffekte

114 Nach den Feststellungen von sind Synergieeffekte in den Planungen explizit nicht berücksichtigt worden. Erörtert werden Verbundeffekte im Zusammenhang mit der Übertragung der Aktien gemäß § 327 AktG als auch mit der Übernahme der Winterthur GROUP durch die AXA-Gruppe.

115 Kosteneinsparungen im Zusammenhang mit der Aktienübertragung gemäß § 327 a ff. AktG werden zu Recht für irrelevant gehalten, da es sich um finanzielle Vorteile handelt, die aus der aktienrechtlichen Maßnahme resultieren. Von Bedeutung können allenfalls Verbundeffekte sein, die sich in dem Verkehrswert des Unternehmens zum Bewertungsstichtag niederschlagen würden. Bekanntermaßen ermittelt der Bewertungsstandard IDW S 1 einen objektivierten Unternehmenswert. Die Kammer hat bereits in früheren Entscheidungen ihren Zweifel ausgedrückt, ob der objektivierte Unternehmenswert als Verkehrswert des Unternehmens bezeichnet werden kann. Bedenken ergeben sich daraus, dass der objektivierte Ertragswert einen subjektiven Wert eines typisierten Anteilseigners ermittelt, indem potenzielle Investoren und die von ihnen verfolgten Synergieeffekte irrelevant sind. Vor diesem Hintergrund können Verbundvorteile relevant sein, soweit sie zumindest teilweise in den hypothetischen Preis, der sich bei Verkauf des Unternehmens als Einheit

erzielen ließe, eingehen. Da Entscheidungswerte potenzieller Investoren nicht bekannt sind, ist eine Beurteilung schwierig. In diesem Fall kann der Verkehrswert des Unternehmens nur plausibilisiert werden. Die Plausibilisierung des objektivierten Ertragswertes kann durch ein Preiskonzept, etwa das Multiplikator-Verfahren, erfolgen.

116 Soweit die Sachverständigen Verbundeffekte aufgrund der Übernahme der DBV Winterthur GROUP durch die AXA-Gruppe geprüft und im Ergebnis bejaht haben, handelt es sich bei genauer Betrachtung nicht um Synergievorteile, sondern darum, ob und gegebenenfalls mit welchem Wert die DBV Winterthur GROUP in den Unternehmenswert der AKAG einzubeziehen ist. Tatsächlich ist der Erwerb der DBV-Winterthur AG bei der Bewertung der AKAG nicht zu berücksichtigen. Insofern kann auf die nachfolgenden Ausführungen verwiesen werden (siehe Ziffer B. XVI.).

6. Persönliche Ertragsteuer

117 Die Sachverständigen haben bestätigt, dass die persönliche Ertragsteuer nach IDW S 1 bewertungsrelevant ist, da es auf die Nettozuflüsse an den Anteilseigner ankomme.

7. Kapitalisierungszinssatz

118 Zu der Frage nach der Angemessenheit des Kapitalisierungszinssatzes für die Sachverständigen in dem Gutachten aus, dass der Kapitalisierungszinssatz nicht angemessen sei. Die Sachverständigen sind der Meinung, dass einer Marktrisikoprämie 5 % berechtigt sei. Die Marktrisikoprämie der Vorgutachter von 5,5 % sei leicht erhöht. Bezüglich des Befafaktors verweisen die Sachverständigen auf ihre Ausführungen im Gutachten, Teil I.

8. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

119 Die Untersuchungen von haben ergeben, dass die Grundstücke der AKAG und ihre Tochtergesellschaften betriebsnotwendig sind. Sie sind daher vollständig im Rahmen der Bewertung berücksichtigt worden.

120 Die Kunstgegenstände sind in Übereinstimmung mit dem Vorgutachter als nicht betriebsnotwendiges Vermögen qualifiziert worden, auch wenn dieses aus repräsentativen Gründen teilweise dem betriebsnotwendigen Vermögen zugeordnet werden könnte. Die AKAG besaß zum Bewertungsstichtag 2674 Kunstobjekte, die i.H.v. EUR 6.333.700,00 bewertet worden sind. Festgestellt worden ist eine Differenz zwischen dem Wert laut Listenbestand und dem Wert laut Erstgutachter i.H.v. ca. EUR 1 Mio. Diese Differenz stammt vermutlich aus der unvollständigen Übernahme von Kunstgegenständen unter EUR 3.000,00. Aus

Gründen der Wesentlichkeit sind keine weiteren Analysen vorgenommen worden, was aus Sicht der Kammer zutreffend ist. Die Sachverständigen haben die angesetzten Objektwerte mit Unterstützung eines sachverständigen Kunsthistorikers auf Plausibilität überprüfen lassen. Mit einer – unwesentlichen – Ausnahme sind die Wertansätze bestätigt worden.

9. Liquidationswert

- 121 Die Sachverständigen haben zunächst rechtliche Ausführungen zur Verwendung des Liquidationswertes in Abfindungsfällen gemacht. Unabhängig davon beträgt der näherungsweise ermittelte Zerschlagungswert der AKAG zum 31. Dezember 2005 EUR 4.508,5 Mio. Dieser Wert liegt deutlich unter dem von ermittelten Ertragswert zum Bewertungsstichtag i.H.v. EUR 7.429,9 Mio., zumal von dem vorgenannten Zerschlagungswert noch die Liquidationskosten abgezogen werden müssten.

XI. Einwendungen der Antragsteller gegen das Erstgutachten

- 122 Die Sachverständigen haben auftragsgemäß zu den Einwänden der Antragsteller in ihren verfahrenseinleitenden Anträgen Stellung genommen, wobei die wichtigsten Einwendungen zu Gruppen zusammengefasst worden sind. Angegriffen wurde die Bewertungsmethode, die Struktur des Bewertungsmodells, der Kalkulationszinssatz, die Ertragsplanung der AKAG, die Ertragsplanungen der AKAG-Tochtergesellschaften und sonstige Punkte wie neutrales Vermögen, Sonderwerte, Eingliederung der DBV Winterthur, Marke AXA, Ableitung der Nettoausschüttungen und Berücksichtigung der unterschiedlichen Aktiengattungen.

1. Bewertungsmethodik

a. Ertragswertverfahren nach IDW S 1 2005

- 123 Die Sachverständigen haben die von ihnen vorgenommene Ertragswertermittlung nach den Grundsätzen des IDW S 1 (2005) verteidigt. Dem Einwand, dass wegen der in der Ertragswertermittlung berücksichtigten Vollausschüttung der finanziellen Überschüsse stattdessen der IDW S 1 (2000) anzuwenden gewesen sei, haben sie sich nicht angeschlossen. Sie haben zur Begründung ausgeführt, dass eine in der Planung vorgesehene Vollausschüttung der finanziellen Überschüsse nicht den Grundsätzen der zum Stichtag aktuellen Fassung des IDW S 1 widerspricht, in denen festgehalten werde, dass bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts von der Ausschüttung derjenigen finanziellen

Überschüsse auszugehen sei, die nach der Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzeptes und rechtlicher Restriktionen zur Ausschüttung zur Verfügung stehen. Diesen Ausführungen ist beizupflichten. Es besteht kein Grund, im Hinblick auf die den Planungen entsprechende Vollausschüttung auf einen zum Stichtag nicht mehr gültigen älteren Bewertungsstandard zurückzugreifen.

b. Ableitung der Planrechnung aus HGB-Rechnungslegungsvorschriften

124 hat in dem Gutachten zutreffend ausgeführt, dass es für die Bestimmung des objektivierten Unternehmenswerts nicht relevant ist, nach welchen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB oder IFRS) die Prognosen der entziehbaren Überschüsse erfolgt. Bei der Verwendung der HGB-Grundsätze seien in Hinblick auf das Vorsichtsprinzip gegebenenfalls Korrekturen vorzunehmen. Die Sachverständigen weisen darauf hin, dass sie das Planungsergebnis des Vorgutachters gemäß HGB-Rechnungslegung auf inhaltliche Plausibilität und formelle Richtigkeit verprobt und gegebenenfalls gutachterliche Korrekturen vorgenommen haben. Das betreffe insbesondere versicherungstechnische Rückstellungen und stille Reserven.

c. Vergangenheitsanalysen

125 Die Sachverständigen haben die Kritik der Antragsteller, dass eine ordnungsgemäße Vergangenheitsanalyse sämtlicher Gesellschaften der AKAG-Gruppe unterblieben sei, da eine Zerlegung der Rohergebnisse in ihre Quellen nicht vorgenommen worden sei, zurückgewiesen. Auf die Kritik hin sind die Vergangenheitszahlen nochmals geprüft worden. Unter anderem ist auch nochmals untersucht worden, ob Vergangenheitswerte um außerordentliche periodenfremde Ereignisse bereinigt worden waren, was von bestätigt worden ist.

d. Berücksichtigung von persönlichen Steuern u. a.

126 Die Sachverständigen halten die Kritik einiger Antragsteller, dass die Berücksichtigung von persönlichen Ertragsteuern bei Kleinaktionären unangemessen sei, für unberechtigt. Sie verweisen insofern auf ihre Ausführungen im Hauptgutachten, Teil I.

127 Die Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern bei der Unternehmensbewertung ist völlig unstrittig, da steuerliche Auswirkungen in die Entscheidungswerte von Investoren eingehen. Die Frage kann daher nach Auffassung der Kammer nur sein, ob die vom IDW S 1 unterstellte typisierte Besteuerung von 35 % zutreffend ist. Insofern liegen jedoch keine beachtlichen Einwände vor.

2. Synergieeffekte, Börsenkurs und Liquidationswert

128 Hinsichtlich der Forderungen der Antragsteller nach der Berücksichtigung von Synergieeffekten, des Liquidationswertes sowie höherer Börsenkurse verweisen die Sachverständigen auf ihre Ausführungen im Gutachten.

3. Struktur des Bewertungsmodells

a. Phasenmodell

129 Die von den Antragstellern für unangemessen kurz erachteten Zeiträume der Vergangenheitsanalyse und des Planungszeitraums werden von für vertretbar gehalten. Dazu wird ausgeführt, dass für die Länge der Detailplanungsphase zwei Faktoren relevant seien, nämlich einerseits die Verfügbarkeit der internen Planung bzw. Planungsunterlagen und andererseits der Zeitpunkt der Erreichung eines Gleichgewichtszustandes, ab dem zur ewigen Rente übergeleitet werden kann. Die Vergangenheitsanalyse und die Planung für drei Jahre würden diesen Anforderungen gerecht. Diese Überlegungen sind sachgerecht. Auch in der Rechtsprechung sind Detailplanungszeiträume von drei Jahren üblich, ebenso wie Vergangenheitszeiträume von drei Jahren.

b. Aggregation

130 Soweit die Antragsteller in den Anträgen eine Einzelbewertung der Tochtergesellschaften der AKAG unter Berücksichtigung der Börsenkapitalisierung fordern, verweisen die Sachverständigen auf ihre Ausführungen im Gutachten. Angesprochen ist die Frage der Gruppenbewertung oder die Bewertung im Anhangeverfahren. Auf die insoweit zutreffenden Ausführungen der Sachverständigen kann Bezug genommen werden.

4. Kalkulationszinssatz

131 Ein Großteil der Kritik der Antragsteller gegen die Unternehmenswerte der Vorgutachter richtet sich gegen den Kapitalisierungszinssatz.

a. Basiszinssatz

132 Insbesondere der verwendete Basiszinssatz sei falsch, da der Basiszinssatz zum Stichtag relevant sei. Die Sachverständigen verweisen insofern auf ihre Ausführungen im Gutachten zur Verwendung der Zinsstrukturkurve. Wie bereits ausgeführt worden ist, ist diese Vorgehensweise üblich und in der Rechtsprechung akzeptiert.

b. Risikozuschlag

133 Die Einwände der Antragsteller zum Risikozuschlag betreffen mehrere Aspekte, insbesondere die Unzulässigkeit der Verwendung des TAX-CAPM; die Erhebung eines Risikozuschlages generell, die Höhe des Risikozuschlages der AKAG im speziellen, die Marktrisikoprämie, den Betafaktor, die Wachstumsannahmen und die Ausschüttungsprämisse.

aa. Verwendung des TAX-CAPM

134 Die Sachverständigen räumen ein, dass die hauptsächlichen Einwendungen der Antragsteller bezüglich der methodischen Probleme des TAX-CAPM bekannt und im Grundsatz richtig seien. Diese Einschätzung komme auch in der Rechtsprechung zum Ausdruck, die das TAX-CAPM kritisch sehe und teilweise auch nicht anwende. Dennoch sei das TAX-CAPM als geschlossenes theoretisches Modell mangels einer besseren Alternative verwendet worden.

135 Aus der Sicht der Kammer ist die Verwendung des TAX-CAPM ebenfalls kritisch zu sehen, da das ohnehin schon hinsichtlich seiner Prämissen realitätsfremde CAPM um weitere Annahmen erweitert wird, die an sich nicht Bestandteil dieses Modells sind. Dennoch ist nicht zu verkennen, dass das TAX-CAPM in der Rechtsprechung überwiegend akzeptiert wird. Aus diesem Grund wird die Verwendung des TAX-CAPM von der Kammer für vertretbar erachtet, da abgesehen von den Schwächen des CAPM zumindest der Grundgedanke des TAX-CAPM richtig ist, dass eine Nachsteuerbetrachtung der erzielbaren Renditen zutreffend ist.

bb. Risikozuschlag allgemein

136 Die Kritik der Antragsteller an der Verwendung eines Risikozuschlages für Unternehmensanteile im Vergleich zu risikolosen Anlagen ist bereits aus vielen Spruchverfahren bekannt. Die Behauptung, dass sich Chancen und Risiken ausgleichen, und dass das Risiko, soweit relevant, bereits in der Planung der zukünftigen Ergebnisse, eingeht, ist von den Sachverständigen zu Recht zurückgewiesen worden.

137 Sämtliche Risiken der Unternehmensgewinne sind bei der üblicherweise einwertigen Schätzung nicht abzubilden. Auch wenn Gutachter bessere Kenntnisse als Marktteilnehmer hinsichtlich der Realisierbarkeit der Planungsannahmen haben, ist eine abschließende Schätzung des Risikos auch für Sachverständige nicht möglich. Auch wenn sich Risiken und Chancen gegenüberstehen, kann kein Gleichgewicht zwischen Chancen und Risiken unterstellt werden, da Risiken von Anlegern stärker gewichtet werden, was sich

unmittelbar an den Renditeunterschieden zwischen festverzinslichen Wertpapieren und Unternehmensbeteiligungen zeigt.

cc. Marktrisikoprämie

138 Die Sachverständigen haben der Kritik der Antragsteller an der von den Vorgutachtern verwendeten Risikoprämie teilweise Rechnung getragen, indem die Marktrisikoprämie auf 5,0 % herabgesetzt worden ist. Ansonsten halten die Sachverständigen die typische Einwendung von Minderheitsaktionären in Spruchverfahren, dass die Stehle-Studien hinsichtlich einiger Annahmen methodisch problematisch seien, andere aktuellere Studien zu niedrigeren Werten kämen, der ermittelte Wert unrealistisch sei, da er zu einer Verdopplung des Aktienindex alle 7 Jahre führen würde und die Rechtsprechung geringere Werte für angemessen halte, für unbegründet. verweist insofern auf ihre ausführlichen Erläuterungen und Alternativberechnungen im Hauptgutachten, Teil I. Diesen Ausführungen ist aus Sicht der Kammer beizupflichten. Ergänzend ist auf die weiterführenden Erläuterungen zu Ziffer B. XIII. (Einwände der Verfahrensbeteiligten zu dem Sachverständigengutachten) zu verweisen.

dd. Betafaktor

139 Aufgrund seiner Bedeutung für den Unternehmenswert ist der Betafaktor der Haupteinwand zahlreicher Antragsteller. Beanstandet wird die Verwendung eines Peer Group-Betafaktors, obwohl der eigene Betafaktor der AKAG belastbar sei. Zudem sei die verwendete Peer Group nicht repräsentativ für die AKAG. Die Sachverständigen haben die Einwände unter Bezugnahme auf die umfangreichen Ausführungen im Gutachten zurückgewiesen. Ergänzend kann auf die nachfolgenden Ausführungen zu Ziffer B. XIII. (Einwendungen der Verfahrensbeteiligten zu dem Sachverständigengutachten) verwiesen werden.

ee. Wachstumsannahmen

140 ist der Kritik der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters zur Höhe des Wachstumsabschlags insofern entgegengekommen, als der Wachstumsabschlag von 0,5 % (Erstgutachter) auf 1,0 % erhöht wurde. Eine weitere Heraufsetzung ist von den Sachverständigen abgelehnt worden. Ergänzend kann auf die nachfolgenden Ausführungen zu Ziffer B. XIII. (Einwendungen der Verfahrensbeteiligten zu dem Sachverständigengutachten) verwiesen werden.

c. Ausschüttungsprämisse

141 Die Antragsteller beanstanden, dass die der Planung zugrundeliegende Annahme einer Vollausschüttung der finanziellen Überschüsse für die Aktionäre nicht steueroptimal sei und somit das Gesellschaftsvermögen nicht bestmöglich verwertet werde. Zudem entspreche die Vollausschüttung nicht der vergangenen und künftigen Praxis der Gesellschaft. Auch stehe die Ausschüttungsquote einer Alternativinvestition einer Vollausschüttung entgegen.

142 Die Sachverständigen haben zwar bestätigt, dass eine Thesaurierung der finanziellen Überschüsse aufgrund des Steuereffektes sinnvoll sein kann. Voraussetzung sei allerdings, dass die Thesaurierungsbeträge im Unternehmen kapitalwertneutral angelegt werden könnten. Aus der Planung der AKAG ergebe sich jedoch nicht, dass die Unternehmensleitung ein solches Thesaurierungswachstum im Markt als dauerhaft realistisch angesehen habe und aus diesem Grund finanzielle Überschüsse in der Vergangenheit auch voll ausgeschüttet habe. Folglich sei die Annahme der Vollausschüttung aus gutachterlicher Sicht sachgerecht. Auch die Kammer hält diese Überlegungen für sachgerecht.

5. Ertragsplanung der AKAG

143 Der pauschale Einwand einiger Antragsteller, dass die Planwerte für die Jahresergebnisse auf der Ebene der AKAG zu pessimistisch seien und sowohl die Ist-Zahlen des Jahres 2006 als auch sonstige Veröffentlichungen der Gesellschaft positive Zukunftsaussichten zeigten, ist von den Sachverständigen unter Verweis auf die Kapitel F.1. und G.1. des Hauptgutachtens zurückgewiesen worden. Darauf kann verwiesen werden.

144 Dem Einwand der Antragsteller, dass ein wesentlicher Teil der Beteiligungserträge nur zu Buchwerten berücksichtigt worden seien, haben die Sachverständigen damit beantwortet, dass im Rahmen der gesonderten Bewertungen der Beteiligungsgesellschaften Ertragswerte ermittelt worden seien. Soweit Buchwerte berücksichtigt worden seien, seien zusätzlich stille Reserven untersucht und angesetzt worden.

145 Die von Antragstellerseite beanstandeten Erträge aus Ausleihungen bezüglich eines von der AKAG an die Hauptaktionärin vergebenen Darlehens wird von den Sachverständigen ebenfalls als unkritisch beurteilt, da der Zinssatz für das Darlehen vor dem Stichtag vertraglich festgelegt worden sei und dieser nicht wesentlich von der Rendite für Ausleihungen an verbundene Unternehmen abweiche. Das ist nachvollziehbar.

- 146 Auch die von den Antragstellern beanstandete überhöhte Planung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen der AKAG im Jahr 2007 wird von den Sachverständigen aufgrund des Wegfalls der Erträge aus Dienstleistungen als sachgerecht beurteilt.

6. Ertragsplanungen der AKAG-Tochtergesellschaften

- 147 Die Sachverständigen haben die Einwände der Antragsteller zu einer unplausiblen Beitragsentwicklung der AXA Leben und der DÄV unter Verweis auf die jeweiligen Unternehmensbewertungen gemäß Anlagenband Nr. 2 (AXA Leben) und Anlagenband Nr. 4 (DÄV) zurückgewiesen. Darauf kann verwiesen werden.
- 148 Die Antragsteller haben ferner bezüglich der Aufwendungen für Versicherungsfälle und Verkäufer bei der AXA Leben und der AXA Art eingewendet, dass der Deckungsbeitrag aus verdienten Beiträgen im Zeitraum 2003-2005 wesentlich höher gewesen sei als 2008 und in der Fortführungsphase 2009 ff. Zudem ist eingewendet worden, dass bei der AXA Versicherung die Erhöhung der combined ratio im Fortführungszeitraum nicht haltbar sei. Die Sachverständigen haben dazu erläutert, dass sie die Versicherungsfälle und Verkäufer sowohl bei der AXA Leben als auch bei der AXA Art analysiert und verprobt haben. Sie sind zu dem Ergebnis gekommen, dass die Planung der AXA Leben plausibel sei. Sie verweisen insofern auf das Gutachten gemäß Anlagenband Nr. 2. Die geplanten Aufwendungen für Versicherungsfälle der AXA Art für die Jahre 2008 und 2009 ff. halten sie nicht für plausibel und haben dementsprechend die Ansätze für diese Jahre korrigiert. Hinsicht der Einzelheiten verweisen sie auf den Anlagenband Nr. 7 (AXA Art).
- 149 Die Einwendungen zu dem Rückversicherungsergebnis, den Schwankungsrückstellungen, den Schadensrückstellungen und den Deckungsrückstellungen der AXA Leben und AXA Art haben die Sachverständigen mit eingehender Begründung ebenso zurückgewiesen wie die Kritik zur RfB-Quote der AXA Leben. Ergänzend kann auf die nachfolgenden Ausführungen zu Ziffer B. XIII. (Einwendungen der Verfahrensbeteiligten zu dem Sachverständigengutachten) verwiesen werden.
- 150 Hinsichtlich der Kapitalanlagenergebnisse haben die Antragsteller eingewendet, dass die einzelnen Asset-Klassen mit zu geringen Renditen geplant worden seien. Insbesondere seien für die Asset-Klassen „Aktien, Beteiligungen und Anteile an verbundenen Unternehmen“ nicht die im Kalkulationszinssatz berücksichtigte Aktienrendite verwendet worden bzw. für die Asset-Klasse „festverzinsliche Wertpapiere“ nicht die aktuell zu realisierende Rendite angesetzt worden. Ferner habe der Erstgutachter bei anderen Bewertungen für

den gleichen Planungszeitraum abweichende Renditen veranschlagt. Ist auf diese Einwände eingegangen und hat die Planung des Erstgutachters plausibilisiert und Zu- sowie Abschläge vorgenommen. Darauf kann verwiesen werden.

151 Die Sachverständigen haben zu dem Einwand der Antragsteller, dass steuerliche Verlustvorträge nicht als Sonderwerte erfasst worden seien, sondern mit laufenden Steuerbelastung verrechnet worden sein, ausgeführt, dass die steuerlichen Verlustvorträge in der Detailplanungsphase explizit durch Verrechnung berücksichtigt worden seien. Soweit nach der Detailplanungsphase noch steuerliche Verlustvorträge vorgelegen hätten, seien die daraus resultierenden erwarteten Steuererminderungen über den Kalkulationszinssatz in Barwerte umgerechnet und als aktualisierte Werte im nachhaltigen Ergebnis berücksichtigt worden. Diese Vorgehensweise, so sei in der Unternehmensbewertung üblich und berücksichtige über die Anwendung des Kalkulationszinssatzes, dass ihre Nutzung den gleichen bewertungsrelevanten Risiken unterliege, wie die erwarteten finanziellen Überschüsse.

152 Die Planung der Jahresergebnisse für die AXA Leben und die AXA-Kranken wird insoweit angegriffen, als beanstandet wird, dass die Ist-Zahlen des Jahres 2006 die Planwerte der AXA Leben übertreffen und der erwartete Rohüberschuss der AXA-Kranken des Jahres 2008 unter dem der Jahre 2004 und 2005 liegt. Die Sachverständigen haben dazu erwidert, dass die Planung der Jahresergebnisse und der ausschüttbaren finanziellen Überschüsse aus der Sicht des Bewertungsstichtages unter Berücksichtigung aller zu diesem Zeitpunkt vorliegenden Informationen geprüft worden sei. Die Jahresergebnisse seien sachgerecht ermittelt worden. Im Übrigen gebe die Abweichung der Ist-Ergebnisse von Planwerten im Grundsatz keine Veranlassung, an der Planung zu zweifeln. Dem ist zuzustimmen. Maßgebend ist die Sicht des Stichtags. Auch die Verringerung des Rohüberschusses im Vergleich zu Vergangenheitswerten ist für sich gesehen unbedenklich, da sich die Ruheüberschüsse verbessern als auch verschlechtern können.

XII. Sonstiges

153 Zu der Behauptung der Antragsteller, dass das nicht betriebsnotwendige Vermögen der AKAG nicht vollständig erfasst worden sei, insbesondere weitere Immobilien, Kapitalanlagen, Forderungen usw. vorhanden gewesen seien, verweisen die Sachverständigen auf ihre Ausführungen zu Abschnitt F. 9. des Gutachtens. Das Gleiche gilt bezüglich der Einwendungen, dass die Forderungen der AKAG gegen ihre Beteiligungsunternehmen nicht

sämtlich betriebsnotwendig seien und die Bewertung der Kunstgegenstände nicht nachvollzogen werden könne.

- 154 Auch die Vermutung der Antragsteller, dass die Beteiligungen der AKAG an der KVAG zu niedrig bewertet worden sei, da stille Reserven oder die Auswirkungen der Überkreuzbeteiligungen nicht ausreichend berücksichtigt worden seien, haben die Sachverständigen geprüft und gegebenenfalls korrigiert. Ferner haben sie ausgeführt, dass die Ergebnisauswirkungen der Überkreuzbeteiligung der AKAG an der KVAG durch eine entsprechende Rekursion in dem Bewertungsmodell berücksichtigt worden sei.
- 155 Die Forderung der Antragsteller, die Erträge aus der Eingliederung der DBV-Winterthur AG bei der AKAG zu berücksichtigen, wird von den Sachverständigen im Gutachten unter dem Aspekt der Berücksichtigung von Verbundeffekten aufgrund der Übernahme der DBV-Winterthur AG diskutiert. Erträge der DBV-Winterthur AG bzw. der mit der Übernahme zusammenhängen Verbundeffekte sind vorliegend nicht zu berücksichtigen. Zur Vermeidung von Wiederholungen kann auf die weiterführenden Ausführungen zu Ziffer B. XVI. dieses Beschlusses verwiesen werden.
- 156 Die Forderung der Antragsteller, den Wert der Marke „AXA“ in der Planungsrechnung auszuweisen, ist von zu Recht zurückgewiesen worden. Die Marke trägt zur Gewinnung von Erträgen bei. Daher ist eine separate weitere Berücksichtigung nicht sachgerecht.
- 157 Schließlich haben die Sachverständigen die Forderung der Antragsteller als unsachgemäß zurückgewiesen, die erwarteten Nettoausschüttungen aus dem Konzernabschluss abzuleiten. Die Sachverständigen haben dazu ausgeführt, dass die erwarteten Ausschüttungen für die Jahre des Detailplanungszeitraumes explizit geplant worden seien. Bis zum Bewertungsstichtag vorliegende Jahresabschlüsse seien berücksichtigt worden. Diese Vorgehensweise sei in der Unternehmensbewertung üblich und könne nicht durch eine pauschale Konzernplanung ersetzt werden.

XIII. Einwände der Verfahrensbeteiligten zu dem Sachverständigengutachten

- 158 Die Sachverständigen haben in dem Ergänzungsband zu den umfangreichen Einwänden der Verfahrensbeteiligten zum Gutachten ausführlich Stellung genommen. Sie haben sich mit den Angriffen der Antragsteller gegen die dem Gutachten zugrundeliegenden Ertragsplanungen der AKAG, Schadensquoten und Schwankungsrückstellungen der AXA Versicherung, Überschussverwendungen und Kapitalanlageergebnisse der AXA Leben und

Kapitalisierungszinssätze in den jeweiligen Komponenten Basiszinssatz, Risikozuschlag, Marktrisikoprämie, Betafaktor und Wachstumsabschlag, auseinandergesetzt.

159 Die Gutachter haben sich zudem mit dem von der Antragsgegnerin vorgelegten Privatgutachten von (Gutachten vom 15. Dezember 2016 und ergänzende Stellungnahme vom 12. Dezember 2018) und (Stellungnahme vom 18. Dezember 2018) (nachfolgend auch „**Privatgutachter**“) auseinandergesetzt.

160 hat zunächst eine „Wertbrücke“ zwischen dem Erstgutachten und dem Gutachten hergestellt. Daraus ergeben sich die wertmäßigen Auswirkungen der unterschiedlichen Ergebnisse in beiden Gutachten. Den Ausgangspunkt der Wertbrücke bildet die Bewertung des Erstgutachters. Diese Bewertung ist sukzessive um die Planungsannahmen der Sachverständigen angepasst worden. Danach entfällt auf die Anpassungen der Sachverständigen zur Planungsrechnung ein Werteffekt von 32 %. Auf den Kapitalisierungszins entfällt ein wesentlich höherer Werteffekt von 63,6 %. Lediglich 4,4 % entfallen auf die unterschiedliche Bewertungsmethodik. Die Anpassungen zur Planungsrechnung teilen sich auf in Werteffekte zur Schadensquote mit 15 %, Schwankungsrückstellung mit 2,6 %, Kapitalanlagenergebnis mit 8,2 %, RfB-Zuführung mit 7,9 % und Sonstiges mit -1,7 %. Die Planungsanpassungen zur Schadensquote betragen rund 50 % des Werteffektes aufgrund der Anpassung der Planungsrechnung.

161 Ferner sind von insbesondere die Kapitalisierungszinssätze, die Anpassungen zur Planungsrechnung bezüglich Schadensaufwendungen, Schwankungsrückstellungen, Kapitalanlagenergebnisse, RfB-Quoten, Wachstumsraten und Thesaurierungen, Eigenkapitalrenditen sowie die Bewertungsmethodik bezüglich der DÄV, der Pensionskasse und der AXA Bank angegriffen worden.

1. Planungsergebnis

a. Abweichungen HGB zu IFRS

162 Einige Antragsteller halten die Ertragsplanung der Antragsgegnerin, soweit sie im Gutachten gebilligt worden ist, weiterhin für unplausibel. Die Planung beruhe auf dem Vorsichtsprinzip nach HGB, das für die Unternehmensbewertung nicht relevant sei. Dies zeige sich auch an den Ergebnisabweichungen zwischen HGB und IFRS.

163 hat diesen Einwand zurückgewiesen. Die Ertragsplanungen der Gesellschaften seien im Wesentlichen nicht zu beanstanden. Bezüglich der erforderlichen Anpassungen verweisen die Sachverständigen auf ihr Gutachten. Die HGB-Bewertung sei bei Berücksichtigung stiller Reserven mit der IFRS-Bewertung vergleichbar.

b. Plausibilität der Ertragsplanung

164 Der Einwand der Antragstellerin zu 41, die Ertragsplanung sei nach wie vor unplausibel, da weder die Steigerungen der 15 Vergangenheitsjahre vor dem Stichtag hinreichend berücksichtigt und auch die tatsächlichen Ergebnisse nach dem Stichtag nicht gewürdigt worden seien, ist zurückzuweisen.

165 Die Antragsgegnerin hat zu Recht darauf hingewiesen, dass die Vergangenheitsergebnisse im Wesentlichen durch eine Erweiterung der AKAG-Gruppe (Integration der Nordstern- und Albingia-Gruppe) beeinflusst worden seien. Hinsichtlich der tatsächlich erzielten Ergebnisse nach dem Stichtag seien die Ergebnisse durch die Übernahme der DBV-Winterthur-Gruppe im Jahr 2007 beeinflusst worden.

166 Diese Argumentation überzeugt. Stichhaltige Einwände gegen die Vergangenheitsanalyse des Sachverständigen werden nicht vorgebracht. Die stichtagsnachfolgenden tatsächlichen Ergebnisse sind nicht relevant, da aus der Perspektive des Stichtags zu bewerten ist. Darüber hinaus waren die Ergebnisse durch die Übernahme der DBV-Winterthur-Gruppe unstreitig positiv beeinflusst worden.

c. Schadensquote in der ewigen Rente der AXA Versicherung

167 Die Feststellungen der Sachverständigen zur Schadensquote in der ewigen Rente der AXA Versicherung AG werden von allen Verfahrensbeteiligten angegriffen. Die Antragsteller sehen die nochmalige Erhöhung der Schadensquote in der ewigen Rente als nicht sachgerecht an. Die Begründung, im Planungszeitraum habe sich die Gesellschaft in einer Phase vergleichsweise günstiger Schadensquoten befunden, sei ebenso unplausibel wie die Begründung, dass die in den Planwerten unterstellten höheren Kapitalanlagenerträge zu einem verschärften Wettbewerb und höheren Schadensquoten führten.

168 Die Antragsgegnerin hat unter Verweis auf das Privatgutachten eingewendet, dass die von vorgenommene Rückanpassung der erhöhten nachhaltigen Brutto-Schadensquote in der ewigen Rente ab dem Jahr 2009 ff. von insgesamt 67,6 % auf die Schadensquote des letzten Jahres im Detail-Planungszeitraum (2008) i. H. v. 65,6 % nicht

sachgerecht sei. Das ergebe sich aus einem Vergleich der Rückstellungsquoten der AXA Versicherung im Vergleich zur Branche.

169 hat in dem Ergänzungsgutachten sowohl eine weitere Heraufsetzung als auch eine Herabsetzung der Schadensquote der AXA Versicherung in der ewigen Rente abgelehnt.

170 Zu den Schadensaufwendungen erläutert zunächst das Vorgehen des Erstgutachters. Dieser habe auf der Grundlage der originären Planung der AXA Versicherung aufgesetzt und diese anhand einer Vergangenheitsanalyse plausibilisiert. Der Erstgutachter sei von einer Erhöhung der Schadensquote um 2,0 %-Punkte von 65,6 % im Jahr 2008 auf 67,6 % in der ewigen Rente ausgegangen. Damit erhöhten sich die Brutto-Schadensaufwendungen von EUR 1.876,6 Mio. im Jahr 2008 um EUR 67,9 Mio. auf insgesamt EUR 1.944,5 Mio. Das sei vom Prüfer bestätigt worden.

171 kritisiert, dass unterstellt habe, dass die Risikovorsorge der AXA Versicherung zu hoch ausfalle, da die Brutto-Rückstellungsquote bis zu 40 % oberhalb des Branchendurchschnitts liege. Die Vergangenheitsanalyse (2003-2006) von zeige, dass direkte Geschäftsabwicklungsgewinne aufgrund einer Überdotierung der Schadensrückstellungen in einer Bandbreite von 4,7 % bis 6,8 % in Bezug auf die entsprechende Schadensrückstellung im Vorjahr verzeichnet werden konnten. Aus diesem Grund habe die Planungen der Gesellschaft für das Jahr 2008 als nachhaltig angesehen und die vom Erstgutachter vorgenommene Erhöhung der Bruttoschadensquote nicht vorgenommen. Ergänzend seien die Zinsträger um die Verminderung der Schadensaufstellung im Jahr der ewigen Rente i.H.v. EUR 24,6 Mio. von gekürzt worden.

172 bemängelt ferner, dass der von vorgenommene Vergleich der Rückstellungsquoten der AXA Versicherung und des Branchendurchschnitts schief sei, da im Branchendurchschnitt gemäß BaFin lediglich das selbst abgeschlossene Geschäft der 248 Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen abgebildet sei, nicht zusätzlich wie bei der AXA Versicherung das übernommene Geschäft. Werde lediglich das eigene Geschäft betrachtet, bewegten sich die Rückstellungsquoten der AXA Versicherung tatsächlich historisch nur noch 15-20 %-Punkte oberhalb des Branchendurchschnitts. Im Detailplanungszeitraum näherten sich die Bruttorekstellungsquoten gemäß Erstgutachter und deutlich an. Ferner sei zu berücksichtigen, dass die Daten der BaFin keine Gewichtung innerhalb der Geschäftszweige enthielten. Bei der Berücksichtigung einer Peer Group mit entsprechender Gewichtung der Geschäftsbereiche analog der Struktur der AXA Versicherung zeige sich, dass diese historisch eine leicht höhere Rückstellungsquote als die Peer

Group aufweise. Die AXA Versicherung verzeichne seit dem Jahr 2003 eine mit der Peer Group vergleichbare Rückstellungsquote, die in der Detailplanungsphase dann sogar noch geringfügig falle.

173. Die historische Analyse der Schadensquoten der AXA Versicherung und der Peer Group der Jahre 1999-2005 zeige, dass Letztere im langjährigen Durchschnitt bei 73,6 % liege und die der AXA Versicherung bei 74,3 %. Entgegen der Auffassung von seien dabei auch die Jahre 2001-2003 in die Betrachtung einzubeziehen. Die von angeführten Sondereffekte seien branchenüblich gewesen, das heißt es handle sich um einen Normalverlauf. Die vom Erstgutachter ermittelte nachhaltige Schadensquote i.H.v. 67,5 % entspreche dem Mittelwert der Peer Group von 70,7 % ab dem Jahr 2005, nicht hingegen der von ermittelte nachhaltige Wert von 65,5 %.

174. hat sich mit der Kritik der Verfahrensbeteiligten in dem Ergänzungsgutachten eingehend auseinandergesetzt. Die Sachverständigen weisen darauf hin, dass die Detail-Planung der Gesellschaft übernommen worden sei. Lediglich die vom Vorgutachter vorgenommene deutliche Erhöhung der Gesamtschadensquote im nachhaltigen Ergebnis 2009 ff. von insgesamt 2,0 %-Punkten sei nicht übernommen worden. Die Erhöhung der Schadensquote um rund 2,0 %-Punkte sei mit einem langfristig steigenden Schadensniveau, verminderten Preissteigerungsmöglichkeiten und einem Anstieg der Schadenhäufigkeit auf ein durchschnittliches Niveau begründet worden. Als weitere Begründung sei angegeben worden, dass langfristig höhere Schadensquoten aufgrund höherer Verzinsungen der Kapitalanlagen erwartet werden. Die von im Rahmen der Begutachtung zur Begründung der Schadensquoten erbetenen Informationen seien unspezifiziert und unplausibel gewesen. Die geplante Entwicklung des höheren Schadenverlaufs im Detailplanungszeitraum 2006-2008 und die damit einhergehende Bildung stiller Reserven durch entsprechende Schadensrückstellungen könnten noch als plausibel angesehen und unverändert übernommen werden, obwohl darin bereits eine Erhöhung der Schadensquote gegenüber den sich in der Vergangenheit realisierten Ist-Werten zum Ausdruck komme. Es widerspräche aber den versicherungstechnischen Gegebenheiten und den Planungsannahmen, die höhere Schadensquote für alle Zeiten in der ewigen Rente fortzuschreiben, zumal die Planung unterstelle, dass die AXA Versicherung in der Vergangenheit die Versicherungsbestände saniert hat und das Geschäft in Zukunft profitabler gestaltet werden soll.

- 175 Exemplarisch könne auf die Ausführungen der Antragsgegnerin in dem Erstgutachten für die beitragsstarken Versicherungssparten „Kraftfahrt-Haftpflicht“ und „Sonstige Kraftfahrt“ verwiesen werden. Dort sei ausgeführt worden, dass die Schadenbelastung in der Sparte tendenziell abnehme und die AXA Versicherung außerdem ein im Vergleich zum Gesamtmarkt besseren Schadensverlauf aus der höheren Tarifsegmentierung erwarte. Vergleichbares gelte für die übrigen Versicherungssparten.
- 176 Fehlerhaft sei ferner die Vorstellung der Antragsgegnerin bzw. dass höhere Kapitalanlagenerträge zwangsläufig zu höheren Schadensquoten führen. Ferner sei es nicht plausibel, dass der Erstgutachter einerseits die Schadenaufwendungen bis zur ewigen Rente in einem Umfang von 3,5 %-Punkte deutlich erhöht habe, andererseits dann noch zusätzlich die Abwicklungsgewinne um 0,5 % reduziert habe.
- 177 Nach wie vor, so sei nicht konkret nachvollziehbar, warum sich die nachhaltige Schadensquote in der ewigen Rente um insgesamt 2,0 % erhöhen soll. Die Kritik von sei verkürzt und einseitig. beschäftige sich insbesondere mit einem Vergleich der Rückstellungsquoten zwischen der AXA Versicherung und der Branche. Die von vorgenommenen Analysen zu den Rückstellungsquoten stünden allerdings nicht im direkten Zusammenhang mit dem Ansatz der nachhaltigen Schadensquoten in der ewigen Rente.
- 178 Im Ergebnis seien die Privatgutachter nicht auf die Überlegungen zur nachhaltigen Schadensquote eingegangen. Allein die Analyse der Rückstellungsquoten erlaube keinen zwingenden Rückschluss auf die Schadensquote. Eine Auseinandersetzung mit der Argumentation von zur Schadensquote unter Berücksichtigung der Argumentation der Antragsgegnerin bzw. des Erstgutachters (Risikoausgleich in der Zeit; Beitragsanpassung, Bestandssanierung, selektive Zeichnungspolitik etc.) fehle völlig.
- 179 Hinzu komme schließlich, dass mit den bilanziellen Ansätzen zur Schadenaufstellung stille Reserven generiert würden. Die einzelnen Schadensreserven und die darin enthaltenen stillen Reserven würden langfristig nicht vollständig aufgelöst, so dass sich im Zeitverlauf ein Bodensatz an stillen Reserven bilde. Durch Zuführungen und Auflösungen zur Schadensrückstellung könne der bilanzielle Schadensverlauf im Zeitverlauf geglättet werden. Damit könne über die Jahre eine schwankende Schadensquote durch die Abwicklungsergebnisse geglättet werden. Die sich jährlich bildenden stillen Reserven würden in der Regel nicht vollständig aufgelöst, sondern teilweise in die Zukunft vorgetragen. Das lasse sich auch aus den Planungsunterlagen der AXA Versicherung ableiten. habe

den Bodensatz der stillen Reserven, die nach der Bilanzierung der AXA Versicherung aufgebaut worden seien, bei der Bewertung unberücksichtigt gelassen. Diese stillen Reserven ständen als zusätzliche Sicherheitspuffer hinsichtlich der Schadensquote zur Verfügung.

180 Die Antragsgegnerin hält in dem letzten Schriftsatz an ihren Einwänden fest und legt zusätzlich ein Privatgutachten von vor. Insbesondere wird kritisiert, dass von einer fehlerhaften Tatsachengrundlage ausgegangen sei.

181 Die Kammer folgt in diesem Punkt den überzeugenden Ausführungen von Die Überlegungen des Erstgutachters zur Erhöhung der nachhaltigen Schadensaufwendungen ab 2009 ff. (ewige Rente) überzeugen nicht. Offenbar hat die Gesellschaft selbst entsprechende Überlegungen zur Anpassung ihrer Planung nicht geäußert. Soweit der Erstgutachter zur Begründung der Erhöhung der nachhaltigen Schadensaufwendungen um 2 % wiederkehrende Zyklen bei der Schadensabwicklung benennt und darauf hinweist, dass in den Jahren 2003-2005 ein positiver Trend zu beobachten war, dem ein negativer Trend folgen wird, ist jedenfalls im langfristigen und eingeschwungenen Verlauf davon auszugehen, dass sich diese Effekte ausgleichen. Ferner hat der Erstgutachter nicht schlüssig erläutern können, warum sich aus einer höheren Verzinsung der Kapitalanlagen ein Anstieg der Schadensquote ergibt. Das aus Wettbewerbsgründen erwartet werden könne, dass sich Beitragserhöhungen nur im geringeren Umfang durchsetzen lassen würden, da die Mehrerträge aus Kapitalanlagen zur Deckung der versicherungstechnischen Verluste verwendet werden könnten, ist nicht nachvollziehbar, worauf der Sachverständige hingewiesen hat. Das wird auch im Gutachten nicht schlüssig dargestellt.

182 Unabhängig davon hat die Berechnungsweise von grundsätzlich bestätigt. Danach lagen die Bruttoreückstellungsquoten der AXA Versicherung bei selbst abgeschlossenen Geschäft historisch um 15-20 % Punkte oberhalb des Branchendurchschnitts – mit einer Tendenz zur Annäherung bis zum Jahr 2009 (Gutachten Rz. 327). Auch bei der eigenen Berechnung von Nettoreückstellungsquoten der AXA Versicherung und der Peer Group-Unternehmen ergibt sich nach eine leicht höhere Rückstellungsquote der AXA Versicherung. hält diese Berechnungsweise allerdings für nicht plausibel, da der Vergleich sachlich verzerrt sei. Soweit eigene Überlegungen zur Bruttoschadensquote unter Außerachtlassung von Überreservierungen durch enthaltene Abwicklungsgewinne angestellt werden, leidet die Darstellung von daran, dass sie eine durchschnittliche Bruttoschadensquote für den Zeitraum von 1996-2009 i.H.v. 70,7 %

(AXA Versicherung) und 70,0 % (Branchendurchschnitt) ermittelt. Damit weicht selbst erheblich von der Planungsgrundlage der AXA Versicherung für den Detailplanungszeitraum ab, ohne dies zu erläutern. Die Gesellschaft selbst hatte mit Bruttoschadensquoten zwischen 64,9 % bis 65,6 % (2006-2008) geplant. Woraus sich diese Planabweichung von ergibt, wird nicht erläutert.

183 Unabhängig davon ist der Einwand von berechtigt, dass eine Auseinandersetzung mit ihrer Begründung zur Schadensquote unter Berücksichtigung der Argumentation der Antragsgegnerin bzw. des Erstgutachters (Risikoausgleich in der Zeit; Beitragsanpassung, Bestandssanierung, selektive Zeichnungspolitik etc.) völlig fehle. Ferner hat sich nicht dazu geäußert, dass sich der Schadensaufwand langfristig durch die aufgebauten stillen Reserven aufgrund der bilanziellen Ansätze zur Schadensaufstellung ausgleichen.

184 Auch die zusätzlich von der Antragsgegnerin überreichte privatgutachterliche Stellungnahme von geht auf die zusätzliche Begründung von nicht ein. Im Wesentlichen werden Einzelaspekte angeführt oder allgemeine Ausführungen zur Entwicklung gemacht, ohne eine in sich konsistente Begründung unter Berücksichtigung der Argumentation von zu liefern. Ob bezüglich der Vorlage von Unterlagen zur Ableitung der Schadensquote wahrheitswidrig behauptet hat, dass die Unterlagen nicht vorlagen, muss nicht aufgeklärt werden, da dies zur Sache nicht beiträgt.

d. Schwankungsrückstellungen AXA Versicherung

185 Die Feststellungen der Sachverständigen zu den Schwankungsrückstellungen der AXA Versicherung sind ebenfalls von den Verfahrensbeteiligten umfangreich angegriffen worden. Diverse Antragsteller rügen die zusätzliche Bildung der Schwankungsrückstellungen im Prognosezeitraum aufgrund des Eigenkapitalcharakters. Dies sei bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts nicht sachgerecht. Die Antragsgegnerin beanstandet, dass die von der AXA Versicherung geplanten Zuführungen zur Schwankungsrückstellung nicht vollumfänglich berücksichtigt worden seien.

186 Die Schwankungsrückstellung dient dem Ausgleich von Volatilität im Schadensverlauf zukünftiger Jahre in der Schaden- und Unfallversicherung. Diese Rückstellung ist gemäß § 341 h HGB zu bilden. Die Vorgehensweise zur Bildung sowie zur Auflösung der Schwankungsrückstellung ist in § 29 und § 30 RechVersV und dazugehörigen Anlagen

festgelegt und für die handelsrechtliche Rechnungslegung nach § 341 h HGB zu beachten. Aus dem Gutachten von ergibt sich, dass im Erstgutachten Anpassungen zur Schwankungsrückstellung vorgenommen worden sind, die sich i.H.v. 2,6 % des Werts der AXA Versicherung und damit auch des Werts der AKAG niederschlagen. hält die vorgenommenen Zuführungen zur Schwankungsrückstellung im Detailplanungszeitraum und eine Auflösung in der ewigen Rente nicht für sachgerecht und hat diese Beträge nicht ergebnismindernd berücksichtigt.

187 ist in Übereinstimmung mit der Vorgehensweise des Erstgutachters der Auffassung, dass die Schwankungsrückstellung in der Planungsrechnung der AXA Versicherung zu berücksichtigen sei. Eine unmittelbare Zurechnung der Ergebnisbeiträge, die der Schwankungsrückstellung zugeführt werden, an die Anteilseigner (kapitalwertneutrale Thesaurierung) scheidet aus, da die Planungsrechnung der AXA Versicherung die aus der Innenfinanzierung erwirtschafteten Kapitalanlagenerträge explizit berücksichtigt.

188 setzt sich in dem Ergänzungsgutachten umfangreich mit der Kritik der Verfahrensbeteiligten zur Schwankungsrückstellung auseinander. Sie hält dabei an der ursprünglichen Vorgehensweise, die Zuführungen zur Schwankungsrückstellung aus der Planungsrechnung und die Auflösungen in der ewigen Rente zu eliminieren, fest. Es handele sich bei der Schwankungsrückstellung um Eigenkapital im ökonomischen Sinn. Die Schwankungsrückstellungen seien nicht ertragsmindernd zu berücksichtigen, da sie nicht die zu diskontierenden entziehbaren finanziellen Überschüsse im Sinne des IDW S 1 beeinflussten. Ausscheidende Aktionäre seien an den Schwankungsrückstellungen zu beteiligen. Die Prämisse des Privatgutachters, dass die Schwankungsrückstellungen einer Ausschüttungssperre unterliegen und daher eine Auszahlung an Aktionäre nicht möglich sei, eine Berücksichtigung lediglich im Kapitalanlagenergebnis in Betracht komme, sei falsch.

189 erläutert, dass modelltheoretisch die Schwankungsrückstellungen gegen Null tendierten, da sich Zuführungen und Entnahmen in etwa ausgleichen. Das gelte insbesondere für die ewige Rente, da insoweit von einem eingeschwungenen Zustand ausgegangen werde. Streng genommen hätte daher sogar die zu Beginn des Prognosezeitraums bestehende Schwankungsrückstellung der AXA Versicherung i.H.v. EUR 1.154 Mio. aufgelöst werden müssen. Davon sei abgesehen worden. Dieser Betrag sei als Zinsträger in voller Höhe in der unendlichen Periode fortgeschrieben worden. Dies stehe mit dem besonderen Vorsichtsprinzip von Versicherungsunternehmen in Einklang. Diese könnten eine vorsich-

tige Bewertung in der Weise vornehmen, dass zukünftige Schäden anhand der Erwartungswerte geplant werden, wenn, wie vorliegend, stille Reserven in Ausprägung der Schwankungsrückstellung bereitstehen, obwohl diese im Rahmen der IFRS- oder US-GAAP-Bilanzierung nicht passivierungsfähig seien. Diskutierbar sei sogar eine Auflösung der Schwankungsrückstellungen i.H.v. 50 %, die hier aber im Ergebnis nicht erforderlich sei. Es sei schließlich nicht davon auszugehen, dass die Schwankungsrückstellungen im Versicherungsunternehmen auf Ewigkeit verbleiben. Unter gewissen Umständen sei eine Auflösung nach dem Gesetz vorzunehmen. Bis dahin sei die Schwankungsrückstellung als betriebsnotwendiges Kapital anzusehen und Erträge über die Kapitalanlagenergebnisse zu erfassen. Eine Berücksichtigung als Sondervermögen sei nicht berechtigt.

190 Im Ergebnis ist der Vorgehensweise von zuzustimmen. Die Sachverständigen haben überzeugend dargelegt, dass Zuführungen zu den Schwankungsrückstellungen weder im Detailplanungszeitraum noch eine Auflösung in der ewigen Rente erforderlich sind. Eine Auflösung der vorhandenen Schwankungsrückstellungen zum 31. Dezember 2005 i.H.v. EUR 1,154 Mrd. ist nicht vorgenommen worden. In dieser Bilanzposition zur Schadensaufstellung sind stille Reserven enthalten. Im Übrigen hat der Sachverständige die Zuführungen zu den Schwankungsrückstellungen eliminiert und gleichzeitig die aus den zugeführten Schwankungsrückstellungen prognostizierten Kapitalanlagenbestände entsprechend vermindert. Folglich geht es in diesem Zusammenhang nicht um die Nichtberücksichtigung der Schwankungsrückstellungen, sondern um die Erforderlichkeit weiterer Zuführungen bzw. Auflösungen. Zu berücksichtigen ist dabei, dass weitere Zuführungen zur Schwankungsrückstellung ergebniswirksam über das Kapitalanlagenergebnis berücksichtigt werden müssten. Allerdings fällt dieser Effekt hier geringer aus als die aufwandswirksamen Zuführungen zur Schwankungsrückstellung, da die Rendite in den Kapitalanlagenergebnissen unter den Eigenkapitalkosten liegt.

191 Soweit die Antragsgegnerin unter Bezugnahme auf die Gutachten von und darauf hinweist, dass es sich bei den nach § 341 h HGB zu bildenden Schwankungsrückstellungen um gebundenes Kapital handle, dass nicht zur Ausschüttung zur Verfügung stehe, ist dieser Einwand zwar berechtigt, hat aber keinen Aussagewert zu der Frage, ob im Detailplanungszeitraum weitere Zuführungen zu bereits aufgebauten Schwankungsrückstellungen oder entsprechende Auflösungen in der ewigen Rente erforderlich sind. Bereits im Erstgutachten fehlt es an einer detaillierten Begründung, warum in Abweichung zur Planungsrechnung der AXA Versicherung die Zuführungen zu den

Schwankungsrückstellungen zwischen EUR 48,8 Mio. (2006) bis EUR 75,4 Mio. (2008) auf der Grundlage von § 29 RechVersV erhöht wurden. Allgemein wird lediglich ausgeführt, dass in der Planung die tatsächlichen Schadens- und Kostenquoten nach dem Jahresabschluss 2005 nicht berücksichtigt worden seien. Nicht erklärlich ist auch, warum für die ewige Rente ab den Jahren 2009 ff. eine nachhaltige Auflösung der Schwankungsrückstellung um EUR 5,9 Mio. pro Jahr unterstellt wurde. Das deutet darauf hin, dass die Zuführungen im Detailplanungszeitraum überhöht und nicht erforderlich sind.

192 Auch [] erläutert in dem Gutachten nicht, dass im Detailplanungszeitraum weitere Zuführungen zur Schwankungsrückstellung erforderlich sind. [] beschäftigt sich im Wesentlichen mit der Frage der Ausschüttungssperre, erläutert aber nicht die Erforderlichkeit weiterer Zuführungen zu den Schwankungsrückstellungen. Auch die Antragsgegnerin kann unter Bezugnahme auf das vorgelegte Privatgutachten von [] nicht die Erforderlichkeit weiterer Zuführungen bzw. Auflösungen der Schwankungsrückstellung belegen.

193 Die Kammer stimmt der Einschätzung von [] zu, dass aufgrund der vorhandenen Schwankungsrückstellungen und den darin enthaltenen stillen Reserven weitere Zuführungen bzw. Auflösungen zu den Schwankungsrückstellungen weder im Detailplanungszeitraum noch in der ewigen Rente erforderlich sind. Bezüglich der ewigen Rente haben die Sachverständigen insoweit nachvollziehbar dargelegt, dass der (unendliche) Erwartungswert aus Zuführungen und Entnahmen gegen Null tendiert, d.h. Zuführungen und Entnahmen sich also ausgleichen. Bezüglich der Detailplanungsphase sind zwingende Gründe für weitere Zuführungen zu den Schwankungsrückstellungen auch im Hinblick auf einen schlechteren Schadensverlauf nicht ersichtlich. In Übereinstimmung mit [] ist vielmehr davon auszugehen, dass das vorhandene Sicherheitskapital i.H.v. EUR 1,154 Mrd. ausreichend ist.

e. Rückversicherungsergebnis AXA Versicherung

194 Die Antragsgegnerin kritisiert das Ergänzungsgutachten von [] in Bezug auf die Bruttoschadensquote und das Ergebnis der Rückversicherer. [] habe die von [] unterstellte erhöhte Bruttoschadensquote in der ewigen Rente korrigiert. Dann müsse konsequenterweise auch das Rückversicherungsergebnis nach unten korrigiert werden.

- 195 Die Sachverständigen halten in ihrem Ergänzungsgutachten an den Feststellungen des Hauptgutachtens fest. Zur Begründung führen sie aus, dass die Darstellung der Antragsgegnerin unvollständig und sachlich falsch sei. Die Antragsgegnerin habe unterschlagen, dass die Gesellschaft den Anteil der proportionalen Rückversicherung deutlich zu Gunsten der nicht proportionalen Rückversicherung reduziert habe. Die AXA Versicherung habe ab 2003 einen Übergang zur nicht proportionalen Rückversicherung vorgenommen (Erstgutachten, Seite 54). Für diese Versicherungsart sei die gegenläufige Korrektur zu den Schadensaufwendungen sachlich falsch. Eine direkte Relation zwischen den Bruttobeiträgen und den Rückversicherungsergebnissen bestehe nicht. Der Rückversicherer leiste erst dann Versicherungsschutz, wenn eine bestimmte Schadensgrenze beim Erstversicherer überschritten werde. Die AXA Versicherung habe 2003 im Wesentlichen nur noch Schadensexzedentenverträge in Rückdeckung gegeben (Erstgutachten, Seite 54). Im Übertragungsbericht werde diesbezüglich zutreffend dargestellt, dass sich die Schadenserstattungen nicht direkt aus den Bruttoschäden ableiten lassen, da diese überwiegend aus nicht rückversicherten Klein- und Mittelschäden bestünden (Erstgutachten, Seite 55).
- 196 Dementsprechend habe eine Überprüfung durch ergeben, dass im Jahr 2005 der Rückversicherungsanteil an den Bruttoschadensaufwendungen lediglich 1,7 % betragen habe. Nach der Planungsrechnung der AXA Versicherung habe die Quote 2,2 % betragen. Um die Unsicherheit der einzelnen Planungs determinanten im nachhaltigen Ergebnis angemessen abzudecken, habe die in Rückdeckung gegebene Quote auf der Grundlage der Beiträge i.H.v. 4,7 % als quotale Basis der korrespondierenden Anpassung des Rückversicherungsgeschäfts zugrunde gelegt. Das bedeute, dass angenommen worden sei, dass die Rückversicherer i.H.v. 4,7 % (proportional) an der verbesserten Schadensquote partizipieren. Damit habe sich der Aufwand der AXA Versicherung im Rückversicherungsgeschäft annahmegemäß in der ewigen Rente um 4,7 % der geminderten Rückversicherungsanteile an den Schadensaufwendungen erhöht.
- 197 Die Antragsgegnerin hat diese Feststellungen von im Ergänzungsgutachten unter Bezugnahme auf das Privatgutachten von erneut angegriffen. Die Antragsgegnerin hält die von angesetzte Quote für das Rückversicherungsergebnis i.H.v. 2,5 % für zu gering, richtig sei eine Quote von 2,8 % der verdienten Bruttobeträge. Damit sei das von angesetzte Rückversicherungsergebnis i.H.v. EUR 8,544 Mio. zu hoch ausgefallen. führt ergänzend dazu aus, dass die Feststellungen von auch auf einer unvollständigen Analyse der Ausgangsdaten im Erstgutachten beruhten, da nach eigenem

Bekunden nicht sämtliche Unterlagen vorlagen. Ergänzend erläutert erneut den proportionalen Zusammenhang zwischen höherer Bruttoschadensquote und der damit einhergehenden Entlastung des Erstversicherers vice versa. Obwohl eine Wechselwirkung von Bruttoschadensquote und Rückversicherungsergebnis grundlegend anerkannt werde trotz der Reduzierung der Schadensquote das Rückversicherungsergebnis nicht reduziert. Das sei nicht konsistent.

198 Die Kammer hält die Einwände der Antragsgegnerin gegen die gutachterlichen Feststellungen der Sachverständigen für nicht belastbar und folgt damit den überzeugenden Ausführungen von . Im Kern richtig ist die von der Antragsgegnerin beschriebene Korrelation zwischen der Schadensquote und dem Rückversicherungsgeschäft. Die Antragsgegnerin ist allerdings über die allgemeine Beschreibung dieses Effekts nicht hinausgegangen. hat hingegen konkret anhand des von der AXA Versicherung betriebenen Geschäfts und konkreter Zahlen erläutert, ob und gegebenenfalls wie sich Veränderungen der Schadensquote auf das Rückversicherungsgeschäft auswirken würden. Die Antragsgegnerin bzw. haben sich zu diesen konkreten Ausführungen von im Ergänzungsgutachten nicht geäußert und diese damit auch nicht erschüttern können.

**f. Zuführung zur Rückstellung für Beitragsrückerstattung (RfB-Quote)
AXA Lebensversicherung.**

199 Die Sachverständigen haben ebenfalls die Einwände der Verfahrensbeteiligten zur Bildung der RfB-Quote bei der AXA Lebensversicherung zurückgewiesen.

200 Die Antragsteller halten die Erhöhung der Überschussverwendungsquoten bei der AXA Leben gegenüber der tatsächlichen Ausgangsplanung der Gesellschaft für nicht sachgerecht und plausibel. Die Antragsgegnerin beanstandet unter Bezugnahme auf die Privatgutachten und dass die Überschussverwendung für die Gesellschaft bzw. die Zuführung zur Rückstellung für Beitragsrückerstattung auf der Grundlage der Gesellschaftsplanung vorgenommen habe und die Erhöhung der RfB-Quote zu Gunsten der Versicherungsnehmer durch den Erstgutachter im Detail-Planungszeitraum rückgängig bzw. in der ewigen Rente gemindert habe.

201 Versicherungsunternehmen erwirtschaften Erträge aus Kapitalanlagen, der Risiko- und der Kostenkalkulation. Die jährlich erzielten Erträge geben die Lebensversicherungsunternehmen zum großen Teil im Wege der Garantieverzinsung und der laufenden Überschussbeteiligung an die Versicherungsnehmer weiter. Der verbleibende Teil der jährlich erzielten

Erträge wird für die Überschussbeteiligung der künftigen Jahre zurückgestellt und fließt in die so genannte Rückstellung für Beitragsrückerstattung (RfB) ein.

202 Lebensversicherungsunternehmen sind verpflichtet, mindestens 90 % des Rohüberschusses (= Jahresüberschuss + Direktgutschrift + Zuweisung zur RfB) den Versicherungsnehmern als Beitragsrückerstattung wieder zukommen zu lassen. Diese Beiträge stellen in der Gewinn- und Verlustrechnung grundsätzlich steuerlich absetzbare Aufwendungen dar. Die Prognose der Direktgutschriften ist nach der Analyse der Sachverständigen aus der Sicht des Stichtags nicht zu beanstanden. Allerdings seien die von dem Erstgutachter angesetzten RfB-Zuführungsquoten überhöht. hält die in der Planung der Gesellschaft vorgesehenen Zuführungsquoten für sachgerecht.

203 Der Erstgutachter hatte die RfB-Quoten laut Unternehmensplanung für den Detail-Planungszeitraum und die ewige Rente angepasst auf 88,2 % im Jahr 2006, 90,2 % im Jahr 2007, 92,2 % im Jahr 2008 und 92,2 % im Jahr der ewigen Rente im Verhältnis zum Bruttoüberschuss nach Steuern. Der Prüfer hat diese Einschätzung für vertretbar erachtet.

204 hat diese Einschätzung nicht bestätigt. Vielmehr ist die originäre Planung der Gesellschaft für die Jahre 2006-2008 übernommen worden. Die Anpassungen des Erstgutachters führen laut dazu, dass die RfB-Quote im Jahr der ewigen Rente 24,7 % der verdienten Beiträge betrage gegenüber einem Branchenwert von 14,1 %. Da die RfB-Quote im Jahr 2008 allerdings nicht nachhaltig sei, sei die nachhaltige RfB-Zuführungsquote auf 90,0 % in Relation zum Bruttoüberschuss nach Steuern erhöht worden, ausgehend von 80,8 % im Jahr 2008.

205 Die Gutachter haben in dem Gutachten zur AXA Leben (Anlagenband Nr. 2) im Einzelnen analysiert, dass diese in der Vergangenheit geringere Zuführungen zur RfB als die Branche vorgenommen und entsprechend dem Verhältnis zu den verdienten Bruttobeiträgen eine geringere RfB-Quote ausgewiesen hatte. Die von dem Erstgutachter revidierte Planung der Gesellschaft sei unter Berücksichtigung von Kennzahlen nicht plausibel. Aus einem Vergleich von Bruttoüberschuss zur RfB-Zuführung zeige sich, dass die Zuführungsquoten gemäß der Planung von in den Planjahren 2006 zwischen 19,7 und 24,0 % liege. Die Planung und die Abschlüsse der AXA Leben beinhalteten hingegen Zuführungen für den gleichen Zeitraum zwischen 13,8 % bis 17,7 % (Planung) und 11,8 % bis 9,9 % (Jahresabschluss). Laut schwankten in diesem Zeitraum die Branchenwerte zwischen 18,7 %, 17,8 % und 8,6 %.

206 Eine ähnliche Entwicklung ergebe sich aus den Verhältnissen der RfB-Zuführungen in Prozent zum Bruttoüberschuss nach Steuern und der RfB-Zuführungen und Direktgutschrift in Prozent zum Rohüberschuss nach Steuern. Sämtliche Werte lägen deutlich unterhalb der revidierten Planung der Vorgutachter. Das gelte insbesondere auch für den Erstgutachter-Wert der ewigen Rente von 24,7 % gegenüber den Planungen und den Ist-Werten der Gesellschaft von jeweils 17,5 %. Aus diesem Grund sei die Planung der Gesellschaft sachgerechter als die korrigierten Quoten des Erstgutachters. Lediglich bezüglich der ewigen Rente sei eine Anhebung von 81,2 % (Planung) auf 90,8 % vorgenommen worden, um langfristig eine Annäherung zum Branchendurchschnitt zu erreichen.

207 Die Antragsgegnerin beanstandet die von geschätzten RfB-Quoten als zu niedrig. In dem Gutachten wird dazu ausgeführt, dass die historische RfB-Zuführungsquote der AXA Leben im Zeitraum 1999-2005 durchschnittlich 94,3 % betragen habe. Der in etwa vergleichbare Wert der Branche liege gemäß BaFin auf einem ähnlichen Niveau von 95,2 %. Daraus folge, dass die originär geplanten RfB-Zuführungsquoten in den Planjahren 2006-2008 zwischen 73,6 % und 78,8 % deutlich zu gering ausgefallen seien. Die auf dieser Grundlage basierende Planungsrechnung der AXA Leben rechtfertige sich vor dem Hintergrund, dass sie ihre Kapitalanlagenergebnisse niedriger geplant habe. Die Erhöhung der Kapitalanlagenergebnisse wirke sich auch auf die Höhe der RfB-Quote in der Detail-Planungsphase aus. Insbesondere für die ewige Rente sei eine nachhaltige RfB-Quote i.H.v. 92,2 % anzusetzen angesichts der langfristigen historischen Durchschnittswerte der AXA Leben und der Branche i.H.v. 94,3 % und 95,2 %.

208 ist der Auffassung, dass die Ausführungen der Antragsgegnerin irreführend seien. Unzutreffend sei, dass höhere absolute Kapitalanlagenergebnisse automatisch zu höheren relativen RfB-Quoten führen müssen. Vielmehr werde bei gleichbleibender RfB-Quote auch absolut ein höherer Betrag der Kapitalanlagenerträge anteilig den Verträgen der Versicherungsnehmer gutgeschrieben. Bei höheren Kapitalanlagenergebnissen bestehe sogar die Möglichkeit, die RfB-Quoten zu senken und die Aktionärsquote zu erhöhen. Das werde auch vom Erstgutachter bestätigt (Seite 66). In den Geschäftsjahren 2002-2004 seien relativ hohe RfB-Quoten angesetzt worden aufgrund rückläufiger Kapitalanlagenergebnisse. Im Jahr 2003 sei sogar eine RfB-Zuführung von 100 % ausgewiesen worden.

209 Die Antragsgegnerin habe unterschlagen, dass die von angesetzten Kapitalanlagenergebnisse niedriger ausfallen als sie vom Erstgutachter geschätzt worden seien. Nach

der Argumentation der Antragsgegnerin müsse die RfB-Quote der Erstgutachter tendenziell niedriger ausfallen als die von geschätzte RfB-Quote. Zudem werde von der Antragsgegnerin nicht der Anteil der so genannten „freien RfB“ erwähnt. Dabei handele es sich um ein wichtiges Reservepolster für die Steuerung der Überschussbeteiligung. Die freie RfB diene zum Ausgleich von Schwankungen der erwirtschafteten Überschüsse, um eine möglichst stetige Überschussbeteiligung zu gewährleisten. Die freie RfB habe zum 31. Dezember 2008 EUR 557 Mio. betragen. Durch die vom Erstgutachter angesetzte höhere Überschussverwendungsquote steige die freie RfB bei dem Erstgutachter zum 31.12.2008 auf rund EUR 1.112 Mio. Durch diese Planung liege die freie RfB über der aufsichtsrechtlich zulässigen Höchstgrenze. Allein das zeige, dass die vom Erstgutachter angesetzten RfB-Quoten zu hoch ausgefallen seien. Zusätzlich sei der körperschaftsteuerliche Abzug der RfB-Zuführungen nur bis zu einer bestimmten Höchstgrenze abzugsfähig, wie sich aus § 21 KStG ergebe. Daher werde bei der Planung der RfB-Quote darauf geachtet, dass diese sowohl aufsichtsrechtlich als auch steuerrechtlich optimiert sei. Die Überlegungen der Antragsgegnerin seien folglich unvollständig und widersprüchlich.

210 Schließlich erläutern die Sachverständigen, dass die von der Antragsgegnerin angeführten RfB-Quoten der Versicherungsbranche nicht belastbar seien. Die Zahlen seien schon grundsätzlich nicht sachgerecht. Darüber hinaus seien die Zahlen auch nicht transparent abgeleitet worden. Die RfB-Zuführungsquoten der AXA Leben und ihrer Rechtsvorgänger seien historisch regelmäßig niedriger gewesen als die durchschnittlichen Quoten der Branche. Daher sei es sachgerecht, die RfB-Quote für die ewige Rente auf 90,0 % anzupassen, um eine Annäherung an den Branchendurchschnitt zu erreichen. Diese Quote decke sich in etwa mit dem letzten Ist-Jahr 2005 (89,8 %) der AXA Leben.

211 Die Antragsgegnerin greift auch die ergänzende Stellungnahme von zur RfB-Quote an und bezieht sich dabei auf das Privatgutachten von Beanstandet werden gravierende fachliche Mängel. Zudem seien die Ausführungen nicht plausibel. Das von zur Plausibilisierung herangezogene Verhältnis von Bruttoüberschuss zu verdienten Prämieinnahmen sei für Lebensversicherungsunternehmen nicht aussagekräftig. Ein Zusammenhang von Kapitalanlagenergebnissen und Überschussverwendungsquoten bestehe bereits aufgrund der zwingend anzuwendenden Rechtsverordnung zur Beitragsrückerstattung in der Lebensversicherung (ZRQuotenV). Danach sei eine Beteiligung von mindestens 90 % am maßgeblichen Kapitalanlagenergebnis, sofern positiv, gefordert. Ferner sei

zu 50 % am Risikoergebnis, Kostenergebnis und sonstigen Ergebnis, sofern positiv, zu beteiligen. Für den so genannten Altbestand liege die Beteiligung auf alle Ergebnisquellen bei 90 %. Daraus ergebe sich zwingend die Abhängigkeit der RfB-Quote von den Kapitalanlageergebnissen. Aus der beigefügten beispielhaften vereinfachten Kontrollrechnung für das Planjahr 2006 ergebe sich, dass die Berechnung von gegen aufsichtsrechtliche Erfordernisse verstoße. Zudem seien die von geschätzten RfB-Quoten nicht mit den seit dem Jahr 2000 zu verzeichnenden höheren Überschussverwendungsquoten von größer 90 % der deutschen Lebensversicherungsunternehmen zu vereinbaren. Ferner liege ein Verstoß gegen Stichtagsprinzip vor, da die Sachverständigen die tatsächliche Entwicklung der Ist-Quoten in den Jahren 2006-2010 berücksichtigt hätten. Schließlich lasse sich weder der ZRQuotenV noch dem VAG entnehmen, dass die freie RfB eine Reduktion der jährlich zu berücksichtigenden RfB zulasse. Das sei nur ausnahmsweise rechtlich zulässig, etwa bei außergewöhnlichen Verhältnissen oder wenn die Solvabilität des Versicherungsunternehmens gefährdet sei. Soweit die aufsichtsrechtliche Höchstgrenze der RfB erreicht werde, sei in dem Erstgutachten bewertungstechnisch eine Ausschüttung an die Versicherungsnehmer im Jahr 2009 unterstellt worden.

212 Die Kammer folgt den Ausführungen von Die Sachverständigen haben überzeugend dargelegt, dass die ursprüngliche Planung der Gesellschaft zu den RfB-Quoten sachgerecht war. Die geplanten Zuführungen zur RfB stimmen auch mit den tatsächlichen RfB-Quoten gemäß den Jahresabschlüssen der AXA Lebensversicherung der Jahre 2006-2009 überein. Letzteres ist allerdings lediglich eine Plausibilitätsüberlegung. Unstreitig würden die Anpassungen des Erstgutachters zur RfB-Quote im Detail-Planungszeitraum auch dazu führen, dass die RfB-Quote in der ewigen Rente 24,7 % der verdienten Beiträge beträgt gegenüber einem Branchenwert von 14,1 % und Planungs- und Ist-Werte der Gesellschaft von jeweils 17,5 %. Schließlich würde die freie RfB bei der Berechnungsweise der Erstgutachter zum 31. Dezember 2008 über der aufsichtsrechtlich zulässigen Höchstgrenze von EUR 1.112 Mio. steigen mit der Folge, dass der körperschaftsteuerliche Abzug der RfB-Zuführungen nicht in voller Höhe möglich wäre.

213 Bei dieser klaren Sachlage müsste die Planung der Gesellschaft, die sich letztlich auch bestätigt hat, ungesetzlich, widersprüchlich oder nicht nachvollziehbar sein, um abweichende Werte zu übernehmen. Das ergibt sich aus dem Erstgutachten auch unter Berücksichtigung des überreichten Privatgutachtens von nicht. Es werden lediglich generelle

Einwände vorgebracht, insbesondere gesetzliche Verstöße gegen das VAG bzw. ZRQuotenV behauptet, ohne diese jedoch konkret zu belegen.

214 Die entscheidende Frage ist letztlich, ob aus der abweichenden Schätzung der Kapitalanlagenergebnisse durch zwingend eine höhere RfB-Quote resultiert, wie die Antragsgegnerin mit den vorgelegten Privatgutachten behauptet. In diesem Punkt weichen die gutachterlichen Stellungnahmen deutlich voneinander ab. Schlüssig ist die Argumentation der Sachverständigen, dass höhere Kapitalanlagenergebnisse bei prozentual gleichbleibender RfB-Quote den Versicherungsnehmern gutgeschrieben würden. Gegen die von der Antragsgegnerin behauptete zwingende Erhöhung der RfB-Quote im Falle erhöhte Kapitalanlagenergebnisse sprechen auch die von allen Gutachtern (Seite 66;

Seite 113) bestätigten gegenläufigen Zuführungen in der Vergangenheit. So haben etwa in den Jahren 2002-2004 rückläufige Kapitalanlagenergebnisse zu relativ hohen RfB-Quoten geführt. Diese wurden bei verbesserten Kapitalanlagenergebnissen, etwa im Jahr 2005, wieder gesenkt. und haben nicht erläutert, inwiefern diese Entwicklungen mit ihrer Behauptung zusammen passt, dass höhere Kapitalanlagenergebnisse zwingend höhere RfB-Quoten zur Folge haben.

215 Darüber hinaus haben weder nach erläutert, dass der behauptete lineare Zusammenhang zwischen Kapitalanlagenergebnissen und der RfB-Quote bei der nötigen Gesamtbetrachtung, insbesondere bei Berücksichtigung der freien RfB, zu einer Unvereinbarkeit mit der ZRQuotenV führen würde. Zwar findet sich in dem Privatgutachten von eine mathematische Herleitung, aus der sich die relative Erhöhung der Überschussverwendungsquoten bei der Erhöhung der Kapitalanlagenergebnisse ergibt. Allerdings wird durch die nachfolgend aufgeführte Beispielsrechnung sehr deutlich, dass aufgrund der gesetzlichen Vorschriften eine schwierige Gesamtabrechnung vorzunehmen ist, bei der sich negative und positive Ergebnisquellen auf die RfB-Quote auswirken. Mit dem vorgelegten Privatgutachten von belegt die Antragsgegnerin selbst, dass es sich bei der Ermittlung der RfB-Quoten um äußerst komplexe und sich gegenseitig beeinflussende Vorgänge handelt, die nicht auf einen linearen Zusammenhang zwischen Kapitalanlagenergebnissen und RfB-Quote reduziert werden können. Letztlich steht die diesbezügliche Behauptung von und ohne tragfähiges Fundament im Raum.

g. Kapitalanlageergebnis AXA-Versicherung und AXA Leben

216 Die Antragsgegnerin hat die Schätzung der Sachverständigen zum Kapitalanlageergebnis unter Bezugnahme auf das Privatgutachten angegriffen. Die Ausführungen beziehen sich sowohl auf die AXA Versicherung als auf die AXA Lebensversicherung.

217 führt aus, dass die Schätzung des Kapitalanlageergebnisses im Erstgutachten nicht unplausibel sei. hat eine Neuberechnung der Kapitalanlageergebnisse vorgenommen. Dabei sei die Kapitalanlagevolumenplanung der Sachverständigen verwendet worden, diese jedoch um die Auswirkungen auf das Kapitalanlagevolumen aus dem Ansatz der erhöhten Schadensquote in der ewigen Rente, aus der Berücksichtigung der Veränderung der Schwankungsrückstellung und aus der erhöhten Zuführung zur Rückstellung für Beitragsrückerstattung korrigiert worden. Zudem sei eine durch die Gutachter vorgenommene Doppelerfassung der stillen Reserven in dem Detailplanungszeitraum korrigiert worden. Die eigene Berechnung von führen zu leicht höheren Kapitalanlageergebnissen im Vergleich zu den Berechnungen von Dennoch hält die geplante Entwicklung des Kapitalanlageergebnisses gemäß Gutachten der Sachverständigen für nachvollziehbar und vertretbar.

218 Diese Ausführungen im Privatgutachten geben keine Veranlassung, die Kapitalanlageergebnisse zu korrigieren. Weder die Antragsteller noch der Antragsgegnerin haben einen Anpassungsbedarf erläutert. Soweit die Ergebnisse laut höher ausfallen als in dem Gutachten von ist dennoch eine Anpassung zu Gunsten der ausgeschiedenen Aktionäre nicht geboten. Denn die leicht erhöhten Ergebnisse durch die Berechnung von beruhen auf zahlreichen Parameterveränderungen, unter anderem bezüglich Schadensquote, Schwankungsrückstellung, RfB-Quote, Anpassung der Zinsträger und Bereinigung der stillen Reserven, die nach den vorstehenden Erläuterungen in der Sache nicht berechtigt sind.

h. Plausibilisierung des Planungsergebnisses anhand der Eigenkapitalrendite

219 Die Antragsgegnerin behauptet, dass sich die ursprüngliche Planungsrechnung der Gesellschaft bzw. der Erstgutachter anhand der Eigenkapitalrendite plausibilisieren lasse.

hat dazu in dem Privatgutachten die geplanten Eigenkapitalrenditen der AXA Versicherung und der AXA Leben sowohl mit ihren eigenen historischen (Ist-) Eigenkapitalrenditen als auch mit den historischen (Ist-) Eigenkapitalrenditen der Peer Group verglichen. Zusätzlich hat die geplanten nachhaltigen Eigenkapitalrenditen mit dem

Kalkulationszinssatz (Eigenkapitalkosten) verglichen. Zur Erläuterung der Einwände kann auf die vorstehenden Ausführungen der Antragsgegnerin im Zusammenhang mit der nachhaltigen Wachstumsrate verwiesen werden.

220 Nach habe die durchschnittliche Eigenkapitalrendite der AXA Versicherung AG im historischen Betrachtungszeitraum von 2000 - 2005 bei durchschnittlich 14,9 % gelegen. Sie habe damit deutlich über dem langfristigen Mittelwert der Peer Group von 7,7 % gelegen, der sich aus einem Betrachtungszeitraum von 1998-2005 ergebe. Der Erstgutachter und seien im Detailplanungszeitraum ebenfalls von Eigenkapitalrenditen zwischen 15,0 % -15,9 % (Erstgutachter) und 15,7 % bis 17,4 % ausgegangen. Das sei plausibel. In der ewigen Rente resultiere aus der Planungsrechnung des Erstgutachters eine Eigenkapitalrendite von 12,5 % und aus der angepassten Planungsrechnung der Gutachter eine Eigenkapitalrendite von 16,0 %. Die Unterschiede seien auf unterschiedliche Ansätze bei den Schadensquoten zurückzuführen. Die Eigenkapitalrendite von 16,0 % liege über dem historischen Durchschnitt der AXA Versicherung und ihrer Peer Group. Zudem impliziere eine Eigenkapitalrendite von 16,0 % in der ewigen Rente eine dauerhafte Überrendite i.H.v. 9,2 %, d.h. eine Rendite oberhalb der Eigenkapitalkosten, die von in Höhe von 6,8 % geplant worden sei. Das sei unrealistisch.

221 Ähnlich verhalte es sich mit der AXA Leben. Sie habe im historischen Betrachtungszeitraum von 2000-2005 eine durchschnittliche Eigenkapitalrendite von 15,0 % erwirtschaftet. Sie liege damit deutlich über dem langfristigen Mittelwert der Peer Group von 9,1 %, der sich aus einem Betrachtungszeitraum von 1998-2005 ergebe. In dem Planungszeitraum ab 2006 seien sowohl vom Erstgutachter als auch von den Sachverständigen Eigenkapitalrenditen veranschlagt worden, die deutlich über den historischen beobachtbaren Werten liegen. Die Planung des Erstgutachters bewege sich in einer Bandbreite von 6,7 % bis 45,8 %. Wie der beigefügten Grafik zu entnehmen sei, steige die Eigenkapitalrendite der Gutachter im Planungszeitraum sogar bis auf 95,9 %. Der enorme Anstieg der Eigenkapitalrendite resultiere im Wesentlichen aus der Anpassung der RfB-Zuführungsquote. Dies zeige, dass die von vorgenommenen Anpassungen der Planungsrechnung insgesamt nicht plausibel seien. Die von geplante Eigenkapitalrendite von 43,8 % für die ewige Rente liege erheblich über der Eigenkapitalrendite gemäß Erstgutachter i.H.v. 38,0 %. Angesichts des historischen Durchschnitts der AXA Leben von 15 % seien diese Eigenkapitalrenditen äußerst ambitioniert bis realitätsfern. Das impliziere, dass der Erstgutachter eine Überrendite i.H.v. 23,7 % und die Gutachter eine Überrendite i.H.v. 43,4 %

nachhaltig geplant haben. Eine abschließende Plausibilisierung erfordere jedoch eine kritische Würdigung der zugrundeliegenden Planungsannahmen. Dafür wären weitere Analysen und Interviews mit den Planungsverantwortlichen erforderlich. Die vorliegende Daten- und Informationslage sei hierfür nicht ausreichend.

222 hält die von vorgenommenen Vergleiche der geplanten Eigenkapitalrenditen mit einem Mittelwert für nicht aussagekräftig. Die Information über die Spannweite möglicher Eigenkapitalrenditen gehe bei dieser Konzentration verloren. Zudem sei nicht erkennbar, wie die Eigenkapitalrendite berechnet habe. Eine Überprüfung habe ergeben, dass die von ermittelten Eigenkapitalrenditen berechtigt seien. Die für den Detailplanungszeitraum geplanten Eigenkapitalrenditen von 15,7 und 17,4 sowie für die ewige Rente von 16 % lägen innerhalb der Spannweite der Jahre 2002-2005 (zwischen 10 % und 35,3 %). Zudem seien die Eigenkapitalrenditen ausländischer Versicherungsunternehmen aufgrund unterschiedlicher Rechnungslegungsvorschriften grundsätzlich nicht vergleichbar mit den Eigenkapitalrenditen deutscher Versicherungsunternehmen. Value Trust habe unabhängig davon zur Berechnung der historischen Eigenkapitalrenditen zwar die Schwankungsrückstellung dem ökonomischen Eigenkapital zugerechnet, jedoch den durch die Bildung der Schadensrückstellung entstandenen Bodensatz an stillen Reserven unberücksichtigt gelassen.

223 Bezüglich der sehr hohen Eigenkapitalrenditen der AXA Leben sei klarzustellen, dass sich für diese eine Eigenkapitalrendite im Detailplanungszeitraum von rund 14 % ergebe, soweit zur Herstellung der Vergleichbarkeit die freie RfB und das nachrangige Darlehen bei der AXA Leben dem Eigenkapital zugerechnet werden. Dementsprechend reduzierten sich auch die Überrenditen.

224 Die Antragsgegnerin hat die Ergebnisse von in ihrer letzten Stellungnahme erneut unter Darstellung der Planungs- und Ist-Werte angegriffen. Die Antragsgegnerin hat sowohl bei der AXA Versicherung als auch bei der AXA Leben die Ist-Abweichungen den Planungen von und gegenübergestellt. Daraus ergebe sich, dass tatsächlich bereits die Planannahmen von und noch etwas ausgeprägter durch durchgängig unterschritten worden seien.

225 Im Ergebnis geben die Beanstandungen der Antragsgegnerin keine Veranlassung, von den überzeugenden Feststellungen der Sachverständigen hinsichtlich der Planungsplausibilisierung anhand von Eigenkapitalrenditen abzurücken. Die Sachverständigen haben hin-

sichtlich der AXA Versicherung dargestellt, dass die von ihnen für die Jahre 2006-2008 geplanten Eigenkapitalrenditen für die AXA Versicherung zwischen 15,7 % und 17,4 % innerhalb der Jahre 2002-2005 mit Eigenkapitalrenditen zwischen 10,0 % und 35,3 % liegen und auch von [redacted] als plausibel erachtet werden. Die angesetzten Eigenkapitalrenditen sind daher plausibel. Der von [redacted] angestellte Vergleich mit der Peer Group hinkt, da die Eigenkapitalrenditen ausländischer Versicherungsunternehmen aufgrund unterschiedlicher Rechnungslegungsvorschriften grundsätzlich nicht vergleichbar sind mit den Eigenkapitalrenditen deutscher Versicherungsunternehmen. Ferner hat [redacted] unwidersprochen geblieben – dargestellt, dass bei der Berechnung durch [redacted] ein Bodensatz an stillen Reserven i.H.v. EUR 364,4 Mio. nicht berücksichtigt wurde, wodurch die Eigenkapitalrenditen nach [redacted] um ca. 15 % geringer ausfallen würden. Bei dieser Sachlage erscheinen die Ansätze vor [redacted] sehr gut vertretbar. Soweit die Antragsgegnerin die Ist-Zahlen mit dem Plan-Werten vergleicht, wird die Herleitung der Werte nicht erläutert. Entscheidend ist aber, dass die Sicht des Stichtags maßgeblich ist. Die Ist-Ergebnisse der stichtagsnachfolgenden Jahre können aufgrund veränderter Verhältnisse verzerrt sein, worauf die Antragsgegnerin im anderen Zusammenhang auch berechtigterweise hinweist, z.B. bezüglich des Erwerbs der DBV-Winterthur Versicherung. Daher geht auch die Antragsgegnerin im Grundsatz davon aus, dass eine Plausibilisierung anhand nachträglicher Ist-Ergebnisse nicht sachgerecht ist.

226. Bezüglich der AXA Leben gilt nichts Anderes. Auch hier ist die dargestellte Ist-/Planabweichung ebenso wie der Vergleich mit einer Peer Group unerheblich. Auffällig ist zwar in der Tat, dass sich für die AXA Leben im Detailplanungszeitraum eine durchschnittliche Eigenkapitalrendite von 91,9 % ergibt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass allerdings auch die Schätzung des Erstgutachters bei einer Eigenkapitalrendite von durchschnittlich 41,7 % lag. Damit gingen auch die Erstgutachter für den Detailplanungszeitraum von einer erheblichen Überrendite aus. Die Tatsache, dass die ohnehin hohen Eigenkapitalrenditen laut Erstgutachters von [redacted] noch ganz erheblich übertroffen werden, ist für sich gesehen kein Argument, dass die Schätzung falsch ist. [redacted] hat dies mit den von ihnen vorgenommenen Anpassungen der Planungsrechnung, hauptsächlich die Anpassung der RfB-Zuführungsquote, begründet. Da die Planungsanpassungen von [redacted] aus der Sicht der Kammer im Ergebnis vertretbar sind, ist auch die daraus folgende Erhöhung der Eigenkapitalrendite im Detailplanungszeitraum ebenfalls vertretbar. Das kann dann nicht durch den Gegenschluss erschüttert werden, dass eine ungewöhnlich hohe Eigenkapitalrendite zur Widerlegung vertretbarer Planungsannahmen führen muss.

XIV. Bewertungsmethodik Deutsche Ärzteversicherung

227 Die Antragsgegnerin kritisiert die Bewertung der DÄV anhand ihres Börsenkurses als methodisch falsch. Der Erstgutachter habe ein Unternehmenswert der DÄV i.H.v. EUR 55,2 Mio. anhand der Ertragswertmethode ermittelt. Dies habe einem Wert je DÄV-Aktie i.H.v. EUR 19,18 entsprochen. habe einen Ertragswert der DÄV i.H.v. EUR 82,1 Mio. ermittelt. Dies entspreche einem Wert i.H.v. EUR 28,75 je DÄV-Aktie. Darüber hinaus hätten die Gutachter einen gewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs der DÄV-Aktie vor der ordentlichen Hauptversammlung der AKAG am 20. Juli 2008 i.H.v. EUR 61,60 festgestellt. Dies entspreche hochgerechnet einem Unternehmenswert von EUR 177,4 Mio. Im Rahmen der Bewertung der DÄV sei fehlerhaft ein Unternehmenswert auf der Grundlage des vorgenannten Börsenkurses festgelegt worden. Der Börsenkurs sei gemäß IDW S 1 und DVFA-Empfehlungen allerdings lediglich ein Plausibilisierungsinstrument und kein eigenständiges Bewertungsverfahren. Der Börsenkurs sei von zahlreichen Sonderfaktoren, wie z.B. Größe und Enge des Marktes, zufallsbedingten Umsätzen, besonderen Marktsituationen und spekulativen Marktbewegungen beeinflusst. habe die Unmaßgeblichkeit der Börsenbewertung selbst dadurch bestätigt, dass sie den unternehmenseigenen Betafaktor der DÄV als taugliche Grundlage der Bewertung abgelehnt und stattdessen auf eine Peer-Group zurückgegriffen haben. Unabhängig davon liege der Dreimonatsdurchschnittskurs der DÄV-Aktie im maßgebenden Referenzzeitraum von drei Monaten vor Ankündigung der Maßnahme bei EUR 49,69. Die nachfolgenden Kurssteigerungen seien durch die Mitteilung des Squeeze Outs beeinflusst und nach oben verzerrt worden. Folglich sei auf den vom Erstgutachter ermittelten Ertragswert der DÄV i.H.v. EUR 55,2 Mio. zurückzugreifen.

228 hat in dem Ergänzungsgutachten dazu ausgeführt, dass der durchschnittliche Börsenkurs in dem Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe des Übertragungsbeschlusses bei EUR 58,29 gelegen habe. Dieser Kurs führe zu einem Unternehmenswert der DÄV i.H.v. EUR 167,9 Mio., der um 105,8 Mio. über dem errechneten Ertragswert liege. Gemäß Teil-Prozessvergleich vom 1. Juni 2007 sei ein Unternehmenswert i.H.v. EUR 197,23 Mio. (EUR 61,54/Aktie) zugrunde gelegt worden. Vor diesem Hintergrund komme der geringere Unternehmenswert nach dem Ertragswert gemäß Beschluss des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999 nicht in Betracht.

229 Die Einwände der Antragsgegnerin sind berechtigt. Es ist methodisch verfehlt, im Rahmen einer Ertragswertschätzung des Unternehmens die Beteiligungen nach den Börsenkursen bzw. der Börsenkapitalisierung zu berücksichtigen. Die Kammer ist schon grundsätzlich

der Auffassung, dass der Börsenkurs aufgrund divergierender Wertbildungsfaktoren lediglich den Verkehrswert bzw. Desinvestitionswert der Minderheitsaktie repräsentiert, nicht aber den Verkehrswert des gesamten Unternehmens. Deswegen muss auch nicht aufgeklärt werden, ob die Börsenkurse der DÄV aufgrund geringer Handelsvolumina überhaupt aussagekräftig waren.

- 230 Unabhängig davon ist es auch nicht gerechtfertigt, die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung auf die hier relevante Bewertung der AKAG zu übertragen. Darin liegt ein methodischer Bruch. Denn die Ertragsbewertung eines Unternehmens, hier die AKAG, kann nicht teil- bzw. wahlweise durch die Marktbewertung der Kapitalmarktteilnehmer ersetzt werden. Potenzielle Investoren würden bei einer Gesamtbewertung des Unternehmens nicht auf höhere Börsenwerte von Beteiligungsunternehmen abstellen. Auch die Minderheitsaktionäre haben keinen Anspruch darauf, dass bei einer Gesamtbewertung einer Holding der Wert von Beteiligungsunternehmen nach dem höheren Börsenkurs berücksichtigt wird. Der Börsenkurs ist insoweit nicht Untergrenze der Abfindung. Minderheitsaktionäre der Holding haben nicht die Möglichkeit, eine Abfindung nach dem höheren Werten von Beteiligungsunternehmen und im Übrigen nach dem Ertragswert der Holding zu realisieren. Soweit im Teilprozessvergleich vom 1. Juni 2007 ein Unternehmenswert i.H.v. EUR 177,23 Mio. (Euro 61,54 je Aktie) zugrunde gelegt wurde, betrifft das die DÄV und deren Aktionäre, nicht aber unmittelbar die AKAG.

XV. Bewertungsmethodik Pensionskasse und AXA Bank

- 231 Die Sachverständigen haben für die Pensionskasse und die AXA Bank Substanzwerte i.H.v. EUR 80,8 Mio. (Pensionskasse) und EUR 72,3 Mio. (AXA Bank) berücksichtigt. Die Erstgutachter haben hingegen Ertragswerte i.H.v. EUR 36,2 Mio. (Pensionskasse) und EUR 39,1 Mio. (AXA Bank) ermittelt und für maßgeblich gehalten.
- 232 Die Antragsgegnerin beanstandet die Vorgehensweise von Die Bewertung der Substanz unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führe zum unmaßgeblichen Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen den allgemein fehlenden immateriellen Werten nur ein Teilrekonstruktionswert darstelle. Dieser habe nach herrschender Meinung keine Aussagekraft für die Ermittlung des Gesamtwertes des fortgeführten Unternehmens. Maßgebend seien daher die Ertragswerte der fortgeführten Gesellschaften.

233 hat dazu erwidert, dass sich bei der Bewertung herausgestellt habe, dass die Substanzwerte beider Gesellschaften über ihren Ertragswerten liegen. Daher seien die höheren Substanzwerte herangezogen worden. Diese Vorgehensweise sei betriebswirtschaftlich sinnvoll. Ansonsten läge die geplante Eigenkapitalrendite bei diesen Gesellschaften deutlich unter der Renditeforderung der Aktionäre. Ein Aktionär werde eine solche Konstellation langfristig nur akzeptieren, wenn er an der Substanz der Gesellschaft beteiligt werde. Dementsprechend sei gedanklich zu unterstellen, dass das Eigenkapital der Gesellschaft so reduziert und die Aktionäre ausgeschüttet werde, dass die realisierte Eigenkapitalrendite der geforderten entspricht. Zudem entsprächen die Substanzwerte beider Gesellschaften auch ihren Verkehrswerten.

234 Der Kritik der Antragsgegnerin ist zuzustimmen. Im Falle der Fortführung des Unternehmens ist der Ertragswert maßgeblich, nicht der Substanzwert. Zudem korreliert der Substanzwert erheblich mit dem Ertragswert, d.h. der Wert der Substanz ist davon abhängig, welche Beträge mit ihr erwirtschaftet werden können. Daher macht beispielsweise eine Bewertung zum Substanzwert keinen Sinn, wenn mit der Substanz keine oder nur geringe Erträge erwirtschaftet werden können. Niemand erwirbt ein Unternehmen in Höhe seines Substanzwertes, wenn sich damit nicht ein entsprechender Ertrag erwirtschaften lässt. Ist das Unternehmen nicht rentabel, ist allenfalls eine Abfindung zum Liquidationswert heranzuziehen. Dieser ist jedoch nicht mit dem Substanzwert zu vergleichen. Es handelt sich vielmehr um einen Zerschlagungswert, von dem Liquidationskosten und gegebenenfalls Steuern abzuziehen sind.

235 Die Vorgehensweise von die Substanzwerte als Untergrenze der Bewertung anzusetzen, ist folglich nicht haltbar. Auch die betriebswirtschaftliche Begründung, dass ein Aktionär eine solche Konstellation langfristig nur akzeptieren werde, wenn er an der Substanz der Gesellschaft beteiligt wird, überzeugt nicht. Ein solcher Anspruch besteht nicht und ist auch nicht sinnvoll. Das gilt für die Aktionäre der DÄV und erst recht für die Aktionäre der AKAG, um die es hier geht. Der Verkehrswert der AKAG richtet sich nach den zum Stichtag zu erwartenden finanziellen Nettozuflüssen aus Erträgen, oder bei Ertragslosigkeit, aus Liquidationserlösen, nicht jedoch aus der Beteiligung an Rekonstruktionswerten.

XVI. Berücksichtigung der DBV-Winterthur-Gruppe

236 Entgegen der Rechtsauffassung der Antragsteller sind bei der Ertragsplanung nicht die Erträge der DBV-Winterthur-Gruppe einzubeziehen. Das wäre nur dann geboten, wenn die

DBV-Winterthur-Gruppe von der AKAG bereits vor dem Stichtag übernommen worden bzw. die Übernahme nach dem Stichtag hinreichend wahrscheinlich war (Wurzeltheorie).

237 erläutert die Übernahme der DBV-Winterthur-Gruppe in dem Gutachten im Zusammenhang mit der Diskussion um die Behandlung von Verbundeffekten. Dabei ist davon ausgegangen worden, dass die AXA-Gruppe am 14. Juni 2006 die Übernahme der Winterthur-Gruppe bekannt gegeben habe. Nach der Genehmigung sei der Kauf Ende 2006 abgeschlossen und die deutsche DBV-Winterthur in die AKAG eingegliedert worden. Den Berichten der Fachpresse in den Jahren 2006 und 2007 könne entnommen werden, dass der AXA-Konzern mit Synergieeffekten bis zu EUR 350 Mio. pro Jahr und einmaligen Restrukturierungskosten von EUR 520 Mio. gerechnet habe. Auf den deutschen Bereich der AXA-Gruppe seien Kostenreduzierungen laut Angabe i.H.v. EUR 120 Mio. pro Jahr entfallen. kommt zu dem Ergebnis, dass es sich bei der Übernahme der DBV-Winterthur-Gruppe um eine Maßnahme handle, die bei der Bewertung der AKAG hätte berücksichtigt werden müssen. Davon sei aber abgesehen worden, da keine Unterlagen zur Verfügung gestellt worden seien.

238 In Übereinstimmung mit der Rechtsauffassung der Antragsgegnerin ist die Übernahme der DBV Winterthur-Gruppe nicht bei der Ertragsprognose der AKAG zu berücksichtigen. Denn eine Übernahme der DBV-Winterthur-Gruppe durch die AKAG war zum Stichtag weder eingeleitet noch hinreichend konkretisiert. Danach hat nicht die AKAG, sondern die die Schweizer Winterthur-Gruppe erworben, und zwar Ende Dezember 2006. Die DBV-Winterthur-Gruppe wurde erst im Juli 2007, also ca. ein Jahr nach dem Bewertungsstichtag, durch eine Einlageleistung der auf die AKAG übertragen. Aus einer Pressemitteilung der AKAG vom 20.7.2007 (Anl. AG 9) ergibt sich, dass die DBV-Winterthur-Gruppe durch die Übernahme seitens der zunächst zum Schwesterunternehmen der AKAG wurde, dass aber an einer planmäßigen Integration der DBV-Winterthur-Gruppe in die AKAG gearbeitet werde.

239 Weder die Antragsteller noch die Sachverständigen haben Anhaltspunkte angeführt, dass die im Juli 2007 vollzogene Übernahme der DBV-Winterthur AG durch die AKAG bereits zum Stichtag hinreichend konkret feststand. Soweit der Sachverständige im Zusammenhang mit der DBV-Winterthur-Gruppe Verbundeffekte diskutiert, geht das an der Problematik vorbei. Echte Verbundeffekte können unabhängig davon, dass sie gemäß IDW S 1 ohne Bedeutung für die Unternehmensbewertung sind, jedenfalls nur dann von Bedeutung sein, wenn diese in den Verkehrswert des Unternehmens einfließen würden. Dass sich

der bei einer Veräußerung der AKAG zu erzielende Kaufpreis im Hinblick auf die etwa ein Jahr später nachfolgende Einbringung der DBV-Winterthur AG in die AKAG erhöht hätte, ist weder vorgetragen worden noch sonst ersichtlich.

XVII. Kapitalisierungszinssatz

240 Die Schätzung der Sachverständigen zum Kapitalisierungszinssatz wird von sämtlichen Verfahrensbeteiligten in allen seinen Bestandteilen angegriffen. Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter rügen einen zu hohen Kapitalisierungszinssatz. Beanstandet werden weiterhin ein überhöhter Basiszinssatz, eine stark überhöhte Marktrisikoprämie, ein verzerrter Betafaktor und ein unrealistisch niedriger Wachstumsabschlag.

241 Die Antragsgegnerin rügt hingegen einen zu niedrigen Kapitalisierungszinssatz.

kommt in dem vorgelegten Privatgutachten zu dem Ergebnis, dass die gutachterlich geschätzte Marktrisikoprämie von 5,0 % nicht überzeugend sei, sondern in Übereinstimmung mit dem Erstgutachter ein Wert von 5,5 % berechtigt sei. Ferner liege der Betafaktor von Versicherungsunternehmen in einer robusten Größenordnung von 1,0 und nicht bei 0,5-0,6, wie von ermittelt worden sei.

242 Die Sachverständigen gelangen in ihrem Ergänzungsgutachten zu dem Ergebnis, dass die Einwände der Verfahrensbeteiligten keine Veranlassung geben, von der ursprünglichen Unternehmensbewertung abzuweichen.

1. Basiszinssatz

243 Die von einigen Antragstellern angegriffenen Feststellungen des Sachverständigen zum Basiszinssatz werden im Ergänzungsgutachten verteidigt. Es wird erläutert, dass die Abweichungen zur Höhe des Basiszinssatzes zwischen und Erstgutachter möglicherweise daraus resultieren, dass Letztere zwangsläufig einen früheren Bewertungsstichtag verwendet haben. Ferner haben sie darauf hingewiesen, dass der den Unternehmenswert reduzierende höhere Basiszinssatz durch entsprechend höhere Kapitalanlagenverzinsungen teilweise kompensiert werde. Bei dieser Sachlage sieht die Kammer keinen Korrekturbedarf zur Einschätzung der Sachverständigen.

2. Risikozuschlag

244 Der Einwand von Antragstellern, dass im Detailplanungszeitraum kein Risikozuschlag zum Basiszinssatz berechtigt sei, da Mehrrenditen durch Aktienanlagen gegenüber Anlagen in quasi-risikolosen Staatsanleihen allenfalls langfristig realisierbar gewesen seien, nicht aber

historischer Daten ergäben sich je nach Mittelwertbildung für Deutschland Eigenkapitalkosten zwischen 7,9 % (geometrisches Mittel) und 10,4 % (arithmetisches Mittel) bei einjähriger Haltedauer. Daraus folge eine Markttrendite von 9,1 % als Durchschnitt aus arithmetischem und geometrischem Mittel. Unter Einbezug eigenständig berechneter impliziter Ex-ante-Markttrenditen i.H.v. 8,8 % seien zum Bewertungsstichtag Eigenkapitalkosten in einem Bereich von 9,0 % bis 10,0 % sachgerecht. Daraus resultierten Marktrisikoprämien vor persönlichen Steuern von rund 4,6 % bis 5,6 % und nach Steuern von rund 5,6 % bis 6,6 %. Die Nachsteuer-Risikoprämie liege daher noch oberhalb der vom IDW empfohlenen Bandbreite. Im Ergebnis spricht sich die Antragsgegnerin für die Verwendung des Mittelwerts der vom IDW empfohlenen Bandbreite, d.h. 5,5 % nach persönlichen Steuern, aus.

250 Die Sachverständigen haben zunächst erläutert, dass die von der Antragsgegnerin ermittelte REXP-Rendite von 5,9 % nicht repräsentativ sei für den Zeitraum von 1955-2002. Aus der vorgelegten Grafik werde deutlich, dass es sich bei dem von der Antragsgegnerin vertretenen Wert von 5,9 % um einen Höchstwert handelt, der in etwa in den Zeiträumen 1975-1984 und 1985-1996 erreicht worden sei. Andere Zeitabschnitte führten zu erheblich geringeren Werten. Nach der Auffassung der Sachverständigen ist die Marktentwicklung der Jahre 2000-2003 eine normale Marktentwicklung, weil sie die vorherige Marktentwicklung korrigiert habe. Darin liege der Unterschied zum wirtschaftlichen Aufschwung ab dem Jahr 1955. Es könne nicht unterstellt werden, dass sich die extreme Marktentwicklung in der Nachkriegszeit wiederholen werde.

251 Die Sachverständigen haben bestätigt, dass sie die Berechnungen von zur Markttrendite mit einem Mittelwert von 9,1 % nachvollzogen haben und dabei zu gleichen Ergebnissen gekommen sind. Dennoch halten sie die daraus abgeleitete Marktrisikoprämie aus zwei Gründen für überhöht. Einerseits werde eine Haltedauer der Aktien von einem Jahr unterstellt obwohl zur durchschnittlichen Haltedauer von Kapitalanlagen keine gesicherten Erkenntnisse vorlägen. Nach Expertenmeinungen und Verlautbarungen von Bankinstituten liege die durchschnittliche Haltedauer zwischen 2,5-5 Jahren, jedenfalls deutlich über einer Haltedauer von einem Jahr.

252 Die Gutachter erläutern in dem Ergänzungsgutachten ferner, dass bei der Ermittlung der historischen Marktrisikoprämie den von Stehle in seiner Untersuchung ge-

nannten Abschlag zwischen 1,0 %-Punkten und 1,5 %-Punkten von der mit dem arithmetischen Mittel errechneten Marktrisikoprämie für vertretbar gehalten habe, was vom IDW/FAUB übernommen worden sei.

253 Zu den impliziten Marktrisikoprämien nach äußern die Sachverständigen, dass für die Bestimmung impliziter Markttrenditen ein ähnlich breites Spektrum festzulegender Parameter existiere wie bei der empirischen Bestimmung der Markttrenditen oder der Marktrisikoprämie. Das zeige auch die Auswahl der von vorgelegten Studien, wonach für verschiedene Zeiträume implizite Markttrenditen von 6,9 % bis 13,8 % ermittelt worden seien. Für einen Zeitraum um den Bewertungsstichtag liege die implizite Markttrendite in einer Bandbreite zwischen 6,5 % und 9,0 %. Der von ermittelte Median von 8,8 % liege zwar am oberen Rand. Das liege jedoch an der unterschiedlichen Verteilung der Einzelergebnisse. Die von ermittelte implizite Marktrisikoprämie von 8,8 % sei jedenfalls nicht zu beanstanden.

254 Im Unterschied zu liege der vertretbare Bereich der Markttrenditen dennoch bei 9,0 %. Bei einer impliziten Markttrendite von 8,8 % und einer historischen Markttrendite von 9,1 % resultiere eine Rendite von 9 % und nicht, wie von angenommen, eine Markttrendite von 9 % bis 10 %. Daraus ergebe sich nach Abzug des identischen Basiszinssatzes von 4,36 % laut eine Marktrisikoprämie nach Steuern in einem Bereich von 5,6 % bis 6,6 % und nach eigenen Berechnungen von 5,6 %. Abzüglich des erwähnten Abschlags bei der Verwendung von Stehle-Daten von 0,5 % bis 0,7 %, der von nicht berücksichtigt worden sei, resultiere eine Marktrisikoprämie nach Steuern von 4,9 % bis 5,1 %.

255 Der Streit um die zutreffende Marktrisikoprämie hat sich zu einem der zentralen Streitpunkte in aktienrechtlichen Spruchverfahren entwickelt. Eine allgemein anerkannte Höhe der Marktrisikoprämie hat sich bislang nicht herausgebildet; eine empirisch genaue Festlegung ist nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich (vgl. ausführlich OLG Düsseldorf, Beschluss vom 14. Dezember 2017 – I-26 W 8/15 (AktE) –, juris Rz. 56; OLG Düsseldorf, Beschluss v. 4.07.2012 – I-26 W 8/10 (AktE) Rn. 52, juris m.w.N.). Solange die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion andauert, kann die Marktrisikoprämie – wie auch die Bestimmung der Risikoprämie unter Zuhilfenahme des CAPM – stets nur eine mit Zweifeln behaftete Schätzung sein (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 14. Dezember 2017 – I-26 W 8/15 (AktE) –, juris Rz. 56; OLG Karlsruhe, Beschluss v.

18.05.2016 - 12a W 2/15, juris Rz. 68). Eine rechtlich richtige Entscheidung kann es insoweit nicht geben. Es kann nur darum gehen, welche Bandbreite von Marktrisikoprämien unter Berücksichtigung der ökonomischen Empfehlungen vertretbar ist. Dabei ist immer die Marktsicht entscheidend, selbst wenn diese nicht wissenschaftlich fundiert ist.

256 Vor diesem Hintergrund ist zunächst zu berücksichtigen, dass die Bewertungspraxis in Form des Arbeitskreises Unternehmensbewertung (AKU) des IDW für Bewertungsstichtage bis zum 6. Juli 2007 eine Marktrisikoprämie zwischen 5 % und 6 % empfiehlt, (AKU, FN-IDW 2005, Seite 70 ff.). Der Erstgutachter, der Prüfer und der Privatgutachter sind dieser Empfehlung gefolgt und halten den daraus folgenden Mittelwert von 5,5 % nach Steuern für sachgerecht.

257 In der ergänzenden Stellungnahme bleibt eine tragfähige Begründung schuldig, warum die ermittelte Marktrisikoprämie von 5 % nach Steuern richtig ist und eine solche von 5,5 % nicht vertretbar ist. verengt den Blick auf die Untersuchungen insoweit, als sie bei der Festlegung der Haltedauer von mehr als einem Jahr lediglich auf das Anlageverhalten von Privatanlegern abstellt. Dafür gibt es keinen stichhaltigen Grund. Entgegen der Annahme von ist für die Bewertungsaufgabe nicht lediglich die Sicht von Privatanlegern maßgeblich, sondern das Anlageverhalten sämtlicher Kapitalmarktteilnehmer. Selbst bei einer Beschränkung der Sichtweise auf einen inländischen Investor gemäß IDW S 1 lässt sich eine weitere Reduzierung der Sicht auf einen inländischen Privatanleger nicht rechtfertigen. Denn der Gedanke des CAPM und der Marktrisikoprämie ist, marktgerechte Eigenkapitalkosten zu ermitteln, die bei einer Investition in das Unternehmen bzw. Unternehmensanteile relevant wären. Unabhängig davon können historische bzw. zukunftsgerichtete Marktrisikoprämien, die unter Einbeziehung sämtlicher Kapital-Marktteilnehmer zustande gekommen sind, nicht auf eine isolierte Kapitalanwendergruppe reduziert werden. Schließlich handelt es sich bezüglich der Streitfrage um die Haltedauer um eine wirtschaftswissenschaftliche Fachfrage, die nicht abschließend entschieden ist. Die von und den Verfahrensbeteiligten unter Bezugnahme auf diverse Studien genannten Haltedauern sind jeweils vertretbar, auch aus Marktsicht.

258 Letztlich kommt auch unter Berücksichtigung unterstellter impliziter Markttrenditen von 8,8 % und historischer Markttrenditen von mehr als 9,1 % zu einer Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,6 %. Allerdings halten die Sachverständigen einen Abschlag von 0,5 % bis 0,7 % im Hinblick auf die verwendete Stehle-Studie für erforderlich. Es handelt sich folglich

um eine rein methodische Überlegung von [redacted] die nicht auf eine gemessene Markttrendite zurückzuführen ist. Diese methodische Überlegung der Gutachter ist aus der Sicht der Kammer nicht überzeugend. Es wird schon nicht klar, warum ein von Stehle empfohlener Abschlag zu der von ihm mit dem arithmetischen Mittel errechneten Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern erfolgen soll, da sich die IDW-Empfehlung mit einer Spannweite von 5,0 % bis 6,0 % bereits an dem korrigierten Schätzwert ausrichtet. [redacted] verweist in der Fußnote lediglich auf zwei von Stehle selbst angeführten Gründe für einen Abschlag, und zwar eine zu erwartende Risikoreduktion durch Diversifizierung und geringere Kursschwankungen in der Zukunft (Stehle, WPg 2004, 921 ff.). Selbst wenn diese Gründe berechtigt wären, wird nicht ansatzweise erläutert, warum der Abschlag nochmals von den IDW-Werten vorgenommen werden soll, da dieser annahmegemäß schon berücksichtigt wurde.

259 Zudem erläutert [redacted] in der Stellungnahme nicht, warum der von Stehle empfohlene Zuschlag zur Hälfte von der ermittelten historischen Marktrisikoprämie abgezogen werden soll. Denn das wäre überhaupt nur denkbar, wenn [redacted] in völlig identischer Weise wie Stehle die Marktrisikoprämie ermittelt hätte. Das ist jedoch nicht der Fall. Erstens hat [redacted] einen verkürzten Beobachtungszeitraum angewendet, der die Nachkriegsjahre ausschließt. Ferner hat [redacted] nicht ausschließlich das arithmetische Mittel zugrunde gelegt, sondern den Mittelwert aus arithmetischen und geometrischen Mittel. Bei dieser unterschiedlichen Berechnungsweise können aber nicht ungeprüft Empfehlungen zur Herabsetzung der Markttrendite übernommen werden.

260 Zusammenfassend ist die von dem Erstgutachter geschätzte Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern gut vertretbar. Aus dem Gutachten von [redacted] ergeben sich keine Anhaltspunkte, dass diese Marktrisikoprämie unangemessen sein könnte. Eine Risikoprämie von 5,5 % nach Steuern ist letztlich auch in der Rechtsprechung für den Bewertungsstichtag 2006 bestätigt worden (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.07.2012 - I-26 W 8/10 (AktE, Rn. 54, AG 2012, 716 ff. (Stichtag: 29.11.2007); OLG Düsseldorf, Beschluss vom 9.01.2014 - I-26 W 22/12 (AktE), n. v. (Stichtag 04.11.2005); OLG Stuttgart, Beschlüsse vom 4.05.2011 - 20 W 11/08 Rn. 175, AG 2011, 560 ff. (Stichtag 26.06.2007); 14.09.2011 - 20 W 4/10 Rn. 144, AG 2012, 221 ff. (Stichtag: 30.11.2006); 18.12.2009 - 20 W 2/08 Rn. 232, AG 2010, 513 ff. (Stichtag: 16.02.2007); 17.10.2011 20 W 7/11 - Rn. 313, juris (Stichtag 16.02.2007); OLG Frankfurt, Beschluss vom 5.03.2012 - 21 W 11/11 Rn. 61, AG 2012, 417 ff. (Stichtag November 2007).

4. Betafaktor

- 261 Die Verfahrensbeteiligten und haben sich intensiv mit dem Betafaktor der AKAG auseinandergesetzt und die diesbezüglichen Feststellungen von in dem Gutachten angegriffen.
- 262 Die Antragsteller haben insofern eingewendet, dass allein der unternehmensindividuelle Betafaktor bewertungsrelevant sei. Das so genannte Bestimmtheitsmaß und der T-Test seien als Ausschlusskriterium irrelevant. Die festgestellte Handelsfrequenz sei kein Anzeichen für eine nicht ausreichende Liquidität des Handels und wenige singuläre Kursausgänge innerhalb des Betrachtungszeitraums seien kein Hinweis auf eine Verzerrung des Aktienkurses.
- 263 Die Antragsgegnerin greift die Herabsetzung des Betafaktors durch auf 0,5-0,6 ebenfalls an. Die Ermittlung des Betafaktors durch sei in jeder Hinsicht mangelhaft und ungeeignet. Das beginne bereits mit einer Beschränkung der Auswahl der Peer Group-Unternehmen auf Deutschland, was zu nicht belastbaren Aussagen führe. Hinzu komme, dass auch die zu Vergleichszwecken herangezogenen drei Unternehmen keine validen Betafaktoren aufgewiesen hätten. Ergänzend verweist die Antragsgegnerin auf die Ausführungen von und deren Berechnungen zum Betafaktor.
- 264 In dem Privatgutachten von wird zunächst die Vorgehensweise des Erstgutachters und von dargestellt. gelangt aufgrund eigener Analysen ebenfalls zu dem Ergebnis, dass die unternehmenseigenen Betafaktoren und der AXA-Gesellschaften mangels statistischer Signifikanz nicht zu verwenden seien. Das gelte aber nicht zwingend für die AXA Bank und die AXA Investment Managers, da deren operative Geschäftsmodelle sich deutlich von denen eines Erstversicherers unterscheiden würden. Die Herleitung des Betafaktors anhand der Peer Group sei daher nachvollziehbar. Nicht berechtigt sei hingegen die Verwendung einer ausschließlich deutschen Peer Group. Zudem müssten die von für die AMB Generali Holding AG, die Allianz Lebensversicherung AG und die DBV-Winterthur Holding AG ermittelten Betafaktoren verworfen werden.
- erläutert dies an zahlreichen Diagrammen. Ausschließlich der Betafaktor der Allianz SE von 1,26 sei verwendbar. Dieser Betafaktor werde jedoch von in der so genannten engen Peer Group ausgeschlossen. Bei den anderen Peer Group-Unternehmen seien die wesentlichen Risiken des Geschäftsmodells von Versicherungsunternehmen (versicherungstechnische Risiken und Kapitalmarktabhängigkeit) nur unzureichend gewürdigt worden.

- 265 wendet unter Berufung auf Jähnichen, 2009, Seite 70 ff., ergänzend ein, dass die Datenbasis bei Verwendung deutscher Peer Group-Unternehmen sehr klein sei und Vergleichsmöglichkeiten daher limitiert seien. Es gebe eigentlich nur zwei deutsche Erstversicherungsunternehmen, die taugliche Betafaktoren lieferten, und zwar die Allianz SE und die AMB Generali Holding AG. Zu der von berücksichtigten Allianz Lebensversicherung AG mit einem Betafaktor von 0,49 hat ausgeführt, dass sich die Gesellschaft in den Jahren 2005-2006 bereits zu 100 % im Besitz der Allianz SE befunden habe, so dass der Streubesitz mit nur 9 % gering gewesen sei. Dementsprechend sei mit Beginn des Jahres 2005 ein rapider und nachhaltiger Rückgang des Betafaktors der Allianz Lebensversicherung AG von 0,7 auf rund 0,3-0,4 erkennbar. hält den Betafaktor der Allianz Lebensversicherung AG aufgrund von Konzernierungseffekten daher für verzerrt.
- 266 Demgegenüber sei der über längere Sicht konstante Betafaktor der Allianz SE i.H.v. 1,26 mit einer statistischen Güte von 65,4 % aussagekräftig. Für die AMB Generali Holding AG sei der Betafaktor im Zeitablauf ebenfalls verzerrt. Über lange Zeit bis März 2005 habe der Betafaktor bei rund 0,7-0,9 gelegen. Im März 2005 sei der Betafaktor rapide auf 0,5 gefallen bei gleichzeitiger Reduzierung des statistischen Gütemaßes von 30 % auf rund 15 %. Verantwortlich dafür sei eine Aufstockung der Anteile seitens des Generali-Mutterkonzerns von 71,0 % auf 85,1 % gewesen. Der Streubesitz habe sich dadurch auf weniger als 15 % reduziert. Auch aus diesen Gründen hält den Betafaktor der AMB Generali Holding AG nicht für aussagekräftig.
- 267 Bezüglich der DBV-Winterthur Holding AG sei ebenfalls eine sachliche Verzerrung des Betafaktors feststellbar, wie in dem Privatgutachten weiter ausführt. Die DBV-Winterthur Holding AG sei im Mehrheitsbesitz der Credit Suisse gewesen. Der Streubesitz habe lediglich 5 % betragen. Der Aktienkurs der DBV-Winterthur Holding AG sei von der Marktentwicklung abgekoppelt gewesen und bis Ende 2005 weitgehend seitwärts verlaufen, teilweise sogar negativ gewesen. Mit der Ankündigung des Verkaufs der Winterthur-Gruppe an die AXA-Gruppe im Juni 2006 sei der Betafaktor kurzfristig auf 0,85 angestiegen und habe sich anschließend wieder auf 0,43 reduziert. Dieser Verlauf zeige, dass der Betafaktor der DBV-Winterthur Holding AG aufgrund zeitlicher als auch sachlicher Verzerrung nicht verwendet werden können. Zusammenfassend kommt zu dem Ergebnis, dass lediglich die Allianz SE mit einem Betafaktor von 1,26 als einziges Peer Group-Unternehmen zur Ermittlung des Betafaktors der AKAG übrig bleibe, wenn

man entsprechend der Vorgehensweise von [redacted] auf deutsche Versicherungsunternehmen rekurriere.

268 Bei der Ermittlung der Betafaktoren auf der Grundlage einer Peer Group aus europäischen Versicherungsunternehmen gelangt [redacted] zu einem Betafaktor von 1,00 (Mittelwert) und 0,98 (Median) auf der Basis lokaler Marktindices und mit wöchentlicher Messung. In der so genannten Shortlist werden 46 Vergleichsunternehmen herangezogen. Nach einem Scoringtest verbleiben davon 24 Unternehmen mit geeigneten Betafaktoren. Bei der Verwendung des EUR STOXXS Total Market Index (TMI) ergeben sich Betafaktoren von 1,2 (Mittelwert) bzw. 0,97 (Median). Bei der Verwendung monatlicher Renditeintervalle über einen Zeitraum von 5 Jahren resultierten jeweils höhere Betafaktoren. Analog zur Vorgehensweise von [redacted] ermittelt [redacted] für die Vergleichsunternehmen aus dem Bereich Schaden-/Unfallversicherung Betafaktoren von 0,94 (Mittelwert) und 0,94 (Median). Für die Bereiche Lebens-/Krankenversicherung ergeben sich Werte von 1,04 (Mittelwert) und 1,04/1,05 (Median). [redacted] hat darüber hinaus auf der Grundlage des Dow Jones EUR Stoxx Insurance Index einen Betafaktor von gerundet 1,2 zum Bewertungsstichtag und 1,41 im langfristigen Mittel berechnet. Ferner sind Kapitalmarktstudien sowie Bewertungsgutachten für Bewertungsstichtage 2005-2014 herangezogen worden, die ohne Berücksichtigung der hier relevanten Gutachten des Erstgutachters und von [redacted] einen Mittelwert von 1,03 und einen Median von 1,00 ergeben. Schließlich wird ein Betafaktor für die AKAG den Jahren 2003 f. von 1,1 bzw. 1,0 festgestellt.

269 Aus den vorstehenden Ergebnissen sei ein Betafaktor für die Versicherungsgesellschaften der AKAG von gerundet 1,0 abzuleiten. Eine Differenzierung der Betafaktoren nach den einzelnen Sparten sei entgegen der Vorgehensweise der Gutachter nicht geboten, da Anhaltspunkte für substantielle Unterschiede in den Peer Group-Bandbreiten nicht erkennbar seien. Ein Betafaktor von 1,0 für die AKAG wird laut [redacted] durch veröffentlichte Kapitalmarktstudien bestätigt. Nach dem regelmäßig erscheinenden Kapitalmarkt-Datenreport von Finexpert habe Prof. Dr. Schwetzler einen durchschnittlichen Betafaktor für deutsche Versicherungsunternehmen in der langfristigen Perspektive von stabil rund 1,1 ermittelt. Zum Bewertungsstichtag betrage der Branchen-Betafaktor für deutsche Versicherungsunternehmen danach 1,17. Im gesamten Beobachtungszeitraum bis zum Jahr 2016 sei der Betafaktor zu keinem Zeitpunkt unter 0,8 gesunken. Auch in der Fachliteratur werde der durchschnittliche Betafaktor bei der Beobachtung von 39 europäischen Versicherungs-

ternehmen bei 1,0 taxiert. Zum Ende des Beobachtungszeitraums habe der Betafaktor danach bei rund 1,1 gelegen. Schließlich ergebe sich ein Betafaktor von Erstversicherungsunternehmen i.H.v. durchschnittlich 1,0 auch aus einer Analyse von Referenzgutachten zur Bewertung von Versicherungsunternehmen. Bei der Untersuchung von Bewertungsgutachten aus den Jahren 2005 bis 2014 seien Betafaktoren für Versicherungsunternehmen zwischen 0,80 (Minimum) und 1,30 (Maximum) ermittelt worden, der Mittelwert liege bei 1,03 und der Median bei 1,00. Letztlich werde ein Betafaktor von 1,0 laut durch die früheren eigenen Betafaktoren der AKAG in den Jahren 2002 und 2003 bestätigt. Zu diesem Zeitpunkt seien die Betafaktoren aufgrund eines höheren Streubesitzes von 8,3 % bzw. 7,3 % noch aussagekräftig gewesen. Das historische Niveau des AKAG-Betafaktors liege zwischen 0,9-1,2. Aufgrund dieser zahlreichen Indizien halten die Schätzung des Betafaktors durch die Gutachter i.H.v. 0,5-0,6 für widerlegt.

270 Die Sachverständigen haben in ihren Ergänzungsgutachten an dem geschätzten Betafaktor der AKAG von 0,5-0,6 festgehalten. Sie verteidigen dabei zunächst die ausschließliche Berücksichtigung deutscher Vergleichsunternehmen bei der Aufstellung der Peer Group. Dies entspreche den Vorgaben des IDW (Bewertung aus der Sicht eines inländischen Anlegers) und empirischen Untersuchungen, wonach inländische Anleger hauptsächlich in Aktien deutscher Unternehmen investierten. Der von vorgenommene Ausschluss von drei der vier deutschen Peer Group-Unternehmen sei nicht sachgerecht. Die angesetzten Ausschlusskriterien seien zu restriktiv. Bei der Verwendung einer Peer Group aus europäischen Versicherungsunternehmen sei ein Betafaktor von 0,9 vertretbar, der allerdings immer noch unterhalb des von für angemessen erachteten Betafaktors von 1,0 liege.

271 äußert sich im Einzelnen zu den von genannten Ausschlusskriterien, etwa zu marktabweichenden Kursbewegungen, Strukturbrüchen im Betaverlauf, geringem Aktienhandel, erhöhten Bid-Ask-Spreads und geringer statistischer Signifikanz. Die Ausschlusskriterien werden bezüglich der verwendeten Peer Group-Unternehmen im Einzelnen erörtert. Im Ergebnis halten die Sachverständigen die von verwendeten Prüfkriterien für redundant, zum Teil für zu restriktiv oder zu subjektiv. Für eine Korrektur der Betafaktoren anhand der internationalen Peer Group bestehe kein Anlass. Die angesetzten Betafaktoren i.H.v. 0,5 bzw. 0,6 seien sachgerecht. Soweit historische Daten verwendet worden seien, könne nicht davon ausgegangen werden, dass sich daraus ein

nachhaltiger Betafaktor ermitteln lasse. Am Bewertungsstichtag und später seien noch Effekte aus der Dotcom- und Finanzmarktkrise spürbar gewesen. Es sei nicht davon auszugehen, dass sich der von dem Erstgutachter, dem Prüfer und den Privatgutachtern angesetzte Betafaktor von rund 1,0 auf diesem hohen Niveau fortschreiben lasse. In den Spruchverfahren vor dem Landgericht Köln, Az. 82 O 79/03, 82 O 98/03 und 82 O 144/03 seien die von [redacted] angesetzten Betafaktoren von 0,6 bzw. 0,4 als sachgerecht angesehen worden.

272 Da die inländische Peer Group-Datenbasis klein ist, haben die Sachverständigen die Peer Group-Ableitung von [redacted] aus einer europäischen Vergleichsgruppe überprüft. Sie haben einen durchschnittlichen Betafaktor von 1,0 anhand der verwendeten Shortlist (24 Vergleichsunternehmen) bestätigt. Entgegen [redacted] seien in die Liste der europäischen Unternehmen allerdings weitere 6 Unternehmen aufzunehmen, die von dem Privatgutachter zu Unrecht ausgeschlossen worden seien. Für die erwartete europäische Peer Group ergebe sich ein Betafaktor von durchschnittlich 0,91. Dieser Betafaktor sei dann sachgerecht, wenn die von [redacted] berücksichtigte Prämisse der Sicht eines inländischen Investors aufgegeben werde. Gegen eine solche Vorgehensweise spreche zusätzlich, dass es problematisch sei, international tätige Versicherungsgesellschaften in eine Peer Group einzubeziehen. Deutsche Versicherungsunternehmen seien aufgrund der HGB-Bilanzierung in der Lage, hohe stille Reserven in den Schadensrückstellungen zu bilden, die sie für den stillen Risikoausgleich im zeitlichen Verlauf einsetzen könnten. Dadurch würden die Ergebnisse im Zeitverlauf verstetigt. Darüber hinaus dürften ausländische Komposit-Versicherungsunternehmen keine Schwankungsrückstellungen bilden. Als Folge daraus seien für deutsche Versicherungsunternehmen tendenziell geringere Kursschwankungen und dementsprechend geringere Betafaktoren im Vergleich zu nicht nach HGB bilanzierten (IFRS, US-GAAP) Versicherungsgesellschaften festzustellen.

273 Soweit [redacted] den ermittelten Betafaktor anhand zahlreicher Kriterien plausibilisiert habe, sei die Qualität der herangezogenen Werte geringer als die Qualität des nachvollziehbar auf der Basis eines detaillierten Peer Group-Vergleichs ermittelten Betafaktors. Bei der vorgenommenen Plausibilisierung mittels europäischer Versicherungsindizes handele es sich um eine „in-sich-Plausibilisierung“. Zudem seien in diesen Indizes auch Versicherungsunternehmen enthalten, deren Daten entweder nicht mit der AKAG vergleichbar oder deren Betafaktoren nicht belastbar seien. Die empirischen Daten von Schwetzler seien

aus einer Gegenüberstellung eines aktivierten Wertes des „Insurance-Index“ zum Marktindex ermittelt worden. Aktuell seien in diesem Index die Werte der Allianz AG, der Hannover Rück AG, der Münchener Rück AG und der Talanx AG enthalten. Aufgrund der Berücksichtigung von Rückversicherungsunternehmen, die tendenziell höhere Risiken aufweisen würden, seien die Ergebnisse nicht vergleichbar. Das gleiche gelte für die herangezogenen Referenzgutachten zur Bewertung von Versicherungsunternehmen. Einzelheiten zu den Referenzgutachten und den angewendeten Methoden seien nicht bekannt. Ob der historische Betafaktor der AKAG aus den Jahren 2002 und 2003 sachgerecht sei, könne nur beurteilt werden, wenn die Rahmenbedingungen um den Bewertungsstichtag mit denen des Zeitraums 2002-2003 vergleichbar wären, was nicht bekannt sei.

274 Abschließend hat in der ergänzenden privatgutachterlichen Stellungnahme die früheren Ausführungen zur Bestimmung des Betafaktors nochmals ausführlich verteidigt.

hat damit nochmals detailliert sämtliche Kriterien der statistischen und der ökonomischen Analyse dargestellt und den Prüfungshandlungen von gegenübergestellt.

275 Die Kammer hält den vom Erstgutachter geschätzten Betafaktor der AKAG von 0,95 für besser vertretbar als die von den Sachverständigen hergeleiteten Betafaktoren von 0,5-0,6.

276 Im Hinblick auf die Kritik der Antragsteller, dass der eigene Betafaktor der AKAG belastbar und damit verwendbar sei, ist zunächst festzustellen, dass sämtliche in dieser Sache involvierten Bewertungsexperten sich einig sind, dass der unternehmenseigene Betafaktor der AKAG kein geeignetes Maß für die Messung des systematischen Risikos der Gesellschaft ist. hat ersatzweise eine Peer Group aus deutschen Versicherungsunternehmen gebildet. Auffällig ist dabei die kleine Vergleichsgruppe von lediglich vier Unternehmen, wobei die Allianz SE mit einem hohen Bestimmtheitsmaß R^2 und einem hohen Betafaktor von 1,26 nicht berücksichtigt wurde.

277 Zunächst kann in Übereinstimmung mit der Rechtsprechung der Risikozuschlag von Versicherungsunternehmen auf Betafaktoren gestützt werden, obwohl die Zahl der börsennotierten deutschen Versicherungsunternehmen im Verhältnis zur Gesamtzahl aller zugelassenen Versicherungsunternehmen gering ist (im Jahr 2000: 23 zu 725) und davon nur wenige Unternehmen über hinreichend große Streubesitzquoten mit entsprechenden Handelsvolumina verfügen, die zu statistisch belastbaren Betafaktoren führen (vergleiche OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6.4.2011 – I-26 W2/06, juris-Rz. 79).

278 hat die Feststellungen von in dem Ergänzungsgutachten nicht widerlegen können. Die Überlegungen der Sachverständigen sind bereits deshalb angreifbar, da die Schätzung der Betafaktoren für die AKAG-Unternehmen aus der Sicht eines inländischen Investors vorgenommen worden ist (Home-Bias). Das gibt das CAPM nicht vor. Soweit der Bewertungsstandard IDW S 1 auf einen inländischen Anleger abstellt, folgt daraus nicht zwingend eine Begrenzung der Vergleichsgruppe auf deutsche Unternehmen, auch wenn inländische Anleger deutsche Unternehmen deutlich bevorzugen. Die Prämisse, dass das CAPM die Marktrenditen einschließlich systematischer Risiken einzelner Unternehmenstitel misst, kann nicht ohne weiteres auf andere Prämissen erweitert oder eingeschränkt werden. Aus Marktsicht ist unerheblich, ob es sich um einen inländischen oder ausländischen Investor handelt. Soweit unterstellt würde, dass die AKAG über einen belastbaren eigenen Betafaktor verfügt, kann nicht unterstellt werden, dass dafür ausschließlich inländische Investoren verantwortlich wären. In die globalisierten Kapitalmärkte geht das gesamte Anlageverhalten sowohl inländischer als auch ausländischer Investoren ein. Entscheidend ist lediglich, ob die in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen vergleichbar sind, insbesondere hinsichtlich ihres Risikos. Dass unterschiedliche Rechnungslegungsvorschriften und die damit oftmals verbundenen unterschiedlichen Sicherheitskapitalien für eine Unvergleichbarkeit von deutschen und europäischen Versicherungsunternehmen sprechen, ergibt sich aus dem Gutachten von jedenfalls nicht. Dazu hätte erläutert werden müssen, dass der Kapitalmarkt bei gleichen Voraussetzungen im Hinblick auf Unterschiede in der Rechnungslegung bzw. Bildung stiller Reserven Unterschiede macht. Bei der hier gebotenen Aufgabe der Sicht eines inländischen Investors hält den Ansatz eines Betafaktors von 0,91 für sachgerecht.

279 Aber auch bei der von vorgenommenen Reduzierung der Peer Group auf deutsche Versicherungsunternehmen ist die Auswahl von lediglich vier Peer Group-Unternehmen angreifbar. Die Gutachter bezeichnen die kleine Datenbasis selbst als eine aus empirischer Sicht unbefriedigende Situation. Bei der Auswahl der Peer Group überwog aus ihrer Sicht der Aspekt, eine Vergleichbarkeit der Peer Group-Unternehmen aus der Sicht des inländischen Investors sicherzustellen. Allerdings sind zusätzlich die Kursverläufe dieser herangezogenen Unternehmen angreifbar. Richtig ist zwar die Annahme von dass starke Schwankungen des Betafaktors nicht zwingend auf den von unterstellten Strukturbruch hinweisen müssen, sondern durchaus einen normalen Verlauf darstellen können. Allerdings können deutliche Sprünge im Kursverlauf, gekoppelt mit nachvollziehbaren kursrelevanten Informationen wie Übernahmen oder Ähnliches, auf eine sachliche

Verzerrung hinweisen. Es handelt sich dann nicht um spekulative Annahmen. Vor diesem Hintergrund wäre zu erwarten gewesen, dass sich zu den nachvollziehbaren und plausiblen Strukturbrüchen bei den drei Peer Group-Unternehmen Allianz Lebensversicherung AG, AMB Generali Holding AG und DBV-Winterthur Holding AG äußert. Das ist allerdings nicht geschehen.

280 Die Äußerung von in dem Ergänzungsgutachten, dass derzeitige Betafaktoren noch durch Effekte aus der Dotcom- und Finanzmarktkrise beeinflusst werden, so dass selbst ein Betafaktor von rund 1,0 nicht auf Ewigkeit auf diesem hohen Niveau fortgeschrieben werden dürfe, kann nicht in das CAPM-Gefüge eingeordnet werden. Selbst wenn vor der Dotcom- und Finanzmarktkrise niedrige Betafaktoren zwischen 0,4 und 0,6 festgestellt wurden und nachfolgend und noch heute höhere Betafaktoren messbar sind, kann es dafür viele Gründe geben. Abgesehen davon haben die Sachverständigen auch nicht erläutert, wie sich der Betafaktor unter Berücksichtigung des vorgenannten Grundes langfristig entwickeln wird.

281 Die Einwendungen von gegen die europäische Peer Group von sind nicht geeignet, die eigenen Untersuchungen zum Betafaktor auf der Grundlage von vier deutschen Vergleichsunternehmen zu stützen. Denn die sachlichen Verzerrungen der Kursverläufe bei der von gewählten Peer Group werden dadurch nicht beseitigt. Im Übrigen hat die rechnerische und bewertungsrechtliche Herleitung des Betafaktors aus 24 europäischen Versicherungsunternehmen im Ergebnis bestätigt. Beanstandet wurde lediglich die Verwendung von jeweils nationalen Indices, da dies dem Grundgedanken des CAPM widerspräche. Bei der Verwendung globaler Indices (Stoxx Europe 600) resultierten etwas höhere Betafaktoren. ist allerdings der Meinung, dass in die europäische Peer Group zusätzlich die Vergleichsunternehmen der nationalen Peer Group und vier weitere europäische Versicherungsunternehmen aufzunehmen seien. Die von zum Ausschluss dieser Unternehmen angelegten Kriterien seien zu restriktiv. Der mittlere Betafaktor der zusätzlich aufzunehmenden Vergleichsunternehmen betrage 0,62. Daraus ergebe sich unter Berücksichtigung des von ermittelten Betafaktors von 1,0 ein Mittelwert von 0,91. Dieser abweichenden Berechnung von ist entgegenzuhalten, dass darin jedenfalls auch drei deutsche Peer Group-Unternehmen mit niedrigen Betafaktoren enthalten sind, die Strukturbrüche aufweisen.

282 Nicht überzeugend ist auch die Argumentation der Sachverständigen, Referenzgutachten zur Bewertung von Versicherungsunternehmen mit dem Hinweis zu verwerfen, diese

seien ohne Überprüfung, nach welchen Standards vorgegangen worden sei, nicht sachgerecht. Soweit in den Gutachten Betafaktoren festgestellt wurden, kann davon ausgegangen werden, dass ebenfalls das CAPM bzw. TAX-CAPM angewendet wurde. Wie sich aus der Übersicht von [redacted] ergibt, liegen die von anderen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften ermittelten Betafaktoren für Versicherungsunternehmen in den Jahren 2005-2014 leicht oberhalb oder unterhalb eines Betafaktors von 1,0. Bewertungen mit Bewertungsfaktoren von 0,5 bzw. 0,6 finden sich dort nicht. Auch wenn die Auflistung von [redacted] keinen Anspruch auf Vollständigkeit erhebt, zeigt sie jedoch, dass Betafaktoren in einem Bereich von 0,8-1,2 für Erstversicherer vertretbar sind.

283 Letztlich wird der vom Erstgutachter angewandte geschätzte Betafaktor von 0,95 auch durch die nachfolgend dargestellte Multiplikator-Analyse gestützt. Der von [redacted] ermittelte Betafaktor zwischen 0,5 und 0,6 für die AKAG-Unternehmen führt in Verbindung mit der Verringerung der Marktrisikoprämie von 5,5 % auf 5,0 % nach Steuern zu einer erheblichen Steigerung des Unternehmenswerts. Nach den unwidersprochen gebliebenen Ausführungen von [redacted] haben die Anpassungen von [redacted] zum Kapitalisierungszinssatz einen Werteffekt von 63,6 %. Das bedeutet, dass nahezu 2/3 der von [redacted] festgestellten Unternehmenswertsteigerung auf die Anpassungen des Kapitalisierungszinssatzes, hier insbesondere die Reduzierung des Betafaktors, zurückgehen. Der Werteffekt von 63,6 % (EUR 2.054,6 Mio.) führt laut [redacted] zu einem Unternehmenswert von EUR 6.256,1 Mio. Bereits dieser Betrag liegt außerhalb der Bandbreiten der geschätzten Multiplikatoren. Hinsichtlich der Einzelheiten kann auf die nachfolgenden Ausführungen zu Ziffer B. XVIII. verwiesen werden.

5. Wachstumsabschlag

284 In Übereinstimmung mit [redacted] ist der Kapitalisierungszinssatz der ewigen Rente um einen Wachstumsabschlag von 1 % zu kürzen. Die Einwände der Verfahrensbeteiligten rechtfertigen keine abweichende Schätzung des Wachstumsabschlags. Der vom Vorgutachter veranschlagte und von Prüfer gebilligte Wachstumsabschlag von 0,5 % erscheint im Hinblick auf die von der EZB langfristig angestrebte Inflationsrate von 2 % unrealistisch. In Übereinstimmung mit den Sachverständigen ist langfristig ein Ergebniswachstum mindestens in Höhe der Inflationsrate zu unterstellen, da ansonsten die Ergebnisse langfristig schrumpfen. Dennoch ist nicht ein Wachstumsabschlag i.H.v. 2 %, sondern i.H.v. 1 % angemessen.

- 285 Für den gleichbleibenden Betrag der ewigen Rente wird das zu erwartende Gewinnwachstum durch einen Wachstumsabschlag auf den Kapitalisierungszinssatz erfasst. Die nachhaltige Wachstumsrate der finanziellen Überschüsse ist die Rate, mit der alle Planungsposten wachsen müssen, damit ein nachhaltiger und eingeschwungener Zustand der Gesellschaft erreicht und abgebildet werden kann. Nominales Ertragswachstum setzt sich aus Preissteigerungen bzw. inflationsbedingtem Wachstum und aus realem Wachstum zusammen. Letzteres kann wiederum Mengenwachstum und Struktureffekte beinhalten. Der Fokus liegt insbesondere auf inflationsbedingtem Wachstum.
- 286 Der Erstgutachter hat mit Billigung des Prüfers einen Wachstumsabschlag von 0,5 % angenommen. hat den Wachstumsabschlag auf 1,0 % erhöht. Zwar ist der Wachstumsabschlag von 1,0 % im Hinblick auf eine prognostizierte Inflationsrate von 2,0 % auch nach Meinung von vertretbar. Allerdings hält der Privatgutachter der Antragsgegnerin im Gegensatz zum Erstgutachter und Gutachter eine wachstumsbedingte Thesaurierung für erforderlich. Auch wenn die Solvabilitätsspanne ausreichend durch Eigenkapital abgedeckt sei, sei dennoch eine Wachstumsthesaurierung vorzunehmen. Denn aufgrund des dynamischen Wettbewerbs reiche die Erfüllung der Mindest-Solvabilitätsanforderung nicht aus, um am Markt zu bestehen. Erforderlich sei eine branchenübliche Kapitalausstattung, um branchenübliches Wachstum zu erzielen.
- 287 Die geplante Solvabilitätsquote der AXA Versicherung habe im Planungszeitraum etwa 140 % bis 160 % betragen und liege damit deutlich unterhalb des historischen BaFin-Durchschnitts von ca. 310 % und auch unter dem Durchschnitt der Peer Group von 180 % bis 210 %. Eine Vollausschüttung der Erträge in der ewigen Rente würde dazu führen, dass das Eigenkapital nachhaltig auf einem konstanten Niveau verbleibe. Das würde im Zeitverlauf jedoch zu einer kontinuierlichen Verringerung der Eigenkapitalquote in der ewigen Rente führen. Die Eigenkapitalrendite würde hingegen bei konstant verbleibendem Eigenkapital bei gleichzeitig nachhaltigem Wachstum und daraus folgenden ansteigenden Jahresüberschüssen in der Zukunft unendlich hoch werden. Diese Annahmen seien unplausibel, weswegen in der ewigen Rente zwingend eine wachstumsbedingte Thesaurierung in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate vorzunehmen sei. Damit steige die Kapitalausstattung korrespondierend zu den Posten der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz. Die Kapitalquoten bzw. die Eigenkapitalrenditen blieben hingegen unverändert.

288 hat in dem Ergänzungsgutachten bestätigt, dass die Begründung von zum Ansatz einer wachstumsbedingten Thesaurierung in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate in der ewigen Rente in einem mathematischen Modellrahmen sachgerecht sei. Die Basis für diese stringente mathematische Ableitung sei aber nicht vorhanden, da sich das Bewertungsobjekt zu Beginn der ewigen Rente nicht in einem eingeschwungenen Zustand befunden habe. Beispielsweise könne das für die Kapitalanlagen erst dann angenommen werden, wenn diese fällig geworden sind und die freien Beträge zum nachhaltigen Zinssatz reinvestiert werden können. Ansonsten sei der Ansatz einer wachstumsbedingten Thesaurierung nicht zwingend. Darüber hinaus könne auf eine Eigenkapitalthesaurierung wegen der Überdeckung der geforderten Solvabilitätsspanne zum Bewertungsstichtag verzichtet werden. Aus modelltheoretischen Überlegungen sei sogar eine Wachstumsrate von 2,0 % in Höhe der prognostizierten Inflationsrate vertretbar. Gleichwohl sei im Rahmen der Gesamtbewertung der AKAG eine nachhaltige Wachstumsrate i.H.v. 1,0 % angemessen.

289 Soweit die Antragsgegnerin eine Wachstumsrate von 1 % zwar für zutreffend erachtet, allerdings der Meinung ist, dass in der ewigen Rente eine wachstumsbedingte Thesaurierung in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate vorzunehmen sei, kann ihr nicht gefolgt werden. Einerseits erläutert die Antragsgegnerin bzw. nicht, welche Änderungen Unternehmenswert sich daraus ergeben würden. Üblicherweise würde selbst im ar Thesaurierung ein Wertbeitrag aus Thesaurierung berücksichtigt. Zum anderen zuzustimmen, die eine Thesaurierung in Höhe der Wachstumsrate von 1 % mit der Begründung abgelehnt haben, dass sich die Bewertungsobjekte zu Beginn des Fortführungszeitraums nicht in einem eingeschwungenen Zustand befunden haben (Gutachten, S. 78). Das gilt insbesondere für die zu diesem Zeitraum vorhandenen Kapitalanlagen.

290 Die Einwände der Antragsteller gegen einen Wachstumsabschlag lediglich i.H.v. 1 % geben ebenfalls keine Veranlassung, diesen heraufzusetzen bzw. weitere Untersuchungshandlungen der Sachverständigen zu veranlassen. Das gilt insbesondere für den Angriff, dass nach eigenen Aussagen der Sachverständigen ein Wachstumsabschlag i.H.v. 2 % sachgerecht sei. Die Sachverständigen haben klargestellt, dass es sich insoweit um modelltheoretische Überlegungen handelt, aber dennoch ein Wachstumsabschlag von 1 % angemessen sei, da sich nicht nachweisen lasse, dass die modelltheoretische Ableitung

des Wachstumsabschlags auch für die geplante Entwicklung der zu bewertenden Versicherungsunternehmen Gültigkeit habe. hat diese Überlegungen bestätigt.

- 291 Die ferner beanstandete Nichtberücksichtigung von Absatzausweitungen (mengen-/strukturbedingtes Wachstum) haben die Sachverständigen nachvollziehbar damit begründet, dass keine Hinweise auf hinreichend konkretisierte Maßnahmen vorhanden gewesen seien. Auch die Antragsteller haben solche konkreten Anhaltspunkte nicht benennen können. Üblicherweise wird der Wachstumsabschlag als reiner Inflationszuschlag interpretiert, wobei davon ausgegangen wird, dass mengen-/strukturbedingtes Wachstum, soweit dafür konkrete Hinweise erkennbar sind, bereits auf der Ertragsseite berücksichtigt wird (Vgl. Hachmeister/Ruthardt/Lampenius, Unternehmensbewertung im Spiegel der neueren gesellschaftsrechtlichen Rechtsprechung - Bewertungsverfahren, Ertragsprognose, Basiszinssatz und Wachstumsabschlag, WPg 2011, 519, 529 m.w.N.).
- 292 Zu der Kritik der Antragsteller, dass die tatsächliche Ergebnisentwicklung der Gesellschaft im langfristigen Zeitraum vor dem Bewertungsstichtag und den 10 Jahren nach dem Bewertungsstichtag nicht berücksichtigt wurde, hat ausgeführt, dass historisches Wachstum der zu bewertenden Gesellschaft oder der Branche/Peer Group-Unternehmen immer auch mengen-/strukturbedingtes Wachstum enthalte. Da bezüglich der AKAG lediglich preisbedingtes Wachstum berücksichtigt worden sei, könnten aus einem Vergleich von historischen Wachstumsraten mit der angesetzten nachhaltigen Wachstumsrate keine belastbaren Schlüsse gezogen werden. Diese Ausführungen überzeugen.
- 293 Im Ergebnis hat die Kammer keine Bedenken gegen den geschätzten Wachstumsabschlag von 1 %, da sämtliche in diesem Fall befassten Bewertungsgutachter maximal eine Wachstumsrate von 1 % angenommen haben, obwohl die Entwicklung der Gesellschaft und der Branche bekannt waren. Nach der Aussage von : liegen auch die in den benannten Referenzgutachten zur Bewertung von Versicherungsunternehmen verwendeten Wachstumsraten zwischen 0,0 % und 1,5 %. Das wird bestätigt durch die Rechtsprechung, die für Versicherungsunternehmen Wachstumsraten von 1 % akzeptiert hat (vgl. Hachmeister/Ruthardt/Lampenius, Unternehmensbewertung im Spiegel der neueren gesellschaftsrechtlichen Rechtsprechung - Bewertungsverfahren, Ertragsprognose, Basiszinssatz und Wachstumsabschlag, WPg 2011, 519, 525, wonach in der Rechtsprechung ein Wachstumsabschlag von 1,0 % (Median) verwendet wird; vgl. auch Weimann, Spruchverfahren nach Squeeze Outs, 2015, Seite 404 (durchschnittlich 0,71 %)).

XVIII. Plausibilisieren des Unternehmenswertes anhand von Multiplikatoren

1. Multiplikator-Bewertung

294 hat die Wertbandbreiten für den Wert des Eigenkapitals der AKAG über aus-
gewählte Eigenkapital-Multiplikatoren ermittelt. Dabei wurden die Best-Practice-Empfeh-
lungen Unternehmensbewertung der DVFA zugrunde gelegt.

295 hat sich zunächst mit den Multiplikator-Analysen des Erstgutachters auseinan-
dergesetzt und darauf hingewiesen, dass keine Multiplikator-Analyse vorgenommen
habe. Nachfolgend werden die verschiedenen Multiplikatoren kurz erläutert, ebenso wie
das Ziel der Multiplikator-Bewertung, marktrealistische Bandbreiten über mögliche Preise
bei einer Veräußerung des Unternehmens zu eruieren. Im Weiteren werden eine vergan-
genheitsorientierte und eine zukunftsorientierte Multiplikator-Bewertung nach dem Kurs-
Buchwert-Verhältnis (KBV) und dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) erläutert. Es schließt
sich eine Multiplikator-Analyse nach dem Kurs-Beitrags-Verhältnis (KBeV) an. Daraus er-
geben sich Eigenkapitalwerte der AKAG zwischen EUR 2.760,2 Mio. bis EUR 4.139,5
Mio. (KBV), EUR 4.599,3 Mio. bis EUR 4.824,2 Mio. (KGV) und EUR 4.472,4 Mio. bis
EUR 5.065,7 Mio. (KBeV).

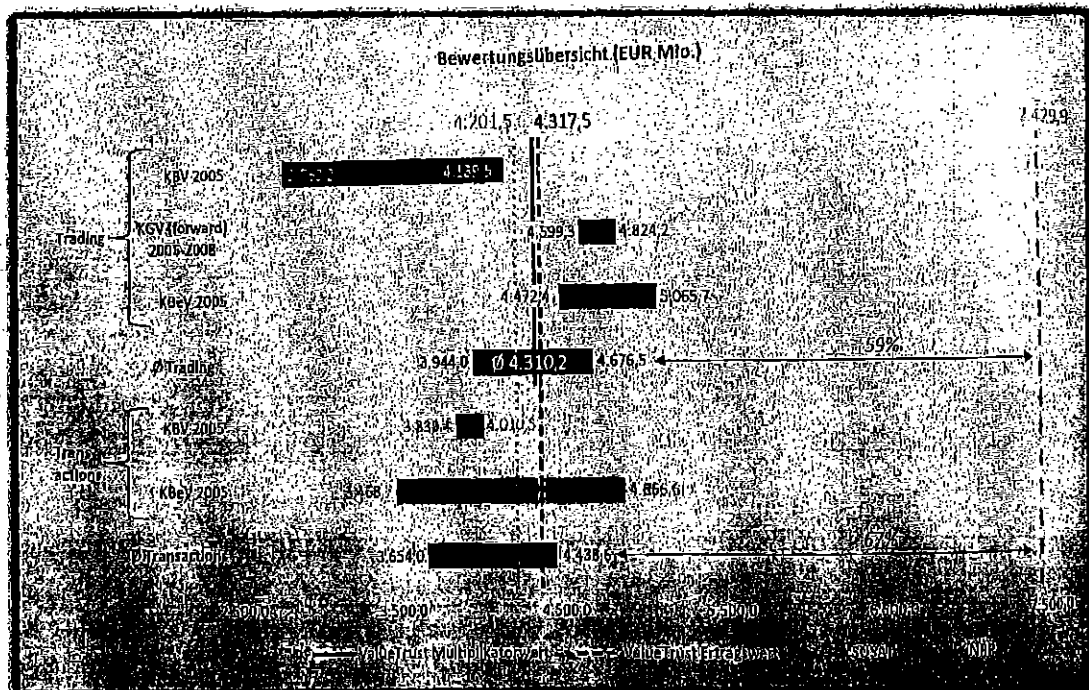
296 Auf der Grundlage des IDW S 1 und der DVFA-Empfehlungen ergebe sich ein Eigenkapi-
talwert i.H.v. EUR 4.317,5 Mio. nach der Ertragswertmethode und eine Wertbandbreite
von EUR 3.944,0 Mio. bis EUR 4.676,5 Mio. nach der Multiplikator-Methode. Das von
ermittelte Eigenkapital i.H.v. EUR 7.429,9 Mio. lasse sich mit keinem Vergleichsmaßstab
plausibilisieren.

297 hat Transaktions-Multiplikatoren anhand von 43 ausgewerteten Transaktionen
abgeleitet. Dabei ist eine Verwendung des KGV unterblieben. Danach ergibt sich bei der
Verwendung des KBV eine Bandbreite zwischen EUR 3.839,4 Mio. und EUR 4.010,5 Mio.
und des KBeV eine Bandbreite von EUR 3.468,7 Mio. bis EUR 4.866,6 Mio. Es sei aller-
dings nicht ausgeschlossen, dass in den Transaktion-Multiplikatoren Kontrollprämien ent-
halten seien, so dass die Aussagekraft eingeschränkt sei.

298 Schließlich hat implizite Multiplikatoren aus den Ertragswertberechnungen von
und abgeleitet. Danach ergeben sich auf der Basis der Ertragswertberechnun-
gen des Erstgutachters und der Gutachter auf der Ebene der AKAG implizite KBV-Fakto-
ren für 2005 von 2,2 und 3,8. Der Erstgutachter weiche nur geringfügig von den von

ermittelten Multiplikator-Bandbreiten ab. weiche hingegen, je nach Referenzpunkt (Börsen-Multiplikatoren; Transaktions-Multiplikatoren und -Peer Group) um 79 % bis 151 % von dem oberen Ende der jeweiligen Multiplikator-Bandbreiten ab. Für das KGV ergebe sich eine Abweichung nach oben von 14-43 %. Für das KBeV für 2005 zeige sich eine Abweichung nach oben zwischen 47 % bis 92 %.

299 Zusammenfassend hat eine relativ große Bandbreite der Multiplikatoren festgestellt, wobei die Aussagekraft der Börsen-Multiplikatoren gegenüber den Transaktions-Multiplikatoren höher einzustufen sei. Die Ertragsbewertung von weiche hingegen bezüglich der Trading-Multiplikatoren zu 59 % und hinsichtlich der Transaktions-Multiplikatoren i.H.v. 67 % vom oberen Bereich der Multiplikator-Bandbreiten ab. Das stelle sich wie folgt dar:



300

ist auf dieser Grundlage zu dem Ergebnis gekommen, dass sich die Ertragswertberechnung von nicht auf der Grundlage von Multiplikatoren plausibilisieren lässt und offensichtlich überhöht sei. Ursache hierfür sei im Wesentlichen die unsachgerechte Reduzierung der Eigenkapitalkosten in Bezug auf den Betafaktor und die Marktrisiko-prämie.

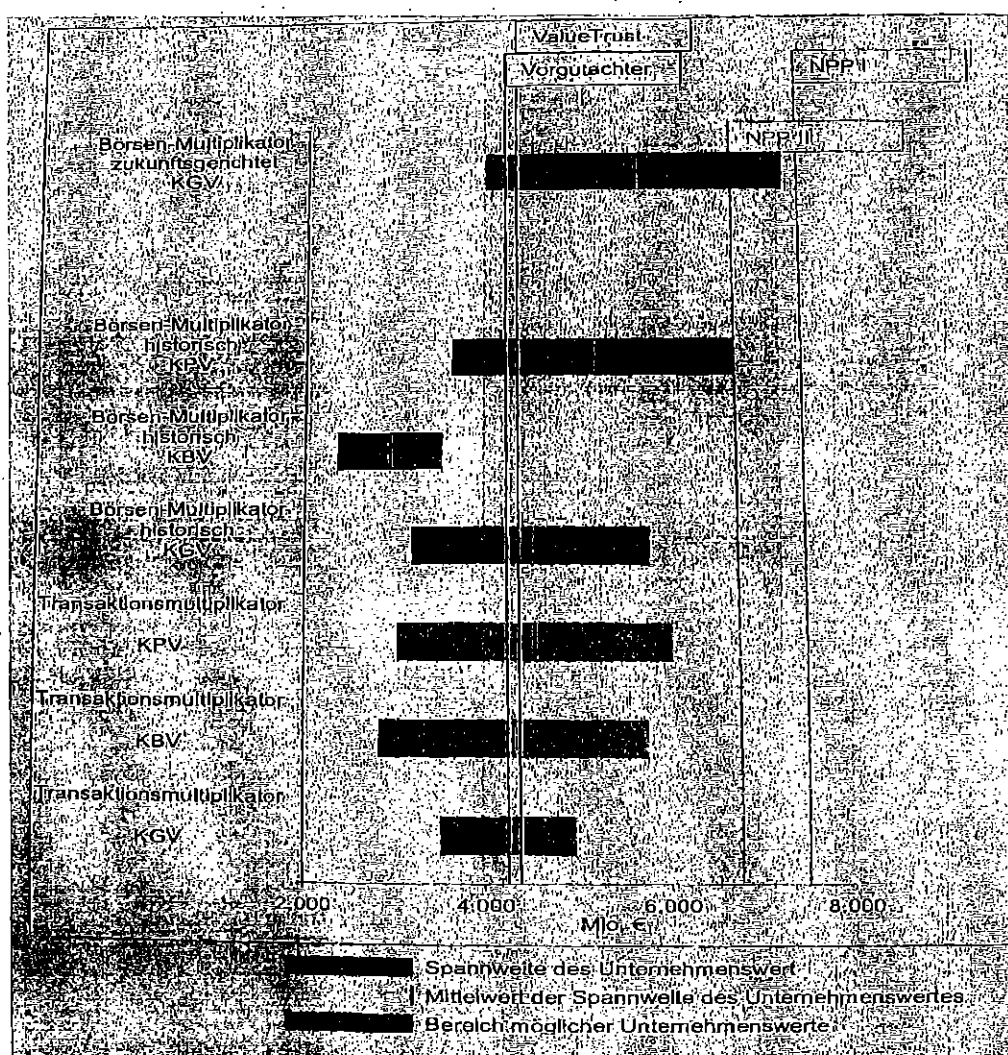
2. Multiplikator-Bewertung

301 erläutert in dem Ergänzungsgutachten zunächst die Gründe, warum zum Stichtag von einer Multiplikator-Bewertung zwecks Plausibilisierung der Ertragswertberechnung abgesehen worden ist.

302 Im Grundsatz bestätigt die Auswahl der KGV-, KBV und KBeV-Multiplikatoren als sachgerecht für die Plausibilisierung des Unternehmenswerts einer Versicherung. Bei der Überprüfung der Multiplikatoren seien die Berechnungen von übernommen worden; kleinere Abweichungen seien zu vernachlässigen. In Abweichung zu sei jedoch das Konzernergebnis 2005 i.H.v. EUR 354,5 Mio. geeignet, als Bezugsgröße der AKAG bei einer Plausibilisierung mit KGV-Multiplikatoren herangezogen zu werden. Zudem seien bei der Ermittlung des KBeV nur die mittleren 50 % der Vergleichsunternehmen in die Berechnung einbezogen worden, d.h. die unteren 25 % und die oberen 25 % seien als Ausreißer betrachtet worden. Bei richtiger Vorgehensweise ergebe sich auf der Basis eines KGV-Multiplikators ein Unternehmenswert zwischen EUR 3.192,5 Mio. und EUR 5.770,0 Mio., für den KBeV zwischen EUR 3.620,8 Mio. und EUR 6.689,3 Mio. Insgesamt liege die aggregierte Bandbreite zwischen EUR 2.364,5 Mio. und EUR 6.689,3 Mio.

303 Bei der Überprüfung von zukunftsgerichteten Börsen-Multiplikatoren halten die Sachverständigen die Festlegung der Spannweite der KGV-Multiplikatoren für zu eng. Das bedeute, dass für die Festlegung der Werte die Mehrzahl vergleichbarer Unternehmen nicht berücksichtigt worden sei (82 % für das Jahr 2006, 91 % für das Jahr 2007 und 94 % für das Jahr 2008). Soweit entgegen die Bandbreite um die mittleren 50 % der Vergleichswerte erweitert werde und keine Aggregationsergebnisse der einzelnen Planjahre über den Mittelwert und der Konzerngewinne der AKAG als Bezugsgröße verwendet würden, ergebe sich ein plausibilisierter Unternehmenswert der AKAG zwischen EUR 4,0 Mrd. und EUR 7,3 Mrd.

304 Zusammenfassend spricht sich dafür aus, die Teilergebnisse der Multiplikator-Bewertung nicht zu einem Mittelwert zu aggregieren. Die vom Erstgutachter und anhand von Multiplikator-Bandbreiten verdichteten Eigenkapitalwerte von EUR 4,3 Mrd. der AKAG lägen im unteren Bereich der realistischen Bandbreite zwischen EUR 4,0 Mrd. bis EUR 7,3 Mrd. Nach ergibt sich zusammengefasst folgendes Bild:



3. Rechtliche Würdigung

305 Die Kammer hält die Ausführungen der Sachverständigen zur Multiplikator-Bewertung der AKAG für nicht überzeugend. Zu folgen ist insofern dem Erstgutachten bzw.

Die Multiplikator-Bewertung aller beteiligten Gutachter stimmt im Kern überein. Die meisten Multiplikatoren ergeben einen Unternehmenswert der AKAG von ca. EUR 4,3 Mrd. Erheblich auseinander gehen die Berechnungen nur bezüglich des zukunftsgerichteten KGV-Multiplikators.

306 Die Bandbreite des KGV-Multiplikators liegt bei zwischen ca. EUR 4,0 Mrd. und ca. EUR 7,3 Mrd. Die dabei verwendeten Parameter sind nicht über jeden Zweifel erhaben. Es fällt auf, dass die oberen Multiplikatoren-Werte bei der KGV-Berechnung erheblich angehoben hat, unter anderem dadurch, dass die Spannweite ausgedehnt und keine Aggregation der Ergebnisse der einzelnen Planwerte über den Mittelwert vorgenommen

worden ist, sondern ein nicht näher erläuteter plausibler Bereich verwendet wurde, der sich vom Minimum bis zum Maximum der ermittelten Werte aufspannt. Diese ungewichtete Vorgehensweise von führt zu einer erheblich größeren Ergebnisbandbreite, insbesondere im Hinblick auf die Obergrenze. Auffällig ist zudem, dass der von ermittelte historische KGV-Multiplikator wesentlich niedriger ausfällt und im Mittelwert etwa bei EUR 4,5 Mrd. liegt. Es ist weder erkennbar noch erläutert, warum der historische und der zukunftsgerichtete Multiplikator in dieser Weise auseinanderfallen.

- 307 Unabhängig davon ist der zukunftsgerichtete KGV-Multiplikator (2006-2008) für den Verkehrswert des Unternehmens nur eingeschränkt belastbar. Auch wenn in die Börsenkaptalisierung die Ertragsaussichten des Unternehmens eingehen, ist die Börsenkaptalisierung aber nicht mit dem Verkehrswert des Unternehmens identisch. Minderheitsanteile und Unternehmen sind unterschiedliche Handelsobjekte und werden dementsprechend auf unterschiedlichen Märkten und nach unterschiedlichen Wertbildungsfaktoren beurteilt. Wesentlich geeigneter erscheinen aus Sicht der Kammer Transaktions-Multiplikatoren. Dabei handelt es sich im Wesentlichen um Preise aus dem Verkauf bzw. Erwerb vergleichbarer Unternehmen. Bei allen Vorbehalten gegen Preise ergibt sich bei der Gesamtbetrachtung ein zuverlässigeres Bild über die Verkehrswertbandbreite des zu bewertenden Unternehmens als bei der Verwendung von Börsenmultiplikatoren. Sämtliche Transaktions-Multiplikatoren liegen vorliegend jedoch im Bereich eines Ertragswertes der AKAG im Bereich von EUR 3,944 Mrd. bis EUR 4,676 Mrd., im Durchschnitt EUR 4,310 Mrd.

XIX. Einwendungen der Verfahrensbeteiligten gegen das Ergänzungsgutachten

- 308 Auch das Ergänzungsgutachten ist von einigen Verfahrensbeteiligten angegriffen worden. Dabei sind jedoch nur die früheren Einwendungen aufrechterhalten und vertieft worden. Insofern kann auf die vorstehenden Ausführungen verwiesen werden.

C. Zusammenfassung

- 309 Die rechtliche Bewertung des Beweisergebnisses fällt vorliegend besonders schwer, da sich die entscheidenden Fragen zu einem Sachverständigenstreit entwickelt haben, wie er selbst in Spruchverfahren selten anzutreffen ist. Auch wenn die Sachverständigen zu den kritischen Äußerungen der Verfahrensbeteiligten zu dem Ergänzungsgutachten nicht mehr angehört worden sind, sieht sich die Kammer veranlasst und in der Lage, aufgrund des weiten Schätzungsermessens unter Berücksichtigung der zahlreichen gutachterlichen Stellungnahmen, der langen Verfahrensdauer, der bereits angefallenen Kosten und des

nicht zu erwartenden zusätzlichen Erkenntnisgewinns eine abschließende Entscheidung zu treffen. Bei dieser Sachlage kann das Gericht auf der Grundlage von § 287 Abs. 2 ZPO auch eigene Schlüsse ziehen und Berechnungen vornehmen, soweit vorhandene Gutachten dazu in die Lage versetzen, ohne erneut die gerichtlich bestellten Sachverständigen zu beauftragen (vgl. dazu OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. Oktober 2003 – 4 W 34/93 –, juris Rn. 55; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 13.05.2013 - 12 W 77/08 -, juris Rn. 48).

310 Dabel ist auch zu berücksichtigen, dass Unternehmensbewertungen in Spruchverfahren weitgehend auf Prognosen bzw. Schätzungen beruhen. Das führt zwangsläufig zu einem Unschärfebereich, der lediglich eine Bandbreite vertretbarer Prognosen und Unternehmenswerte plausibel macht, nicht aber mathematisch exakte Unternehmenswerte liefert. Das wird bestätigt durch die Tatsache, dass es auch aus der Sicht des Marktes eine Bandbreite vertretbarer Verkehrswerte gibt, da sich diese in Abhängigkeit der subjektiven Entscheidungswerte der beteiligten Akteure sowie der Marktverhältnisse bilden (vgl. dazu OLG Düsseldorf, Beschluss vom 06. September 2018 – 26 W 1/18 (AktE), juris Rn. 46; OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. August 2009 – 5 W 35/09, juris Rn. 10, 29; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 16. Juli 2008 – 12 W 16/02, juris Rn. 33; OLG München, Beschluss vom 26. Juli 2012 – 31 Wx 250/11 juris Rn. 23; OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. Oktober 2003 – 4 W 34/93, juris Rn. 22).

311 Die Kammer hat den Unternehmenswert der AKAG auf der Grundlage des Erstgutachtens, des Prüfgutachtens, des Sachverständigengutachtens und der Privatgutachten und unter Berücksichtigung von Modifizierungen zu einigen Punkten, insbesondere zum Kapitalisierungszinssatz und zu der Bewertungsmethodik bezüglich die DÄV, Pensionskasse und AXA Bank, selbst ermittelt. Die Auswirkungen der Korrekturen des Gutachtens ergeben sich aus dem Privatgutachten indem so genannte Wertbrücken ermittelt worden. Dabei handelt es sich um eine hinreichende Schätzungsgrundlage im Sinne von § 287 Abs. 2 ZPO, die der Kammer eine eigene Schätzung des Unternehmenswerts der AKAG und der daraus folgenden angemessenen Abfindung ermöglichen. Die in dem Gutachten von dargestellten Werteffekte sind von den Verfahrensbeteiligten nicht angegriffen worden. Bei dieser Sachlage ist eine erneute Beauftragung der Gutachter nicht erforderlich, da es sich letztlich um einfache Rechenvorgänge handelt, die das Gericht selbst vornehmen kann.

- 312 Nach den Ausführungen von : entfällt eine Wertdifferenz i.H.v. EUR 3.228,4 Mio., das entspricht 63,6 % der von angenommenen Erhöhung des Unternehmenswertes gegenüber dem vom Erstgutachter festgestellten Unternehmenswert, auf den abweichenden Kapitalisierungszinssätzen, soweit Basiszins, Marktrisikoprämie und Betafaktor betroffen sind. Der Wachstumsabschlag von 1,0 % in der ewigen Rente ist von nicht angegriffen worden und wird dementsprechend auch nicht in der Wertdifferenz von 63,6 % erfasst. 4,4 % der Wertdifferenz entfallen auf die nicht vertretbare Bewertungsmethodik von bezüglich DÄV, Pensionskasse und AXA Bank AG. Insgesamt wirkte sich das Gutachten von damit nur i.H.v. 32 % werterhöhend auf den von ermittelten Unternehmenswert aus. Aus dem Gutachten der Sachverständigen ergibt sich folglich ein angepasster Unternehmenswert i.H.v. EUR 5.545,98 Mio. gegenüber EUR 4.201,5 Mio. nach
- 313 Bei sonst gleicher Berechnungsweise ergibt sich auf der Grundlage der Abfindungsrechnung gemäß Gutachten (Teil 1, Seite 232) ein Wert pro Stamm- und Vorzugsaktie i.H.v. EUR 177,58 anstelle des vom Erstgutachter berechneten Werts von EUR 134,54 je Stamm- und Vorzugsaktie und der von den Sachverständigen berechneten Werte von EUR 237,74 pro Stammaktie und EUR 238,77 pro Vorzugsaktie und der im Prozessvergleich niedergelegten Werte von EUR 144,68 pro Stammaktie und EUR 146,24 pro Vorzugsaktie.
- 314 Berechtig ist eine angemessene Barabfindung in Höhe von EUR 177,60 (aufgerundet) für beide Aktiengattungen. Eine Differenzierung zwischen Stamm- und Vorzugsaktien ist nicht veranlasst. Zwar wird in der Rechtsprechung vertreten, dass die Barabfindung im Hinblick auf unterschiedliche Einflussmöglichkeiten sowie unterschiedliche Gewinnbeteiligungsrechte von Stamm- und Vorzugsaktien in jeweils abweichender Höhe festgestellt werden können (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 10. Juni 2009, 26 WE 1/07, Juris Rn. 137). Auch die Sachverständigen sind dieser Argumentation im Hinblick auf die Stamm- und Vorzugsaktien der AKAG gefolgt.
- 315 Die Kammer hält diese Überlegungen jedoch nicht für überzeugend. Denn für die Barabfindung kommt es entscheidend darauf an, dass die Minderheitsaktionäre sowohl mit Stamm- als auch mit Vorzugsaktien in identischer Höhe an dem Gesellschaftsvermögen, für dessen Verlust zu entschädigen ist, beteiligt sind. Die während bestehender Mitgliedschaft bestehenden Einschränkungen (Stimmrecht) bzw. Vorteile (Dividendenrecht) von Vorzugsaktien wirken sich im Falle des Verlustes der Mitgliedschaft nicht mehr aus.

D. Zinsen

- 316 Die von einigen Antragstellern gestellten Anträge auf Titulierung der Verzinsung der gerichtlich festgesetzten Barabfindung sind zurückzuweisen.
- 317 Gegenstand des Spruchverfahrens ist nur die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung. Der im Spruchverfahren ergehende Beschluss ist kein Vollstreckungstitel. Über die Verzinsung als Teil des konkreten Zahlungsanspruchs hat daher im Streitfall erst das nach § 16 SpruchG für die Leistungsklage zuständige Gericht zu entscheiden, mit der der Anteilshaber einen Vollstreckungstitel erlangen kann (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 04. Juli 2012 – I-26 W 11/11 (AktE), juris, Rn. 56).

E. Nebenentscheidungen

I. Verfahrenskosten

- 318 Die Gerichtskosten sind gemäß § 15 Abs. 2 S. 1 SpruchG der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Zu diesen Kosten zählen auch die Vergütung und die Auslagen des gemeinsamen Vertreters nach § 6 SpruchG.
- 319 Von dem Grundsatz der Belastung des Antragsgegners mit Gerichtskosten kann zwar aus Billigkeitsgründen abgewichen werden. Eine vollständige oder teilweise Kostenbelastung eines Antragstellers ist möglich bei einem offensichtlich unbegründeten, leicht erkennbar unzulässigen oder einem rechtsmissbräuchlichen Antrag. Ferner kann die Verletzung einer Verfahrensförderungspflicht zur Kostenbelastung des Antragstellers führen.
- 320 Zur Kostentragung der Antragsteller führende Billigkeitsgründe liegen aber nicht vor. Im Ergebnis haben die Anträge der Antragsteller bzw. des gemeinsamen Vertreters Erfolg, auch wenn das Ergebnis hinter ihren Vorstellungen zurückbleibt.

II. Außergerichtliche Kosten

- 321 Grundsätzlich haben die Verfahrensbeteiligten des Spruchverfahrens, entgegen der früheren Rechtslage nach § 13 a FGG, ihre außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen (Hüffer, AktG, 10. Auflage, § 15 SpruchG Rn. 6). Das Gericht kann gemäß § 15 Abs. 4 SpruchG anordnen, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Im Allgemeinen wird es als der Billigkeit entsprechend angesehen, dem Antragsgegner neben den Gerichtskosten auch die notwendigen außergerichtlichen Kosten der

übrigen Beteiligten jedenfalls dann aufzuerlegen, wenn der Antrag deutlich Erfolg hat (Hüf-fer, AktG, 10. Auflage, § 15 SpruchG, Rn. 6). Lediglich in besonderen Ausnahmefällen, etwa bei rechtsmissbräuchlicher Antragstellung, kann auch in Betracht kommen, die Antragsteller mit den außergerichtlichen Kosten des Antragsgegners zu belasten.

322 Unter Berücksichtigung des deutlichen Erfolgs der Anträge i.H.v. ca. 32 % oberhalb der ursprünglich festgesetzten Barabfindung entspricht es der Billigkeit, die Antragsgegnerin mit den außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu belasten.

III. Gerichtlicher Geschäftswert

323 Der Geschäftswert beträgt EUR 7,5 Mio.

324 Nach § 74 GNotKG in der Fassung vom 23.7.2013 richtet sich der Geschäftswert im gerichtlichen Verfahren nach dem SpruchG nach dem Betrag, der von allen in § 3 SpruchG genannten Antragsberechtigten nach der Entscheidung des Gerichts zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt gefordert werden kann; der Geschäftswert beträgt mindestens EUR 200.000,00 und höchstens EUR 7,5 Mio. Maßgeblicher Zeitpunkt für die Bestimmung des Werts ist der Tag nach Ablauf der Antragsfrist. Es muss nicht entschieden werden, ob § 74 GNotKG auf dieses Altverfahren anwendbar ist. Der davor gültige § 15 Abs. 1 S. 2 SpruchG a. F. enthielt eine inhaltsgleiche Regelung.

325 Bei insgesamt 31.230.760 Aktien (Stamm- und Vorzugsaktien) der AKAG lag der Anteil der Aktien außenstehender Aktionäre 986.600 außenstehenden Aktien ergibt sich bei einem Erhöhungsbetrag von EUR 32,92 pro Stamm- und Vorzugsaktie ein Betrag i.H.v. EUR 32.478.872,00. Dieser Betrag wird durch die Höchstgrenze gemäß § 74 GNotKG bzw. § 15 Abs. 1 S. 2 SpruchG a. F. auf EUR 7,5 Mio. begrenzt.

IV. Geschäftswert der anwaltlichen Tätigkeit

326 Die Geschäftswerte der anwaltlichen Tätigkeit sind unabhängig von dem gerichtlichen Geschäftswert nach § 31 Abs. 1 RVG festzusetzen. Die Festsetzung erfolgt durch gesonderten Beschluss auf der Grundlage der mitgeteilten Beteiligungsverhältnisse.

V. Vergütung und Auslagen des gemeinsamen Vertreters

327 Das Honorar und die Auslagen des gemeinsamen Vertreters gemäß § 6 SpruchG werden ebenfalls durch gesonderten Beschluss festgesetzt.