

Beglaubigte Abschrift

82 O 73/03



LANDGERICHT KÖLN

BESCHLUSS

In dem Spruchverfahren gemäß § 1 Abs. 3 SpruchG i.V.m. § 327 a AktG

gegen

hat die 2. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Köln
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht
und die Handelsrichter und
am 10. März 2017 beschlossen:

Die Anträge auf gerichtliche Bestimmung der angemessenen Barabfindung einschließlich Zinsen werden zurückgewiesen. 1

Die Gerichtskosten sowie die Vergütung und die Auslagen des gemeinsamen Vertreters der ausgeschiedenen Aktionäre sind von der Antragsgegnerin zu tragen. 2

Soweit über die außergerichtlichen Kosten von Verfahrensbeteiligten nicht bereits entschieden worden ist, tragen die Verfahrensbeteiligten ihre außergerichtlichen Kosten selbst. 3

Der Geschäftswert wird auf EUR 200.000,00 festgesetzt. 4

Gründe

I.

Die Deutsche Ärzteversicherung AG (nachfolgend „Gesellschaft“ oder „DÄV“) ging im Jahr 1996 aufgrund des Spaltungsplans vom 15. Mai 1996 als Abspaltung zur Neugründung gemäß § 143 Abs. 2 Nr. 2 UmwG aus der Colonia Lebensversicherung Aktiengesellschaft hervor. In der DÄV war das bis dahin von den Zweigniederlassungen Deutsche Ärzteversicherung der Colonia Leben betriebene Versicherungsgeschäft zusammengefasst worden. 5

Gegenstand des Unternehmens war nach § 2 der Satzung im In- und Ausland der unmittelbare und mittelbare Betrieb der Lebens- und Rentenversicherung in allen Arten und damit verbundene Zusatzversicherungen sowie Kapitalisierungsgeschäfte, ferner die Verwaltung von Versorgungseinrichtungen sowie die Vermittlung von Versicherungen aller Art, von Bauspar- und anderen Sparverträgen sowie von Investmentzertifikaten. Die Gesellschaft war berechtigt, sich im In- und Ausland an anderen Unternehmen zu beteiligen. 6

Das voll eingezahlte Grundkapital der Gesellschaft betrug EUR 7.362.603,09. Es war eingeteilt in 2.880.000 Stückaktien, die auf den Erwerber lauteten. Das Grundkapital der DÄV wurde zu 97,87 % von der 7

(nachfolgend oder „Antragsgegnerin“) gehalten. Die restlichen 2,13 % des Grundkapitals der DÄV befanden sich im Streubesitz.

Die ist die Obergesellschaft des deutschen -Konzerns, der mit der (nachfolgend „“), über den siebtgrößten Schaden- und Unfallversicherer auf dem deutschen Markt verfügte sowie mit der (nachfolgend „“), und der DÄV der sechstgrößte Anbieter von Lebensversicherungen in Deutschland war. Die DÄV war ein Spezialist für Versicherungs- und Vorsorgeprodukte für die Angehörigen der akademischen Heilberufe in Deutschland. Geschäftsschwerpunkte der Gesellschaft waren die Einzel-Kapitalversicherungen mit einem Anteil von 62,6 % am gesamten Versicherungsbestand i.H.v. EUR 490 Mio. (2005). Das Eigenkapital der Gesellschaft betrug ca. EUR 23 Mio. (2005).

Die DÄV hatte im Geschäftsjahr 2005 insgesamt 90 Mitarbeiter beschäftigt. Teilweise wurden Geschäftsfunktion der DÄV von anderen Konzerngesellschaften im Rahmen von Dienstleistungsverträgen ausgeführt.

Die auf den Inhaber lautenden Aktien waren nicht zum Börsenhandel mit amtlicher Notierung zugelassen. Sie wurden im Freiverkehr an der Börse in Düsseldorf gehandelt. Die DÄV hielt Anteile an verbundenen Unternehmen und Beteiligungen (Anl. 7a Gutachten).

Die damalige (nun) und die DÄV vereinbarten am 18. April 1997 einen Beherrschungsvertrag. Darin gewährte die den außenstehenden Aktionären der beherrschten DÄV für die Dauer des Vertrages einen angemessenen Ausgleich von mindestens 60 % des Nennbetrags der Stammaktien, das entsprach EUR 1,54 je Aktie pro Geschäftsjahr. Ferner verpflichtete sich die zur Zahlung einer Barabfindung von 1120 % des Nennbetrags der Stammaktie, das entsprach EUR 28,63 je Aktie.

Die ordentliche Hauptversammlung der DÄV beschloss am 17. Juli 2006 die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf die Hauptaktionärin gegen eine Barabfindung i.H.v. EUR 57,94 je Aktie der

DÄV.

Die Antragsgegnerin verpflichtete sich in dem nachfolgenden Anfechtungsrechtsstreit durch gerichtlichen Teil-Prozess- und Schlussvergleich vom 5. Juli 2007, eine um EUR 3,60 je Aktie höhere Abfindung von insgesamt EUR 61,54 je DÄV-Aktie zu zahlen. Dieser erhöhte Abfindungsbetrag entspricht dem gewichteten Drei-Monats-Börsendurchschnittskurs der DÄV-Aktie zum Zeitpunkt der ordentlichen Hauptversammlung der DÄV am 17. Juli 2006.

13

Die Antragsgegnerin hatte sich zudem im Zusammenhang mit dem Übertragungsbeschluss verpflichtet, jedem aufgrund des Übertragungsbeschlusses aus der Gesellschaft ausscheidenden Minderheitsaktionär mit der Barabfindung einen zeitanteiligen Ausgleich gemäß § 304 AktG zu zahlen. Zur Umsetzung dieser Verpflichtung bestimmte der gerichtliche Vergleich, dass die Antragsgegnerin den Minderheitsaktionären zusammen mit der Barabfindung für jeden angefangenen Monat, für den die Garantiedividende noch nicht ausbezahlt war, einen Betrag von 1/12 der vertraglichen Garantiedividende von EUR 1,54, insgesamt EUR 2,44, zahlt. Der Vergleich wirkte zu Gunsten jedes Minderheitsaktionärs, der aufgrund des Übertragungsbeschlusses aus der DÄV ausgeschieden war (inter omnes-Wirkung). Der Vergleich bestimmt ferner, dass der gewährte Erhöhungsbetrag von EUR 3,60 je Aktie in einem etwaigen Spruchverfahren berücksichtigt wird, soweit eine Abfindung oberhalb des ursprünglichen Abfindungsbetrages von EUR 57,94 je DÄV-Aktie festgesetzt wird. Der Vergleich wurde im elektronischen Bundesanzeiger vom 11. Juli 2007 veröffentlicht (Anlage AG 1).

14

Der Übertragungsbeschluss wurde am 5. Juli 2007 in das Handelsregister eingetragen und damit wirksam. Der bekannt gemacht Übertragungsbeschluss wurde am 11. Juli 2007 im elektronischen Handelsregisterportal des Landes bekannt gemacht (Anlage AG 2).

15

Die Hauptaktionärin beauftragte die

(nachfolgend oder

„**Vorgutachterin**“) mit der Ermittlung der angemessenen Barabfindung. Die Vorgutachterin legte das Gutachten am 26. April 2006 vor. Ermittelt wurde ein Unternehmenswert der DÄV (Ertragswert) in Höhe von EUR 55,2 Mio., woraus

16

sich ein Wert je Aktie i.H.v. EUR 19,18 ergab. Der Börsenkurs der DÄV-Aktie wurde aufgrund geringen Handels für nicht relevant erachtet. Eine abschließende Entscheidung wurde insoweit nicht getroffen, da sich die Hauptaktionärin entschlossen hatte, eine Barabfindung in Höhe des durchschnittlichen Börsenkurses der letzten 3 Monate vor der Bekanntgabe der Barabfindung in Höhe von EUR 57,94 je Aktie zu zahlen. Hinsichtlich der Einzelheiten wird auf das bei der Akte befindliche schriftliche Gutachten Bezug genommen.

Mit Beschluss vom 6. März 2006 bestellte das Landgericht Köln

(nachfolgend

„Prüferin“) zum sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung gemäß § 327 c Abs. 2 AktG. Die Prüferin legte ihr Gutachten am 15. Mai 2006 mit dem Ergebnis vor, dass die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 57,94 je Inhaber-Stückaktie angemessen sei. Dabei wurde der Unternehmenswert je Aktie in Höhe von EUR 19,18 und ein durchschnittlicher Börsenkurs in einem Referenzzeitraum von 3 Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme in Höhe von EUR 57,94 ermittelt. Damit lag der Börsenkurs je Aktie um ca. 200 % höher als der Unternehmenswert je Aktie. Hinsichtlich der Einzelheiten wird auf das Prüfungsgutachten vom 15. Mai 2006 Bezug genommen.

17

Die Antragsteller sind der Meinung, dass die gewährte Barabfindung unangemessen niedrig sei.

18

Die Antragsteller rügen zunächst den Übertragungsbericht der Hauptaktionärin. Dieser sei nicht nachvollziehbar.

19

Zudem sind die Antragsteller der Meinung, dass eine ordnungsgemäße Prüfung der Barabfindung nicht stattgefunden habe. Die Prüferin sei nicht vom Gericht ausgewählt, sondern von der Antragsgegnerin vorgeschlagen und übernommen worden. Ferner sei eine Parallelprüfung erfolgt. Zudem habe die Prüferin aufgrund der Bestellung in den Parallelverfahren mittelbar die eigenen Prüfungsleistungen gewürdigt.

20

Die Antragsteller fordern die Vorlage sämtlicher Unterlagen, die Grundlage der Unternehmensbewertung waren, insbesondere sämtliche Arbeitsunterlagen

21

der Gutachter.

Die Antragsteller wenden sich zudem gegen die Ertragswertermittlung. Die Ermittlung des Ertragswertes auf den 31. Dezember 2005 könne die zwischenzeitliche Entwicklung des Unternehmens nicht zutreffend abbilden, auch wenn aufgezinst worden sei. Der Zeitraum für die Vergangenheitsbetrachtung sei aufgrund hoher Schwankungsanfälligkeit der Ergebnisse von Lebensversicherungsgesellschaften zu kurz. Auch der Planungszeitraum von 3 Jahren (2006-2008) sei aus diesem Grund zu kurz gegriffen. Die unterstellte Vollausschüttung sämtlicher Nettoüberschüsse benachteilige die Minderheitsaktionäre, da die Ausschüttung mit Steuer belastet sei, die Thesaurierung hingegen nicht. Synergie-Effekte seien nicht berücksichtigt worden. Die Ertragsplanung der DÄV sei nicht plausibel. Sie decke sich nicht mit den Ankündigungen in Geschäftsberichten, Pressemitteilungen und der tatsächlichen Entwicklung. Die Beitrags- und Bestandsentwicklung sei ebenfalls nicht plausibel. Die Planung der verdienten Beiträge stehe zudem im Widerspruch zu den leicht steigenden Aufwendungen für Versicherungsfälle in der Detailplanungsphase. Auch der prognostizierte Rückgang des Rückversicherungsergebnisses im Planjahr 2006 sei nicht nachvollziehbar. Die geplanten Zuführungen zur Deckungsrückstellung seien überhöht. Der Rückgang des sonstigen versicherungstechnischen Ergebnisses von 56 % in 2002-2008 sei ebenfalls unerklärlich. Falsch sei auch der geplante Rückgang des Kapitalanlagenergebnisses. Die Zuführungen zur Rückstellung für Beitragsrückerstattung seien nicht erforderlich bzw. überhöht. Insgesamt seien die Jahresüberschüsse nicht realistisch, wie die höheren Jahresüberschüsse der DÄV im Geschäftsjahr 2006 zeigten.

22

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter rügen ferner, dass der verwendete Kapitalisierungszinssatz überhöht sei. Der Basiszinssatz von 4 % sei angesichts der am Stichtag abzusehenden Zinsentwicklung zu hoch ausgefallen. Ein Risikozuschlag sei nicht berechtigt, insbesondere nicht für die Detailplanungsphase, da sich Chancen und Risiken ausgleichen. Die Verwendung des TAX-CAPM zur Ermittlung des Risikozuschlages sei unzulässig. Die verwendete Marktisikoprämie von 5,5 % sei auf der Grundlage empirischer Studien nicht haltbar. Der eigene Betafaktor der DÄV sei nicht berücksichtigt worden, obwohl er aussagekräftig gewesen sei. Der

23

Betafaktor der Peer Group von 0,95 sei falsch, da die Vergleichsunternehmen willkürlich ausgewählt worden seien. Der geringere Wachstumsabschlag von 0,5 % für die ewige Rente sei angesichts der Steigerung des Bruttosozialprodukts und der allgemeinen Preissteigerung völlig inakzeptabel.

Zahlreiche Antragsteller rügen darüber hinaus, dass das betriebsnotwendige Vermögen der DÄV nicht ordnungsgemäß erfasst worden sei. In der Regel verfügten Lebensversicherungsgesellschaften über erhebliches freies Kapital, insbesondere steuerliche Verlustvorträge und Immobilienvermögen. Das ergebe sich auch aus einigen Bilanzposten.

24

Ferner fordern die Antragsteller eine Bewertung der DÄV nach ihrem Liquidationswert als Untergrenze der Abfindung. Das sei unabhängig von der Absicht, das Unternehmen fortzuführen.

25

Des Weiteren sei für die Beteiligung an der Deutsche Ärzte-Versicherung Allgemeine Versicherung AG ein Sonderwert anzusetzen.

26

Zudem rügen die Antragsteller, dass der Börsenkurs unzutreffend ermittelt worden sei. Maßgebend sei der ungewichtete Durchschnittskurs in dem Zeitraum von 3 Monaten vor der Hauptversammlung.

27

Die Antragsteller sind darüber hinaus der Meinung, dass die Ausgleichszahlung aus dem Beherrschungsvertrag zwischen der DÄV und der als Untergrenze der Barabfindung heranzuziehen sei. Dabei seien etwaige Nachzahlungsansprüche aufgrund des Spruchverfahrens betreffend den Beherrschungsvertrag /DÄV zu berücksichtigen.

28

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der ausgeschiedenen Aktionäre beantragen,

die angemessene Barabfindung gemäß § 327 a AktG gerichtlich festzusetzen.

29

Die Antragsteller 9-12 haben darüber hinaus beantragt, die gerichtlich festzusetzende Barabfindung zu verzinsen.

Die Antragsgegnerin beantragt,

die Anträge der Antragsteller Jochim, Rehling und Zürn als

30

unzulässig zurückzuweisen;

die Anträge der verbliebenen Antragsteller als unbegründet zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin setzt sich im Einzelnen mit den Einwänden der Antragsteller auseinander. Es handele sich zum erheblichen Teil um Standardrügen, die ohne Berücksichtigung des konkreten Sachverhalts vorgetragen würden. Die Antragsgegnerin ist der Meinung, dass die Anträge unbegründet seien, da die gezahlte Abfindung unter Berücksichtigung des Prozessvergleichs dem gewichteten Durchschnittskurs der DÄV-Aktie zum Zeitpunkt der Hauptversammlung entspreche. Der Börsenkurs sei mehr als dreimal so hoch wie der ermittelte Ertragswert pro Aktie, so dass offensichtlich sei, dass eine höhere Barabfindung ausscheide.

31

Die Kammer hat mit Beschluss vom 24. September 2008 die Anträge der Antragsteller zu 38-39 für zulässig und den Antrag des Antragstellers zu 1 für unzulässig erklärt. Ferner ist erkannt worden, dass der Antragsteller zu 1 und die frühere Antragstellerin zu 2 nach Antragsrücknahme ihre außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen haben.

32

Die Kammer hat Beweis erhoben auf der Grundlage des Beweisbeschlusses vom 21. Mai 2008 zu der Frage, ob die von der ordentlichen Hauptversammlung der DÄV am 17. Juli 2006 gemäß § 327 a AktG beschlossene und durch gerichtlichen Vergleich auf EUR 61,54 erhöhte Barabfindung je Aktie angemessen ist (Bl. 559 ff. d. A.). Dazu ist ein Sachverständigengutachten der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

33

verantwortlich: Wirtschaftsprüfer und
(nachfolgend „Sachverständige“ oder „Gutachter“) beauftragt worden. Hinsichtlich der Ergebnisse der Beweisaufnahme wird auf das schriftliche Sachverständigengutachten vom 29. September 2015 Bezug genommen.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten des Sach- und Streitstandes wird auf den Inhalt der wechselseitigen Schriftsätze sowie auf die dazu eingereichten

34

Anlagen Bezug genommen.

II.

A. Zulässigkeit der Anträge

I. Anträge der Antragsteller zu 39-40

Über die Zulässigkeit dieser Anträge ist bereits abschließend positiv entschieden worden.

35

II. Antrag des Antragstellers zu 1

Auch der Antrag des Antragstellers zu 1 ist nicht mehr Gegenstand dieses Verfahrens, da über ihn abschließend entschieden worden ist.

36

III. Antrag gegen

Der zusätzlich gegen die DÄV gerichtete Antrag des Antragstellers zu 14 ist unzulässig. Im Squeeze Out-Spruchverfahren ist Antragsgegner gemäß § 5 Nr. 3 SpruchG ausschließlich der Hauptaktionär, nicht die von dem Squeeze Out betroffene Gesellschaft.

37

IV. Anträge auf Zahlung von Zinsen

Die weiteren Anträge der Antragsteller 9-12, die Antragsgegnerin zur Zahlung von Zinsen auf die gerichtlich zu bestimmende Barabfindung zu verurteilen, sind 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.

38

B. Begründetheit der Anträge

Die zulässigen Anträge sind jedoch unbegründet. Die unter Berücksichtigung des Teil-Vergleichs gewährte Barabfindung in Höhe von EUR 61,54 je Aktie der DÄV ist angemessen gemäß § 327 a Abs. 1 AktG.

39

I. Gegenstand der Überprüfung

Gegenstand der gerichtlichen Überprüfung ist nicht die am 17. Juli 2006 von

40

der Hauptversammlung der DÄV beschlossene Barabfindung in Höhe von EUR 57,94 je Aktie, sondern die durch Teil-Prozessvergleich erhöhte Barabfindung i.H.v. EUR 61,54 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).

II. Vorgutachterin

ermittelte in dem Vorgutachten vom 26. April 2006 einen Unternehmenswert der DÄV zum Stichtag 17. Juli 2006 i.H.v. EUR 55,2 Mio. Der Unternehmenswert zum 1. Januar 2006 beträgt danach EUR 53,0 Mio. Durch Aufzinsung zum 17. Juli 2006 ergibt sich der vorgenannte Wert i.H.v. EUR 55,2 Mio.

41

schätzte den Unternehmenswert nach den Grundsätzen zur Unternehmensbewertung, Standard IDW S1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer vom 18. Oktober 2005 (nachfolgend „IDW S1 2005“). Ermittelt wurden zunächst die Erträge für eine Detailplanungsphase der Jahre 2006-2008. Für die Fortführungsphase ab dem Jahr 2009 ff. wurde ein leicht erhöhter Wert des letzten Jahres der Detailplanungsphase verwendet. Die ermittelten Erträge wurden mit unterschiedlichen Kapitalisierungszinssätzen diskontiert, um den Barwert zum Bewertungsstichtag zu berechnen. Für die Detailplanungsphase kam ein einheitlicher Kapitalisierungszinssatz von 7,83 % zur Anwendung. Für die ewige Rente ab den Jahren 2009 ff. wurde ein Kapitalisierungszinssatz von 7,33 % verwendet. Dieser geringere Zinssatz ist auf einen Wachstumsabschlag i.H.v. 0,5 % zurückzuführen.

42

III. Prüfgutachten

Die Prüferin legte ihr Gutachten am 5. Mai 2006 vor. Die Prüfungsleistungen wurden teilweise parallel zu den Leistungen von in dem Zeitraum vom März bis Mai 2006 erbracht. Grundlage der Arbeiten war ebenfalls der Bewertungsstandard IDW S1 2005. Das Übertragungsgutachten wurde hinsichtlich aller Bestandteile, insbesondere der geplanten Erträge und des

43

Kapitalisierungszinssatzes, für plausibel erachtet. Auch der Wachstumsabschlag von 0,5 wurde gebilligt. Gesondert zu bewertendes neutrales Vermögen wurde nicht festgestellt. Auch die Prüferin hat nicht abschließend entschieden, ob der Börsenkurs der DÄV relevant ist, da sich die Hauptaktionärin entschieden hatte, den durchschnittlichen Börsenkurs der DÄV für die letzten 3 Monate vor der Bekanntgabe der Barabfindung i.H.v. EUR 57,94 je Inhaber-Stückaktie zu zahlen. Das Prüfgutachten endet mit der Bemerkung, dass besondere Schwierigkeiten im Sinne von § 293 e AktG bei der Bewertung nicht aufgetreten seien.

Die von den Antragstellern vorgebrachten grundlegenden Bedenken gegen das Prüfgutachten sind zurückzuweisen. Die Prüferin wurde von der erkennenden Kammer ausgewählt und bestellt. Vorschläge der Antragsgegnerin wurden dabei nicht berücksichtigt. Parallelprüfungen sind nach dem heutigen Stand der Rechtsprechung im Hinblick auf den bestehenden Zeitdruck hinzunehmen und kein Grund, eine unabhängige Prüfungsleistung des Prüfers infrage zu stellen (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 24. Mai 2006 – I-26 W 9/06 AktE, 26 W 9/06 AktE –, juris Rz. 19). Dass die Prüferin auch in Parallelverfahren geprüft hat, stellt die Prüfungsleistungen in diesem Verfahren nicht infrage. Im Gegenteil gewährleistet diese Vorgehensweise, dass eine in sich konsistente Prüfungsleistung vorgelegt wird.

44

IV. Vorlage von weiteren Unterlagen

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). Eine solche

45

Entscheidungserheblichkeit erschließt sich aus dem Vorbringen der Antragsteller nicht. Bezüglich der Arbeitspapiere kommt hinzu, dass diese der Antragsgegnerin nicht vorliegen.

V. Sachverständigengutachten

Die Sachverständigen haben in ihrem umfangreichen Gutachten die Angemessenheit der angebotenen und durch Teil-Vergleich gewährten erhöhten Barabfindung bestätigt. Nach ihrer Schätzung beträgt der aufgezinsten Ertragswert der DÄV zum 17. Juli 2006 EUR 82,0 Mio. Der Börsenwert beträgt EUR 177,3 Mio. (2.880.000 Stückaktien à 61,55 €/Aktie).

46

Die Sachverständigen sind beauftragt worden, ein schriftliches Sachverständigengutachten zu der Beweisfrage gemäß Beschluss der erkennenden Kammer vom 21. Mai 2008 vorzulegen. Die Beweisfrage lautet, ob die auf der Hauptversammlung der DÄV am 17. Juli 2006 für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der DÄV auf die beschlossene und durch gerichtlichen Teil-Prozessvergleich vom 5. Juli 2007 auf EUR 61,54 erhöhte Barabfindung je Aktie angemessen im Sinne von § 327 a AktG ist. Die Sachverständigen sind aufgefordert worden, eine neue und eigenständige Bewertung unter Berücksichtigung des Vortrags der Verfahrensbeteiligten vorzunehmen. Ferner sollten die sachlich zusammenhängenden Verfahren 82 O 137/07, 82 O 135/07 und 82 O 130/07 berücksichtigt werden, um eine schlüssige Bewertung zu gewährleisten.

47

Die Sachverständigen haben zu der formulierten Beweisfrage ein umfangreiches Sachverständigengutachten vorgelegt. Im Ergebnis weicht das Sachverständigengutachten von zwar von dem Vorgutachten und auch von dem Prüfgutachten ab. Die gerichtlichen Gutachter haben im Ergebnis einen erheblich höheren Unternehmenswert der DÄV konstatiert, obwohl ihre Ertragsschätzung geringer ausgefallen ist als die der Vorgutachter. Insoweit wirkte sich der erheblich herabgesetzte Kapitalisierungszinssatz insgesamt unternehmenswerterhöhend aus. Letztlich liegt aber auch der erhöhte Unternehmenswert der DÄV nahezu EUR 100 Mio. unterhalb des Börsenkapitalwerts. Das bedeutet, dass selbst ein doppelt so hoher Unternehmenswert, wie von geschätzt, nicht die Börsenkapitalisierung erreichen würde. Das Gutachtenergebnis ist daher stabil gegen

48

Parameterisierungen jeder Art. Nur ganz grundlegende Einwände gegen die Vorgehensweise der Sachverständigen wären daher überhaupt geeignet, die Angemessenheit der Barabfindung im vorliegenden Fall infrage zu stellen.

Solche Einwände sind vorliegend jedoch nicht ansatzweise vorgebracht worden. Die Verfahrensbeteiligten haben sich zu dem Gutachten nicht mehr in erheblicher Weise geäußert. Lediglich die Antragsgegnerin hat die Ertragswertermittlung der Sachverständigen infrage gestellt, auf weitere Ausführungen aber im Hinblick auf den weit höheren Börsenkurs verzichtet. Soweit die Antragsteller zu 24 und 25 nach Übersendung des Gutachtens beanstanden haben, dass eine Ausgleichszahlung aus dem Beherrschungsvertrag als Untergrenze der Barabfindung unberücksichtigt geblieben sei, handelt es sich nicht um eine Kritik an der Ertragswertberechnung. Die Kammer folgt daher ohne Einschränkungen dem widerspruchsfreien und in jeder Hinsicht überzeugenden Gutachten von

49

VI. Methodische Vorbemerkungen

Die Sachverständigen haben ihr Gutachten über die DÄV als neutraler Gutachter im Sinne des Standards IDW S1 2005 erstattet. Sie haben den Ertragswert der DÄV in Form eines „objektivierten Wertes“ geschätzt. Nach dieser Methode ist der Ertragswert als Saldo aller auf den Bewertungsstichtag abgezinster zukünftigen ausschüttungsfähigen Überschüsse der maßgebende Wert eines Unternehmens. Die Ertragswertmethode auf der Basis des Bewertungsstandards IDW S1 ist in der Rechtsprechung anerkannt (ständ. Rspr., vgl. nur OLG Düsseldorf, Beschluss vom 06. April 2011 – I-26 W 2/06 – (AktE) –, juris Rz. 22 ff.).

50

1 Grundlagen

Die Vorgehensweise der Sachverständigen entspricht der üblichen und in der Rechtsprechung anerkannten Vorgehensweise bei der Ermittlung von Unternehmenswerten zur Bestimmung der angemessenen Abfindung von Minderheitsaktionären. Die Sachverständigen sind von einer unendlichen Lebensdauer des Unternehmens ausgegangen. Die Zukunftserträge des Unternehmens sind für eine stichtagsnahe Detailplanungsphase von 3 Jahren jeweils konkret ermittelt worden. Für die nachfolgende Fortführungsphase (ewige Rente) ist der Planungswert des letzten Jahres der

51

Detailplanungsphase fortgeschrieben worden. Zur Plausibilisierung der Prognosen sind die in der Vergangenheit erwirtschafteten Ergebnisse herangezogen worden, wobei außergewöhnliche Vorgänge zuvor eliminiert worden sind. Die ermittelten Zukunftserträge sind auf den Barwert zum Stichtag diskontiert worden mittels eines Kapitalisierungszinssatzes, in dem die Renditeanforderungen des Eigenkapitals unter Berücksichtigung der alternativ vorhandenen Kapitalanlagemöglichkeiten zum Ausdruck kommen. Der Kapitalisierungszinssatz ergibt sich aus dem risikolosen Zinssatz, d.h. dem Basiszinssatz, und dem Risikozuschlag für die Beteiligung an einem Unternehmen. Der Risikozuschlag ergibt sich wiederum aus dem allgemeinen Marktrisiko für Investitionen in riskante Anlagen in Korrelation zu einem spezifischen Betafaktor als Ausdruck des Risikos der Beteiligung an dem zu bewertenden Unternehmen. Der Kapitalisierungszinssatz ist auf der Grundlage des CAPM bzw. TAX-CAPM (Berücksichtigung steuerlicher Auswirkungen) hergeleitet worden. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen (neutrales Vermögen), das mit seinem Liquidationswert dem Ertragswert hinzuzurechnen wäre, ist nicht festgestellt worden.

2 Börsenkurs

Ferner haben die Sachverständigen den Börsenkurs der DÄV gemäß der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts bzw. Bundesgerichtshofs als Untergrenze der Barabfindung ermittelt. Berechnet wurde sowohl der gewichtete Durchschnittskurs der DÄV-Aktie für den Zeitraum von 3 Monaten vor der Bekanntgabe des Übertragungsbeschlusses (16. Februar bis 15. Mai 2006) als auch für den Zeitraum von 3 Monaten vor der Hauptversammlung (18. April bis 17. Juli 2006). Der gewichtete Durchschnittskurs vor Bekanntgabe der Maßnahme betrug EUR 58,86. Der gewichtete Durchschnittskurs vor der Hauptversammlung betrug EUR 61,55. Letzterer war bereits Grundlage der erhöhten Barabfindung gemäß Teilprozessvergleich vom 5. Juli 2007. Dieser Betrag war auch als maximaler Abfindungsbetrag für dieses Verfahren maßgebend.

52

3 Substanzwert

Der Substanzwert der DÄV im Sinne des Wiederbeschaffungszeitwertes ist hingegen nicht in die Unternehmensbewertung eingeflossen. Der

53

Substanzwert wird nach heutigem Verständnis der ökonomischen Theorie und Praxis nicht mehr für aussagekräftig gehalten und lediglich noch zum Zwecke der Plausibilisierung herangezogen. Der dennoch näherungsweise von ermittelte Substanzwert der DÄV vor persönlicher Steuerbelastung als Summe aus Eigenkapital und dem Überschuss aller stillen und offenen Reserven lag bei EUR 25.269.000 (2005) und EUR 23.123.000 (2006) und damit erheblich unter dem geschätzten Ertragswert.

4 Liquidationswert

Der Liquidationswert der DÄV ist ebenfalls nicht eingehend analysiert worden. Die Sachverständigen haben dazu aufgrund überschlägiger Prüfung festgestellt, dass unter Berücksichtigung von bei der Liquidation anfallenden zusätzlichen Kosten und Verlusten (Sozialplankosten und Ähnliches) der Liquidationswert unter dem Ertragswert oder vergleichbaren Werten liegen würde. Das ist nachvollziehbar und nicht zu beanstanden.

54

5 Synergie-Effekte

Die Sachverständigen haben in Übereinstimmung mit der herrschenden Meinung der Literatur und Rechtsprechung sogenannte echte Synergie-Effekte nicht berücksichtigt. Darunter werden Verbundvorteile verstanden, die sich aus der Verbindung des zu bewertenden Unternehmens und eines anderen Unternehmens für die Zukunft ergeben können. Insoweit wird angeführt, dass der Anspruch auf angemessene Entschädigung kein Recht auf die Beteiligung an Vorteilen gebiete, die sich ohne die Strukturmaßnahme gar nicht ergeben hätten. Es kann im Ergebnis offen bleiben, ob dieser Einschätzung zuzustimmen ist. Bedenken bestehen insoweit, als das Bewertungsziel der Verkehrswert des Unternehmens ist. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass echte Verbundvorteile, die von marktüblichen Erwerbern des Unternehmens realisiert werden könnten, zumindest anteilig in den Verkehrswert des Unternehmens einfließen würden. Vorliegend fehlen allerdings Anhaltspunkte für erhebliche Synergie-Effekte, die geeignet wären, den Unternehmensverkehrswert in einem Ausmaß zu erhöhen, dass er für den Ausgang dieses Verfahrens relevant würde.

55

6 Besonderheiten bei der Bewertung von Lebensversicherungen

Die Sachverständigen haben ausweislich des Gutachtens, Seite 45 ff., die Besonderheiten bei der Bewertung von Lebensversicherungen berücksichtigt. Dabei kommt der Struktur des Versicherungsbestandes und der Struktur des Kapitalanlagenportfolios besondere Bedeutung zu. Das Leben- und Krankenversicherungsgeschäft wird durch die anfallenden Spar- und Entsparprozesse geprägt, die bilanziell in der Deckungsrückstellung abgebildet werden. Aus diesem Grund sind die im Kapitalanlagenbereich erzielten Erträge von besonderer Bedeutung. Die in der Lebens- und Krankenversicherung erzielten Überschüsse sind nach aufsichtsrechtlichen Vorschriften zu einem großen Teil Versicherungsnehmern in Form von Beitragsrückerstattungen zurückzugewähren. Dieses Verfahren ist weitgehend normiert. Die Bundesaufsichtsbehörde verlangt, dass Lebensversicherungsunternehmen mindestens 90 % ihres Rohüberschusses an Versicherungsnehmer im Wege der Beitragsrückerstattung auskehren. In der Praxis wurden zum Stichtag aus Wettbewerbsgründen etwa 90 % bis 95 % des Rohüberschusses an die Versicherungsnehmer zurückerstattet. Der Rohüberschuss bezieht auch die stillen Reserven in den Kapitalanlagen ein.

56

VII. Bewertungsannahmen

Die DÄV ist als wirtschaftliche Einheit bewertet worden. Dabei sind die Beteiligungswerte der DÄV berücksichtigt worden. Die Sachverständigen sind bei der Bewertung von der Vollausschüttung der Überschüsse sowohl für die Detailplanungsphase als auch für die ewige Rente ausgegangen. Das widerspricht zwar dem Bewertungsstandard IDW S1 2005, wonach unter der Ägide des Halbeinkünfteverfahrens grundsätzlich keine Vollausschüttung mehr zu unterstellen sei, sondern das Ausschüttungsverhalten anhand der Ausschüttungspolitik des Unternehmens bzw. der Branche zu bestimmen sei. Die Sachverständigen sind mit nachvollziehbarer Begründung davon abgewichen. Sie haben dazu ausgeführt, dass bereits die Ausgangsbewertung der DÄV eine Vollausschüttung der Ergebnisse vorsehe, da dieses der Praxis des entsprochen habe. Dies geschah vor dem Hintergrund, dass für das über das notwendige Eigenkapital hinausgehende überschüssige Kapital Anlagemöglichkeiten zum Kapitalisierungszinssatz im Kapitalanlagenportfolio der Versicherungsgesellschaften in der Regel nicht

57

bestehen. Die im Kapitalanlagenportfolio erwirtschafteten kapitalmarktüblichen Renditen liegen durchschnittlich unter dem Kapitalisierungszinssatz vor Steuern, so dass betriebswirtschaftlich die Vollausschüttung wertmaximierend ist. Die Vergangenheitsanalyse hat diesen Befund bestätigt.

VIII. Persönliche Ertragsteuern

In Übereinstimmung mit anerkannten Rechtsprechungsgrundsätzen sind persönliche Ertragsteuern entsprechend IDW S1 2005 bei der Unternehmensbewertung berücksichtigt worden. Dabei wird ein typisierter Steuersatz von 35 % für angemessen erachtet. Damit sind unter der Geltung des Halbeinkünfteverfahrens in den Jahren 2001 bis 2008 die Nettozuflüsse mit einem typisierten Steuersatz von 17,5 % belastet gewesen. Die persönliche Ertragsteuer ist auch im Kapitalisierungszinssatz abgebildet. Der Basiszinssatz ist mit dem vollen Steuersatz belastet worden. Der Risikozuschlag ist als Zinssatz nach persönlichen Ertragsteuern ermittelt worden.

58

IX. Planungen

Den gerichtlichen Gutachtern haben Planungsrechnungen der DÄV für die Prognosejahre 2006-2008 (Detailplanungszeitraum) sowie für die Fortführungsphase ab den Jahren 2009 ff. vorgelegen. Die Sachverständigen haben diese Planung im Wesentlichen übernommen. Zur Plausibilisierung der Planungsrechnung haben sie zunächst die wirtschaftliche Entwicklung der Gesellschaft in der Vergangenheit, d.h. in den Geschäftsjahren 2003-2005, überprüft anhand der Gewinn- und Verlustrechnungen. Die Vergangenheitsergebnisse sind um wesentliche außerordentliche, periodenfremde oder einmalige Aufwendungen und Erträge bereinigt worden, um die für die Zukunft relevante Ertragskraft bewerten zu können. Auf dieser Grundlage sind gutachterliche Korrekturen vorgenommen worden, soweit sie geboten waren. Für die Fortführungsphase ab den Jahren 2009 ff. ist ein nachhaltiges einwertiges Ergebnis auf der Grundlage des letzten Detailplanungsjahres geschätzt worden, bei dem naturgemäß keine Korrekturen mehr vorgenommen worden sind. Soweit die Sachverständigen die Planung angepasst haben, bestehen dagegen keine Bedenken. Ausgangspunkt der Bewertung muss zwar die Planung des Unternehmens

59

sein, die nicht durch Planungsannahmen Dritter ersetzt werden kann. Im Hinblick auf das gesetzliche Bewertungsziel muss jedoch eine unschlüssige Planung korrigiert werden.

X. Kapitalisierungszinssätze

Entsprechend der üblichen Handhabung haben die Sachverständigen den Kapitalisierungszinssatz in die Komponenten Basiszinssatz und Risikozuschlag zerlegt.

60

1 Basiszinssatz

Der Basiszinssatz als risikofreier Zinssatz wurde marktorientiert durch Zinsstrukturkurven anhand der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Marktdaten hergeleitet. Das entspricht der Empfehlung der Bewertungspraxis seit dem Jahr 2005 und ist seitdem auch in der Rechtsprechung anerkannt. Verwendet werden Zinsstrukturkurven nach Svensson. Der Basiszinssatz der DAV beträgt danach 4,359 % für den Ermittlungszeitraum vom 18. April 2006 bis zum 17. Juli 2006. Dieser Wert liegt sehr nahe bei den Basiszinssätzen der übrigen Konzerngesellschaften der . Zur Absicherung des ermittelten Basiszinssatzes haben die Sachverständigen Alternativrechnungen vorgenommen, indem periodenspezifische Anpassungen vorgenommen worden sind. Daraus ergibt sich, dass sich der Basiszinssatz nur geringfügig ändert, wenn der Zeitraum der Durchschnittsbildung schrittweise verkürzt wird.

61

2 Risikozuschlag

Der Risikozuschlag ist von den Gutachtern nach dem TAX-CAPM als das in der Bewertungspraxis anerkannte Kapitalpreisbildungsmodell geschätzt worden. Dabei werden die Ertragsteuern auf Unternehmens- und Anteilseignerebene berücksichtigt, um eine konsistente Vorgehensweise bei der Behandlung der Ertragsteuern sowohl bei der Ableitung der Nettoausschüttungen als auch des Kapitalisierungszinssatzes zu gewährleisten. Das TAX-CAPM ist zwar in der Rechtsprechung umstritten, wird aber von der Mehrzahl der Gerichte akzeptiert (vgl. dazu OLG Düsseldorf, Vorlagebeschluss vom 28. August 2014 – I-26 W 9/12 (AktE), 26 W 9/12 (AktE) –, juris 65 ff.). Ob dem TAX-CAPM letztlich zu folgen ist, muss hier

62

nicht entschieden werden. Der ermittelte Risikozuschlag von 2,5 % nach Steuern liegt zwar im oberen Bereich des Spektrums möglicher Risikozuschläge von Lebensversicherungsunternehmen, erscheint aber noch vertretbar (vgl. dazu OLG Düsseldorf, Beschluss vom 19. Dezember 2013 – I-26 W 9/08 (AktE), 26 W 9/08 (AktE) –, juris Rz. 78). Unabhängig davon sind mögliche Auswirkungen für den Ausgang dieses Verfahrens nicht erkennbar und nicht aufgezeigt worden.

Der Risikozuschlag ist modellgemäß aus der Multiplikation des unternehmensspezifischen Betafaktors mit der Marktrisikoprämie ermittelt worden. Die Sachverständigen haben bei der Feststellung der Marktrisikoprämie empirische Kapitalmarktstudien zu Marktrisikoprämien in Deutschland, die zu Werten zwischen -4,08 % und 11,10 % gelangen, berücksichtigt. Ferner haben sie die Empfehlung des IDW für den Bewertungsstichtag mit einer Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 % nach persönlichen Steuern in Rechnung gestellt. Die Sachverständigen haben sich mit den unterschiedlichen Berechnungsgrundlagen intensiv auseinandergesetzt. Sie haben dabei arithmetische und geometrische Mittel gegenübergestellt. Ferner sind die Ermittlungszeiträume variiert worden. Dabei wurden auch die Daten von Stehle berücksichtigt. Nach sorgfältiger Abwägung der in Literatur und Praxis kontrovers diskutierten Aspekte gelangen die Sachverständigen zu dem Ergebnis, dass abweichend vom Vorgutachter (5,50 %) eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,00 % nach Steuern sachgerecht sei.

63

Auch die Ableitung des unternehmensspezifischen Betafaktors ist sorgfältig begründet worden. Der Betafaktor drückt das gesteigerte bzw. verringerte unternehmensspezifische Risiko aus, das sich aus der Sensitivität der Kursreaktion des Einzelwerts im Verhältnis zu der des Marktes ergibt. In Übereinstimmung mit der Einschätzung der Vorgutachter sind die Sachverständigen zu dem Ergebnis gelangt, dass der Betafaktor der DÄV aufgrund verzerrter Kursdaten nicht relevant sei. Für die Zeit vom 23. Juli 2004 bis zum 17. Juli 2006 ist ein Bestimmtheitsmaß R^2 von unter 0,001 festgestellt worden. Das bedeutet, dass der Zusammenhang zwischen der Rendite des Marktes und der Rendite der Aktie der DÄV nahezu korrelationslos ist. Die Entwicklung der Rendite der DÄV-Aktie kann zu nur zu max. 0,1 % aus der Entwicklung der Rendite des Referenzindex CDAX erklärt

64

werden. Daher ist das spezifische Risiko einer Peer Group von Vergleichsunternehmen herangezogen worden. Diese Vorgehensweise der Sachverständigen ist schlüssig. Bei der Bildung der Peer Group sind in einem ersten Schritt potenzielle Vergleichsunternehmen des Erstversicherungsmarktes im Jahr 2006 sondiert worden. In einem zweiten Schritt sind die Vergleichsunternehmen anhand der bekannten Fundamentaldaten mit der DÄV verglichen worden. Dabei sind 3 Unternehmen ausgeschieden worden. Für die verbliebenen 8 Unternehmen ist die Aussagekraft der Betafaktoren untersucht und bestätigt worden. Zwecks Validierung ist eine enge Peer Group und eine weite Peer Group (einschließlich Allianz SE) gebildet worden, wobei die erstgenannte Peer Group aus Vergleichsunternehmen besteht, deren Geschäftsbereich Lebensversicherung einen Anteil über 50 % ausmachte. Für die Unternehmen der engen Peer Group (3 Vergleichsunternehmen) sind Betafaktoren von 0,41-0,49 hervorgegangen, das entspricht einem durchschnittlichen gewichteten Betafaktor von 0,47. Für die weite Peer Group beträgt der gewichtete Betafaktor 1,01. Die Gutachter haben sich mit nachvollziehbaren Gründen für einen Betafaktor von 0,5 % entschieden. Dieser Betafaktor, der im Ergebnis zu einer Reduktion des Marktrisikos um die Hälfte führt, ist aus der Sicht der Kammer auch für risikoarme Lebensversicherungen unbedenklich, zumal er auf einer soliden Basis vergleichbarer Unternehmen ermittelt wurde.

Im Ergebnis haben sich aus den dargestellten Überlegungen der Sachverständigen Basiszinssätze vor Steuern von 4,361 % für beide Planungsphasen ergeben. Der Abzug der typisierten persönlichen Steuern i.H.v. 35 % (-1,526 %) führt zu einem Basiszinssatz nach Steuern von 2,835 %.

65

XI. Wachstumsabschlag

Im Vergleich zum Vorgutachten haben die Sachverständigen den Abschlag für Geldentwertung und Wachstum auf den für die Fortführungsphase der Jahre 2009 ff. maßgebenden Kapitalisierungszinssatz von 0,5 auf 1,0 erhöht. Die Sachverständigen halten unter Berücksichtigung der möglichen Wachstumsfaktoren (Inflation, Absatzausweitung, Profitabilität) einen Wachstumsabschlag von 1,0 % für angemessen. Dabei ist berücksichtigt worden, dass nach den Statistiken der BaFin in den Jahren 2003-2006 im

66

Durchschnitt ein Wachstum der Jahresüberschüsse von rund 10,29 % erzielt wurde. Dieser Wert ist jedoch daran zu messen, dass der Wachstumsabschlag nicht lediglich für einen überschaubaren Zeitraum anzusetzen ist, sondern auf nachhaltige einwertige Ergebnisse bei unbegrenzter Dauer. Die Kammer hält den Wachstumsabschlag von 1,0 % für angemessen. Sie befindet sich dabei in Übereinstimmung mit der obergerichtlichen Rechtsprechung für vergleichbare Unternehmen (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25. August 2014 – I-26 W 24/12 (AktE) –, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 19. Dezember 2013 – I-26 W 9/08 (AktE) –, juris).

C. Unternehmensbewertung im Einzelnen

I. Ertragswert

1 Vergangenheit

hat zunächst die Vergangenheitsergebnisse der Jahre 2002-2005 analysiert. Die Rohüberschüsse, die verdienten Nettobeiträge, das Kapitalanlageergebnis, das sonstige versicherungstechnische Ergebnis, die Aufwendungen für das Versicherungsgeschäft für eigene Rechnung, die Aufwendungen für das Versicherungsgeschäft für fremde Rechnung, das übrige Ergebnis, der Steueraufwand, die Überschussverwendung für Versicherungsnehmer und das Gesamtergebnis sind aufgelistet und untersucht worden. Danach hat sich der Rohüberschuss der DÄV nach Ertragsteuern von EUR 72.097.000 (2002) kontinuierlich auf EUR 111.296.000,00 (2005) gesteigert.

67

2 Planungsrechnung DÄV

Den Sachverständigen lag die Planungsrechnung der DÄV für die Jahre 2006-2009 vor. Für die Jahre 2009 ff. gab es keine Planung. Die im Vorgutachten vorgenommenen Anpassungen des Planungsansatzes hinsichtlich des Kapitalanlageergebnisses sind von übernommen worden, da diese für plausibel erachtet worden sind.

68

Die Gutachter haben die Einzelposten der Planungsrechnung detailliert geprüft und dargestellt, d.h. die Prognose der Bestandsentwicklung, verdiente Brutto-Beiträge im selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft,

69

Aufwendungen für Versicherungsfälle im selbst abgeschlossenen Geschäft (brutto), Kosten für den Versicherungsbetrieb, sonstiges versicherungstechnisches Ergebnis, in Rückdeckung übernommenes Versicherungsgeschäft, Entwicklung der Rückversicherungsergebnisse, Entwicklung der Kapitalanlagenergebnisse, Entwicklung des sonstigen Ergebnisses, Steuern und Verwendung der Rohüberschüsse. Zur Vermeidung von Wiederholungen kann auf die schriftlichen Ausführungen im Gutachten, Seite 116 bis 237, verwiesen werden.

Insbesondere haben die Sachverständigen die Kapitalanlagenergebnisse einer umfangreichen Prüfung unterzogen. Dabei sind gutachterliche Korrekturen an der Planung bzw. dem Vorgutachten in einer Bandbreite von EUR 11,1 Mio. bis EUR 17,6 Mio. pro Jahr vorgenommen worden. In diesem Umfang sind die Kapitalanlagenergebnisse niedriger ausgefallen. Das ist im Wesentlichen zurückzuführen auf geringere Kapitalanlagenbestände nach Marktwerten und eine geringere durchschnittliche Nettoverzinsung der Kapitalanlagen zu Marktwerten. Die durchschnittliche Rendite der Kapitalanlagenergebnisse unter Berücksichtigung der stillen Reserven liegt in den Jahren 2006-2008 bei 4,58 %. Der Branchendurchschnitt aller Lebensversicherer im gleichen Zeitraum weist nach den BaFin-Statistiken eine geringere durchschnittliche Reinverzinsung i.H.v. 4,2 % aus. Wegen der Anpassungen im Kapitalanlagenergebnis und im versicherungstechnischen Ergebnis sind die Zuführungen zur Rückstellung für Beitragsrückerstattung ebenfalls neu berechnet und entsprechend angepasst worden.

70

II. Ergebnis und Barwert

Eine Gesamtübersicht der Ertragswertableitung ergibt sich aus der Anlage 1 zum Sachverständigengutachten unter Einbeziehung der Vergangenheitswerte und der Planwerte in den jeweiligen Segmenten. Daraus ergeben sich insbesondere auch die gutachterlichen Korrekturen in allen Einzelheiten. Darauf wird Bezug genommen. Insgesamt ergaben sich verringerte Jahreserfolge im Vergleich zum Vorgutachten in einer Bandbreite von EUR -0,1 Mio. (2006) bis EUR -0,5 Mio. (2009 ff.). Die maßgebenden Jahresergebnisse lagen demzufolge bei EUR 1,7 Mio. (2006), 2,6 Mio. (2007), EUR 3,7 Mio. (2008) und EUR 3,7 Mio. (2009 ff.).

71

Unter Berücksichtigung der dargestellten Kapitalisierungszinssätze resultiert daraus ein abgezinster Barwert der DÄV zum 31. Dezember 2005 i.H.v. EUR 79,7 Mio. Aufgezinst zum 17. Juli 2006 ergibt sich ein Betrag i.H.v. EUR 82,0 Mio. Dieser Ertragswert zum Stichtag liegt trotz verringerter Jahresergebnisse erheblich über dem Ergebnis der Vorgutachter. Das ist jedoch plausibel, da die Kapitalisierungszinssätze von den Sachverständigen herabgesetzt worden sind.

72

D. Wertermittlung der Beteiligungsunternehmen

Die Sachverständigen haben zusätzlich die Buchwerte, Zeitwerte und stille Reserven der Anteile an verbundenen Unternehmen und Beteiligungen zum 31. Dezember 2004 und 31. Dezember 2005 ermittelt. Einzelheiten dazu ergeben sich aus dem Gutachten, Seiten 42 ff., sowie seinen Anlagen 7a-7b und 8a-8b. Die Vergangenheitsanalyse hat ergeben, dass die DÄV in den Jahren 2003 - 2005 Beteiligungserträge aus verbundenen Unternehmen und Beteiligungen in einer Größenordnung zwischen EUR 3,2 Mio. und EUR 3,6 Mio. erzielt hatte. Gesonderte Unternehmensbewertungen der Beteiligungsgesellschaften der DÄV sind aufgrund der relativen Unwesentlichkeit der Beteiligungen und verbundenen Unternehmen im Verhältnis zu den übrigen Kapitalanlagen nicht vorgenommen worden. Gewinne der Beteiligungsunternehmen sind in die Verzinsung der Buchwerte und stillen Reserven eingeflossen und sind damit Bestandteil des Unternehmenswerts der DÄV geworden.

73

E. Börsenkurs

Die Sachverständigen haben den gewichteten Durchschnittskurs für den Zeitraum von 3 Monaten vor der Bekanntgabe des Übertragungsbeschlusses (16. Februar bis 15. Mai 2006) sowie vor der Hauptversammlung der DÄV (18. April bis 17. Juli 2006) in den Gutachten-Anlagen 10a und 10b aufgelistet. Darauf kann verwiesen werden. Dabei sind außergewöhnliche Tagesausschläge bzw. kurzfristige sich nicht verfestigende sprunghafte Entwicklungen der Kurse eliminiert worden. In beiden Referenzzeiträumen sind allerdings 4 Tagesausschläge von mehr als 5 % festgestellt und übernommen worden, da sich diese Kursentwicklungen verfestigt hatten.

74

Indizien für einen liquiden Handel der DÄV-Aktien haben die

75

Sachverständigen im Ergebnis nicht feststellen können. Für den maßgeblichen Zeitraum vor Bekanntmachung der Maßnahme ist das Ergebnis der Analyse nicht eindeutig. In diesem Zeitraum wurde die Aktie der DÄV lediglich an 12 Börsentagen (20 % der Börsentage) gehandelt, im Referenzzeitraum vor Beschlussfassung der Strukturmaßnahme immerhin an 26 Börsentagen (40 % der Börsentage). Dennoch haben die Sachverständigen den gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs für den Referenzzeitraum vor Beschlussfassung i.H.v. EUR 61,55 je DÄV-Aktie zugrunde gelegt, da dieser Betrag vom Teil-Prozessvergleich abgedeckt ist. Für einen noch höheren Börsenkurs haben sich keine Anhaltspunkte ergeben. Ungewichtete Börsenkurse sind nicht maßgebend.

F. Ausgleichszahlung als Untergrenze

Die Ausgleichszahlung aus dem Beherrschungsvertrag der DÄV und der ist für die gerichtliche Überprüfung der angemessenen Barabfindung ohne Bedeutung (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 – II ZB 25/14 – juris, BGHZ 208, 265-278). Bewertungsziel ist der Unternehmenswert zum Stichtag.

76

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. 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.

77

G. Prozessuale Nebenentscheidungen

I. Geschäftswert

Der Geschäftswert wird auf EUR 200.000,00 festgesetzt. Es handelt sich

78

dabei um den Mindestwert gemäß § 15 Abs. 1 S. 2 SpruchG. Dieser Wert kommt zur Anwendung, wenn die Anträge im Ergebnis keinen Erfolg haben.

II. Kostentragung

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. Das gilt auch für die ursprüngliche Antragstellerin zu 2, die ihren Antrag zurückgenommen hat, ebenso wie für den Antragsteller zu 1, dessen Antrag mangels ausreichender Antragsbegründung unzulässig ist. 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. Die Antragsrücknahme führt nicht zu einer Kostentragung (vgl. Roskopf in: Kölner Kommentar zum AktG, Bd. 9, 3. Aufl. 2013, § 15 SpruchG, Rn. Ziffer 41 ff.).

79

Soweit über die außergerichtlichen Kosten einiger Antragsteller nicht bereits abschließend entschieden worden ist, tragen die Antragsteller und die Antragsgegnerin 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.

80