



LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN BESCHLUSS

In dem Spruchverfahren

betreffend der Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich in dem von der Antrags-
gegnerin mit der DBV Winterthur Holding AG abgeschlossenen Beherrschungsvertrages

an dem hier beteiligt sind:

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht
und die Handelsrichter und
nach mündlicher Verhandlung vom 13.4.2010
am 7.5.2010 beschlossen:

Die Anträge, eine höhere Abfindung als EUR 70,71 und einen höheren Ausgleich als netto
EUR 4,45 (brutto EUR 5,05) festzusetzen, werden zurückgewiesen.

Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der
ausstehenden Aktionäre sowie ihre außergerichtlichen Kosten hat die Antragsgegnerin zu
tragen.

Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller findet nicht statt.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der
ausstehenden Aktionäre werden auf insgesamt EUR 200.000,-- festgesetzt.

Gründe

I.

Die DBV-Winterthur Holding AG (im folgenden DWH) hatte im Jahre 2008 ein Grundkapital von EUR 87.160.617,23 war in 34.094.270 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt.

Unternehmensgegenstand war die Beteiligung an in- und ausländischen Unternehmen.

Die hielt mittelbar 32.965.360 Aktien der DHW.

Unmittelbare Mehrheitsaktionärin der DWH mit 31.914.433 Aktien war die Antragsgegnerin.

Diese ist eine 100 % ige Enkelgesellschaft der . Bei dieser handelt um die Obergesellschaft des in Deutschland.

Zum 1. Januar 2008 aufgrund von Funktionsausgliederungs- und Dienstleistungsverträgen lagerten die DHW sowie Tochtergesellschaften von ihr sämtliche Funktionen des Geschäftsbetriebes (Vertrieb, Bestandsverwaltung, Leistungsbearbeitung, Rechnungswesen, Vermögensanlage, Vermögensverwaltung, Konzernrevision, Ausbildung, Einkauf, Arbeitssicherheit und Postdienste) auf Servicegesellschaften der Gruppe aus. In Zusammenhang mit der Funktionsausgliederung wurden auch Betriebs(teil)übertragungsverträge geschlossen, womit auch die Arbeitsverhältnisse in den betreffenden Betrieben gesetzlich gem. § 613a BGB übergangen.

Am 18.2.2008 teilte die der DWH ihr Verlangen mit, die Hauptversammlung der Beklagten möge die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Dies wurde in einer Ad hoc-Mitteilung am selben Tag bekannt gemacht. Ebenfalls wurde hier mitgeteilt, dass beabsichtigt sei, mit der einen Beherrschungsvertrag zu schließen. Für die Ermittlung der Barabfindung gem. § 327b AktG beauftragte die Hauptaktionärin die eine gutachtliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Beklagten zum Tag der geplanten Hauptversammlung (3. Juli 2008) sowie die Antragsgegnerin gemeinsam mit der DWH zur Höhe des angemessenen Ausgleichs im Sinne des § 304 AktG und der angemessenen Abfindung im Sinne des § 305 AktG zu erstellen.

Auf Antrag der hat das Landgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 21.2.2007 (im

folgenden) zur sachverständigen Prüferin für die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327b AktG sowie auf gemeinsamen Antrag der DWH und der Antragsgegnerin die gleiche Gesellschaft mit Beschluss vom 21.2.2008 für die Prüfung der Abfindung und des Ausgleichs des vorgesehenen Beherrschungsvertrags bestellt.

In dem Prüfbericht vom 13.05.2008 von wird die Angemessenheit der Abfindung von EUR 70,71 (aufgrund des durchschnittlichen gewichteten Börsenkurses vor dem Zeitpunkt der Bekanntgabe der Maßnahme) und des Ausgleichs von netto EUR 4,35 (brutto EUR 5,05) bestätigt. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf den zu der Akte gereichte Prüfbericht (Beherrschungsvertrag, Dokumentation zu TOP 8 der ordentlichen Hauptversammlung 3.7.2008) verwiesen.

Am 9./13.5 2008 schlossen die DHW als abhängige Gesellschaft und die Antragsgegnerin als herrschende Gesellschaft mit Zustimmung beider Aufsichtsräte den Beherrschungsvertrag ab. Für die außenstehenden Aktionäre der Beklagten wurde ein Barabfindungsangebot gemäß § 305 AktG in Höhe von EUR 70,71 und ein jährlicher Ausgleich gemäß § 304 AktG in Höhe von brutto EUR 5,05 (netto nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses EUR 4,35 jeweils für ein volles Geschäftsjahr) je Stückaktie vereinbart. Wegen der Einzelheiten dieses Vertrages wird auf die zu der Akte gereichte Kopie Bezug genommen.

Mit Schreiben vom 7.5.2008 teilte der DWH darüber hinaus ein konkretisiertes Übertragungsverlangen mit, nachdem sie die Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Beklagten auf die Hauptaktionärin auf EUR 70,71 je Stückaktie der Beklagten festgelegt hatte.

Der Abfindungsbetrag - ebenso der gleich hohe beim Beherrschungsvertrag - wurde aufgrund des gewichteten Durchschnittsbörsenkurses von 3 Monaten vor dem Zeitpunkt der Bekanntgabe der Maßnahme am 18.2.2008 angesetzt.

Am 23. Mai 2008 berief die DWH mit Bekanntmachung im elektronischen Bundesanzeiger eine ordentliche Hauptversammlung auf den 3. Juli 2008 ein.

In dieser Hauptversammlung wurden mit den Stimmen der Hauptaktionärin zu TOP 9 der Ausschluss der Minderheitsaktionäre und zu TOP 8 die Zustimmung zum abgeschlossenen Beherrschungsvertrag beschlossen.

Nach Angaben der Antragsgegnerin sind insgesamt 1.128.910 Aktien außenstehender Aktionäre von dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag betroffen gewesen.

Die Eintragung des Beherrschungsvertrages in das Handelsregister erfolgte am 8.9.2008.

Eine Vielzahl von Aktionären wandte sich mit einer Beschlussmängelklage gegen die Beschlussfassungen zu TOP 8 und 9. Mit Kammerurteil vom 13.1.2009 – 3-05 O 147/08 – wurden diese Klagen abgewiesen. Am gleichen Tag gab die Kammer in den Verfahren 3-05 O 290/08 und 3-05 O 291/08 den jeweiligen Freigabeanträgen der DWH gem. § 246a AktG, bzw. §§ 327e Abs. 2, 319 Abs. 6 AktG statt. Die sofortigen Beschwerden hiergegen hat das Oberlandesgericht Frankfurt am Main mit Beschlüssen vom 6.4.2009 – 5 W 7/09- (Beck RS 2009, 11386) und - 5 W 8/09 – (Beck RS 2009, 11045) zurückgewiesen.

Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre ist am 9.4.2009 in das Handelsregister eingetragen und damit wirksam geworden. Im Verfahren 3-05 O 74/09 vor dem Landgericht Frankfurt am Main haben mehrere ausgeschlossene Aktionäre beantragt, eine höhere Abfindung als EUR 70,71 beim Ausschluss der Minderheitsaktionäre festzusetzen. Eine Entscheidung in dem dortigen Verfahren ist noch nicht ergangen.

Die Berufungen gegen das Kammerurteil vom 13.1.2009 hat das Oberlandesgericht Frankfurt am Main mit Urteil vom 22.10.2009 – 5 U 22/09 – (Beck RS 2010, 00258) zurückgewiesen. Das Revisionsverfahren ist beim Bundesgerichtshof unter dem Az. II ZR 275/09 anhängig.

Im vorliegenden Verfahren begehren die Antragsteller und der Vertreter der aussenstehenden Aktionäre eine Erhöhung der Abfindung von EUR 70,71 und des Ausgleichs aus dem Beherrschungsvertrag. Sie halten die Festsetzung für unangemessen, weil der durchschnittliche Börsenkurs im Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung und ebenso ein zutreffend ermittelter Ertragswert darüber lägen und nicht wie im Vertragsbericht angegeben mit EUR 58,33 darunter.

Sie machen u. a. geltend, die Funktionsauslagerungsverträge seien bei der Bewertung zugrunde liegenden Planung nicht berücksichtigt worden, bzw. seien diese nicht nachvollziehbar oder plausibel. Synergieeffekte seien nicht hinreichend berücksichtigt

Der lediglich zur Plausibilisierung ermittelte Liquidationswert liege ohnehin unter dem Ertragswert, er sei außerdem deshalb nicht zu berücksichtigen, weil das Unternehmen der DWH weder dauerhaft ertraglos noch seine Liquidation beabsichtigt gewesen sei.

Die Abfindung sei entsprechend der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zum Börsenkurs erfolgt, da der ermittelte Ertragswert zum Stichtag darunter gelegen habe.

Es sei auch sachgerecht auf den gewichten durchschnittlichen Börsenkurs von 3 Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme abzustellen.

Bei der Ausgleichszahlung sei zutreffend gem. § 304 AktG nicht auf den Abfindungsbetrag sondern auf den Ertragswert abgestellt worden. Der Verrentungszinssatz sei zutreffend bemessen. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf die Antragsrwiderrung vom 27.4.2009 (Bl. 1434 ff d. A.) sowie die ergänzenden Schriftsätze Bezug genommen.

Das Gericht hat eine ergänzende Stellungnahme des sachverständigen Prüfers gem. Beschluss vom 22.9.2009 (Bl. 1888 f d. A.) eingeholt. Diesen ergänzenden Bericht hat der sachverständige Prüfer am 29.12.2008 erstattet.

II.

Die Anträge sind nicht begründet.

Eine Erhöhung der festgesetzten Barabfindung von EUR 70,71 und des Ausgleichs von netto EUR 4,45 (brutto EUR 5,05) ist nicht vorzunehmen.

Ein Beherrschungsvertrag muss gem. § 305 Abs. 1 AktG die Verpflichtung des anderen Vertragsteils enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Die angemessene Barabfindung (§ 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG) muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen (§ 305 Abs. 3 AktG).

Angemessen ist eine Abfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also dem vollen Wert seiner Beteiligung entspricht (BVerfGE 14, 263 [284] = NJW 1962, 1667;

BVerfGE 100, 289 [304] = NJW 1999, 3769; BGH, NJW 2003, 3272 = NZG 2003, 1017 = AG 2003, 627 [628]; BayObLG, NJW-RR 1996, 1125 [1126]). Zu ermitteln ist der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (BGHZ 138, 136 [140] = NJW 1998, 1866).

Eine bestimmte Bewertungsmethode zur Ermittlung der angemessenen Abfindung ist allerdings rechtlich nicht vorgeschrieben (vgl. OLG München AG 2007, 411; Kammerbeschluss vom 13.3.2009 – 3-05 O 57/06 - NZG 2009, 553 = WM 2009, 1607; Riegger in KölnKomm SpruchG Anhang zu § 11 Rn. 4)

Der Wert eines Unternehmens lässt sich aus dem Nutzen ableiten, den das Unternehmen insbesondere aufgrund seiner zum Bewertungsstichtag vorhandenen materiellen Substanz, seiner Innovationskraft, seiner Produkte und Stellung am Markt, seiner inneren Organisation sowie seines Managements zukünftig unter Aufrechterhaltung der Unternehmenssubstanz erbringen kann.

Das von den Vertragsparteien beauftragte Wirtschaftsprüfungsunternehmen und der gerichtlich bestellte Vertragsprüfer haben sich bei der Ermittlung des Unternehmenswerts in nicht zu beanstandender Weise die in Literatur und Rechtsprechung überwiegend gebilligte Ertragswertmethode angewendet. Dies entspricht der nahezu durchgängigen Praxis der Gerichte im Spruchverfahren, wobei der so ermittelte Anteilswert gegebenenfalls einer Korrektur anhand des Börsenkurses bedarf (vgl. BVerfGE 100, 289 [307] = NJW 1999, 3769). Nach dieser Methode bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird (BayObLGZ 1998, 231 [235]). Der Ertragswert berechnet sich danach als der mit dem Kapitalisierungszinssatz abgezinste Barwert der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus den künftigen Ertragsüberschüssen des betriebsnotwendigen Vermögens abgeleitet werden. Die zu kapitalisierenden Nettozuflüsse sind bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen (nach den Empfehlungen des IDW) unter Berücksichtigung der Ertragsteuern des Unternehmens und der aufgrund des Eigentums am Unternehmen entstehenden Ertragsteuern der Unternehmenseigner zu ermitteln. Bezüglich der Ausschüttung der erwarteten Überschüsse an die Aktionäre ist sowohl die Finanzierung der Ausschüttungen als auch die Erhaltung der Ertrag bringenden Substanz zu beachten. Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen. Gemäß § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG muss eine angemessene Abfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung

der Hauptversammlung über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag berücksichtigen. Dementsprechend ist der Tag der Hauptversammlung der gesetzlich bestimmte Bewertungsstichtag. Im Fall DWH ist dies der 3.7.2008.

Mit dem Bewertungsstichtag wird zum einen festgelegt, ab welchem Zeitpunkt finanzielle Überschüsse den künftigen Eigentümern zuzurechnen sind. Die erwarteten Auswirkungen von Investitionen und Desinvestitionen sind dabei insoweit zu berücksichtigen, als hierfür am Bewertungsstichtag konkrete Schritte eingeleitet, bzw. sichere Anhaltspunkte hätten erkennbar sein können („Wurzeltheorie“, BGH, 17.1.1973, DB 1973, S. 563 ff.). Spätere Entwicklungen sind daher nur zu berücksichtigen, soweit sie zum Stichtag im Kern bereits angelegt waren (OLG Stuttgart NZG 2007, 112; BayObLG NZG 2001, 1137, 1138, je m. w. Nachw.).

Damit hängen die Erwartungen über die künftigen finanziellen Überschüsse sowohl des Bewertungsobjekts als auch der Alternativinvestition vom Umfang der im Zeitablauf zufließenden Informationen ab. Bei Auseinanderfallen von Bewertungsstichtag und Zeitpunkt der Durchführung der Bewertung ist daher nur der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können.

Technisch werden Unternehmenswerte i. d. R. – und von der Rechtsprechung auch unbeanstandet – zunächst auf den Bilanzstichtag des Vorjahres ermittelt, da die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Planergebnisse normalerweise auf Geschäftsjahre bezogen werden. Bei mit dem Kalenderjahr übereinstimmendem Geschäftsjahr ist technischer Bewertungsstichtag somit der 31. Dezember des Vorjahres. Der so ermittelte Wert wird anschließend mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den eigentlichen Stichtag der Bewertung aufgezinst.

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist im Rahmen der Unternehmensbewertung grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzufügen. Es umfasst solche Vermögensgegenstände, die frei veräußert werden können, ohne dass davon der eigentliche Unternehmenszweck berührt wird.

Im Rahmen der Tatsachenfeststellung zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis

der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts ersetzt werden (OLG Stuttgart AG 2007, 596, 597 f; AG 2007, 705, 706; NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425).

Zu berücksichtigen ist weiter bei der Bewertung zudem, dass sie nach ihren zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein kann, mathematisch einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert am Stichtag festzustellen.

Nachdem auch das Ergebnis auf Grund der verschiedenen Ungenauigkeiten und subjektiver Einschätzungen der Bewerter (vgl. hierzu im Einzelnen Kammerbeschluss v. 13.3.2009 - 3-05 O 57/06 – ZIP 2009, 1322) letztlich nur eine Schätzung des Unternehmenswerts darstellt, müssen es die Verfahrensbeteiligten hinnehmen, dass eine Bandbreite von unterschiedlichen Werten als angemessene Abfindung existiert (vgl. OLG Stuttgart ZIP 2004, 712, 714; BayObLG AG 2006, 41, 43) und das erkennende Gericht unter Berücksichtigung aller maßgeblichen Umstände (vgl. BGH NJW-RR 2002, 166, 167) hieraus einen Wert festsetzt.

Bei der Feststellung und Bewertung der erforderlichen Tatsachen, aus denen sich die Angemessenheit der Abfindung ergibt, hat sich das Gericht der ihm nach der Verfahrensordnung zur Verfügung stehenden Erkenntnismöglichkeiten zu bedienen, soweit das nach den Umständen des zu entscheidenden Falles geboten ist. Soweit zu umstrittenen Bewertungsfaktoren Tatsachenfeststellungen erforderlich sind, entscheidet das Gericht über Notwendigkeit, Art und Umfang einer Beweisaufnahme nach pflichtgemäßem Ermessen; hier ist außerdem § 287 Abs. 2 ZPO auch im Hinblick darauf anwendbar, dass jede Bewertung naturgemäß eine mit Unsicherheiten behaftete Schätzung – wobei zudem § 738 BGB als Grundnorm der Unternehmensbewertung selbst von Schätzung spricht - und keine punktgenaue Messung sein kann und dass deshalb Aufwand, Kosten und Dauer des Verfahrens in einem angemessenen Verhältnis zum Erkenntnisgewinn liegen müssen (OLG Stuttgart AG 2006, 423 m. w. Nachw.). Das Gericht kann im Spruchverfahren nach pflichtgemäßem Ermessen und insb. nach Maßgabe des § 287 Abs. 2 ZPO auch auf sonstige Erkenntnismöglichkeiten zurückgreifen.

Der Prüfungsbericht des gerichtlich bestellten Vertragsprüfers und die vorliegend von der Kammer von ihm eingeholte zusätzliche schriftliche Stellungnahme sind geeignet und ausreichend, über die entscheidungserheblichen Bewertungsfragen zu befinden und den Unternehmenswert zu schätzen (§ 287 Abs. 2 ZPO). Insbesondere ist die Einholung eines weiteren Gutachtens eines anderen Sachverständigen zum Unternehmenswert nicht erforderlich.

Der Schutz der Minderheitsaktionäre erfordert es nicht, im Spruchverfahren grundsätzlich neben dem gerichtlich bestellten Vertragsprüfer einen weiteren Sachverständigen heranzuziehen. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten Vertragsprüfers soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner dienen, indem der Vertragsbericht einer sachkundigen Plausibilitätskontrolle unterworfen wird. Gerade die Angemessenheit der Abfindung und des Ausgleichs sind Gegenstand dieses präventiven Aktionärsschutzes. Das Gutachten des Vertragsprüfers kann deshalb im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden (OLG Düsseldorf, NZG 2000, 1079 = BB 2000, 1108). Im Übrigen haftet der Vertragsprüfer nach § 293d Abs. 2 AktG auch gegenüber den Anteilsinhabern. Dass seine Prüfung regelmäßig gleichzeitig mit dem Erstellen des Vertragsberichts erfolgt, ändert nichts daran, dass es sich um eine unabhängige Prüfung handelt, und begründet für sich genommen auch keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München, Beschluss vom 19. 10. 2006 - 31 Wx 92/05 – NJOZ 2007, 340; OLG Stuttgart, NZG 2004, 146 = ZIP 2003, 2363; OLG Hamburg, ZIP 2004, 2288).

Nicht nachzugehen ist den Anregungen einzelner Antragsteller, die Vorlage der Arbeitspapiere von _____ anzuordnen, um eine Überprüfung der Unternehmensbewertung zu ermöglichen. Zwar verpflichtet § 7 Abs. 7 SpruchG die Antragsgegnerin, Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen dem Gericht vorzulegen. Die Voraussetzungen dieser Bestimmung liegen aber nicht vor. Die hier tätige _____ hat das Ergebnis ihrer Prüfungen im Prüfungsbericht detailliert dargestellt und in der ergänzenden Stellungnahme weiter erläutert. Die Unternehmensplanung ist jedenfalls ihren wesentlichen Inhalten nach bereits Vertragsbericht und der hierzu eingeholten Stellungnahme von _____ wiedergegeben. Inwieweit die Arbeitspapiere weitere, für die Entscheidung der Kammer erhebliche Informationen enthalten sollen, ist nicht ersichtlich.

Der Vorwurf der Antragsteller der Prüfungsbericht weise erhebliche fachliche Mängel auf, greift nicht durch. Die Einwände gegen einzelne Ansätze wurden im Rahmen der ergänzenden Stellungnahme nachvollziehbar erläutert. Die Kammer sieht keine konkreten Anhaltspunkte dafür, dass die sachverständige Einschätzung hier, jedenfalls nicht zu Lasten der Minderheitsaktionäre, nicht zutreffend sein soll.

Der Untersuchungsgrundsatz (§ 12 FGG) gebietet es daher hier nicht ein Sachverständigengutachten erstellen zu lassen. Bei der pflichtgemäßen Ermessensausübung ist auch der Gesichtspunkt der Wirtschaftlichkeit zu berücksichtigen; im vorliegenden Fall ist nicht ersichtlich, dass der damit verbundene Aufwand ein entsprechendes Mehr an Zuverlässigkeit der Aussage des Sachverständigen geschaffen hätte.

Das Gericht sieht keinen weiteren Erkenntnisgewinn darin, wenn die von den Antragstellern und vom Vertreter der aussenstehenden Aktionäre gewünschte Neubegutachtung der DWH durchgeführt würde. Der Sachverständige müsste selbst die Planung vornehmen und ein Ergebnis herleiten. Ob diese Planung aus der Sicht des Jahres 2008 heraus letztlich zwingend anders ausfallen müsste erscheint fraglich, insbesondere ob sich diese Planung insbesondere dann auch zu Gunsten der Aktionäre der DHW auswirken würde.

Zwar ist den Antragstellern und dem Vertreter der außenstehenden Aktionäre zuzugestehen, dass die Planung und die darauf beruhende Unternehmensbewertung im Vertragsbericht und durch den sachverständigen Prüfer, die noch vor dem Stichtag durchgeführte Funktionsverlagerung nicht berücksichtigen konnte, doch wurde in der mündlichen Verhandlung vor der Kammer von den Antragstellern deutlich gemacht, dass es hier darum geht, dass die hierdurch entstehenden Vorteile nicht den Minderheitsaktionären hinreichend zugute gekommen seien, während im Anfechtungsverfahren (3-05 O 147/08 = 5 U 22/09) noch vorgetragen wurde, dass diese Funktionsverlagerungen zu Lasten der Minderheitsaktionäre erfolgt seien, was sich auch aus den entsprechenden Urteilspassagen (vgl. Kammerurteil S. 25, OLG Urteil Tz. 117 ff) ergibt. Auf Abhängigkeitsberichte usw. kommt es hier daher nicht an. Sollte nämlich die Funktionsverlagerung dazu geführt haben, dass die Planung nach unten zu korrigieren wäre, daher nachteilig für die Minderheitsaktionäre gewesen sein, könnte eine vom Sachverständigen zu erstellende Planung nicht zu einer Erhöhung des Unternehmenswertes und damit zu einer höheren Abfindung oder einem höheren Ausgleich führen. Ob die Funktionsauslagerungsverträge hier von der Hauptversammlung hätten genehmigt werden müssen, ist daher in diesem

Zusammenhang ebenso für etwaige Schadensersatzansprüche gem. §§ 311, 317 AktG irrelevant.

Im vorliegenden Verfahren ist somit nur von Bedeutung, ob durch die Funktionsverlagerung es zu einer Erhöhung des Unternehmenswertes der DWH gekommen ist, der bei der Ermittlung von Abfindung und Ausgleich nicht oder nicht ausreichend berücksichtigt wurde (vgl. hierzu auch Vörsle DSfR 2010 418)

Abgesehen davon, dass dies keiner der Antragsteller und auch der Vertreter der aussenstehenden Aktionäre explizit und hinreichend substantiiert dargetan hat, kann hiervon nicht ausgegangen werden.

Der sachverständige Prüfer hat hierzu in seiner ergänzenden Stellungnahme (Bl. 13 f) ausgeführt:

„Dementsprechend haben wir von Beginn unserer Prüfung an einen Prüfungsschwerpunkt auf die Kostensituation und insbesondere auf die Auswirkungen der Integration auf die Planungsrechnung der DWH Gruppe gelegt (Prüfungsbericht, S. 37 f.). Hierbei ist uns zugute gekommen, dass der Integrationsprozess bei turnusgemäßer Erstellung der Planung der DWH Gruppe für die nachfolgenden vier Jahre im Herbst 2007 noch nicht so konkretisiert war, dass die Folgen der Integration für die DWH Gruppe dort berücksichtigt werden konnten. Vielmehr wurden die Planansätze nachfolgend überprüft und insbesondere um den Saldo aus positiven Synergieeffekten und gegenläufigen Integrationskosten angepasst. Somit konnten wir zum einen die Planungen der einzelnen Gesellschaften und Bereiche auf einer stabilen Basis und ohne Verwerfungen zwischen der Vergangenheit (bis 2007) und der Detailplanungsphase (2008 bis 2010) analysieren und plausibilisieren. Zum anderen konnten wir dadurch die Auswirkungen der Integration in Folge der abgeschlossenen Funktionsausgliederungs- und Dienstleistungsverträge gesondert prüferisch würdigen. Dazu hatten wir uns seinerzeit eine Vielzahl von Dokumenten vorlegen lassen und in mehreren Gesprächen mit Vertretern der DWH Gruppe und unter Einbeziehung des Bewertungsgutachters, der die vorgelegten aufgrund der Integration erforderlichen Aktualisierungen der Planansätze ebenfalls plausibilisiert hat, davon überzeugt, dass die Folgen der Integration angemessen in der endgültigen Planung berücksichtigt waren. Aus den uns seinerzeit vorgelegten Unterlagen ergibt sich zunächst, dass den im Zeitverlauf abnehmenden Integrationskosten (insgesamt für die Jahre 2007 bis 2010 für den deutschen und die DWH Gruppe rd. € 280 Mio.), die seitens des Bewertungsgutachters zur Normalisierung in der Phase der ewigen Rente vollständig gegenüber den Planwerten für

das letzte Jahr der Detailplanungsphase (2010) eliminiert wurden, stetig steigende positive Synergieeffekte gegenüberstehen. Während in den Jahren 2007 bis 2009 die geplanten Integrationskosten die Synergien - mit allerdings stark rückläufiger Tendenz - übersteigen sollten, wurde bereits für 2010 ein nachhaltiges Niveau von insgesamt rd. € 120 Mio. an Synergien erwartet. Dieses übersteigt die für 2010 erwarteten restlichen Integrationskosten um rd. € 107 Mio.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass im Gegensatz zu den Vermutungen einiger Antragsteller die Folgen der Integration im Vergleich zu der Situation ohne Integration, in einem Kapitalwert verdichtet, deutlich vorteilhaft und damit werterhöhend für die DWH Gruppe geplant waren.

Die damalige Planung der monetären Integrationsfolgen beinhaltete im Weiteren eine Zuordnung der Synergien und Integrationskosten auf die Teilkonzerne und deren Geschäftsbereiche bzw. Gesellschaften. Die dabei vorgesehene und jährlich gemäß der von uns eingesehenen „Grundlagenvereinbarung über die Garantie von Synergien“ zu überprüfende Schlüsselung wurde vom Abschlussprüfer der beteiligten Gesellschaften als angemessen erachtet. Im Ergebnis wurden rd. 45 % des jährlichen Saldos der DWH Gruppe und der verbleibende Anteil von 55 % dem zugeordnet.

Hinsichtlich der Verteilung der gesamten Kostenvorteile auf die beiden Teilkonzerne haben wir über die eigene Würdigung der grundsätzlichen Schlüsselungssystematik, die zum selben Ergebnis gekommen ist wie der Abschlussprüfer der beteiligten Gesellschaften, die Angaben in den von uns seinerzeit eingeforderten Abhängigkeitsberichten der Gesellschaften der DWH Gruppe eingesehen. Dort wird als Entgelt eine Belastung des Dienstleistungsempfängers mit den - durch die Integration aufgrund von Größenvorteilen gegenüber der Situation ohne Integration geringeren - Vollkosten angeführt. Die Abhängigkeitsberichte schließen zusammenfassend u. a. mit der Feststellung, dass bei jedem Rechtsgeschäft mit verbundenen Unternehmen eine angemessene Gegenleistung vereinbart war.

Im Übrigen halten wir aufgrund dieser Analysen auch die Aussage der Gesellschaft, dass die Sachversicherungsgesellschaften der DWH Gruppe im Verhältnis zu den entsprechenden Gesellschaften des überproportional von den geplanten Synergien profitierten, für plausibel.

Aufgrund des Beweisbeschlusses vom 22. September 2009 haben wir den Aspekt der nachträglichen Verifizierung der Planzahlen anhand der vorliegenden Ergebnisse auch im Hinblick auf die Ist-Entwicklung der Synergieeffekte betrachtet. Zu diesem Zweck haben wir

eine Aktualisierung der eingetretenen und für die weiteren Folgejahre heute erwarteten Synergieeffekte und Integrationskosten erhalten.

Daraus ergibt sich zunächst, dass die in den Jahren 2007 und 2008 realisierten positiven Synergieeffekte höher als die geplanten Effekte sind. Dies gilt ebenso für die für 2009 erwarteten Effekte. Allerdings wird nunmehr der gegenüber der damaligen Planung unveränderte Zielwert von € 53,9 Mio. nicht mehr schon im Jahr 2010, sondern erst im Jahr 2011 erwartet. Die - für die Bewertung irrelevante - Entwicklung des Jahres 2007 war uns bereits im Rahmen unserer Prüfung bekannt. Uns wurde seinerzeit erläutert, dass es sich insgesamt um einen Vorzieheffekt, der sich allerdings auf verschiedene, gegenläufige identifizierbare Einzeleffekte verteilte, handelte. Des Weiteren wurde uns damals erklärt, dass eine Anpassung der Planzahlen für die Synergien nicht erforderlich gewesen sei, da im weiteren Verlauf die Planung weitgehend den aktualisierten Erwartungen entsprochen hätte. Hinsichtlich der Integrationskosten zeigt die uns vorgelegte aktuelle Aufstellung eine hohe Planungsgenauigkeit. Die Abweichungen der Summe aus heute festgestellten (2007 bis 2008) und erwarteten (2009 bis 2010) gesamten Integrationskosten (€ 276,3 Mio.) betragen rd. 1 %, sind also vernachlässigbar.

Sofern man die tatsächliche Entwicklung des Saldos aus positiven Synergieeffekten und Integrationskosten im Geschäftsjahr 2008 und deren weitere Entwicklung aus heutiger Sicht als bereits zum Bewertungsstichtag bekannt unterstellte, ergäbe sich - isoliert betrachtet - aus diesem Sachverhalt und unter Berücksichtigung der Beteiligung der Versicherungsnehmer an einer entsprechenden Ergebnisverbesserung eine Erhöhung des Unternehmenswertes von weniger als 1 %.“

Diesen Ausführungen des sachverständigen Prüfers ist keiner der Antragsteller und der Vertreter der aussenstehenden Aktionäre bis zur und in der mündlichen Verhandlung substantiiert in der Sache entgegen getreten, d.h. es wurde nicht ausgeführt, warum die durch die Funktionsauslagerungsverträge eintretenden Synergien nicht ausreichend berücksichtigt worden sein sollen. Die Kammer hat daher keinerlei Veranlassung diesen Ausführungen des sachverständigen Prüfers nicht zu folgen. Soweit einzelne Antragsteller monieren, dass die Aufteilung der erwarteten künftigen Synergien von 45 % zugunsten der DWH und 55 % zugunsten von nicht nachvollziehbar sei, ist dem entgegen zu halten, - wie dies die Antragsgegnerin zutreffend getan hat -, dass zum Zeitpunkt der Funktionsauslagerungsverträge der (ohne die DWH) mehr als doppelt so groß war wie DWH. Im Hinblick darauf, dass die Synergien an sich anteilig im Verhältnis der einzelnen

Unternehmenswerte aufgeteilt werden (vgl. WP-Handbuch 2008, Bd. II S. 305 zu dem hier vergleichbaren Vorgang einer Verschmelzung), ist der hier vorgenommene Aufteilungsmaßstab jedenfalls zu Lasten der Minderheitsaktionäre nicht zu beanstanden.

Anlass zu einer gutachterlichen Neubewertung gibt auch nicht das tatsächliche Jahresergebnis 2008. Die Antragsgegnerin hat zutreffend ausgeführt, dass dies im wesentlichen auf steuerlichen Sonder-/Einmaleffekten beruht.

Dies wird durch die vom sachverständigen Prüfer gem. Beschluss vom 22.9.2009 durchgeführte Soll-Ist Analyse der Planung mit dem Ergebnis 2008 und dem geschätzten Ergebnis 2009 (Bl. 21-45 der ergänzenden Stellungnahme) bestätigt. Es kann hier dahin gestellt bleiben, ob zum Bewertungsstichtag diese Sonder-/Einmaleffekte bereits erkennbar waren und hätten berücksichtigt werden müssen. Selbst wenn man das tatsächliche Ergebnis für 2008 und das aufgrund der ersten 3 Quartale 2009 prognostizierte Ergebnis anstelle der Planung in die Unternehmensbewertung zur Ableitung von Abfindung und Ausgleichzahlung einstellen würde, ergäbe sich für die Abfindung kein höherer Wert als der nach dem Börsenkurs tatsächlich ermittelte Abfindungsbetrag, da die Kammer die im Übertragungsbericht und vom sachverständigen Prüfer verwendeten Zinssätze des Kapitalisierungszinssatzes im Ergebnis zu Lasten der Minderheitsaktionäre für nicht zu beanstanden hält.

Dass die künftigen Prognosen (ab 2010) ebenfalls zu niedrig seien, ist nicht erkennbar. Vielmehr erscheint gerade die Steigerung der zu kapitalisierenden Wertbeiträge vom letzten konkreten Planjahr 2010 von 104.249 TSD EUR auf 132.209 TSD EUR d.h. ca. 30 % in der folgenden Phase der „ewigen Rente“, die den Unternehmenswert maßgeblich bestimmt, ambitioniert. Hier ist zu beachten, dass sich die DWH nicht in einem dynamisch wachsenden Markt bewegt. Wie sich aus den Angaben des Gesamtverbands der deutschen Versicherungswirtschaft (www.gdv.de) ergibt, stagnieren die Beitragseinnahmen der deutschen Versicherer in den letzten Jahren nahezu bzw. erreichen nur eine Steigerung von ca. 3 %. Aufgrund der bereits zum Stichtag angelegten Finanzmarktkrise (vgl. Kammerbeschluss vom 14.9.2009 – 3-05 O 203/07 - BeckRS 2009, 26437-) und der damit einhergehenden Niedrigzinsphase, welche beträchtlich auf das Kapitalanlageergebnis ausstrahlt, kommt für die Versicherungsbranche noch erschwerend der richtige Umgang mit den Kreditrisiken und der Maßnahmendruck, der sich durch Solvency II (vgl. www.bafin.de/DE/Unternehmen/VersichererPensionsfonds/Solvency2/solvency2__node.htm) ergeben wird, hinzu.

Entgegen der Auffassung der Antragsteller und des Vertreters der außenstehenden Aktionäre ist auch nicht zu beanstanden, dass hier in der Planung keinerlei Thesaurierung – mit Ausnahme der aufsichtsrechtlich vorgegebenen – angesetzt wurde.

Hierzu hat der sachverständige Prüfer in seiner ergänzenden Stellungnahme (Bl. 48) ausgeführt:

„Aufgrund des Ausschüttungsverhaltens der DWH für das Geschäftsjahr 2007 (Vollausschüttung im Rahmen der Zugehörigkeit zum) sowie eines internen Papiers der das besagt, dass jede operative Einheit - unter Berücksichtigung einer Mindestausstattung an Eigenkapital - eine Dividende an zu zahlen hat, die dem Vorjahresergebnis nach lokalen Rechnungslegungsvorschriften entspricht, bestand an der in der Planung unterstellten Vollausschüttungsannahme für den Detailplanungszeitraum kein Zweifel.

Das interne Papier stammt zwar aus dem Jahr 2004 und nimmt Bezug auf eine Regelung aus dem Jahr 2001, stützt jedoch die Annahme einer dauerhaften Vollausschüttung, da diese bereits über viele Jahre in der Vergangenheit praktiziert wurde.“

Selbst wenn bei dem der Bewertung grundsätzlich zugrunde liegenden Standard(entwurf) IDW ES1 2007 (insoweit nicht abweichend von IDW S1 2005, bzw. dem dann verabschiedeten Standard IDW S1 2008) regelmäßig von einer Thesaurierung ausgegangen wird, obliegt es den Gerichten im Spruchverfahren nicht, eine bestimmte, der Planung zugrunde gelegte unternehmerische Einzelentscheidung einer detaillierten Überprüfung dahingehend zu unterziehen, ob sie sich gewinnmaximierend auswirkt oder vielmehr durch andere unternehmerische Weichenstellungen hätte ersetzt werden sollen (so ausdrücklich OLG Frankfurt, Beschlüsse v. 9.2.2010 - 5 W 38/09 - BeckRS 2010 04682; – 5 W 33/09 - BeckRS 2010, 04683 m. w. Nachw.). Vielmehr verbleibt es ebenfalls im Spruchverfahren bei dem schon im Haftungsrecht verankerten Grundsatz der Autonomie unternehmerischer Entscheidungen (vgl. § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG).

Dies geht im Wesentlichen einher mit der bereits vor der unternehmerischen Maßnahme gegebenen Stellung des außenstehenden Aktionärs im Unternehmen. Aufgrund der Mehrheitsverhältnisse ist es ihm als Minderheitsaktionär in aller Regel nicht möglich, auf die Geschäftspolitik seiner Gesellschaft aktiven Einfluss zu nehmen. Vielmehr hat er derartige Entscheidungen im Normalfall hinzunehmen, selbst wenn sie sich als suboptimal erweisen

sollten. Aufgrund dieser faktisch eingeschränkten Stellung des Minderheitsaktionärs, die auch das Bundesverfassungsgericht seinen Überlegungen regelmäßig zugrunde legt (BVerfGE 100, 289, 305; NJW 2007, 3268), bestehen zugleich an der nur eingeschränkten Überprüfbarkeit geschäftspolitischer Entscheidungen im Rahmen der Unternehmensbewertung keine verfassungsrechtlichen Bedenken.

Dies gilt insbesondere bei der Frage der Gewinnverwendung. Hier hat es der Mehrheitsaktionär immer in der Hand, dass aufgrund seiner Stimmmehrheit in der Hauptversammlung ein Beschluss über die Gewinnverwendung in seinem Sinne getroffen wird. Ist es daher – wie vorliegend - die Geschäftspolitik des Mehrheitsaktionärs, dass Gewinne nicht in den Unternehmen verbleiben sollen, sondern diese auf eine andere Ebene verlagert werden sollen, müssen dies die Minderheitsaktionäre auch ohne Beherrschungsvertrag hinnehmen. Die Prüfung einer derartigen Geschäftspolitik ist daher auch nicht Aufgabe eines Gerichts bei der Überprüfung der Abfindung bzw. des Ausgleichs in einem Spruchverfahren. Diesem Verständnis des Prüfungsumfanges steht das Urteil des Bundesgerichtshofs vom 30. März 1967 (NJW 1967, 1464) schon deshalb nicht entgegen, weil in dieser Entscheidung - in Abgrenzung von der Verwendung von Buchwerten - von einer möglichst vorteilhaften Verwertung des Gesellschaftsvermögens im Ganzen die Rede ist. Hieraus lässt sich nicht das Gebot einer Optimierung jeder unternehmerischen Einzelentscheidung im Rahmen der Ertragswertermittlung ableiten (OLG Frankfurt a.a.O.). Auch der Beschluss des Oberlandesgerichts Karlsruhe vom 16. Juli 2008 (- 12 W 16/02 -) steht dem nicht entgegen. Zwar wird dort eine mögliche Wertsteigerung durch eine sachgerechte Thesaurierung untersucht. Der vom Oberlandesgericht Karlsruhe aufgeworfenen Frage liegt jedoch die hier nicht gegebene, implizite Annahme einer autonomen Thesaurierungspolitik zugrunde.

Zudem ist es fraglich, ob nicht unter der Geltung der Abgeltungssteuer (steuerliche Gleichbehandlung von Dividendengewinnen und Kursgewinnen) es nicht wieder sachgerecht wäre, bei der Bewertung von Unternehmen zur Ermittlung von Abfindungszahlungen auf die grundsätzliche Vollausschüttung (wie dies vor dem Standard IDW S1 2005 erfolgt ist) abzustellen, bzw. grundsätzlich ohne die Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern vorzugehen.

Auch dass die von einigen Antragstellern und dem Vertreter der außenstehenden Aktionäre bemängelte freie Liquidität von Mio. EUR 247,5 bei der DWH als nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt wurde, führt nicht zur Notwendigkeit der Einholung eines gerichtlichen Sachverständigengutachtens. Im Rahmen der Bewertung kann sich ein von Gericht ggf. bestellter Gutachter oder das Gericht nicht an die Stelle DWH setzen. Diesen Betrag nicht im Rahmen der Planung ggf. zur Steigerung der Rendite durch Verwendung als Investition zu verwenden, stellt eine unternehmerische Entscheidung dar, die nicht gerichtlich überprüfbar ist. Denn derartige Entscheidungen werden in aller Regel nicht allein durch rechtliche Gesichtspunkte, sondern ganz wesentlich auch durch Zweckmäßigungs- und Wirtschaftlichkeitserwägungen bestimmt, zu deren Abwägung allein die hierfür zuständigen Gesellschaftsorgane berufen sind. Deren Beurteilung in Bezug auf die Zweckmäßigkeit und Unternehmensführung ist dabei einer gerichtlichen Kontrolle entzogen. Dieses Ergebnis folgt nicht nur aus praktischen Erwägungen, sondern findet seinen Grund vor allem darin, dass nach der Rechts- und Wirtschaftsordnung der Bundesrepublik Deutschland zum Schutz des Kernbereichs unternehmerischer Eigenverantwortung ganz allgemein gewährleistet bleiben muss, dass autonome unternehmerische Handlungsbefugnisse weder allgemein durch Entscheidungen des Staates noch speziell durch solche der Gerichte ersetzt werden. Letztere haben deshalb im Falle ihrer Anrufung die Überprüfung von unternehmerischen Entscheidungen grundsätzlich darauf zu beschränken, ob diese mit Gesetz und ggf. der Unternehmensverfassung in Einklang stehen (vgl. OLG Düsseldorf NJW-RR 1995, 1371, Kammerurteil v. 21.12.2007 – 3-05 O 8/07 - m. w. Nachw.).

Auch soweit einige Antragsteller geltend machen, es sei bei der Bewertung zu berücksichtigen gewesen, dass sich DWH an eine andere Konzerngesellschaft Finanzmittel zu niedrigeren als zu marktüblichen Zinsen ausgeliehen habe, führt dies nicht zu Notwendigkeit der Einholung eines gerichtlichen Sachverständigengutachtens. Es handelt sich dabei um Vorgänge der Vergangenheit, die ohnehin bei der Unternehmenswertermittlung nach dem Ertragswertverfahren außen vor bleiben, da es hierbei um künftige Erträge geht. Zu denken könnte hier lediglich an etwaige Schadensersatzansprüche wegen einer ggf. nicht marktkonformen Ausleihung gegen die damals handelnden Organmitglieder der DWH oder gegen die Konzernobergesellschaft. Selbst wenn man derartige Schadensersatzansprüche in einem Spruchverfahren für berücksichtigungsfähig hält (vgl. hierzu OLG Frankfurt, Beschluss vom 15.2.2010 – 5 W 52/09 -) ist das Bestehen eines derartigen Anspruchs nicht hinreichend

dargetan und der Vortrag der Beteiligten gibt keinen Anlass zu weiteren Ermittlungen von Amts wegen.

Dabei trifft selbst nach Ansicht derjenigen, die etwaige Schadensersatzansprüche berücksichtigt sehen wollen, die Beteiligten eine gewisse Darlegungslast (vgl. OLG Düsseldorf, DB 1990, 2312, 2313). Entsprechend besteht eine Aufklärungs- und Ermittlungspflicht des Gerichts nur, soweit der Vortrag der Beteiligten oder der Sachverhalt als solcher bei sorgfältiger Überlegung Anlass dazu gibt. Ein entsprechender sachlich substantiiertes Vortrag ist hier jedoch insoweit nicht gegeben.

Auch die verwendeten Kapitalisierungszinssätze zur Diskontierung der geplanten zukünftigen Überschüsse sind nicht zu beanstanden.

Die Kammer hält die Festlegung des Basiszinsses, die entsprechend der Empfehlung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer – AKU – (IDW-Fachnachrichten 2005, 555, s. a. IDW Fachnachrichten 11/2008; Kniest, Bewertungspraktiker Beilage Finanzbetrieb Oktober-Dezember 2005 S. 9 ff) anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank zum Stichtag 28.4.2008 vorzunehmen ist, für sach- und interessengerecht (seit Kammerbeschluss vom 2.5.2006 - 3-05 O 153/04 -, AG 2007, 42 und seitdem in ständiger Rechtsprechung). Durch das Abstellen auf die (kostenfreien und für jedermann zugänglichen) hypothetischen Zerobond-Zinssätze der Deutschen Bundesbank wird einer notwendigen Objektivierung Rechnung getragen (vgl. auch OLG München ZIP 2006, 1722, 1725; AG 2007, 411, 412; Jonas/Wieland-Blöse/Schiffarth Basiszinssatz in der Unternehmensbewertung, Finanzbetrieb 2005, 647 m. w. Nachw.; s. a. Kammerbeschluss vom 13.11.2007 - 3-05 O 174/04 -, BeckRS 2008, 19899).

Unter Berücksichtigung dieser Methode ergibt sich jedenfalls kein niedrigerer Basiszins für den Stichtag 3.7.2008 als der angesetzte Wert von 4,75 %.

Hierzu hat der sachverständige Prüfer in seiner ergänzenden Stellungnahme (Bl. 54) ausgeführt:

„Nach unseren Beobachtungen belief sich der Basiszinssatz, abgeleitet nach der zum Bewertungsstichtag üblichen Vorgehensweise gem. IDW (Daten der Bundesbank, Svensson-Methode), bei exakter Berechnungsweise auf 4,834 % und lag damit über dem in der Bewertung angesetzten Zinssatz.“

Dieser Wert deckt sich auch mit der eigenen Berechnung der Kammer.

Auch die Umlaufrendite 30-jähriger Bundsanleihen – auf die manche Antragsteller abstellen wollen - betrug zu diesem Zeitpunkt ca. 4,9 %.

Den im Vertragsbericht und vom sachverständigen Prüfer nicht beanstandeten Risikozuschlag nach Steuern von insgesamt 4,5 % sieht die Kammer im Ergebnis als geeignet an, um hier zu einer angemessenen Abfindung zu gelangen.

Es kann hier dahingestellt bleiben, ob trotz der in der Vergangenheit von der Kammer (vgl. z.B. Beschlüsse vom 13.03.2009 - 3-5 O 57/06 - NZG 2009, 553; vom 2.5.2006 - 3-05 O 153/04 - AG 2007, 42) geäußerten Bedenken gegen das CAPM (bzw. TAX-CAPM) Modell – die auch grundsätzlich weiterhin bestehen - im Hinblick auf die jüngere obergerichtliche Rechtsprechung, die das CAPM (bzw. TAX-CAPM) nahezu einhellig anwendet (vgl. z.B. OLG Stuttgart, Beschluss v. 18.12.2009 – 20 W 2/08 – TZ 202 ff, BeckRS 2010, 00900; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27.05.2009 - 26 W 5/07 – WM 2009, 2220; KG, Beschluss vom 23.01.2009 - 2 W 68/07 – BeckRS 2009, 08815; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 16.07.2008 - 12 W 16/02 – AG 2009, 47; OLG Celle: Beschluss vom 19.04.2007 - 9 W 53/06 – ZIP 2007, 2025; Schlesw.-Holst. OLG, Beschluss vom 01.10.2009 - 16 Kart 2/09 -; OLG Frankfurt, Beschlüsse vom 11.2.2010 - 5 W 52/09 -; v. 9.2.2010 - 5 W 38/09 - BeckRS 2010 04682; – 5 W 33/09 -BeckRS 2010, 04683; v. 2.10.2009 – 5 W 30/09 - , v. 26.08.2009 -5 W 35/09 -; dagegen im Ergebnis nur noch OLG München, Beschluss vom 14.07.2009 - 31 Wx 121/06 – ZIP 2009, 2339), im Interesse einer Einheitlichkeit der Rechtsprechung nicht doch das (Tax-)CAPM Modell zur Ermittlung des Risikozuschlags anzuwenden ist, zumal die praktisch verwendbaren überlegenen Modelle letztlich nicht ersichtlich sind.

Auch die Kammer ist und war nicht der Ansicht, dass überhaupt kein Risikoschlag anzusetzen ist, da ansonsten nicht dem Umstand Rechnung getragen wäre, dass eine Kapitalanlage in einem Unternehmen regelmäßig mit höheren Risiken verbunden ist als bei einer Anlage in öffentlichen Anleihen (vgl. auch die oben zitierte obergerichtliche Rechtsprechung). Zudem gebietet dies das Äquivalenzprinzip des Zwecks der Abfindung. Der Ausscheidende soll hierdurch auch die Chance erhalten eine andere gleichwertige Anlage (gleiche Risikostufe) zu erwerben. Bei der Preisbildung für diese Anlage muss daher auch das Risiko zu einer vergleichsweise sicheren festverzinslichen Anlage einfließen.

Bei der Festlegung des Risikozuschlags, insbesondere zur Überprüfung eines Risikozuschlags der nach der (TAX)CAPM Methode ermittelt wurde, ist nach bisheriger Ansicht der Kammer bei der Prüfung der Angemessenheit eine entsprechende Renditeerwartung nach der eigenen Planungsrechnung der Gesellschaft und damit auch die Kapitalrendite der investierenden Gesellschafter zu berücksichtigen. Hierbei wird aufgrund der Renditeplanung das der konkreten Anlage zugemessene spezifische Risiko besser abgebildet. Da die Unternehmensbewertung in die Zukunft gerichtet ist und man sich mit künftigem Cashflow, Gewinnen oder Ausschüttungen beschäftigt, sollte auch der Risikozuschlag im Kalkulationszinsfuß die erwartete Zukunft des konkreten Unternehmens widerspiegeln. Dabei setzt die Kammer als Bezugswert den gewichteten Börsenkurs zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Maßnahme von EUR 70,71 an.

Eine entsprechende Überlegung anhand eines (modifizierten) dividend discount models (vgl. hierzu Kammerbeschluss vom 13.11.2007 - 3-05 O 174/04 – a.a.O. m. w. Nachw.) unter Berücksichtigung des für vertretbar gehaltenen Wachstumsabschlags von 0,5 % - hierzu unten - führt dann nach Steuern (4,45 %) ebenfalls zu einem Risikozuschlag in der nach Tax-CAPM ermittelten Größenordnung 4,5 % nach Steuern. Da die Betrachtung nach dem modifizierten dividend discount model vereinfacht ist, rechtfertigt eine derartige geringe Abweichung keine Änderung des verwendeten Risikozuschlags.

Zudem ist entgegen der Ausführungen der Antragsteller hier der nach ihrer Auffassung zu hohe Risikozuschlag nicht nachteilig für die Minderheitsaktionäre.

Üblicherweise führt zwar eine Verringerung des Kapitalisierungszinses zu einer Erhöhung des Unternehmenswertes und umgekehrt.

Bei der Bewertung eines Versicherungsunternehmens wie vorliegend, ist dies jedoch grundsätzlich nicht der Fall, da hier Wechselbeziehungen zwischen dem Kapitalisierungszins und den geplanten Erträgen, nämlich den Kapitalanlagebeträgen bestehen.

Die Kapitalerträge werden regelmäßig (wie auch vorliegend, sie S. 27 ff Stellungnahme) – zumindest in der ewigen Rente – nicht mit der tatsächlich bei der Gesellschaft zu beobachtenden Rendite der Kapitalanlagen, sondern äquivalent zum Kapitalisierungszins ermittelt. Damit wird dem Gedanken Rechnung getragen, dass die im Kapitalanlageergebnis und im Kapitalisierungszins getroffenen Verzinsungsannahmen konsistent und damit äquivalent sein müssen. Für langfristige Anlagen in festverzinsliche Wertpapiere und Rentenfonds wird daher regelmäßig die Rendite auf der Basis des risikofreien Zinses zuzüglich eines Bonitätszuschlags und bei Aktien und Aktienfonds mit dem Basiszins

zuzüglich der Marktrisikoprämie vor persönlichen Ertragsteuern angesetzt. Daher führt eine Verringerung des Basiszinses und/oder der Risikoprämie bei der Bewertung eines Versicherungsunternehmens regelmäßig auch letztlich zu einer Verringerung des Kapitalanlageergebnisses und letztlich auch des Unternehmenswertes, wenn sich dieser – wie vorliegend – überwiegend aus dem Kapitalanlageergebnis speist. Daraus ergibt sich auch, dass ein von einzelnen Antragstellern beanstandetes zu niedriges Kapitalergebnis in der Planung hier nicht zutreffend ist, jedenfalls nicht zu Lasten der Minderheitsaktionäre geht.

Angesichts dieses Befundes bedarf es einer Auseinandersetzung mit den von einigen Antragstellern aufgeworfenen Fragen, Anwendbarkeit von bestimmten Studien zur Ermittlung der Marktrisikoprämie, Verwendung des arithmetischen oder geometrischen Mittels (vgl. hierzu instruktiv OLG Stuttgart Besch. V. 18.12.2009 – 20 W 2/98 – Tz. 229 ff BeckRS 2010, 00900), Dauer des Beobachtungszeitraum zur Ermittlung des Beta-Faktors und Verwendung einer peer-group zur Ermittlung des Beta-Faktors bzw. Geeignetheit der Gesellschaften in der peer-group nicht mehr.

Auch den verwendeten Wachstumsabschlag von 0,5 % hält die Kammer hier für vertretbar. Im vorliegenden Fall ist aus den nachvollziehbaren Erwägungen der sachverständigen Prüfers, denen sich die Kammer nach Überprüfung anschließt, der Wachstumsabschlag in dieser Höhe bei der Phase 2 (nachhaltige Planung - ewige Rente) vorzunehmen.

Der sachverständige Prüfer hat hierzu in seiner ergänzenden Stellungnahme (Bl. 76 ff) ausgeführt:

„In jüngerer Zeit wird zunehmend betont, dass der sog. eingeschwungene Zustand, in dem sich ein Unternehmen in der Phase der ewigen Rente befindet, durch eine konstante Kapitalrendite geprägt ist. In dieser Situation ist das Wachstum der Cash Flows in der ewigen Rente direkt an die Veränderungsrate des investierten Kapitals gebunden.

Entscheidend für die Höhe der Wachstumsrate ist damit die Preissteigerungsrate für das im Unternehmen gebundene Kapital.

Empirische Studien zeigen, dass die Gewinne deutscher Unternehmen in der Vergangenheit im Durchschnitt geringer gewachsen sind als die Preissteigerungsrate. An diesem Gedanken anknüpfend werden in der Praxis zumeist Wachstumsabschläge angesetzt, die unter der Preissteigerungsrate liegen.

...

Hinsichtlich der Ableitung des Wachstumsabschlags für Versicherungsunternehmen halten wir die Beiträge und die Kapitalanlageerträge neben den Aufwendungen für

Versicherungsleistungen und den Betriebskosten für die wesentlichen Einflussfaktoren.

Eine dauerhafte Erhöhung der Beiträge in Höhe der Inflationsrate kann unter den vorherrschenden Marktbedingungen der vollständigen Penetration des deutschen Versicherungsmarktes und den damit verbundenen eingeschränkten Wettbewerbsbedingungen zumindest für Schadenversicherungen nicht erwartet werden. Andere Versicherungszweige wie die Unfallversicherung und die Lebensversicherung beinhalten in ihren Verträgen oftmals Anpassungsmechanismen hinsichtlich der Versicherungssummen, so dass hier schon für das Bestandsgeschäft von Beitragserhöhungen ausgegangen werden kann. Soweit das Neugeschäft betroffen ist, sind steigende Beiträge Ausfluss entweder steigender verfügbarer Einkommen, von denen tendenziell auszugehen ist, oder aber Ergebnis einer zunehmenden Sparneigung für das Alter über Versicherungsverträge oder für andere Lebensumstände, die einen Ausgleich für entfallendes Einkommen erfordern, wie z. B. Unfälle. Insoweit ist also auch für das Neugeschäft in diesen Sparten von Beitragsteigerungen auszugehen.

...

Insoweit kann ein inflationsbedingter Wachstumsabschlag nicht durch die Kapitalanlagerenditen sondern allenfalls über eine Ausweitung des Volumenwachstums der Zinsträger begründet werden. Da bei einem ausgeweiteten Geschäftsvolumen zusätzliche Eigenkapitalzuführungen erfolgen müssten, auf Kapitalmaßnahmen und wachstumsbedingte Thesaurierungen im vorliegenden Fall jedoch verzichtet wurden, ergibt sich hieraus kein Potenzial für eine Erhöhung des Wachstumsabschlags.

Hinsichtlich der Versicherungsleistungen ist davon auszugehen, dass bei Schadenversicherungen und in der Krankenversicherung Schäden entstehen, deren Ausgleich bei allgemeiner Inflation im Zeitablauf höhere Zahlungen erfordert. Insoweit wird ein mögliches Ergebniswachstum durch Aufwandssteigerungen begrenzt. Insoweit aber Beitragsanpassungsmechanismen in den Verträgen verankert sind, wie dies z. B. bei der Krankenversicherung der Fall ist, wird der Zusatzaufwand zeitversetzt - je nach den Marktverhältnissen allerdings auch nur teilweise - durch steigende Beiträge ausgeglichen. Was die Sparten Leben und Unfall angeht, bedingen steigende Beiträge in demselben Umfang steigende Versicherungsleistungen, so dass inflatorische Effekte vergleichsweise nur geringe Ergebniseffekte entfalten können.

Die Betriebskosten steigen hinsichtlich ihrer Preiskomponente erfahrungsgemäß mindestens

mit der Inflationsrate, da bei Sachkosten davon auszugehen ist, dass diese in etwa mit dem allgemeinen Preisniveau steigen und bei Personalkosten, dass es den Arbeitnehmern in aller Regel gelingt, im Durchschnitt mindestens Gehaltserhöhungen durchzusetzen, die die Inflation ausgleichen, meist aber auch an der Produktivitätssteigerung durch noch höhere Gehaltsteigerungen zu partizipieren. Produktivitätssteigerungen sind aber Ergebnis eines mengenmäßig geringeren Wachstums als die Umsatzerlöse, so dass aufgrund dieses Aspekts ein Wachstum der Ergebnisse, allerdings - im Durchschnitt aller Unternehmen - unterhalb der Inflationsrate zu erwarten ist.

Wir verweisen im Zusammenhang mit einem möglichen Ansatz eines höheren Wachstumsabschlag auf das Gutachten von S. 40, bzw. auf unseren Prüfungsbericht, S. 53. Dort wird erläutert, dass der Ansatz eines Wachstumsabschlags von 0,75 % bedingen würde, dass zur Finanzierung dieses Wachstums eine entsprechende Ausweitung der Eigenkapitalbasis mittels (wachstumsbedingter) Thesaurierung zu erfolgen hätte. Diese Thesaurierung ginge zu Lasten der für die Ausschüttung in der ewigen Rente zur Verfügung stehenden Beträge und würde zum gleichen Unternehmenswert führen, wie die Außerachtlassung der wachstumsbedingten Thesaurierung bei einem Wachstumsabschlag von 0,5 %.“

Das der Wachstumsabschlag unterhalb der Inflationsrate liegt, wird zudem durch empirische Studien gestützt. Nach ihnen lag das nominelle Wachstum von Unternehmen langfristig unterhalb Inflationsrate (Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPg 2006, 1005, 1020; Widmann/Schieszel/ Jeromin, FB 2003, 800, 808 ff.; vgl. ferner die Nachweise bei Simon/Leverkus, in Simon, SpruchG, Anh. § 11 Rn. 136 a. E.)

Nach der empirischen Studie von Widmann/Schieszel/Jeromin (FB 2003, 800, 808 ff.) sind Unternehmensgewinne in dem Zeitraum von 1971 bis 1994 lediglich um 1,7% gestiegen, während die Inflation 3,7 % betrug.

Diese Ergebnisse der Studien werden durch Untersuchungen der Deutschen Bundesbank bestätigt. Danach lagen die erwirtschafteten Jahresüberschüsse deutscher Unternehmen in dem Zeitraum von 1971 bis 2001 mit Raten von durchschnittlich 1,4 % deutlich unter der jährlichen Inflationsrate von durchschnittlich 3,1 % (vgl. Deutsche Bundesbank, Jahresüberschüsse westdeutscher Unternehmen 1971 bis 1996, S. 18 – 20; Bundesbank Monatsbericht März 2000, S. 34; Monatsbericht April 2002).

Auch zum Stichtag ergab sich nach den Prognosen der Deutschen Bundesbank (Monatsbericht Juni 2008, S. 17 ff) kein wesentlich anderes Bild.

Soweit einzelne Antragsteller darauf abstellen, dass sich aus dem verwendeten Risikozuschlag und der damit einhergehenden Renditeerwartung von Kapitalgebern ergebe, dass ein geringer Wachstumsabschlag nicht zutreffen könne, so kann diesem Gedankengang nicht gefolgt werden. Vielmehr läge es nahe bei Verwendung eines Risikozuschlags auf einen Wachstumsabschlag zu verzichten, da dieser aus einem Sicherheitsmodell resultiert, während der Risikozuschlag aus einem Unsicherheitsmodell stammt (vgl. Ballwieser DB 1997, 2396). Letztlich müsste danach die Verwendung einer Wachstumsrate sogar zu einer Erhöhung des Risikozuschlags führen, da dann selbst bei konstanter Risikoaversion das Risiko steigt (vgl. Munkert: Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 337 m. w. Nachw.). Das Wachstum der Cashflows in der ewigen Rente ist dann direkt an die Veränderungsrate des investierten Kapitals gebunden. Entscheidend für die Höhe der Wachstumsrate wäre damit die Preissteigerungsrate für das im Unternehmen gebundene Kapital (vgl. Dörschell/Franken/Schulte; Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 242 f m. w. Nachw.).

Der Ertragswert aufgrund der Erwartungen der künftigen finanziellen Überschüsse wurde hier somit in nicht zu beanstandender Weise mit EUR 58,33 ermittelt, und der Berechnung des Ausgleichs zugrunde zu legen.

Die Bemessung der Abfindung ist aber aufgrund des höheren Börsenkurses als dem Ertragswert vorzunehmen.

Im Anschluss an die neuere Rechtsprechung des BVerfG (BVerfG v. 27.4.1999 - 1 BvR 1613/94, AG 1999, 566 m. Anm. Vetter = ZIP 1999, 1436 [1441]; v. 8.9.1999 - 1 BvR 301/89, AG 2000, 40 = ZIP 1999, 1804) und des BGH (BGH v. 12.3.2001 - II ZB 15/00, AG 2001, 417 = ZIP 2001, 734 [736]) ist bei der Bemessung der Entschädigung auf den Verkehrswert der Aktie abzustellen, der bei börsennotierten Aktien regelmäßig mit dem Börsenkurs identisch ist. Untere Grenze des Unternehmenswertes ist also grundsätzlich die Summe der Börsenwerte der Aktien der betroffenen Gesellschaft. Eine Barabfindung, die niedriger als der Börsenkurs liegt, ist grundsätzlich nicht als angemessen anzusehen.

Dabei ist entgegen der Auffassung einiger Antragsteller jedoch nicht der für den durchschnittlichen Börsenkurs maßgebliche Referenzzeitraum der Zeitraum von drei Monaten

vor der die Strukturmaßnahme beschließenden Hauptversammlung, hier 3.7.2008, maßgeblich.

Angesichts der Unsicherheit der zahlreichen auf Prognosen zukünftiger Entwicklungen beruhenden Parameter des Ertragswertverfahrens ist bei der Ermittlung des Unternehmenswerts das Marktgeschehen verstärkt in die Betrachtung einzubeziehen. Börsenkurs und nach betriebswirtschaftlichen Methoden ermittelte Anteilswerte können zwar differieren, sich aber auch decken (BGHZ 147, 108 = NJW 2001, 2080 [2082]). Im Gegensatz zu fundamental analytisch gewonnenen Bewertungen durch Sachverständigengutachten aufgrund betriebswirtschaftlicher Methoden stellen die Börsenkurse das Ergebnis eines tatsächlich stattfindenden Preisbildungsprozesses am Markt dar und beruhen auf einer Beurteilung des Unternehmens durch die Anleger aufgrund der diesen bekannten oder zumindest allgemein zugänglichen Unternehmensdaten und sonstiger für den Markt relevanter Informationen. Da auch das Ergebnis einer fundamental analytischen Bewertung letztendlich nichts anderes als eine Schätzung des Unternehmenswertes darstellt, ergibt sich, dass der Börsenkurs der Wertermittlung aufgrund betriebswirtschaftlicher Methoden jedenfalls nicht unterlegen ist (vgl. Kammerbeschluss vom 13.3.2009 – 3-05 O 57/06 a.a.O.; Veil in Spindler/Stilz, AktG, § 305 Rz. 51, Tonner in Festschrift für Karsten Schmidt, S. 1581, 1589; kritisch: Großfeld, recht der Unternehmensbewertung a.a.O., S. 310 ff), zumal für den (Klein)anleger sich der Börsenwert als der Wert seiner konkreten Anlage im Regelfall darstellt (vgl. Luttermann ZIP 1999, 45, 49; Tonner a.a.O. S. 1587) Der Börsenkurs bildet aber auch darüber hinaus, beruhend auf der Annahme, dass die Börse auf der Grundlage der ihr zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewertet, unter der Voraussetzung eines funktionierenden Markts einen Indikator für den Unternehmenswert (vgl. BGHZ 147, 108 = NJW 2001, 2080 [2081]). Hierdurch wird das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage bei der Wertbestimmung berücksichtigt und darüber hinaus auch der Verkehrsfähigkeit von börsennotierten Aktien Rechnung getragen (BVerfGE 100, 289 = NJW 1999, 3769 [3771]). Im Allgemeinen kann man davon ausgehen müssen, dass bei funktionierenden Marktkräften der Börsenwert der Aktie dem Wert des damit verkörpern Unternehmensanteils entspricht, d.h. der Markt nicht bereit wäre, einen bestimmten Preis für die Aktie zu zahlen, wenn dieser dem darin verkörpertem (Zukunftswert) nicht entspricht. Eine Schlechterstellung der (Minderheits)aktionäre ist damit nicht erkennbar, denn alle betriebswirtschaftlichen Bewertungsmethoden beschäftigen sich auch nur damit, auf

möglichst gesicherter Basis theoretisch den wirklichen Marktwert zu ermitteln bzw. die interessengerechten Grenzpreise. Die Widerlegung mittels einer anderen Bewertungsmethode würde im Übrigen voraussetzen, dass die andere Bewertungsmethode, z.B. die üblicherweise angewandte Ertragswertmethode, für eine höhere Richtigkeitsgewähr stünde und damit der Preisbildung am Markt überlegen wäre. Dass die Ertragswertmethode immer ein realitätsgerechteres Ergebnis hervorbringen würde, kann aber nicht angenommen werden, weil sie mit Schätzungen und Plausibilisierungen arbeitet (vgl. OLG Frankfurt, Beschl. v. 9.12.2008 – WpÜG 2/08 - NZG 2009, 74; Kammerbeschluss v. 13.3.2009 – 3-05 O 57/06 – a. a. O.; Tonner a.a.O. S. 1590).

Ob der Börsenkurs immer nur die Funktion einer Untergrenze hat, bzw. sogar ggf. eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren unterbleiben könnte, kann hier dahingestellt bleiben, da die Abfindung hier nach dem Börsenkurs letztlich ermittelt wurde und der Ertragwert nach dem oben dargelegten jedenfalls nicht darüber liegt.

Die Kammer folgt in neuer Rechtsprechung der in der obergerichtlichen Rechtsprechung nahezu einhellig vertretenen Ansicht, wonach statt dessen die Frist von im Regelfall drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme heranzuziehen ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss v. 30.3.2010 – 5 W 32/09 –; OLG Düsseldorf, Beschluss v. 09.09.2009 - I-26 W 13/06 (AktE)- NZG 2009, 1427), OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009 - 20 W 2/08 - BeckRS 2010 00900; v. 16.2.2007 - 20 W 6/06, NZG 2007, 302 [303 ff.]; v. 6.7.2007 - 20 W 5/06, AG 2007, 705 [710]; vgl. auch KG v. 16.10.2006 - 2 W 148/01, NZG 2007, 71 = ZIP 2007, 75; BVerfG v. 29.11.2006 - 1 BvR 704/03, AG 2007, 119 = ZIP 2007, 175 [178]).

Es erscheint schon generell fraglich, ob es angemessen ist, die Referenzperiode erst mit der beschlussfassenden Hauptversammlung und nicht mit der Bekanntgabe der Maßnahme enden zu lassen. Die Berücksichtigung eines mit der Hauptversammlung endenden Zeitraums ist an sich schon nicht praktikabel, weil das Abfindungsangebot und der Bericht über die Prüfung seiner Angemessenheit ab Einberufung der Hauptversammlung, die über die zur Abfindung verpflichtende Maßnahme beschließen soll, bereits vorliegen müssen, mithin zumindest vor dem Zeitraum vorliegen (und geprüft werden) muss in dem nach § 123 AktG die Hauptversammlung einzuberufen ist.

Aus der Finanzierungstheorie heraus ist der Tag als Stichtag zu wählen, welcher zu einer Veränderung des Gleichgewichtspreises, d.h. einem neuen Gleichgewicht, führt. Der ökonomisch korrekte Stichtag ist also der Tag, an dem das die Abfindung auslösende somit

Erwartungen der Marktteilnehmer ändernde Ereignis dem Markt erstmalig bekannt wird. Da der Tag der Hauptversammlung, insbesondere wenn die Mehrheitsverhältnisse des Unternehmens einen Beschluss direkt implizieren, keine neue Information bringt, spricht nichts für diesen als Stichtag. Es bestehen aber sachliche Bedenken gegen diesen Zeitraum, weil der Börsenkurs zunächst durch die Bekanntgabe der Maßnahme als solcher und dann insb. durch die Bekanntgabe der zu erwartenden Abfindung nachhaltig beeinflusst wird (OLG Stuttgart v. 16.2.2007 - 20 W 6/06, AG 2007, 209 = NZG 2007, 302 [304 ff.]; KG v. 16.10.2006 - 2 W 148/01, ZIP 2007, 75 [77]; Weber, ZGR 2004, 280 [284 ff.]; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl. S. 316). Die Anknüpfung an diesen Referenzzeitraum kann also nicht zu sachlich richtigen und im Interesse der Rechtssicherheit vorhersehbaren Ergebnissen führen, nicht nur wegen der Gefahr einer Manipulation in die eine oder andere Richtung, sondern vor allem deshalb, weil die Abfindung nach Art eines Zirkelschlusses von einem Börsenkurs abhängig gemacht wird, der sich seinerseits nach der Höhe der angebotenen und erwarteten Abfindung entwickelt (OLG Stuttgart v. 16.2.2007 - 20 W 6/06, AG 2007, 209 = NZG 2007, 302 [304 ff.], m.w.N.).

Selbst wenn im Fall von Unternehmensverträgen auch Synergieerwartungen mit einer wahrscheinlich geringeren - Rolle für Kursveränderungen nach Bekanntgabe von Maßnahme und Abfindungsangebot spielen sollten, ließe sich dies nicht quantitativ von dem Einfluss der Abfindungserwartungen abschichten. Deren Eliminierung wäre aber zur Vermeidung der Zirkularität geboten. Auch weil diese Erwartungen unberücksichtigt bleiben müssen, ist der zugrunde zu legende Desinvestitionswert notwendigerweise hypothetisch. Er muss aus Sicht des das Abfindungsangebot unterbreitenden Unternehmens auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung in der Hauptversammlung prognostiziert oder im Nachhinein im Spruchverfahren überprüft werden. Für diese Hypothese bzw. Prognose ist also ein Durchschnittswert aus einem Referenzzeitraum vor der Hauptversammlung nicht geeignet, weil die Abfindungserwartungen nicht herausgerechnet werden können (vgl. auch Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, S. 341 f.). Insgesamt ist aus diesen Gründen der Referenzzeitraum von im Regelfall drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme zur Bestimmung des Börsenwerts vorzuziehen. Er weist noch eine hinreichende Nähe zum Bewertungsstichtag auf, um als Grundlage für die Prognose des Desinvestitionswerts zu diesem Zeitpunkt zu dienen (vgl. OLG Stuttgart, Beschl. v. 14.2.2008 - 20 W 9/06, AG 2008, 783). Ob dies in allen Fällen zutrifft kann hier dahingestellt bleiben, da der Tag der Bekanntmachung hier der 18.2.2008 war, mithin nur ein Zeitraum von ca. 4,5 Monaten zwischen diesem Tag und der Tag der Hauptversammlung lag, somit die zu

fordernde hinreichende Nähe zum Bewertungsstichtag noch gegeben ist, zumal dieser Zeitraum für die vorzunehmende Unternehmensbewertung, die gerichtliche Bestellung des sachverständigen Prüfers und dessen Prüfung und die Ladung zur Hauptversammlung eher knapp bemessen ist.

Die Kammer verkennt hierbei jedoch nicht, dass es gewissermaßen der Hauptaktionär, (bzw. die Gesellschaft) in der Hand hat, diesen Referenzzeitraum durch Mitteilung der Strukturmaßnahme zu bestimmen, mithin auch gewisse Manipulationsmöglichkeiten hinsichtlich des sich so dann ergebenden Abfindungsbetrages hat, indem ein Zeitpunkt für die Mitteilung gewählt wird, an dem sich ein besonders niedriger gewichteter durchschnittlicher Börsenkurs ergibt. In diesem Falle ist dieser Zeitpunkt dann nicht geeignet.

Anhaltspunkte für eine derartige Manipulation sind hier jedoch nicht ersichtlich wie sich aus dem Kursverlauf und dem Aktienhandelsvolumen der DWH 6 Monate vor der Bekanntgabe am 18.2.2008 ergibt. In diesem Zeitraum bewegte sich der Kurs von EUR 70,29 (17.8.2007) zu EUR 70,30 (18.2.2008) mit niedrigstem Wert von EUR 68,60 (29.01.2008) und höchstem Wert von EUR 73,30 (16.11.2007).

Es besteht daher keine Veranlassung einen höheren Abfindungsbetrag festzusetzen, als den, der sich aus dem gewichteten Durchschnittlichen Börsenkurs zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Maßnahme ergibt.

Es verbleibt auch bei dem im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vereinbarten festen Ausgleich von netto EUR 4,45 (brutto EUR 5,05).

Gemäß § 304 Abs. 1 AktG muss ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für die außen stehenden Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen.

Als Ausgleichszahlung an die außenstehenden Aktionäre ist mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihrer künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte (§ 304 Abs. 2 AktG). Die jährliche Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG wird ermittelt, indem der Unternehmenswert verrentet wird.

Die künftigen Erträge finden ihren Niederschlag im Ertragswert des Unternehmens, der - unter Berücksichtigung des zeitlichen Anfalls - das Ausschüttungspotenzial des Unternehmens an die Anteilseigner repräsentiert.

Daraus ergibt sich schon, dass entgegen der Auffassung einiger Antragsteller hier nicht wie bei der Abfindung der Börsenkurs zugrunde gelegt werden kann.

Der nach Maßgabe des § 304 Abs. 2 AktG auf der Grundlage der bisherigen Ertragslage und künftigen Ertragsaussichten angemessene Ausgleich kann nach hier nur aus dem Ertragswert, der für die Barabfindung berechnet worden ist, mittels dessen Verzinsung abgeleitet werden (vgl. nur BGHZ 156, 57, 63; Koppensteiner in KölnKomm-AktG, 2. Aufl., § 304 Rn. 67), denn damit kann methodisch der Durchschnitt der künftigen Gewinnerwartungen ermittelt werden (Jonas Wpg. 2007, 835, 836 f). Die Rechtsprechung des BVerfG, die bei der Bestimmung des variablen Ausgleichs nach der Verschmelzungswertrelation die Berücksichtigung der Börsenkurse des beherrschten Unternehmens verlangt, ist auf den festen Barausgleich nicht übertragbar (Koppensteiner a. a. O. § 304 Rn. 55 m. w. N.). Hier geht es ausschließlich um die Erwartungen an die künftige Ertragsfähigkeit des Unternehmens der beherrschten Gesellschaft; dafür ist ein Desinvestitionsinteresse ohne Belang (vgl. auch OLG Hamburg AG 2003, 583, 585). Der Ertragswert des Unternehmens, der - unter Berücksichtigung des zeitlichen Anfalls - repräsentiert das Ausschüttungspotenzial des Unternehmens an die Anteilseigner.

Im so genannten „Ytong-Urteil“ (BGH v. 21.7.2003 - II ZB 17/01 - NJW 2003, S. 3272 = NZG 2003, 1017) führt der Bundesgerichtshof aus, dass den außen stehenden Aktionären als (fester) Ausgleich der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinnanteil je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden (Ausschüttungs-) Körperschaftsteuer in Höhe des jeweiligen Steuertarifs zuzusichern ist. In dem Urteil wird ausgeführt, dass als erwirtschafteter Gewinn das Ergebnis vor Körperschaftsteuer anzusehen sei, von dem die Körperschaftsteuerbelastung in der jeweils gesetzlich vorgegebenen Höhe abzusetzen sei. Ferner ist hier die Verrentung des Unternehmenswerts mit dem vollen risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz erfolgt und das gesondert bewertete Vermögen - insbesondere das nicht betriebsnotwendige Vermögen - bei der Bestimmung des Ausgleichs nicht berücksichtigt worden.

Bei der Berechnung des angemessenen Ausgleichs danach auf den Bruttogewinnanteil je Aktie abzustellen. Hiervon ist die Körperschaftsteuerbelastung in der jeweils gesetzlich

angegebenen Höhe abzusetzen. Daher muss auch die gesetzlich bestimmte Höhe des Solidaritätszuschlags berücksichtigt werden (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156 = AG 2006, 41).

Auszugehen ist deshalb vom dem im Vertragsbericht ermittelten und vom sachverständigen Prüfer gebilligten und jedenfalls zu Lasten der Minderheitsaktionäre nicht zu niedrigen Unternehmenswert nach dem Ertragswertverfahren zum 3.7.2008 in Höhe von insgesamt Mio. EUR 1.988,7. Dabei war es auch - entgegen der Auffassung des Bundesgerichtshofs - sachgerecht, das nicht betriebsnotwendige Vermögen einzubeziehen, da ansonsten den Aktionären dauerhaft Vermögensbestandteile vorenthalten würden, die ggf. auch einen ausschüttungsfähigen Ertrag erzielen können (vgl. Koppenssteiner a.a.O. § 404 Rz. 61 m. w. Nachw.).

Selbst wenn man in die Bewertungsableitung anstelle des geplanten Ergebnisses das günstige tatsächliche Ergebnis 2008 einstellt, ist eine Erhöhung der Ausgleichszahlung nicht geboten. Abgesehen davon, dass nach der obergerichtlichen Rechtsprechung (vgl. OLG Frankfurt NZG 2010, 389; OLG Köln NZG 2010, 225) hier ein Zahlungsanspruch wegen des folgenden Ausschlusses der Minderheitsaktionäre und der zu diesem Zeitpunkt gegebenen Fälligkeit der Ausgleichszahlung nicht in Betracht kommt und die Auslobung der anteiligen Ausgleichszahlung sich ggf. nur auf die vertraglich vereinbarte Ausgleichszahlung bezieht, würde sich die Nettoausgleichszahlung erst nach der zweiten Nachkommastelle verändern.

Dieser Unternehmenswert ist mit dem Verrentungszinssatz kapitalisieren.

Für die Bemessung dieses Verrentungszinssatzes legt die Kammer - wie die Vertragsparteien des Unternehmensvertrages - einen risikoadjustierten Zinssatz i.H.v. 5,73 % zugrunde. Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller hält es die Kammer bei der Berechnung des angemessenen Ausgleichs nicht für geboten, den Kapitalisierungszinssatz zur Gänze für die Verrentung des ausgleichsbezogenen Unternehmenswerts heranzuziehen (vgl. auch OLG München AG 2008, 28 m. w. Nachw.). Die Ytong-Entscheidung des BGH steht einer solchen Berechnungsweise nicht entgegen, da sich der Bundesgerichtshof - offensichtlich wegen insoweit unstreitigem Parteivorbringen - nicht näher mit der rechtlich gebotenen Art und Weise der Berechnung des angemessenen Verrentungszinssatzes auseinandergesetzt hat.

Die Kammer hält es, wie hier auch durch die Vertragsparteien erfolgt ist, für sachgerecht - wie es auch nahezu einhellig (jedenfalls in den der Kammer vorliegenden Fällen) in der

Bewertungspraxis erfolgt - als Zinssatz für die Verrentung den aus einer Schätzung abgeleiteten Mittelwert aus dem der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Kapitalisierungszins unter Berücksichtigung des Risikozuschlags und dem Basiszinssatz zu verwenden (vgl. OLG München AG 2008, 28), was hier zu einem Verrentungszinssatz unter Berücksichtigung der Steuerreform ab 2008 von 5,73 % führt.

Die Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten und der Kosten des Vertreters der aussenstehenden Aktionäre ergibt sich aus §§ 15 Abs. 2, 6 Abs. 2 SpruchG. Danach hat grundsätzlich die Antragsgegnerin diese Kosten zu tragen.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 15 Abs. 4 SpruchG. Danach findet eine Kostenerstattung grundsätzlich nicht statt, es sei denn, die Billigkeit gebietet eine andere Entscheidung (vgl. Rosskopf in Kölner Kommentar zum SpruchG § 15 Rz. 48; Klöcker/Frowein SpruchG § 15 Rz. 15), was hier jedoch durch die Komplexität der Bewertung eines Versicherungsunternehmens nicht der Fall ist. Im Hinblick darauf, dass es zu keiner gerichtlichen Korrektur des Abfindungsbetrags und des Ausgleichs kommt, sind aber auch keine Billigkeitsgründe ersichtlich, die eine (teilweise) Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin rechtfertigen könnten.

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht ergibt sich aus § 15 Abs. 1 Satz 3 SpruchG. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,-- EUR und höchstens 7,5 Mio. EUR (§ 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG).

Mangels Erhöhung von Abfindung und/oder Ausgleich bleibt es bei dem gesetzlichen Mindestwert von EUR 200.000,--.

Eine Addition der Geschäftswerte für Abfindung und Ausgleich (bejahend: Weingärtner in Heidel (Hrsg.) Aktien- und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. § 15 SpruchG Rz. 6; für einen Zuschlag: Rosskopf a.a.O. Rz. 13; gegen Zusammenrechnung: Winter in Simon SpruchG § 15 Rz. 27 m. w. Nachw.) erfolgt nicht. Geht es in einem Verfahren um die Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich und findet keine Erhöhung statt, verbleibt es bei dem einheitlichen Mindestgeschäftswert von EUR 200.000,-- (vgl. auch OLG Frankfurt, Beschluss v. 9.2.2010 – 5 W 38/09 a.a.O.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 28.01.2009 – 26 W 7/07 – BeckRS 2009 10276).

Die Vergütungs- und Auslagenfestsetzung für den Vertreter der aussenstehenden Aktionäre war einer gesonderten Beschlussfassung vorzubehalten, da der Kammer derzeit nicht vollständig bekannt ist, in welcher Höhe zu erstattende Auslagen entstanden sind