

82 O 137/07



LANDGERICHT KÖLN BESCHLUSS

In dem aktienrechtlichen Spruchverfahren
zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung
betreffend den Übertragungsbeschluss der AXA Lebensversicherung AG

Beteiligte:

gegen:

hat die 2. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Köln
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht
und die Handelsrichter und
am 30. Juni 2017 beschlossen:

Der Antrag auf gerichtliche Festsetzung einer höheren Barabfindung
sowie der weitergehende Antrag auf Verzinsung werden zurückge-
wiesen. 1

Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich
der Auslagen und der Vergütung des gemeinsamen Vertreters der 2

ausgeschiedenen Aktionäre. Die Verfahrensbeteiligten tragen ihre außergerichtlichen Kosten selbst.

Der Geschäftswert für das Verfahren wird auf EUR 200.000,00 festgesetzt.

3

Gründe

I.

Die Hauptversammlung der AXA Lebensversicherung Aktiengesellschaft, Köln (nachfolgend „**ALAG**“ oder „**Gesellschaft**“) beschloss in der ordentlichen Hauptversammlung am 18. Juli 2006 gemäß § 327 a AktG die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf

4

(nachfolgend oder „**Antragsgegnerin**“) gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von EUR 62,80 je ALAG-Aktie.

Zur Unterrichtung der Aktionäre der Gesellschaft legte die einen Übertragungsbericht gemäß § 327 c Abs. 2 S. 1 AktG vor, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden.

5

Die angebotene Barabfindung wurde mit Unterstützung der

(nachfolgend oder

„**Übertragungsgutachter**“) ermittelt (Anl. B2). Nach den Berechnungen von

: betrug der Unternehmenswert der ALAG zum 18. Juli 2006

EUR 461,2 Mio. Daraus resultierte ein Wert pro ALAG-Aktie in Höhe von

EUR 30,42. Der von den Übertragungsgutachtern festgestellte durchschnittliche Börsenkurs für den Zeitraum von drei Monaten vor der Beschlussfassung lag

6

bei EUR 62,80 je Aktie der ALAG. Es wurde nicht abschließend entschieden, ob dieser Börsenkurs abfindungsrelevant ist, da sich die entschieden hatte,

die Barabfindung auf den Börsenkurs in Höhe von EUR 62,80 je Aktie der ALAG festzusetzen.

Die Angemessenheit der Barabfindung wurde durch

(nachfolgend „**Prüfgutachter**“) geprüft.

7

Das Landgericht Köln bestellte den Prüfgutachter auf Antrag der mit Beschluss vom 6. März 2006. Das Prüfgutachten vom 15. Mai 2006 schließt mit der Feststellung, dass die festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der ALAG in Höhe von EUR 62,80 je Inhaber-Stückaktie angemessen sei (Anl. B2).

Die Gesellschaft wurde im Jahr 1853 gegründet. Ab dem Jahr 1979 wurde sie schrittweise in die der heutigen integriert. Ab dem Jahr 1988 verfügte die über eine Beteiligung von 97,8 % an der ALAG. Im Jahr 1996 wurde die zur ALAG gehörende Deutsche Ärzteversicherung abgespalten. Durch die Verlagerung des Heilberufesgeschäfts auf die neu gegründete Deutsche Ärzteversicherung Aktiengesellschaft, Köln, (nachfolgend „DÄV“) konzentrierte sich die ALAG seitdem vorwiegend auf das Privatkundengeschäft. Im Herbst 1998 wurde die Gesellschaft in die „AXA Colonia Lebensversicherung Aktiengesellschaft“ umbenannt, um die Zugehörigkeit der Gesellschaft zur weltweit tätigen Gruppe zu betonen. Rückwirkend zum 1. Januar 1999 wurde die Nordstern Lebensversicherung Aktiengesellschaft, Köln, (nachfolgend „**Nordstern Leben**“) auf die ALAG verschmolzen. Zudem wurde rückwirkend zum 1. Januar 2000 die Albingia Lebensversicherung Aktiengesellschaft, Hamburg, (nachfolgend „**Albingia Leben**“) auf die ALAG verschmolzen. Im Jahr 2001 wurde die Gesellschaft schließlich in ihre heutige Bezeichnung umbenannt.

Gegenstand des Unternehmens der Gesellschaft ist der unmittelbare und mittelbare Betrieb der Lebens- und Rentenversicherung im In- und Ausland in allen ihren Arten und damit verbundener Zusatzversicherungen sowie Kapitalisierungsgeschäfte, ferner die Verwaltung von Versorgungseinrichtungen sowie die Vermittlung von Versicherungen aller Art, von Bauspar- und anderen Sparverträgen. Die Gesellschaft hat ihren Sitz in Köln. Die ALAG ist an mehreren Gesellschaften beteiligt. Insbesondere an der AXA Krankenversicherung Aktiengesellschaft, Köln (nachfolgend „**AKVAG**“) war die Gesellschaft mit 35,66 % beteiligt.

Das Grundkapital der ALAG betrug EUR 38.764.616,56. Es war eingeteilt in 15.163.400 auf den Inhaber lautende Stückaktien. Das Grundkapital der Gesellschaft wurde zu 99,14 % von der gehalten. Aktien der Gesellschaft in ei-

nem Umfang von 0,86 % ihres Grundkapitals befanden sich im Streubesitz.

Die Aktien der ALAG waren im Freiverkehr an den Börsen in Berlin/Bremen, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Stuttgart und Hamburg notiert.

11

Die ist die Obergesellschaft des deutschen -Konzerns, der mit zahlreichen Konzern- und wesentlichen Beteiligungsgesellschaften nahezu das gesamte Spektrum des Versicherungs- und Finanzdienstleistungsgeschäfts abdeckte. Die nahm die Funktion einer geschäftsleitenden Holding wahr.

12

Die war wiederum eine Tochtergesellschaft der

. Innerhalb des

Konzerns nahm die ALAG eine führende Stellung ein.

Zwischen der (seinerzeit) und der ALAG (seinerzeit Colonia Leben) bestand seit dem Jahr 1978 ein Beherrschungsvertrag. Danach garantierte die den außenstehenden Aktionären der ALAG als angemessenen Ausgleich für die Dauer des Vertrages eine Dividende von 8 % des Nennwertes der Aktien der ALAG. Dies entsprach einem Gewinnanteil von damals DM 8,00, bzw. nach der Umstellung auf Stückaktien und auf Euro, von EUR 0,20 je Aktie. Gemäß § 4 des Beherrschungsvertrages hatte sich die verpflichtet, bis zu drei Monaten nach Eintragung des Beherrschungsvertrages auf Verlangen von außenstehenden Aktionären der ALAG deren Aktien gegen Zahlung von DM 480,00 je Aktie im Nennwert von DM 100,00 zu erwerben.

13

Zum Stichtag war die ALAG ein Allround-Lebensversicherer des Konzerns mit einer breiten Produktpalette, wobei das wichtigste Geschäftsfeld das Privatkundengeschäft war. Geschäftsschwerpunkte der Gesellschaft waren die Einzel-Kapitalversicherungen mit einem Anteil von 53,9 % am gesamten Versicherungsbestand, die Rentenversicherungen mit einem Anteil von 20,2 % und die formgebundenen Lebens- und Rentenversicherungen mit einem Anteil von 14,9 %. Darüber hinaus war die ALAG in den Geschäftszweigen Kollektivversicherungen sowie Risikoversicherungen tätig. Die ALAG erzielte im Geschäftsjahr 2005 Brutto-Beitragseinnahmen in Höhe von EUR 2.051 Mio. Der Versicherungsbestand lag bei EUR 1.903 Mio. laufender Beitrag. Der Kapitalanlagenbe-

14

stand summierte sich Ende 2005 auf EUR 20.363 Mio. Die Gesellschaft beschäftigte im Jahr 2006 keine eigenen Mitarbeiter. Sämtliche Unternehmensfunktionen wurden schrittweise auf konzerneigene Dienstleistungsgesellschaften, vornehmlich auf die _____ übertragen. Die Leistungsbeziehungen zwischen der ALAG und den Dienstleistungsgesellschaften beruhten jeweils auf Dienstleistungs- und Funktionsausgliederungsverträgen, die der BaFin vorgelegt und von dieser genehmigt worden waren.

Der Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung der Gesellschaft vom 18. Juli 2006 war Gegenstand einer Anfechtungsklage vor dem erkennenden Gericht. Die Antragsgegnerin verpflichtete sich zur Teilerledigung der Anfechtungsklage durch gerichtlichen Teilprozess- und Schlussvergleich vom 5. Juli 2007, eine um EUR 4,85 je Aktie erhöhte Abfindung von EUR 67,65 zu zahlen. Dieser erhöhte Abfindungsbetrag entspricht in etwa dem durchschnittlichen Börsenkurs aus einem Referenzzeitraum von 3 Monaten vor der Hauptversammlung der ALAG am 18. Juli 2006. Die Antragsgegnerin hatte sich ferner verpflichtet, jedem aufgrund des Übertragungsbeschlusses aus der Gesellschaft ausscheidenden Minderheitsaktionär zusammen mit der Barabfindung einen zeitanteiligen Ausgleich gemäß § 304 AktG aus dem im Jahr 1978 zwischen der ALAG und der _____ geschlossenen Beherrschungsvertrag zu zahlen, und zwar für jeden angefangenen Monat 1/12 von EUR 4,05 je Aktie der ALAG, insgesamt EUR 6,41. Der Vergleich wirkte zu Gunsten aller aufgrund des Übertragungsbeschlusses aus der Gesellschaft ausscheidenden Minderheitsaktionäre. Der Vergleich wurde im elektronischen Bundesanzeiger vom 11. Juli 2007 veröffentlicht (Anlage AG 1). Der Vergleich sah ferner vor, dass der gezahlte Erhöhungsbetrag von EUR 4,85 je Aktie bei der Durchführung eines gerichtlichen Spruchverfahrens anzurechnen sei mit der Folge, dass eine weitere Zahlung der Antragsgegnerin nur zu leisten sei, soweit der im Spruchverfahren festgesetzte Erhöhungsbetrag den bereits gezahlten Erhöhungsbetrag von insgesamt EUR 67,65 je Aktie überschreitet.

15

Der Übertragungsbeschluss wurde am 5. Juli 2007 in das Handelsregister eingetragen. Der Übertragungsbeschluss wurde am 11. Juli 2007 in dem Registerportal des Landes bekannt gemacht (Anlage AG 2).

16

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der ausgeschiedenen Aktionäre (nachfolgend „gemeinsamer Vertreter“) sind der Auffassung, dass die gewährte Abfindung unangemessen sei. Sie beanstanden sowohl die zugrunde liegende Unternehmensbewertung der Gesellschaft als auch die Ermittlung der gewichteten Börsenkurse. 17

Die Antragsteller beanstanden das Prüfgutachten. Es sei pauschal und nicht aussagekräftig. Der Prüfer seien nicht durch eine eigenständige und unabhängige Auswahlentscheidung des Gerichts bestellt worden. Eine unabhängige Prüfung sei aufgrund einer Parallelprüfung in zeitlicher und sachlicher Hinsicht nicht gewährleistet gewesen. Zudem seien die Prüfer in allen vier zusammenhängenden Verfahren bestellt worden, was dazu führe, dass die Prüfer sich selbst geprüft hätten. Aus diesem Grund sei eine völlige Neubewertung der Gesellschaft erforderlich. 18

Die Antragsteller halten bereits den Übertragungsbericht für unzureichend. Der Bericht ermögliche keine eingehende Prüfung der Angemessenheit der gewährten Barabfindung. 19

Einige Antragsteller beantragen die Vorlage weiterer Unterlagen gemäß § 7 Abs. 7 SpruchG, insbesondere die Vorlage der Arbeitspapiere sämtlicher an der Bewertung der Gesellschaft beteiligten Wirtschaftsprüfer. 20

Die Antragsteller sind der Meinung, dass die Bewertung der Gesellschaft zum 31. Dezember 2005 (technischer Bewertungsstichtag) zu einem verzerrten Ergebnis führe, da die positiven Entwicklungen der ersten zwei Quartale des Jahres 2006 nicht berücksichtigt worden seien. 21

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter beanstanden ferner die der Unternehmensbewertung der Gesellschaft zugrunde liegende Planung. Sie sei nicht plausibel und deutlich zu pessimistisch. Zudem decke sich die Planung nicht mit den Ankündigungen des Managements der Gesellschaft sowie mit den realen Ergebnissen ab dem Jahr 2006. 22

Schon die Vergangenheitsanalyse für die Jahre 2002-2005 sei verkürzt. Aufgrund der hohen Schwankungsanfälligkeit der Ergebnisse von Lebensversiche- 23

rungsgesellschaften hätten längere Zeiträume herangezogen werden müssen. Zudem sei eine Aufbereitung der Vergangenheitsdaten entsprechend der Berichterstattungspflicht gegenüber der BaFin veranlasst gewesen.

Ebenso verkürzt sei der gewählte Detailplanungszeitraum von 3 Jahren für die Jahre 2006-2008. Erforderlich sei ein Zeitraum von mindestens 5 Jahren.

Die unterstellte rückläufige Beitragsentwicklung im Jahr 2006 sei völlig unrealistisch. Damit in Widerspruch stünden auch der unterstellte steigende Aufwand für Versicherungsfälle und Betriebskosten sowie der unterstellte Anstieg der anderen Betriebskosten in der Detailplanungsphase. Unplausibel sei ferner die rückläufige Entwicklung des Rückversicherungsergebnisses und des sonstigen versicherungstechnischen Ergebnisses. Die unterstellten Deckungsrückstellungen seien überhöht.

Insbesondere die für das Ergebnis besonders wichtigen Kapitalanlagenergebnisse seien fehlerhaft geplant. Die Unterstellung der jährlichen Vereinnahmung stiller Reserven in den Kapitalanlagen sei unrealistisch. Die Rendite der Kapitalanlagen entspreche teilweise nicht dem Basiszinssatz zuzüglich Marktrisikoprämie. Zudem habe in einem gleich gelagerten Bewertungsfall höhere Renditen für die Kapitalanlagen berücksichtigt. Beteiligungen seien nicht mit Marktwerten in die Kapitalanlagenergebnisse eingegangen. Insbesondere der leichte Rückgang der Kapitalanlagen im letzten Detailplanungsjahr 2008 und die Übernahme dieses Werts in die ewige Rente der Jahre 2009 ff. seien unplausibel. Ferner habe eine Optimierung der Assets unterstellt werden müssen.

Die Antragsteller halten auch die in den Detailplanungsjahren und der ewigen Rente vorgesehenen Zuführungen zur Rückstellung für Beitragsrückerstattungen für überhöht. Damit werde das ausschüttungsfähige Ergebnis gemindert.

Die geplante Ertragsteuerquote sei zu hoch ausgefallen. Dabei werde nicht berücksichtigt, dass die Erträge der Gesellschaft teilweise steuerfrei vereinnahmt werden.

Der verwendete Kapitalisierungszinssatz ist nach Auffassung der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters überhöht. Insbesondere wird die Verwendung

des CAPM bzw. TAX-CAPM beanstandet. Diese Bewertungsmodelle führten insbesondere bei Squeeze Out-Fällen zu verzerrten Bewertungen.

Der Basiszinssatz von 4 % sei nicht vertretbar. Heranzuziehen sei der wesentlich niedrigere Zinssatz zum Bewertungsstichtag für Bundesanleihen mit einer Laufzeit von 10 und 30 Jahren.

30

Der verwendete Risikozuschlag sei ebenfalls zu hoch ausgefallen. Schon im Grunde sei ein Risikozuschlag nicht berechtigt, da sich Risiken und Chancen des Unternehmens in etwa ausgleichen würden. Das gelte insbesondere für die Detailplanungsphase, da die Erträge unter Berücksichtigung bestehender Risiken ermittelt würden. Für risikoarme Lebensversicherungsunternehmen dürfe der Risikozuschlag allenfalls bei 1 % bis 1,5 % liegen.

31

Auch die verwendete Marktrisikoprämie sei mit 5,5 % zu hoch ausgefallen. Eine derartige Überrendite sei mit Aktien, verglichen mit Anleihen, auf Dauer nicht zu erwirtschaften. Nach aktuellen Studien seien negative Marktrisikoprämien zu verzeichnen.

32

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter wenden sich insbesondere gegen den verwendeten Betafaktor von 0,95. Die herangezogene Peer Group sei nicht repräsentativ. Amerikanische und asiatische Versicherungsunternehmen seien nicht mit der ALAG aufgrund unterschiedlicher Rechtssysteme und Märkte vergleichbar. Zudem sei ohnehin der eigene Betafaktor der Gesellschaft zu verwenden. Deren Betafaktor sei aussagekräftig trotz eines geringen Bestimmtheitsmaßes und eines geringen Handels.

33

Auch der Wachstumsabschlag von 0,5 % sei viel zu niedrig. Der Wachstumsabschlag müsse mindestens in Höhe der erwarteten Inflationsrate von ca. 2 % ausfallen. Tatsächlich liege das Ergebniswachstum der Gesellschaft aber noch viel höher, was sich aus den 2-stelligen Ergebnissteigerungen der Gesellschaft in der Vergangenheit schließen lasse.

34

Die Annahme der Vollausschüttung sämtlicher Ertragsüberschüsse gehe zulasten der Anteilseigner, da die Ausschüttung steuerbelastet sei, während bei einer Thesaurierung keine Steuern auf der Ebene der Anteilseigner anfallen würden.

35

Davon gehe auch der IDW S.1 2005 aus.

Synergie-Effekte seien nicht berücksichtigt worden, und zwar weder echte noch unechte Verbundvorteile. 36

Die Berücksichtigung typisierter persönlicher Ertragsteuer sei fehlerhaft, da steuerliche Besonderheiten, insbesondere bei ausländischen Aktionären, nicht berücksichtigt würden. 37

Schließlich beantragen die Antragsteller, dass der Börsenkurs der Aktien der Gesellschaft nicht für den Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Durchführung der Hauptversammlung ermittelt wurde. 38

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter beantragen, 39
die angemessene Barabfindung gemäß § 327 a AktG gerichtlich höher festzusetzen.

Die Antragsteller zu 8-11 und 22 beantragen darüber hinaus, 40
die gerichtlich festgesetzte Barabfindung zu verzinsen.

Die Antragsgegnerin beantragt, 41
die Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin ist der Meinung, dass die gewährte Barabfindung i.H.v. 42
EUR 67,65 angemessen sei.

Der von den Antragstellern geforderte durchschnittliche Börsenkurs aus einem 43
Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung am 18. Juli 2006 sei rechtlich irrelevant, da die Antragsgegnerin die Zahlung dieses gewichteten Börsenkurses bereits in dem Teilprozess- und Schlussvergleich vom 5. Juli 2007 zugesagt habe.

Die zahlreichen Einwände der Antragsteller gegen die Unternehmensbewertung 44
der Übertragungsgutachter seien ebenfalls unbegründet. Die gewährte Abfindung i.H.v. EUR 67,65 liege ca. 120 % über dem ermittelten Ertragswert pro Ak-

tie i.H.v. EUR 30,42. Die Rügen sei nicht geeignet, den geschätzten Ertragswert um mehr als 120 % zu erhöhen.

Die Vorbehalte gegen die Bestellung des Prüfers bzw. die Prüfungsleistung seien ohne Substanz. Das Landgericht habe den Prüfer ohne jede Einflussnahme der Antragsgegnerin eigenständig ausgewählt und bestellt. Die Prüfung sei ausreichend, da lediglich ein Ergebnisbericht geschuldet sei. Die Parallelprüfung sei in der Rechtsprechung anerkannt.

Die Vorlage weiterer Unterlagen gemäß § 7 Abs. 7 SpruchG könne nicht verlangt werden. Teilweise enthielten die Unterlagen geheimhaltungsbedürftige Informationen. Im Übrigen verfüge die Antragsgegnerin nicht über Arbeitspapiere der Wirtschaftsprüfer.

Die Verwendung eines technischen Bewertungsstichtages, hier der 31. Dezember 2005, sei üblich und nicht zu beanstanden. Der Ertragswert werde mittels des geschätzten Kapitalisierungszinssatzes auf den Bewertungsstichtag aufgezinst.

Die verwendeten Zeiträume für die Vergangenheitsanalyse und den Detailplanungszeitraum seien praxisgerecht. Längere Zeiträume seien nur erforderlich, um besondere Entwicklungen zu berücksichtigen, die hier erkennbar nicht vorgelegen hätten.

Die Annahme der Vollausschüttung sei ebenfalls sachgerecht trotz der Vorteilhaftigkeit von Thesaurierungen gemäß IDW S 1 2005. Denn die Wiederanlage-möglichkeiten der Gesellschaft führten unter Berücksichtigung von Steuern zu finanziellen Überschüssen unterhalb des hier angenommenen Kapitalisierungszinssatzes. Folglich würde der Unternehmenswert im Falle von Thesaurierungen gemindert.

Synergie-Effekte seien zu Recht nicht berücksichtigt worden. Das entspreche der ständigen Rechtsprechung.

Die Berücksichtigung von Ertragsteuern auf der Ebene der Anteilseigner sei fester Bestandteil des IDW S 1 2005 und der ständigen Rechtsprechung.

45

46

47

48

49

50

51

Die Planungen der Gesellschaft seien realistisch gewesen. Teilweise seien sie, z. B. hinsichtlich der Kapitalanlagenergebnisse, im Übertragungsgutachten angepasst worden. Reale Entwicklungen nach dem Stichtag seien nicht zu berücksichtigen. Unabhängig davon werde die Planung von der Entwicklung ab dem Jahr 2006 bestätigt, insbesondere der Rückgang des versicherungstechnischen Geschäfts. Die dargestellte Beitragsentwicklung sei plausibel, insbesondere der Beitragsrückgang im Jahr 2006 um 3,5 %. Zutreffend seien auch die unterstellten Aufwendungen für Versicherungsfälle/Betriebskosten. Die vorgesehenen Zuführungen zur Deckungsrückstellung in beiden Phasen seien sachlich und rechtlich geboten gewesen. Die Planung der Kapitalanlagenerträge sei von den Übertragungsgutachtern angepasst worden. Die Berechnung basiere auf Marktwerten bei einer unterstellten jährlichen Realisierung stiller Reserven. Der leichte Rückgang der Kapitalanlagenerträge für den Zeitraum der ewigen Rente ab den Jahren 2009 ff. korrespondiere mit einem leichten Rückgang des durchschnittlichen Kapitalanlagenbestandes.

52

Die geplanten Rückstellungen für Beitragsrückerstattungen seien zulässig und rechtlich geboten gewesen. Der Durchschnittswert der Branche habe in den Jahren 2002-2006 zwischen 92,6 % und 95,4 % gelegen. Der unterdurchschnittliche Wert der Gesellschaft im Geschäftsjahr 2005 sei von den Übertragungsgutachtern bis zum Jahr 2008 auf ein marktübliches Niveau von etwa 92,2 % angehoben worden.

53

Die Entwicklung der Jahresüberschüsse sei plausibel. Die geplanten Ergebnisse der Detailplanungsphase und der ewigen Rente seien höher ausgefallen als die Werte der Jahre 2003-2005.

54

Auch die Angriffe gegen die verwendeten Kapitalisierungszinssätze seien unbegründet. Mittlerweile sei in der Rechtsprechung ausgestanden, dass der Basiszinssatz auf der Grundlage von Zinsstrukturkurven zu ermitteln sei, wie geschehen. Ein Risikozuschlag sei aufgrund der Risikoaversion von Anlegern zwingend geboten. Das gelte auch für Lebensversicherungsunternehmen. Die Berücksichtigung sämtlicher Risiken in der Ertragsschätzung sei nicht möglich. Auch die Verwendung des CAPM bzw. TAX-CAPM sei rechtlich anerkannt, ebenso wie die verwendete Marktrisikoprämie von 5,5 %. Der eigene Betafaktor der ALAG

55

sei aufgrund eines geringen Bestimmtheitsmaßes und einer geringen Handelsliquidität nicht aussagekräftig gewesen. Die Auswahl der Peer Group sei sachgerecht erfolgt. Es seien 48 Vergleichsunternehmen aus dem europäischen, amerikanischen und asiatischen Raum herangezogen worden.

Der herangezogene Wachstumsabschlag von 0,5 % sei nicht zu gering ausgefallen. Ein Ergebniswachstum in Höhe der Inflationsrate könne nicht unterstellt werden, insbesondere nicht für Versicherungsunternehmen, da ein nachhaltiges Wachstum durch eine Ausweitung des Geschäftes nur beschränkt möglich sei. Zudem seien die Anforderungen an die Eigenkapitalhinterlegung von Lebensversicherungen gestiegen.

56

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen sei nicht vorhanden. Der Liquidationswert sei rechtlich unerheblich, da die Gesellschaft fortgeführt werde und der Fortführungswert über dem Liquidationswert liege.

57

Die Marke sei nicht gesondert zu bewerten. Der Wert der Marke fließe in die Ertragsberechnung ein. Eine gesonderte Substanzbewertung der Marke sei unzulässig.

58

Entgegen der Auffassung der Antragsteller sei die Bewertung der ALAG auch nicht deswegen unplausibel, weil ihr Ertragswert deutlich hinter dem Ertragswert zurückbleibt, der im Zusammenhang mit der Verschmelzung der Albingia Lebensversicherung mit der ALAG im Jahr 2000 ermittelt worden sei. Seit dem Jahr 2000 seien die Kapitalanlagen deutlich von EUR 3,3 Mrd. auf nur noch EUR 1,2 Mrd. zurückgegangen. Das habe zu einer Herabsetzung des Unternehmenswerts geführt.

59

Die von den Antragstellern geforderte zusätzliche Verzinsung ab dem Bewertungsstichtag sei unberechtigt. Nach dem Gesetz sei die Barabfindung erst ab der Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister zu verzinsen. Diese Regelung sei verfassungsgemäß. Zudem sei den Minderheitsaktionären bis zum Wirksamwerden des Squeeze Outs die Garantiedividende aus dem Beherrschungsvertrag gewährt worden.

60

Die Kammer hat Beweis erhoben. Mit Beweisbeschluss vom 21. Mai 2008 ist

61

ein Sachverständigengutachten von

verantwortliche Prüfer:

und

(nachfolgend „**Sachverständi-**

ge“ oder „**Gutachter**“) beauftragt worden zu der Beweisfrage, ob die durch den Teilprozess- und Schlussvergleich vom 5. Juli 2007 auf EUR 67,65 erhöhte Barabfindung je Aktie der Gesellschaft angemessen ist. Die Gutachter sind beauftragt worden, eine neue und eigenständige Bewertung unter Berücksichtigung des Vortrags der Verfahrensbeteiligten vorzunehmen. Die Sachverständigen sind auch in den zusammenhängenden Verfahren 82 O 135/07, 82 O 130/07 und 82 O 73/07 beauftragt worden. Insoweit ist eine konsistente Bewertung in allen Verfahren gefordert worden.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten des Sach- und Streitstandes wird auf den Inhalt der wechselseitigen Schriftsätze der Verfahrensbeteiligten sowie auf die dazu eingereichten Anlagen Bezug genommen.

62

II.

A. Zulässigkeit der Anträge

Die Anträge sind zulässig.

63

I. Antragsfrist § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG

Die Antragsfrist lief am 11. Oktober 2007 ab. Nach § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG kann ein Antrag auf gerichtliche Entscheidung über die Angemessenheit der Barabfindung binnen 3 Monaten seit dem Tag gestellt werden, an dem die Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Nach § 10 S. 1 HGB in der Fassung des EHUG vom 10. November 2006 macht das Gericht die Eintragung in das Handelsregister in dem von der Landesjustizverwaltung bestimmten elektronischen Informations- und Kommunikationssystem bekannt. Das ist die Internetseite www.handelsregister.de. Die weitere Veröffentlichung in einer Tageszeitung oder einem sonstigen Blatt war zwar in der Übergangszeit zum 31. Dezember

64

2008 erforderlich. Für den Eintritt der Rechtswirkungen der Bekanntmachung kam es aber nach § 61 EGHGB ausschließlich auf den Zeitpunkt der elektronischen Bekanntmachung in dem Registerportal des Landes nach § 10 S. 1 HGB an.

Der am 5. Juli 2007 in das Handelsregister eingetragene Übertragungsbeschluss der Gesellschaft wurde am 11. Juli 2007 im Registerportal des Landes bekannt gemacht. Folglich lief die Frist von 3 Monaten am 11. Oktober 2007 ab.

Der Antrag der Antragstellerin zu 51 ist fristgerecht bei Gericht eingegangen.

Darüber ist bereits durch Beschluss der Kammer vom 3. September 2008 entschieden worden. Darauf kann verwiesen werden.

II. Antragsberechtigung

Die Antragsteller sind als ausgeschiedene Aktionäre gemäß § 1 Nr. 3 SpruchG antragsberechtigt gemäß § 3 Abs. 1 Nr. 2 SpruchG. Die Antragsteller haben ihre Antragsberechtigung innerhalb der Antragsfrist dargelegt. Die Antragsgegnerin hat die Antragsberechtigung nicht infrage gestellt. Daher ist eine Prüfung der vorgelegten Nachweise von Amts wegen nicht geboten.

III. Antragsbegründung

Die Antragsteller haben ihre Anträge gemäß § 4 Abs. 2 Nr. 3, 4 SpruchG hinreichend begründet. Insoweit hat die Antragsgegnerin ebenfalls nichts eingewendet.

B. Begründetheit der Anträge

Die Anträge auf gerichtliche Festsetzung der angemessenen Barabfindung sind im Ergebnis unbegründet. Die von der Hauptaktionärin durch den Teilprozessvergleich gewährte Barabfindung i.H.v. EUR 67,65 pro Aktie der ALAG ist angemessen. Das wird durch das von vorgelegte Sachverständigengutachten bestätigt.

I. Gegenstand der Überprüfung

Gegenstand der gerichtlichen Überprüfung ist nicht die am 18. Juli 2006 von der Hauptversammlung der ALAG beschlossene Barabfindung in Höhe von EUR 62,80 je Aktie, sondern die durch Teil-Prozessvergleich erhöhte Barabfindung i.H.v. EUR 67,65 je Aktie. Ein nachträgliches, höheres und allen außenstehenden Aktionären im Wege eines Vertrages zu Gunsten Dritter unterbreitetes Angebot kann als angemessene Abfindung berücksichtigt werden, wenn keine höhere angemessene Abfindung ermittelt wird (BGH, Beschluss vom 19.07.2010 – II ZB 18/09 "Stollwerck", Juris Rz. 32 = BGHZ 186, 229-242).

70

I. Vorlage weiterer Arbeitspapiere

Die Anträge auf Vorlage weiterer Unterlagen gemäß § 7 Abs. 7 SpruchG sind zurückzuweisen. Den Verfahrensbeteiligten steht zwar das Recht zu, Einsicht in die Unterlagen zu nehmen, die dem Gericht vorliegen. Das bedeutet aber nicht, dass sie verlangen können, dass ihnen sämtliche Unterlagen zugänglich gemacht werden, die der Sachverständige bei seiner Begutachtung verwertet hat. Die Verfahrensbeteiligten müssen nicht in die Lage versetzt werden, anhand sämtlicher Unterlagen ein eigenes Gutachten erstellen zu können. Ein Anspruch auf Vorlage von weiteren Unterlagen besteht nur, soweit die Papiere für die Entscheidung erheblich sind (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 07. Mai 2008 – I-26 W 16/06 AktE –, juris Rz. 22; OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. August 2012 – 21 W 14/11 –, juris Rz. 33; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08 –, juris Rz. 89; LG München I, Beschluss vom 08. Februar 2017 – 5HK 7347/15 –, juris Rz. 171). Eine solche Entscheidungserheblichkeit erschließt sich aus dem Vorbringen der Antragsteller nicht.

71

Bezüglich der Arbeitspapiere kommt hinzu, dass diese der Antragsgegnerin nicht vorliegen und auch nicht herausverlangt werden können. Einem derartigen Verlangen steht nach h. M. die Regelung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren Anspruch des Auftraggebers – hier also der Antragsgegnerin – gegen den Wirtschaftsprüfer auf Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. (LG München I, Beschluss vom 08. Februar 2017 – 5HK 7347/15 –, juris Rz. 171; Bunge/Mennicke BB 2003, 2021, 2029; Wasmann/Roßkopf ZIP 2003, 1776, 1780; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 58; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 8).

72

II. Übertragungsgutachten

kommt in dem Übertragungsgutachten vom 26. April 2006 zu dem Ergebnis, dass die angebotene Barabfindung von EUR 62,80 angemessen sei. Auf der Grundlage des Ertragswerts der ALAG ergebe sich lediglich ein Unternehmenswert zum Stichtag i.H.v. EUR 461,2 Mio. und eine Barabfindung i.H.v. EUR 30,42. Der quotale Unternehmenswert liegt danach weit unterhalb des damaligen durchschnittlichen Börsenkurses i.H.v. EUR 62,80.

73

Die Schätzung des Unternehmenswertes durch erfolgte nach den in der Rechtsprechung anerkannten Grundsätzen. Ermittelt wurde der nachhaltige Ertragswert der ALAG auf der Basis des IDW S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer vom 18. Oktober 2005. Zunächst wurden die wesentlichen Kennzahlen der Vergangenheit aus den Jahren 2004 und 2005 ermittelt. Die Ergebnisse wurden zur Plausibilisierung der Planungsrechnung der ALAG herangezogen. Die Zukunftserträge wurden nach Maßgabe der Planungen der Gesellschaft für die Detailplanungsphase (Phase 1: Jahre 2006-2008) und die ewige Rente (Phase 2: Jahre ab 2009 ff.) geschätzt. Dabei wurde von einer Vollausschüttung der Ergebnisse ausgegangen, da dies der durchgängigen Praxis des Konzerns entsprechen habe und Thesaurierungen bei Versicherungsunternehmen mangels ausreichender Wiederanlagemöglichkeiten zum Kapitalisierungszinssatz in der Regel nicht zu einer Werterhöhung des Unternehmens führten. Bei der Planung der Kapitalanlagenergebnisse wurden Korrekturen vorgenommen. Aufgesetzt wurde auf Marktwerten der Bestände zum 31. Dezember 2005. Die Rendite der Kapitalanlagen wurde konsistent zum Kapitalisierungszinssatz entwickelt. Die Anpassungen beim Kapitalanlagenergebnis führten zu höheren Rohüberschüssen, die ihrerseits auf einer Anpassung der Zuführung zur Rückstellung für die Beitragsrückerstattung (nachfolgend „**RfB-Rückstellungen**“) beruhen. Mit dieser Einschränkung wurde die Planung der ALAG von für plausibel erachtet.

74

Der Kapitalisierungszinssatz wurde entsprechend dem IDW S 1 2005 unter Verwendung des TAX-CAPM berechnet. Verwendet wurden einen Basiszins vor

75

Steuern von 4,00 %, ein Basiszins nach Steuern von 2,60 %, eine Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,50 % und ein Betafaktor von 0,95. Der daraus resultierende Kapitalisierungszinssatz nach Steuern von 7,825 % wurde durch einen Wachstumsabschlag von 0,50 % auf einen nachhaltigen Kapitalisierungszinssatz nach Steuern von 7,325 % reduziert.

Unter Verwendung der ermittelten Ertragszahlen und des Kapitalisierungszinssatzes gelangten die Übertragungsgutachter zu einem Unternehmenswert von EUR 461,2 Mio. Das ergab bei der Aufteilung auf 15.163.400 Aktien einen quotalen Unternehmenswert von EUR 30,42 je Aktie der ALAG.

76

III. Prüfgutachten

Das Prüfgutachten ist den Annahmen von in allen Punkten gefolgt. Besondere Schwierigkeiten im Sinne von § 293 e AktG wurden bei der Bewertung der ALAG nicht festgestellt. Auf diesem Grund kann auf die Ausführungen zum Übertragungsgutachten verwiesen werden.

77

IV. Gutachten

Die Sachverständigen kommen in ihrem ausführlichen Gutachten vom 28. September 2015 zu erheblich abweichenden Ergebnissen. Nach ihren Berechnungen beträgt der Ertragswert der ALAG zum Stichtag 18. Juli 2006 EUR 1.066,2 Mio. Das ist mehr als das Doppelte des von ermittelten Unternehmenswerts. hat aus dem vorgenannten Unternehmenswert eine Barabfindung i.H.v. EUR 70,31 abgeleitet. Dieser quotale Unternehmenswert liegt über den in Betracht kommenden Börsenkursen pro Aktie i.H.v. EUR 63,49 bzw. EUR 67,69.

78

1. Methodische Grundlagen

a. Ertragswertberechnung nach IDW S 1 2005

In Übereinstimmung mit Theorie und Praxis hat ebenfalls den Ertragswert der ALAG nach dem Bewertungsstandard IDW S 1 2005 hergeleitet. Die Besonderheiten bei der Bewertung von Lebensversicherungen sind berücksichtigt worden. Dazu zählen die Rückgewähr der Überschüsse an Versicherungsneh-

79

mer (mindestens 90 %) sowie die besondere Bedeutung der Kapitalanlagenergebnisse. Synergie-Effekte sind in die Schätzung des Unternehmenswerts eingegangen, soweit es sich um unechte Verbundvorteile handelt. Echte Synergie-Effekte, die sich aus der Verbindung mit bestimmten Unternehmen ergeben, sind entsprechend der Empfehlung des IDW S 1 nicht in die Betrachtung einbezogen und zudem auch nicht identifiziert worden. Das steht in Übereinstimmung mit der obergerichtlichen Rechtsprechung.

b. Substanzwert

Der Substanzwert des Unternehmens hat hingegen keine Beachtung gefunden, da sowohl die betriebswirtschaftliche Lehre zur Unternehmensbewertung als auch die Rechtsprechung den Substanzwert im Sinne eines Wiederherstellungswertes für das Unternehmen nicht für repräsentativ halten.

80

c. Liquidationswert

Der Liquidationswert des Unternehmens ist zwar als Untergrenze der Bewertung relevant. Allerdings gelangen die Sachverständigen bei überschlägiger Betrachtung zu dem nachvollziehbaren Ergebnis, dass der Liquidationswert der ALAG unter Berücksichtigung von anfallenden zusätzlichen Kosten und Verlusten unter ihrem Ertragswert liegen würde.

81

d. Börsenkurs

Der Börsenkurs ist richtigerweise nach Maßgabe der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts in die Abfindungsbermessung eingegangen. Dabei ist die geänderte BGH-Rechtsprechung beachtet worden, wonach der Börsenkurs nunmehr grundsätzlich aufgrund eines umsatzgewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntgabe der Maßnahme unter Berücksichtigung der Marktentwicklung bis zum Stichtag zu ermitteln sei (BGH, Beschluss vom 19.07.2010 – II ZB 18/09 "Stollwerck", Juris Rz. 14 ff. = BGHZ 186, 229-242; DB 2010, 1693-1697; ZIP 2010, 1487-1491; DStR 2010, 1635-1639; BB 2010, 1941-1944; WM 2010, 1471-1475; NJW 2010, 2657-2660; NZG 2010, 939-943; AG 2010, 629-632).

82

e. Multiplikator-Verfahren

Eine ausgiebige marktorientierte Bewertung der ALAG auf der Basis von üblichen Multiplikatoren haben die Sachverständigen entsprechend der Empfehlung des IDW S 1 2005 nicht vorgenommen. Danach eignen sich Multiplikatoren allenfalls zur Plausibilisierung der Ergebnisse einer Bewertung nach dem Ertragswert- oder dem Discounted-Cashflow-Verfahren.

83

f. Beteiligungen der Gesellschaft

Während die Gutachter die anteiligen Ergebnisse von unwesentlichen Beteiligungen der ALAG in deren Kapitalanlagenergebnis berücksichtigt haben (siehe Anl. 9H und 9B zum Anlagenband Nr. 1), ist die AXA Krankenversicherung AG als wesentliche Beteiligung der ALAG gesondert bewertet worden. Einzelheiten dazu ergeben sich aus dem beigelegten Anlagenband Nr. 2 zum Gutachten. Das Ergebnis ist zusammengefasst in dem Gutachten dargestellt. Der Ertragswert der AXA Krankenversicherung AG beträgt zum 31. Dezember 2005 EUR 423,9 Mio. Auf den Anteil der ALAG an der AXA Krankenversicherung AG von 35,65 % entfällt folglich ein Ertragswert i.H.v. EUR 151,1 Mio. Dieser anteilige Unternehmenswert ist mit dem Kapitalisierungszinssatz vor Steuern in eine Rente transferiert und als Beteiligungsertrag im Kapitalanlagenergebnis der ALAG erfasst worden. Einzelheiten dazu ergeben sich aus dem Anlagenband Nr. 1, Anl. 5. Darauf kann verwiesen werden.

84

2. Bewertungsannahmen

Die ALAG ist auf stand alone-Basis als wirtschaftliche Einheit unter Einbeziehung ihrer Beteiligungen bewertet worden.

85

In Übereinstimmung mit den Übertragungsgutachten haben die Sachverständigen ebenfalls eine Vollausschüttung der Überschüsse der ALAG für sachgerecht erachtet, obwohl nach dem IDW S 1 2005 die Vollausschüttung nicht mehr zwingend die vorteilhafteste Verwendung der Überschüsse darstellt. Zur Begründung kann auf die zum Übertragungsgutachten dargestellten Überlegungen verwiesen werden.

86

hat zur Plausibilisierung der von der Gesellschaft vorgelegten Planungsrechnung ebenfalls die wirtschaftliche Entwicklung in dem stichtagsnahen Vergangenheitszeitraum von 2003-2005 untersucht. Dabei wurden außerordentliche, periodenfremde oder einmalige Aufwendungen und Erträge bereinigt, wie es üblich ist. Anschließend ist die Planung der Gesellschaft für die Jahre 2006-2008 (Detailplanungszeitraum) untersucht worden. Dabei sind gutachterliche Korrekturen vorgenommen worden. Unechte Synergie-Effekte aus Umstrukturierungsmaßnahmen, die zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet waren, waren weder in der Planung der Gesellschaft enthalten noch wurden solche von identifiziert.

87

Der Kapitalisierungszinssatz, der zur Diskontierung der Zukunftserträge auf einen Barwert zum Stichtag verwendet wird, ist ebenfalls marktorientiert gemäß TAX-CAPM hergeleitet worden. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich zusammen aus dem Basiszinssatz nach Steuern und dem Risikozuschlag für das zu bewertende Unternehmen, der aus der Multiplikation des unternehmensspezifischen Betafaktors und der Marktisikoprämie ermittelt wird. Die Marktisikoprämie wiederum ergibt sich als Differenz zwischen der Rendite börsennotierter Unternehmen nach Steuern und der Rendite einer quasi-risikolosen Kapitalanlage nach Steuern. Die Rendite börsennotierter Unternehmen setzt sich aus der Kursgewinnrendite und der Dividendenrendite zusammen. Die steuerlichen Besonderheiten sind zu berücksichtigen.

88

Grundlage des Basiszinssatzes sind Zinsstrukturkurven nach Svensson, die auf Marktdaten der Deutschen Bundesbank beruhen. Die Verwendung von Zinsstrukturkurven entspricht dem IDW S 1 2005 und wird in der Rechtsprechung anerkannt. Für einen Zeitraum von drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag beträgt der Basiszinssatz für die ALAG laut 4,36 %. Der ermittelte Basiszinssatz ist durch Alternativrechnungen plausibilisiert worden.

89

Bei der Festlegung der Marktisikoprämie haben die Sachverständigen sowohl empirische Kapitalmarktstudien mit Werten zwischen -4,08 % und +11,10 % als auch die Empfehlung des IDW S 1 2005 bzw. des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des IDW (AKU) in einer Bandbreite nach persönlichen Steuern von 5,00 % bis 6,00 % beachtet. Besondere Aufmerksamkeit wurde den Studien

90

von Stehle gewidmet. Stehle gelangte in seinen Untersuchungen zu arithmetisch berechneten Marktrisikoprämien nach persönlichen Steuern von 5,00 % bis 6,00 % für Bewertungsstichtage unter der Geltung des Halbeinkünfteverfahrens. Die Sachverständigen haben sich mit allen Studien ausführlich auseinandergesetzt unter Berücksichtigung der betriebswirtschaftlichen Literatur. Sie haben Alternativrechnungen vorgenommen unter Verwendung abweichender Parameter zu den Betrachtungszeiträumen, Marktportfolios, risikolosen Anleihen usw. Sie setzen sich dabei auch mit der Problematik und den Unterschieden einer arithmetischen und geometrischen Berechnung der Marktrisikoprämie ausführlich auseinander. Sie gelangen zu dem Ergebnis, dass weder die arithmetische noch die geometrische Berechnung sachgerecht sei, sondern der Wert dazwischen liege, tendenziell jedoch näher am arithmetischen Wert. Unter Abwägung sämtlicher Aspekte halten die Gutachter eine Marktrisikoprämie i.H.v. 5,00 % für sachgerecht. Diese Zahl liegt unterhalb der von [redacted] ermittelten Marktrisikoprämie von 5,50 %.

Auch dem Betafaktor haben die Sachverständigen entsprechend seiner Bedeutung für den Unternehmenswert erhebliche Aufmerksamkeit geschenkt. Ein Betafaktor von 1 sagt aus, dass das Marktrisiko und das unternehmensspezifische Risiko übereinstimmen. Der Betafaktor misst das unternehmensspezifische Risiko anhand der Kursreaktionen des Einzelwertes in Korrelation zu Wertveränderungen des Marktes (Index). Die Sachverständigen weisen zunächst auf die Problematik von Betafaktoren für Versicherungsunternehmen hin. Sie erläutern, dass der Betafaktor der ALAG von den Übertragungsgutachten nicht verwendet wurde, da er nicht für aussagekräftig gehalten wurde. Aus diesem Grunde wurde von [redacted] eine Peer Group, bestehend aus insgesamt 48 europäischen, amerikanischen und asiatischen Unternehmen, herangezogen. Auch [redacted] ist zu dem Ergebnis gelangt, dass der Betafaktor der ALAG nicht belastbar sei, da er den Bedingungen für einen unverzerrten Anpassungsprozess nicht entsprochen habe.

[redacted] hat die Peer Group aus dem Kreis deutscher börsennotierter Erstversicherungsunternehmen gebildet unter Hinweis darauf, dass ausländische Erstversicherungsunternehmen wegen der unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards und der unterschiedlichen aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen nicht

vollständig mit deutschen Erstversicherungsunternehmen vergleichbar seien. Aus der Menge von Erstversicherungsunternehmen mit belastbaren individuellen Betafaktoren haben die Gutachter eine enge Peer Group und eine weite Peer Group gebildet. Zur engen Peer Group zählen Vergleichsunternehmen, die hinsichtlich ihrer Anteile in dem Geschäftsbereich Lebensversicherung dem zu bewertenden Unternehmen ähnlich sind. Zur weiteren Peer Group zählen deutsche Erstversicherungsunternehmen mit weiteren Geschäftsfeldern. Ausgangspunkt der Überlegungen ist der CDAX als Referenzindex. In Übereinstimmung mit den Übertragungsgutachtern sind ein Beobachtungszeitraum von 2 Jahren und wöchentliche Renditeintervalle (ca. 104 Renditepaare) gewählt worden. Es ist festgestellt worden, dass der Zusammenhang zwischen dem Referenzindex CDAX und der Kursentwicklung der ALAG-Aktien, ausgedrückt durch das Bestimmtheitsmaß R^2 , sehr schwach sei. Das bedeute, dass der CDAX nur zu 0,6 % die Rendite der ALAG-Aktie erklären könne. Das wiederum bedeute, dass überwiegend andere, nicht von CAPM erfasste Einflussfaktoren auf die Rendite der ALAG-Aktie eingewirkt hätten. Unabhängig davon haben die Gutachter erläutert, dass der eigene Betafaktor der ALAG aufgrund des Handelsverlaufes – an ca. 66 % der Börsenhandelstage im Betrachtungszeitraum vom 23. Juli 2004 bis zum 18. Juli 2006 habe kein Handel mit Aktien der ALAG stattgefunden – nicht belastbar sei. Der durchschnittliche Betafaktor der engen Peer Group liege bei 0,47. Der Betafaktor der weiten Peer Group liege bei 1,01.

Unter Abwägung der für die Peer Group ermittelten Betafaktoren ist im Ergebnis zu einem Betafaktor für die ALAG von 0,5 gelangt. Wesentlich dafür waren die Erwägungen, dass der höhere Betafaktor der weiten Peer Group nicht repräsentativ sei, und dass der angesetzte Betafaktor von 0,5 mit der Rechtsprechung des Landgerichts Köln und des Oberlandesgerichts Düsseldorf für vergleichbare Lebensversicherungsunternehmen in Einklang stehe. Unter Verwendung einer Marktrisikoprämie von 5,00 % ergibt sich bei einem Betafaktor von 0,5 eine Risikoprämie von 2,5 %.

93

3. Zusammenfassung des Gutachtens

kommt in dem vorgelegten Bewertungsgutachten im Vergleich zu dem Übertragungsgutachten einerseits zu höheren entziehbaren Ertragsüberschüs-

94

sen für die Detailplanungsphase und die ewige Rente und andererseits zu einem niedrigeren Kapitalisierungszinssatz. Beides führt zu einem erheblich höheren Unternehmenswert von EUR 1.066,2 Mio. (EUR 461,2 Mio. laut

Für das Jahr 2006 werden entziehbare Ertragsüberschüsse i.H.v. EUR 85,5 Mio. (EUR 47,0 Mio. laut), für 2007 i.H.v. EUR 81,2 Mio. (EUR 43,8 Mio. laut), für 2008 i.H.v. EUR 78,8 Mio. (EUR 37,7 Mio. laut) und ab 2009 ff. i.H.v. EUR 41,3 Mio. (EUR 39,0 Mio. laut) veranschlagt.

95

Die von geschätzten Kapitalisierungszinssätze nach Steuern i.H.v. 5,335 % (7,825 % laut) für die Detailplanungsphase und i.H.v. 4,335 % (7,325 % laut) für die ewige Rente ergeben sich aus einem Basiszinssatz vor Steuern i.H.v. 4,361 % (4,00 % laut), einem Basiszinssatz nach Steuern i.H.v. 2,835 % (2,60 % laut) und einem Risikozuschlag i.H.v. 2,5 % (5,23 % laut). Ganz besondere Auswirkungen hat dabei der um ca. 3 % niedrigere Kapitalisierungszinssatz von 4,335 % für die ewige Rente, deren Anteil am Gesamtertragswert nicht selten bei ca. 80 % liegt. Insoweit wirkt sich auch aus, dass im Vergleich zu einen Wachstumsabschlag auf die ewige Rente von 1 % (0,5 % laut) angenommen hat.

96

Die Unterschiede zwischen dem Übertragungsgutachten und dem Sachverständigengutachten liegen daher hauptsächlich beim Kapitalisierungszinssatz. Diese Abweichung ist in erster Linie für die um mehr als 100 % höhere Schätzung des Unternehmenswerts der ALAG durch die Gutachter im Vergleich zur Schätzung von verantwortlich.

97

Die von recherchierten gewichteten durchschnittlichen Börsenkurse der Aktien der ALAG haben als Untergrenze der Barabfindung keine Bedeutung. Die Sachverständigen haben für den Zeitraum vor Bekanntgabe des Erwerbangebotes (16. Februar bis 15. Mai 2006) einen Börsenkurs i.H.v. 63,49 je Aktie der ALAG festgestellt. Für den Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung der ALAG vom 19. April bis 18. Juli 2006 ist ein höherer Börsenkurs i.H.v. EUR 67,69 festgestellt worden. Dieser höhere Börsenkurs war Grundlage des Teilprozessvergleichs vom 1. Juli 2007 i.H.v. EUR 67,65 je Aktie der Ge-

98

sellschaft.

V. Kritik der Verfahrensbeteiligten

1. Antragsteller und gemeinsamer Vertreter

Die überwiegende Zahl der Antragsteller haben keine Einwände gegen das Gutachten von vorgebracht. Die Antragsteller zu 2, 24, 40, 41 sind allerdings der Meinung, dass der Wachstumsabschlag mit 1 % zu niedrig bemessen sei. Dieser müsse mindestens in Höhe der jährlichen Geldentwertungsrate von 2 % festgesetzt werden. Das gelte in besonderem Maße für den Bewertungsstichtag im Jahr 2006 unter Berücksichtigung der damaligen Zinssituation. 99

Der Antragsteller zu 39 ist zudem der Auffassung, dass die von den Sachverständigen akzeptierte Ertragsprognose als auch die Diskontierung der künftigen Jahresüberschüsse unzutreffend seien. Die Planungen des versicherungstechnischen Ergebnisses und des Jahresüberschusses mit jeweils sinkender Tendenz seien nach wie vor unplausibel. Dazu hätten sich die Gutachter nicht geäußert. Der von gegenüber verwendete höhere Basiszinssatz sei nicht ausreichend erläutert worden. Für die Detailplanungsphase sei ein Risikozuschlag nicht geboten. Eine Überrendite von Aktienanlagen gegenüber Staatsanleihen für den kurzen Betrachtungszeitraum von 3-4 Jahren könne nicht festgestellt werden. Auch die Marktrisikoprämie von 5,00 % sei überhöht. Sie stehe in keinem Verhältnis zum unterstellten Basiszinssatz. Schlüssig sei allenfalls eine Marktrisikoprämie von 2,25 % nach Steuern. Der Wachstumsabschlag von 1 % sei nicht vertretbar. Damit würde die Existenz des Unternehmens infrage stehen. Zudem widerspräche ein derart niedriger Wachstumsabschlag auch dem tatsächlichen Ergebniswachstum für die Jahre 2009-2015 sowie den Wachstumsraten deutscher Unternehmen in einer Bandbreite von 1,7 % bis 12,3 % per anno. Es sei völlig widersprüchlich, zu unterstellen, dass mit real rückläufigen Gewinnen eine ständige jährliche Rendite von 6,611 %, die sich aus dem verwendeten Kapitalisierungszinssatz ergebe, zu erzielen sei. Auch die Annahme, dass der unternehmenseigene Betafaktor der ALAG nicht belastbar sei, könne nicht akzeptiert werden. Das festgestellte Bestimmtheitsmaß sei irrelevant. Der Handel mit Aktien der ALAG sei ausreichend. Selbst bei der Ver- 100

wendung eines Peer Group-Betafaktors liege dieser zwischen 0,35 und 0,40 und nicht bei ca. 0,5.

Die Antragsteller zu 2, 24, 40, 39 und 41 haben die ergänzende Befragung der Sachverständigen zu den näher formulierten Fragen beantragt.

101

Der gemeinsame Vertreter der ausgeschiedenen Aktionäre kritisiert die Herleitung der Marktrisikoprämie. Dabei sei eine neuere Studie von Stehle mit Datum 20. Juli 2010 nicht berücksichtigt worden. Ferner fehle eine Auseinandersetzung mit dem Gutachten von [redacted] vom 11. Dezember 2013. Dieser sei in seinem Gutachten zu dem Ergebnis gelangt, dass die Marktrisikoprämie selbst unter Berücksichtigung der älteren Stehle-Daten bei etwa 3 % vor Steuern und etwa 3,25 % nach Steuern liege. Dennoch sei das Gutachten von [redacted] eine geeignete Grundlage zur Festsetzung der angemessenen Barabfindung für die ausgeschiedenen Aktionäre der ALAG.

102

2. Antragsgegnerin

Nach Ansicht der Antragsgegnerin ist die Sache entscheidungsreif. Eine weitere Befragung der Sachverständigen oder die Beauftragung eines neuen Gutachtens sei nicht erforderlich. Die Antragsgegnerin kritisiert die gutachterlichen Feststellungen als völlig unvertretbar. Die Bewertung von [redacted] führe zu unrealistischen Eigenkapitalkosten, die weder anhand historischer Daten noch anhand von Peer Group-, Branchen- oder sonstigen Marktdaten plausibilisiert worden seien. Ebenso führten die Anpassungen in der Planungsrechnung zu völlig überhöhten und ersichtlich unplausiblen Eigenkapitalrenditen von bis zu 95,8 % per anno. Zum Beweis der fehlerhaften Vorgehensweise von [redacted] legt die Antragsgegnerin ein Privatgutachten der [redacted] (nachfolgend [redacted]) vor betreffend die [redacted] kommt in dem Privatgutachten zu dem Ergebnis, dass das Gesamtergebnis von [redacted] nicht sachgerecht sei. Die Antragsgegnerin nimmt inhaltlich auf das vorgelegte Privatgutachten Bezug. Insbesondere bezieht sie sich auf die Ausführungen zum Kapitalisierungszinssatz in dem Privatgutachten von [redacted] (dort TZ. 10 ff. und 95 ff.). Danach seien die Herabsetzungen der Marktrisikoprämie durch von 5,5 % auf 5,0 % als auch des Betafaktors für Lebensversicherungsgesell-

103

schaften von 0,95 auf 0,5 in keiner Weise plausibel. Diese Annahmen seien durch verfügbare Marktdaten widerlegt. Nach einer Peer Group-Analyse, der Analyse von Branchenindices, Kapitalmarktstudien und Referenzgutachten sowie belastbaren historischen unternehmenseigenen Betafaktoren der seien derart niedrige Betafaktoren nicht vertretbar. Berechtigt sei für Lebensversicherungsgesellschaften ein Betafaktor von etwa 1,00.

Unzutreffend seien ferner die von vorgenommenen Anpassungen der Planungsrechnung der ALAG. Die Annahmen von zur Überschussbeteiligung der Versicherungsnehmer im Detailplanungszeitraum seien mit den maßgeblichen gesetzlichen Vorschriften nicht zu vereinbaren. Ferner würden die Annahmen von zu völlig unplausiblen und geradezu abstrusen Eigenkapitalrenditen der ALAG im Zeitraum der ewigen Rente führen.

104

gelange zu einem Gesamtunternehmenswert der ALAG i.H.v. EUR 551,5 Mio. Daraus resultiere ein anteiliger Unternehmenswert je Aktie i.H.v. EUR 36,37. Dieser Wert liege immer noch deutlich unterhalb der vereinbarten Abfindung i.H.v. EUR 67,65 je Aktie der ALAG. Abgesehen davon werde die gewährte Abfindung lediglich um 3,9 % durch die unzutreffende Schätzung der Sachverständigen zum Unternehmenswert überschritten. Diese Differenz sei so gering, dass eine Neufestsetzung der zu zahlenden Abfindung nicht gerechtfertigt sei. In Rechtsprechung und Literatur sei anerkannt, dass es einen mathematisch ermittelten wahren Unternehmenswert nicht gebe, sondern nur eine Bandbreite vertretbarer Werte. Eine Abweichung bis zu 10 % zur ursprünglichen Bewertung sei akzeptabel.

105

Der Antragsteller zu 39 hält das von der Antragsgegnerin vorgelegte Privatgutachten von für falsch. Das Gutachten betreffe nicht die ALAG, sondern die insbesondere die Feststellungen zum Betafaktor seien nicht akzeptabel. Die Peer Group sei falsch gewählt worden. Sämtliche inländischen Versicherer mit Ausnahme der Allianz SE sowie sämtliche ausländischen Versicherer mit niedrigem Betafaktor seien ausgeschlossen worden.

106

C. Rechtliche Bewertung

Unter Berücksichtigung der vorgelegten Gutachten und der Darlegungen der Verfahrensbeteiligten gelangt die Kammer zu dem Ergebnis, dass die durch den Prozessvergleich gewährte Barabfindung i.H.v. EUR 67,65 angemessen ist im Sinne von § 327 a AktG.

107

I. Bewertungsziel

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, Frederik/Hachmeister, Dirk, Der Verkehrswert des Unternehmens als rechtliche Wertkategorie, NZG 2014, S. 885 ff.), ist dennoch der hypothetische 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; DStR 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).

108

II. Verhältnis objektivierter Unternehmenswert und Marktpreis

Es kann im Ergebnis offen bleiben, ob der nach IDW S 1 ermittelte objektivierte 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 jedoch eine marktnahe Verifizierung des objektivierten Unternehmenswerts nicht vorgenommen worden. Im Ergebnis kann darauf im Hinblick auf die nachfolgenden Ausführungen verzichtet werden.

109

III. CAPM und TAX-CAPM

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 Anlagenmöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode 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

110

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 26513/11 –, juris Rz. 121).

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. Dass die marktgerechten Eigenkapitalkosten vorliegend eher höher ausfielen, als sie von mittels TAX-CAPM kapitalmarkttheoretisch ermittelt wurden, ergibt sich insbesondere aus dem zuletzt vorgelegten Privatgutachten . Nach den insoweit nicht angegriffenen Feststellungen von : lagen die impliziten Kapitalmarktkosten bei ex ante-Sicht zwischen 9,2 % bis 9,5 % vor Steuern. Der von geschätzte Kapitalisierungszinssatz liegt deutlich darunter.

111

IV. -Abfindung im Rahmen der vertretbaren Bandbreite

Soweit das Gutachten von als sachlich richtig unterstellt wird, ergibt sich eine Barabfindung in Höhe von EUR 70,31. Dieser Wert übersteigt die von der Antragsgegnerin gewährte Barabfindung in Höhe von EUR 67,65 um EUR 2,66 bzw. 3,9 %. Eine Korrektur der gewährten Barabfindung aufgrund des Gutachtens ist im Hinblick auf die geringfügige Abweichung nicht zu rechtfertigen. Es ist anerkannt, dass die Unternehmensbewertung grundsätzlich mit großen Unsicherheiten behaftet ist. Daher gibt es keinen theoretisch richtigen Unternehmenswert, es handelt sich stets um ein "theoretisches Konstrukt" (Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH Konzernrecht, 5. Auflage, § 305 Rn. 41 mit weiteren Nachweisen). Das entspricht auch der Realität. Bei einer Veräußerung eines Unternehmens ist eine Bandbreite von Kaufpreisen realistisch in Abhängigkeit zu den subjektiven Grenzpreisen von Käufer und

112

113

Verkäufer, zur Marktsituation und zur Unsicherheit der Ertragsaussichten. Dabei ist ein markttypischer Erwerber zugrunde zu legen aus einem in der Regel kleinen Kreis möglicher Erwerber (Hüttemann, ZHR 162 (1998), 563, 586). Daher ist eine erhebliche Bandbreite von Unternehmenswerten vertretbar. Folglich gibt es nicht den auf zwei Nachkommastellen richtigen Unternehmenswert, sondern lediglich einen Unternehmensverkehrswert im Rahmen einer akzeptablen Bandbreite. Insofern gilt nichts anderes als für sonstige Wirtschaftsgüter, die ebenfalls in einer Marktpreisspanne gehandelt werden. Für das lebende Unternehmen in seiner Gesamtheit gilt das im besonderen Maße, da Marktpreise nicht bekannt sind und sich der hypothetische Preis für das Unternehmen aufgrund der divergierenden Entscheidungswerte auf der Verkäuferseite einerseits und auf der Käuferseite andererseits ergibt. Hinzu kommt die Unsicherheit, die sich aufgrund subjektiver Prognosen der Bewerter für jede Schätzung ergibt. Das kommt vorliegend im besonderen Maße dadurch zum Ausdruck, dass sowohl das Übertragungsgutachten, das Prügutachten und das Privatgutachten erheblich von den Schätzungen von abweichen. Dem Gericht steht insoweit ein weites Schätzungsermessen gemäß § 287 ZPO zu (BayObLG, Beschluss vom 28. Oktober 2005 - 3Z BR 71/00, Juris Rz. 17 = NZG 2006, 156; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH Konzernrecht, 5. Auflage, § 305 Rn. 41 mwN.).

Hinzu kommt, dass die ratio legis des § 287 Abs. 2 ZPO u.a. auch darin besteht, die Rechtsdurchsetzung durch Vermeidung eines unverhältnismäßig großen Prozessaufwandes, in der Regel durch Einholung zeit- und kostenintensiver Sachverständigengutachten, zu erleichtern (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. Oktober 2003 - 4 W 34/93 -, juris Rz. 12 ff. = AG 2004, 43, 47; Greger in: Zöller, ZPO, 23. Aufl. 2002, § 287 Rz. 1; Hüttemann, ZGR 2001, 454, 474 f.; Piltz, ZGR 2001, 185, 197). Dadurch bietet das richterliche Schätzungsermessen nach § 287 Abs. 2 ZPO gleichzeitig auch eine Möglichkeit, die im Allgemeinen langwierige Verfahrensdauer in Spruchstellenverfahren im Interesse von Verfahrensbeteiligten und Gerichten zu verkürzen, was ohnehin verfassungsrechtlich geboten erscheint (vgl. BVerfG, Beschluss vom 26. April 1999 - 1 BvR 467/99, NJW 1999, 2582), und auch vom Gesetzgeber bei der Neuregelung der entsprechenden Vorschriften im Gesetz zur Neuordnung des

gesellschaftsrechtlichen Spruchverfahrens vom 12. Juni 2003 (BGBl. I 2003, 838) aufgegriffen wurde (OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. Oktober 2003 – 4 W 34/93 –, juris Rz. 12 ff. = AG 2004, 43, 47).

V. Bedenken der Verfahrensbeteiligten gegen das Gutachten

Vor diesem Hintergrund gebietet die von Verfahrensbeteiligten vorgebrachte Kritik gegen das Sachverständigengutachten unter Berücksichtigung des weiten Schätzungsermessens des Gerichts in aktienrechtlichen Spruchverfahren gemäß § 287 ZPO keine Fortsetzung der Beweisaufnahme bzw. keine abweichende Entscheidung.

115

1. Antragsgegnerin

Die von der Antragsgegnerin geäußerten Bedenken gegen das Sachverständigengutachten würden allenfalls zu einer Herabsetzung des Unternehmenswerts der ALAG und der daraus resultierenden Barabfindung führen. Im Ergebnis bliebe es jedoch bei der von der Antragsgegnerin gewährten Barabfindung in Höhe von EUR 67,65 je Aktie. Insofern sind die Einwände der Antragsgegnerin rechtlich gesehen unerheblich.

116

2. Antragsteller und gemeinsamer Vertreter

Die von den Antragstellern und dem gemeinsamen Vertreter der ausgeschiedenen Aktionäre geäußerten Bedenken nötigen die Kammer ebenfalls nicht zu einer ergänzenden Beauftragung der Sachverständigen oder zur Einholung eines neuen Gutachtens.

117

a. Ertragsprognose

Die Einwände des Antragstellers zu 39 zur Ertragsprognose sowie zu den Planungen des versicherungstechnischen Ergebnisses und des Jahresüberschusses sind bereits in seiner Antragschrift enthalten. Es ist davon auszugehen, dass die Sachverständigen ihr Gutachten unter Berücksichtigung dieser Einwände verfasst haben. Laut Beweisbeschluss sollte ein Gutachten unter Berücksichtigung der Einwände der Verfahrensbeteiligten vorlegen. Un-

118

erheblich ist dabei, ob die Sachverständigen zu jedem Einwand ausdrücklich Stellung nehmen. Das würde das gerichtliche Sachverständigengutachten zur Unternehmensbewertung überfrachten.

b. Kapitalisierungszinssätze

Wie bereits dargelegt worden ist, beruhen die erheblichen Unterschiede in der Unternehmensbewertung durch die Übertragungsgutachter und die Sachverständigen auf einem von letzteren um ca. 3 % reduzierten Kapitalisierungszinssatz bezüglich der ewigen Rente ab den Jahren 2009 ff. Noch darunter liegende Eigenkapitalkosten können entgegen der Ansicht der Antragsteller aber ausgeschlossen werden. Insofern kann auf die Ausführungen der Kammer in dieser Entscheidung zu Ziffer C III Bezug genommen werden.

119

c. Basiszinssatz

Die Angriffe des Antragstellers zu 39 zum Basiszinssatz sind ohne Substanz. Es wird lediglich angeführt, dass sowohl der Übertragungs- als der Prüfgutachter einen geringeren Basiszinssatz gebilligt haben. Das ist aber schon deshalb kein Argument, da diese Gutachten von den Antragstellern im Grundsatz nicht anerkannt werden. Im Übrigen wird nicht erläutert, was an der ausführlich erläuterten Berechnung des Basiszinssatzes mittels der Zinsstrukturkurve nach Svensson falsch sein soll.

120

d. Marktrisikoprämie

Die Einwände des gemeinsamen Vertreters zur Marktrisikoprämie veranlassen ebenfalls nicht zur Einholung einer ergänzenden Expertise der Sachverständigen. Richtig ist zwar, dass insbesondere neuere Daten von Stehle und das Gutachten von nicht berücksichtigt wurden. Allerdings gibt es mittlerweile eine unüberschaubare Anzahl von Studien zur Marktrisikoprämie, denen jeweils unterschiedliche Rahmenbedingungen zugrunde liegen. Allerdings ist es nicht Aufgabe des Gerichts und letztlich auch nicht Aufgabe des Sachverständigen, die in der betriebswirtschaftlichen Literatur streitige Frage zur Höhe der angemessenen Marktrisikoprämie abschließend zu beantworten. Aus diesem Grunde müssen auch nicht sämtliche Studien in die Schätzung

121

der Gutachter einbezogen werden. Es muss lediglich gewährleistet sein, dass bei der Beurteilung der Problematik nicht einseitig vorgegangen wird. Das ist bezüglich der Vorgehensweise der Sachverständigen zur Ermittlung der Marktrisiko­prämie auszuschließen. hat sich ausführlich auf ca. 15 Seiten mit der Herleitung der Marktrisiko­prämie auseinandergesetzt. Empirische Kapital­marktstudien zu Marktrisiko­prämien in Deutschland mit Werten zwischen - 4,08 % und 11,10 % wurden berücksichtigt. Auch mit den Gründen des Auseinanderfallens der Marktrisiko­prämien in den verschiedenen Studien haben sich die Sachverständigen ausführlich beschäftigt. Zudem haben sie Simulationsrechnungen mit unterschiedlichen Parametern durchgeführt. Unter Abwägung aller Erkenntnisse halten sie die Marktrisiko­prämie von 5 % für angemessen. Auch unter Berücksichtigung weiterer Studien, etwa der von

aus dem Jahr 2013, würden die Unsicherheiten bei der Festsetzung der Marktrisiko­prämie nicht geringer. Insofern ist es vertretbar, dass sich die Sachverständigen primär an die Empfehlung der Bewertungspraxis, hier dem IDW S 1 2005, gehalten haben (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 04. Juli 2012 – I-26 W 8/10 (AktE) –, juris Rz. 48). Schließlich ist eine Marktrisiko­prämie nach Steuern in der Rechtsprechung für den Bewertungsstichtag 2006 anerkannt (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 04. Juli 2012 – I-26 W 8/10 (AktE) –, juris Rz. 47).

Die weiteren Rügen des Antragstellers zu 39 zur Marktrisiko­prämie sind von den Sachverständigen bereits beachtet worden. Soweit ein Widerspruch zur angenommenen Basiszinshöhe behauptet wird, werden belastbare Fakten nicht mitgeteilt. In diesem Zusammenhang ist nochmals darauf hinzuweisen, dass die Studien zur Marktrisiko­prämie teilweise noch wesentlich höhere Werte als 5 % ergeben. Der behauptete Widerspruch zwischen der geschätzten Marktrisiko­prämie und dem angenommenen Wachstumsabschlag kann schon deshalb nicht nachvollzogen werden, da sich der Wachstumsabschlag auf das Ergebniswachstum und nicht auf die Eigenkapitalkosten bezieht. Abgesehen davon geht der Antragsteller zu 39 bei seinen Erläuterungen offenbar auch von falschen Voraussetzungen aus, indem er behauptet, dass es kapitalmarktempirisch als auch kapitalmarkttheoretisch ausgeschlossen sei, dass mit einer Kapitalanlage in Aktien eines Unternehmens, dessen Erträge real unabänder-

lich ausschließlich rückläufig seien, sichere Renditen von jährlich 7,8346 % erwirtschaftet werden könnten. Eine Rendite von jährlich 7,8364 % ergibt sich jedoch nicht aus dem Gutachten. Der Kapitalisierungszinssatz nach Steuern beträgt laut Gutachten für die ewige Rente ab den Jahren 2009 ff. 4,335 %. Offensichtlich liegt hier eine Verwechslung mit dem Gutachten von vor, die für die Detailplanungsphase einen Kapitalisierungszinssatz nach Steuern von aufgerundet 7,825 % ermittelt haben.

e. Risikozuschlag

Der Einwand, dass ein Risikozuschlag in der Detailplanungsphase unberechtigt sei, gehört zum Standardrepertoire aktienrechtlicher Spruchverfahren. Die Berechtigung eines Risikozuschlages ist allerdings in der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannt (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; AG 2014, 208, 211; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; LG München I, Beschluss vom 08. Februar 2017 – 5HK 7347/15 –, juris Rz. 110).

123

f. Betafaktor

Schließlich gibt auch das artikuliert Unbehagen des Antragstellers zu 39, dass die Erklärung der Sachverständigen zur Irrelevanz des unternehmenseigenen Betafaktors der ALAG „stutzig mache“, keine Veranlassung zur weiteren Aufklärung der Sache. Soweit die Feststellungen der Gutachter zum geringen Börsenhandel für falsch erachtet werden, setzt der Antragsteller zu 39 letztlich nur seine eigene Auffassung an die Stelle der Sachverständigen. Zutreffend führt der Antragsteller zu 39 in diesem Zusammenhang aus, dass der sachliche Grund für einen Ausschluss des unternehmenseigenen Betafaktors bei sehr geringen Handelsvolumina nicht das niedrige Handelsvolumen als solches sei, sondern die Mutmaßung, dass in diesen Fällen die Börsenkursentwicklung des Unternehmens erratisch sei. Die weitergehende Forderung des Antragstellers zu 39, dass der Sachverständige in diesen Fällen feststellen müsse, dass das geringe Handelsvolumen die Ursache für erratische Kursbe-

124

wegungen sei, kann nicht nachvollzogen werden. Es ist nicht erkennbar und wird auch nicht mitgeteilt, wie die Ursachen für Kursbewegungen ermittelt werden sollen. Die Sachverständigen haben insoweit ihre Erkenntnismöglichkeiten ausgeschöpft.

Auch die Behauptung des Antragstellers zu 39, selbst die Peer Group sei fehlerhaft gebildet worden, da beispielsweise die Nürnberger Beteiligung AG mit einem Betafaktor von 0,239 trotz ihres hohen Lebensversicherungsanteils und einer Handelshäufigkeit von 78,9 % zu Unrecht ausgeschlossen worden sei, stellt das Gutachten der Sachverständigen nicht infrage. Letztlich unterliegt es der fachmännischen Einschätzung durch die Sachverständigen, die Belastbarkeit von Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen hinsichtlich ihrer Liquidität und ihres Bestimmtheitsmaßes zu beurteilen. Insbesondere hinsichtlich der Handelshäufigkeit von Aktien existiert kein eindeutiges Maß. Vor diesem Hintergrund ist die trennscharfe Abgrenzung eines für die Ermittlung des Betafaktors ausreichenden Liquiditätsgrades auf Basis isolierter Betrachtung der Kennzahlen nicht möglich (vgl. Franken/Schulte/Brunner/Dörschel, Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung, 4. Aufl. 2016, Seite 424 mit weiteren Nachweisen).

125

g. Wachstumsabschlag

Der Wachstumsabschlag beträgt laut Gutachten 1 %. Der Wachstumsabschlag auf den Kapitalisierungszinssatz der ewigen Rente soll zukünftigen Ertragssteigerungen Rechnung tragen. Dabei wird davon ausgegangen, dass Ertragssteigerungen durch erhöhte Produktion und steigenden Absatz realisiert werden können. Empirische Untersuchungen über die Höhe und die Komponenten des Wachstums (Inflation, Absatzausweitung, Profitabilität) von Versicherungsunternehmen haben den Sachverständigen nicht vorgelegen. Nach dem Geschäftsbericht der BaFin haben Versicherungsunternehmen in den Jahren 2003-2006 im Durchschnitt ein Wachstum der Jahresüberschüsse von rund 10,29 % erzielt. Auch die ALAG hatte in der Vergangenheit ein jährliches Ergebniswachstum in der Größenordnung von ca. 10 % erzielt. Soweit die Antragsteller, insbesondere der Antragsteller zu 39, diese Steigerungsraten auch für die Zukunft für realistisch halten und deshalb einen entsprechen-

126

den Wachstumsabschlag fordern, ist der Gedanke schon deshalb fernliegend, da derart hohe Wachstumsabschläge zu negativen Kapitalkosten führen würden. Zudem ist zu berücksichtigen, dass Ergebnissteigerungen der Unternehmen bei unterstellter unendlicher Lebensdauer keinesfalls sicher sind, wie die Sachverständigen ausgeführt haben. Die Entwicklung von Unternehmensgewinnen hängt von den Marktmöglichkeiten, der Konkurrenzsituation und dem internen Kostenmanagement ab. Insofern bestehen Risiken, die im Wachstumsabschlag zu kalkulieren sind. Bei der Bestimmung eines Unternehmensverkehrswertes müssen Marktrisiken und Marktmechanismen beachtet werden. Potentielle Erwerber des Unternehmens würden aufgrund der Risikoaversion von Investoren auch die Aussicht auf eine stete Erzielung von Ergebnissteigerungen vorsichtig einschätzen. Auch wenn die Sachverständigen ausgeführt haben, dass das Ergebniswachstum „modelltheoretisch“ bei 2 % liegen müsse, um die Inflationsrate auszugleichen, bedeutet das aber nicht, dass der gemäß CAPM aus Marktdaten abgeleitete Kapitalisierungszinssatz dem Modell entsprechen muss.

Bei dieser Sachlage haben die Gutachter nachvollziehbar und vertretbar einen Wachstumsabschlag i.H.v. 1 % für die ALAG für angemessen erachtet. Sie sind dabei über die Schätzung der Ertragsgutachter, die einen Wachstumsabschlag von 0,5 % für angemessen erachtet haben, hinausgegangen. Sie haben ferner berücksichtigt, dass das thesaurierungsbedingte Wachstum bei einem Lebensversicherer wie die ALAG im Grundsatz keine Bedeutung hat. Der Wachstumsabschlag von 1 % für Lebensversicherungsunternehmen entspricht auch der Rechtsprechung für vergleichbare Versicherungsunternehmen. Der Wachstumsabschlag liegt je nach Versicherungsbranche zwischen 0,5 % und 1 % (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25. August 2014 – I-26 W 24/12 (AktE) –, juris Rz. 66 m.w.N.; OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. April 2011 – 21 W 13/11 –, juris Rz. 88; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25. August 2014 – I-26 W 24/12 (AktE) –, juris Rz. 66 ff.).

127

D. Ausgleichszahlung als Untergrenze

Die Ausgleichszahlung aus dem Beherrschungsvertrag der ALAG und der ist für die gerichtliche Überprüfung der angemessenen Barabfindung

128

ohne Bedeutung (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 – II ZB 25/14 – juris, BGHZ 208, 265-278). Bewertungsziel ist der Unternehmenswert zum Stichtag.

Der Barwert der Ausgleichszahlungen ist auch nicht als Untergrenze der Barabfindung, vergleichbar der Rechtslage beim Börsenkurs, relevant (vgl. dazu Tebben, AG 2003, 600, 606; OLG München, ZIP 2007, 375, 277; Singhof in Spindler/Stilz, Aktiengesetz, 3. Aufl., § 327b Rn. 4; Popp, AG 2010, 1, 9; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rn. 103; Riegger, Festschrift Priester, 2007, 661, 672; offen in BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 – II ZB 25/14 – juris Rz. 30, BGHZ 208, 265-278). Der Barwert der Ausgleichszahlungen beruht auf Bewertungen in der Vergangenheit. Es nicht vergleichbar mit dem stichtagsbezogenen Börsenkurs. Der Barwert der Ausgleichszahlungen repräsentiert nicht den Verkehrswert der Beteiligung bzw. der Aktie zum Stichtag. Ausgleichszahlungen können im Hinblick auf die Beendigung von Unternehmensverträgen zeitlich begrenzt sein, d.h. eine gleichbleibende Ausgleichszahlung bei unendlicher Dauer kann nicht unterstellt werden. Minderheitsaktionäre haben auch keine Möglichkeit, den Barwert der Ausgleichszahlungen im Falle der Veräußerung über die Börse oder an Dritte, u.a. an die Hauptaktionärin, zu realisieren.

129

E. Anträge auf Zahlung von Zinsen

Die weiteren Anträge einiger Antragsteller, die Antragsgegnerin zur Zahlung von Zinsen auf die gerichtlich zu bestimmende Barabfindung zu verurteilen, sind schon unzulässig. Die Verzinsung ergibt sich aus dem Gesetz. Zudem ist das Verfahren gemäß § 1 Nr. 3 SpruchG auf Gestaltung der Barabfindung gerichtet. Es handelt sich hingegen nicht um eine Leistungsklage. Im Übrigen sind die Anträge auch unbegründet.

130

F. Prozessuale Nebenentscheidungen

I. Geschäftswert

Der Geschäftswert wird auf EUR 200.000,00 festgesetzt. Es handelt sich dabei um den Mindestwert gemäß § 15 Abs. 1 S. 2 SpruchG. Dieser Wert kommt zur Anwendung, wenn die Anträge im Ergebnis keinen Erfolg haben.

131

II. Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters

Gemäß den §§ 15 Abs. 2 S. 1, 6 Abs. 2 SpruchG sind die Gerichtskosten sowie die Vergütung und Auslagen des gemeinsamen Vertreters der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Eine Kostentragung der Antragsteller kommt nicht in Betracht. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Antragsteller an den Kosten zu beteiligen. Die anerkannten Fallgruppen, z.B. Rechtsmissbrauch, offensichtliche Unzulässigkeit oder offensichtliche Unbegründetheit des Antrages, liegen nicht vor (vgl. Roskopf in: Kölner Kommentar zum AktG, Bd. 9, 3. Aufl. 2013, § 15 SpruchG, Rn. Ziffer 41 ff.).

132

III. Außergerichtliche Kosten

Die Antragsteller und die Antragsgegnerin tragen ihre außergerichtlichen Kosten selbst. Das entspricht dem gesetzlichen Regelfall. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Antragsgegnerin mit den außergerichtlichen Kosten der Antragsteller gemäß § 15 Abs. 4 SpruchG zu belasten. Angesichts der Erfolglosigkeit der Anträge wäre es nicht sachgerecht, die Antragsgegnerin mit den Kosten zu belasten.

133