Hanseatisches Oberlandesgericht

Az.: 13 W 17/09
417 HKO 62/07 LG Hamburg

Beschluss

In Sachen

hier: Beschwerde

erlässt das Hanseatische Oberlandesgericht - 13. Zivilsenat - durch
den Vorsitzenden Richter am Oberlandesgericht
die Richterin am Oberlandesgericht und
den Richter am Landgericht
am 18.10.2011 folgenden Beschluss:

Auf die Beschwerden der Antragsgegnerinnen wird der Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 30.08.2007 unter gleichzeitiger Zurückweisung der Beschwerden der Antragsteller/innen zu 1, 3 und 5 sowie des Gemeinsamen Vertreters abgeändert.

Die Abfindung für die durch Beschluss der Hauptversammlung der Fa. Hermes Kreditversicherungs AG (HRG des Amtsgerichts Hamburg Nr. HRB 5160) vom 27.06.2002 auf die als Hauptaktionärin übertragenen Aktien wird unter Zurückweisung der Anträge der Antragsteller auf Festsetzung einer höheren Abfindung auf € 355,- festgesetzt.

Hinsichtlich Kosten und Gegenstands- bzw. Geschäftswert des Verfahrens erster Instanz verbleibt es beim Ausspruch des Landgerichts mit Beschluss vom 30.08.2007.

Die Gerichtskosten zweiter Instanz fallen den Antragsgegnerinnen nach einem Gegenstandswert von € 200.000,- zur Last.

Die Kosten des Gemeinsamen Vertreters sind nach einem Geschäftswert von € 200.000,- von den Antragsgegnerinnen zu tragen.

Eine Erstattung außergerichtlicher Kosten findet im Übrigen nicht statt.

Gründe

I.

Wegen des Sach- und Streitstandes 1. Instanz wird auf die tatsächlichen Feststellungen des angefochtenen Beschlusses Bezug genommen.

1.) Seitens der Beschwerdeführerin zu 3 ist eine Begründung des Rechtsmittels nicht erfolgt.

2.) Die Beschwerdeführerin zu 1 erstrebt eine weitere Erhöhung der Abfindung. Sie hält den Prüfbericht der ... – schon da er parallel zum Gutachten der erstellt worden sei und daher keine eigenständige und unabhängige Bewertung enthalte – für unverwertbar und eine komplette Neubewertung für geboten.

Ebenso unzureichend sei die bislang – auch vom Landgericht – zu Grund gelegte viel zu grobe Schätzung der Entwicklung der Prämieneinnahmen.

Darüber hinaus seien die Beta-Werte sowohl für die Hermes Kreditversicherungs AG, als auch für deren Tochtergesellschaften zu hoch angesetzt worden. Ebenso sei der Basiszins zu hoch angesetzt worden, angemessen seien allenfalls 4 – 4,5%.

3.) Der Beschwerdeführer zu 5 rügt, dass das Landgericht eine Vielzahl seiner in erster Instanz erhobenen Einwendungen übergangen habe.

Schon der Börsenkurs sei mit mehr als dem Abfindungsbetrag von € 355,- anzusetzen gewesen. Relevant sei nicht der Drei-Monats-Zeitraum vor der Bekanntgabe des squeeze-out, da es sich hierbei gerade um eine Phase von Tiefstkursen gehandelt habe, sondern vielmehr die Drei-Monats-Phase vor der Hauptversammlung in der über den squeeze-out beschlossen worden sei, für die sich ein Durchschnittskurs von €368,23 ergebe. Entgegen der Auffassung des Landgerichts habe keine Marktenge bestanden, die einer Deinvestition entgegen gestanden habe, was schon daraus folge, dass zur fraglichen Zeit nur Geld-, jedoch keine Briefkurse ermittelt worden seien.

Sämtliche Tochtergesellschaften der Hermes Kreditversicherungs AG hätten separat bewertet werden müssen; nach welchen Kriterien die beauftragten Prüfer dies nur für einige Gesellschaften getan, für andere aber unterlassen hätten, sei nicht nachzuvollziehen. Soweit dies nur geschehen sei, weil für einige Gesellschaften Planungen fehlten, sei deren Ansatz nur als Zinsträger – und dies auch noch zu Buchwerten – nicht sachgerecht. Besonders schwerwiegend sei diese Unterlassung hinsichtlich der Hermes Versicherungsbeteiligungen GmbH, da diese wiederum zahlreiche Beteiligungen gehalten habe.

Entgegen der Ansicht der Wirtschaftsprüfer gebe es sehr wohl nicht

betriebsnotwendiges Vermögen, keinesfalls seien sämtliche der erheblichen stillen Reserven (vor allem aus wertvollem Immobilienbesitz) zur Deckung des Versicherungsportfolios erforderlich.

Die Ergebnisprognose sei hinsichtlich der Prämieneinnahmen deutlich zu pessimistisch, wie sich aus der tatsächlichen Entwicklung der Euler Hermes AG zwischen 2002 und 2006 ergebe. Es sei zulässig, deren Ergebnisse zum Vergleich heranzuziehen, da die Fusion unmittelbar nach dem squeeze-out erfolgt sei. Der Ansatz eines Wachstums von nur 1% in der ewigen Rente sei vor diesem Hintergrund unrealistisch.

Nicht plausibel sei der Ansatz eines rückläufigen Ergebnisses für die Hermes Risk Management GmbH & Co. KG, da diese zwischen 1997 und 2002 durchwegs einen Ergebnisanstieg erzielt habe. Es sei nicht plausibel dargetan, weshalb eine Gewinnmarge von 10% plötzlich nicht mehr durchsetzbar sein solle.

Die von den Gutachtern J angesetzte Schadensquote liege deutlich zu hoch, da es sich bei dem in die Ermittlung einbezogenen Jahr 2001 um ein Jahr mit ganz atypisch hohen Aufwendungen gehandelt habe.

Gänzlich unplausibel sei die Annahme eines nachhaltig negativen versicherungstechnischen Ergebnisses – wenn dies so sei, müsste das Unternehmen diese Sparte – mangels Ertrag – eigentlich einstellen.

Zu niedrig sei auch der Ansatz der Portfoliorendite von nur 6%, hier dürfe keinesfalls ein Gleichlauf mit dem Basiszinssatz angenommen werden; zu berücksichtigen seien Mehrrenditen aus „alten" (in früheren Hochzinsphasen erworbenen) Rententiteln; anzusetzen seien daher die Durchschnittsrenditen der letzten 15 – 20 Jahre.

Weiterhin sei davon auszugehen, dass bei einem Versicherungsunternehmen erhebliches Ertragspotential durch die Auflösung zu hoher Schwankungs- und Schadensrückstellungen bestünde, worauf das Landgericht überhaupt nicht eingegangen sei; unter Bezugnahme auf die Ausführungen des Antragstellers zu 11 mit Schriftsatz vom 28.07.2007 sei davon auszugehen, dass hohe Abwicklungsgewinne über Auflösung und Neuanlage von Rückstellungen erzielt würden.

Falsch habe das Landgericht auch für die Detailplanungsphase einen Risikozuschlag berücksichtigt; dies sei unzulässig, da die dem Geschäft anhaftenden Risiken bereits in die Ergebnisprognose eingeflossen seien.

Ebenso fehlerhaft sei der Ansatz eines Geldentwertungsabschlages in der ewigen Rente unterblieben.

Insgesamt sei damit eine vollständige Neubegutachtung erforderlich.

4.) Der Gemeinsame Vertreter ist gleichfalls der Auffassung, dass eine „Parallelprüfung" unzulässig und daher eine Neubegutachtung geboten sei. Synergieeffekte aus der Einbindung in den Euler Hermes-Konzern seien zu berücksichtigen; die fehlenden Angaben zu nicht betriebsnotwendigem Vermögen nachzuholen.

Auch er hält die Planung des Prämienaufkommens für zu pessimistisch und allenfalls ein beta von 0,5 für Mutter und Töchter für angemessen.

5.) Die Antragsgegnerinnen wenden sich gegen die vom Landgericht vorgenommene Absenkung der Schadensquote von 63,9 auf 55,75%, also den ungewichteten Mittelwert der Jahre 1997 – 2004. Dargelegt worden sei eine tatsächliche Quote von 63,9% für die Jahre 1987 – 2001 und sogar 70,1% für den Zeitraum von 1992 – 2001; die Anknüpfung an den Zeitraum von 15 Jahren sei sachgerecht, weil üblicherweise auch die Berechnung der Schwankungsreserve über den Zeitraum von 15 Jahren erfolge; i.Ü. sei die Entscheidung des Landgerichts inkonsistent, da bei einer Reduzierung der Schadensquote konsequent auch die Rückversicherungsquote habe korrigiert werden müssen, was aber unterblieben sei.

Schließlich liege in der Ableitung der Schadensquote durch das Landgericht aus dem Zeitraum 1997 – 2004 ein klarer Verstoß gegen das Stichtagsprinzip.

Nicht sachgerecht sei der Ansatz eines Basiszinssatzes von nur 5,5%; für Juni 2002 sei ein Wert von 6% angemessen, wie er in einer Vielzahl von squeeze-out-Verfahren in diesem Jahr zu Grunde gelegt worden sei. Im Übrigen wäre sodann konsequenter Weise auch die Portfoliorendite gleichfalls auf 5,5% zu reduzieren gewesen.

Die Parallelprüfung sei auch nach der Rechtsprechung des BGH nicht zu beanstanden.

Soweit der Beschwerdeführer zu 5 die Prognose des Resultats für die Hermes Risk Management GmbH & Co. KG beanstande, sei der angenommene Ergebnisrückgang zum einen mit nach der Unternehmensplanung vorgesehenen Funktionsausgliederungen ab dem Jahre 2002 und zum anderen mitdeutlich steigenden Personalkosten auf Grund der – geplanten – Übernahme von Personal der Hermes Kreditversicherungs AG zu erklären.

Zudem sei nach den Angaben des Sachverständigen in der mündlichen Verhandlung vor dem Landgericht davon auszugehen, dass die Abfindung von € 355,- je Aktie weit (um den Faktor 3,4) über dem Kurs-Gewinn-Verhältnis von Aktien

vergleichbarer Unternehmen liege, woraus sich ebenfalls ergebe, dass eine noch höhere Abfindung keinesfalls in Betracht kommen könne.

Hinsichtlich des relevanten Börsenkurses sind die Antragsgegnerinnen der Auffassung, dass auf den Referenzzeitraum drei Monate vor Bekanntgabe des squeeze-out am 07.02.2002 abzustellen sei, für den das Landgericht zutreffend – und im Übrigen unstreitig – einen Durchschnittskurs von € 346,66 festgestellt hat.

Der Senat hat alle Beteiligten mit Verfügung vom 25.08.2011 darauf hingewiesen, dass beabsichtigt sei, auf Basis des bisherigen Vorbringens und ohne mündliche Verhandlung über die vorliegenden Beschwerden zu entscheiden. Seitens des Antragstellers zu 5 ist daraufhin beantragt worden, nicht ohne mündliche Verhandlung zu entscheiden, da ohne Hinzuziehung eines gerichtlichen Sachverständigen nicht ersichtlich sei, wie der Senat die aufgeworfenen Bewertungsfragen selbst entscheiden könne. Mit Schriftsatz vom 22.09.2011 rügte dieser Antragsteller zudem die Aussage des sachverständigen Prüfers zu sich erhöhenden Beitragsrückerstattungen bei Ansatz geringerer Schadensrückstellungen (Protokoll der mündlichen Verhandlung vor dem Landgericht am 18.06.2007, S. 9) als unzutreffend, da es bei Kreditversicherern – wie er erst jetzt erfahren habe – tatsächlich keine Beitragsrückerstattungen gebe.

Der Antragstellerin zu 4, der offenbar die Beschwerdeschrift nicht übermittelt worden war, ist diese zusammen mit den sonstigen im Beschwerdeverfahren eingegangenen Schriftsätzen unter dem 20.09.2011 übersandtworden; zugleich ist ihr eine Monatsfrist zur Stellungnahme gesetzt worden.

Mit Schriftsatz vom 12.10.2011 hat die Antragstellerin zu 4 sodann ausgeführt, dass die Absenkung des Basiszinssatzes auf 5,5% sachgerecht erfolgt sei, da die Begründung für den von der Antragsgegnerin erstrebten höheren Zinsfußveraltet sei. Eine konsequente Anwendung der Zinsstrukturkurve führe sogar zu einem noch niedrigeren Wert.

II.

Während die Rechtsmittel der Beschwerdeführer zu 1, 3 und 5 sowie des Gemeinsamen Vertreters keinen Erfolg haben (1), dringt die zulässige Beschwerde der Antragsgegnerinnen auch in der Sache durch (2).

Entgegen der Auffassung des Antragstellers zu 5 ist der Sachverhalt durch den

Parteivortrag, insbesondere aber durch die vorliegenden Berichte der Wirtschaftsprüfer und deren Angaben in der mündlichen Verhandlung vor dem Landgericht so weitgehend geklärt (dazu sogleich), dass die Sache ohne mündliche Verhandlung, insbesondere aber auch ohne Einholung eines Sachverständigengutachtens entscheidungsreif ist.

1.) Die von Seiten der Antragsteller erhobenen Einwände greifen nicht durch.

a) Soweit alle beschwerdeführenden Antragsteller die „Parallelprüfung"durch die Unternehmen sowie beanstanden, hält der Senat an seiner ständigen Rechtsprechung fest, wonach weder der zeitliche Gleichlauf der Prüfungen noch der Umstand, dass die beteiligten Prüfer sich im Verlaufe der Gutachtenerstellung ausgetauscht haben, zu einer Unverwertbarkeit ihrer Resultate und damit der Einholung einer dritten Stellungnahme führen.

Der Senat verweist insoweit auf die zutreffenden Ausführungen des Landgerichts auf S. 10/11 der angefochtenen Entscheidung; im Übrigen ist schon nach der Konzeption des § 327c Abs. 2 S. 1 und Abs. 3, 4 AktG eine zeitliche Überschneidung der Arbeiten zur Erstellung des Übertragungsberichts und dessen Prüfung faktisch nicht zu vermeiden, sofern die erforderlichen Berichte bzw. Gutachten rechtzeitig zur Hauptversammlung, in der über den squeeze-out befunden werden soll, fertiggestellt werden sollen. Dass die – wie gerichtskundig – daher regelmäßig erfolgende gegenseitige Information der mit den verschiedenen Aufgaben betrauten Wirtschaftsprüfer, die gleichzeitig sehr ähnliche Aufgaben zu erfüllen haben, unzulässig wäre, kann damit nicht angenommen werden.

Auch nach Auffassung des BGH ist eine zeitliche Überschneidung der Arbeiten zur Erstellung des Berichts des Hauptaktionärs nach § 327c Abs. 2 S. 1 AktG und des Berichts über seine Prüfung gem. §327c Abs. 2 S. 2 AktG nicht zu beanstanden (BGH ZIP 2006, 2080, 2082, r. Sp.).

b) Eine separate Bewertung sämtlicher Tochter- bzw. Enkelgesellschaften der Hermes Kreditversicherungs AG nach Ertragswertgesichtspunkten ist entgegen insbesondere der Auffassung des Antragstellers zu 5 nicht erforderlich.

Aus dem Prüfungsbericht der . ... (im Folgenden: ') ergibt sich, dass alle wesentlichen Beteiligungen über deren separate Planungsrechnungen, die weiteren Beteiligungen durch Ansatz des Beteiligungsergebnisses berücksichtigt wurden ( ).

Grundsätzlich ist es – wie bei jeder Feststellung eines Unternehmenswertes nach Maßgabe des Prüfungsstandards IdW S 1 – auch im Rahmen der Festlegung einer Barabfindung nach § 327b AktG nicht zu beanstanden, wenn die Überprüfung der vom Unternehmen dargestellten Ansätze sich an Kriterien von Maßgeblichkeit und Wesentlichkeit orientiert, die Wirtschaftsprüfer ihrer Tätigkeit – sei es bei einer Abschlussprüfung oder auch im Rahmen einer due diligence – regelmäßig zu Grunde legen.

Wie vom Sachverständigen in der mündlichen Verhandlung vor dem Landgericht ausgeführt, ist seitens die Wertermittlung so vorgenommen worden, wie sie auch zur Ermittlung eines Verkaufspreises durchgeführt worden wäre (S. 5 unten des Sitzungsprotokolls), womit eine detaillierte Betrachtung nur hinsichtlich „wesentlicher" Beteiligungen erforderlich war.

Diese aber ist erfolgt: Ausweislich S. 25/26 des Berichts der (im Folgenden: Bericht) sind die Hermes Kreditförsäkring Skandinavien AB, die Hermes Credit & Guarantees plc., die Hermes Risk Management GmbH & Co. KG sowie die Hermes Forderungsmanagement GmbH und damit die wesentlichen Beteiligungen mit ihren Ertragswerten angesetzt worden.

Dass seitens der Prüfer – wie von ihnen angegeben – tatsächlich keine „wesentlichen" Beteiligungen übergangen wurden, ist zudem auch hinreichend belegt: Insoweit ist auf S. 17 des Berichts ... dargestellt, dass der Buchwert der gehaltenen Beteiligungen der Muttergesellschaft sich im Geschäftsjahr 2001 auf insgesamt € 58.600.000 und damit ca. 9,4% der gesamten Kapitalanlagen belief. Da die vier gesondert bewerteten Töchter im Jahre 2001 insgesamt ca. € 11.100.000,- zum Gesamt-Kapitalanlageergebnis der Gruppe beitrugen (Bericht E&Y S. 63, 67, 70 und 73) also ca. 23% dieses Ergebnisbeitrages (Bericht Anlage 1/1), ergeben sich keine Anhaltspunkte für das Vorhandensein weiterer wesentlicher, nämlich signifikant ergebnisrelevanter Beteiligungen.

Vor diesem Hintergrund ist es auch plausibel, dass diese unwesentlichen Beteiligungen durch beide Wirtschaftsprüfer lediglich kalkulatorisch als Zinsträger zu einem Zinssatz von 10,5% auf den Buchwert berücksichtigt wurden.Insoweit ist zum einen plausibel, dass in unwesentlichen Beteiligungen keine relevanten stillen Reserven gelegt sind und zum anderen auch keine gegenüber dem sonstigen Anlageergebnis (5,5% für Aktien und 6% für Renten – Bericht 61) noch weiter erhöhte Verzinsung angesetzt wurde.

c) Auch dem Vortrag der beschwerdeführenden Antragstellerzum Vorhandensein nicht betriebsnotwendigen Vermögens ist nicht weiter nachzugehen.

Insoweit trifft die Aussage der Antragsgegnerinnen zu, dass der Grundsatz des gesonderten Ansatzes nicht betriebsnotwendigen Vermögens für Versicherungsunternehmen in der Regel nicht gilt. Da nach der Struktur des Versicherungsgeschäftes – gleich welchen Zweiges – der Kunde über die Prämienleistung in Vorlage tritt und (im Schadensfall) Ansprüche aus der Versicherung erst nachgelagert realisiert werden, ergibt sich für das Versicherungsunternehmen zwangsläufig die Notwendigkeit, das Prämienaufkommen möglichst gewinnbringend, aber auch sicher anzulegen, ein Umstand, dem der Gesetzgeber durch die Regelung des § 54 VAG Rechnung getragen hat. Damit aber istbei der Bewertung von Versicherungsunternehmen in der Regel davon auszugehen, dass sämtliche Anlagen für das operative Geschäft notwendig sind (Drukarczyk/Ernst-Graßl/Beck, Branchenorientierte Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2010, Abschnitt 7„Bewertung von Versicherungsunternehmen", S. 159).

Diesem auch von den Wirtschaftsprüfern verfolgten Ansatz folgt auch der Senat, da die Antragsgegnerinnen – insoweit unstreitig – dargelegt haben, dass die Kapitalanlagen per 31.12.2001 mit € 587.800.000,- nicht außer Verhältnis zur Summe aus den nach § 54 VAG zu deckenden versicherungstechnischen Rückstellungen (€ 495.000.000,-) und dem unabweisbar nötigen Eigenkapital von € 108.300.000,- stehen.

d) Dass die von den Wirtschaftsprüfern akzeptierte Planung des Unternehmens hinsichtlich des Anstiegs der Prämienleistungen zu pessimistisch wäre, vermag der Senat nicht zu erkennen.

Vielmehr ist die Fortschreibung für die Planjahre in der Tat ausgesprochen optimistisch, da für 2003 und 2004 jeweils eine Ergebnissteigerung um 9% vorgenommen wird. Eine Fortschreibung dieser oder auch nur vergleichbarer Wachstumsraten in der ewigen Rente erscheint schon methodisch unvertretbar, da hiermit ein praktisch unbegrenzter Anstieg derdem Unternehmen bei Substanzerhalt entziehbaren Beträge und zugleich ein Wachstum weit jenseits des prognostizierten allgemeinen Wirtschaftswachstums unterstellt würde.

Nach dem Konzept des Zweiphasen-Modells ist es vielmehr sachgerecht, den Ergebnisanstieg in der ewigen Rente durch Fortschreibung des Ergebnisses des letzten Planjahres unter Hinzurechnung eines Wachstumsabschlags abzubilden.

Insoweit aber folgt der Senat der Auffassung des Landgerichts, dass ein Wachstumsabschlag von 1% nicht zu beanstanden ist; ein höherer Ansatz scheidet auch nach den Ausführungen des Sachverständigen aus, wonach ein Wachstumsabschlag von 1% für die Bewertung von Versicherungsgesellschaften (zeitnah zum Stichtag 27.06.2002) „an der oberen Bandbreite" liege und nur durch das erhebliche Wachstum in den Planjahren zu begründen sei (Bericht ' S. 13 unten).

Soweit dem Antragsteller zu 5 der Ansatz eines Prämienwachstums von zumindest 5% angemessen erscheint, kann dem daher nicht gefolgt werden, zumal das Unternehmen auch in der Vergangenheit durchaus nicht immer Wachstumsraten in diesem Bereich erzielt hatte (vgl. Anlage 1/1 zum Bericht 1997 auf 1998 = 2,7%, 1998 auf 1999 = knapp 1%).

Auf die tatsächlich deutlich günstigere Entwicklung der durch eine nach dem squeeze-out vorgenommenen Fusion entstandenen Euler-Hermes-Gruppe kann nicht abgestellt werden. Anhaltspunkte für in der Wurzel vor dem Stichtag angelegte, in der Planungsrechnung nicht berücksichtigte unechte Synergieeffekte lassen sich den Berichten der Wirtschaftsprüfer nicht entnehmen und sind auch aus den vom Antragsteller zu 5 vorgelegten Auszügen aus Geschäftsberichten der Euler-Hermes-Gruppe nicht abzulesen. Vielmehr zeigt gerade der Geschäftsbericht 2003 (Anlage zum Schriftsatz des Antragstellers zu 5 vom 30. Juli 2007), dass das Unternehmen Euler S.A. im Jahre 2001 deutlich höhere Prämien- und Provisionseinnahmen hatte, als die Hermes Kreditversicherungs AG. Damit aber kann nicht angenommen werden, dass die Steigerung des Prämienvolumens des fusionierten Unternehmens

Synergieeffekte abbildet, die schon in der – grundsätzlich „stand-alone" zu bewertenden – Antragsgegnerin zu 1 angelegt waren.

e) Auch eine Unterbewertung der Hermes Risk Management GmbH ist nicht ersichtlich: Der Rückgang des Betriebsergebnisses ist vielmehr plausibel damit begründet worden, dass die Gesellschaft bis Ende 2001 kein eigenes Personal beschäftigte und zum 01.01.2002 Personal von der Antragsgegnerin zu 1 übernahm.

Damit stellt sich diese Absenkung des Ergebnisses – auf eine wie vom Landgericht zutreffend herausgestellt immer noch auskömmliche Marge von 10% - als Ausdruck und Folge plausibler unternehmerischer Entscheidungen der Muttergesellschaft dar, die die außenstehenden Aktionären grundsätzlich genauso zu akzeptieren haben, wie das Gericht (vgl. OLG Stuttgart, 20 W 5&06, Rn. 18 zitiert nach juris).

Dass die Veränderung der Kostenallokation durch Verwendung eigenen Personals, statt Vergütung des von der Mutter gestellten Personals in irgendeiner Weise willkürlich oder unternehmerisch nicht nachvollziehbar wäre, womit eine Bindung an diese Planung entfallen könnte, ergibt sich aus den Stellungnahmen der Wirtschaftsprüfer gerade nicht (Bericht S. 65, Bericht S. 11).

f) Auch die vonden Antragsgegnerinnen angesetzte Schadensquote ist nicht zu beanstanden (dazu s.u. Ziffer 2 lit. a).

g) Die Rüge des Antragstellers zu 5, es sei nicht plausibel, dass die Antragsgegnerin auf Dauer von einem negativen versicherungstechnischen Ergebnis ausgehe, ist ihrerseits nicht nachvollziehbar: Nach der für Versicherungsunternehmen üblichen Struktur der GuV enthält die „versicherungstechnische Rechnung" einen ganz wesentlichen Ertragsposten, nämlich die aus Anlage der Kundengelder erzielte Verzinsung gerade noch nicht (Vgl. Drukarczyk/Ernst-Graßl/Beck, aaO., S. 147), womit dieses Ergebnis zwangsläufig deutlich zu gering ausfallen wird, was keinesfalls impliziert, dass eine Einstellung des Betriebes angezeigt wäre.

h) Auch der Ansatz einer Portfoliorendite von 6% ist realistisch.

Soweit der Antragsteller zu 5 in erster Instanz vermutet hat, dass sich zum Stichtag aus vergangenen Hochzinsphasen noch in erheblichem Umfang deutlich höher verzinste Papiere im Portfolio der Antragsgegnerin zu 1 befunden haben müssten, ist die Antragsgegnerin dem mit Schriftsatz vom 04.08.2003 (dort S. 31) substantiiert entgegengetreten.

Soweit der Antragsteller diese Darstellung mit Nichtwissen bestritten hat, sind weitere Ermittlungen durch den Senat nicht geboten, da gerade bei einem Versicherungsunternehmen, das mit Rücksicht auf die Regelung des §54 VAG gehalten ist, jedenfalls überwiegend in risikoarme Anlageformen zu investieren (vgl. § 54 Abs. 3 VAG i.V.m. §§ 1 und 2 AnlV; BGBl. 2001 I 3913), der Ansatz einer Verzinsung des Portfolios im Bereich des Basiszinssatzes (dazu siehe unten Ziffer 2 lit. b), plausibel ist.

i) Auch soweit der Antragsteller zu 5 Potential für eine erhöhte Abfindung in der Schwankungsreserve vermutet, ist dem nicht weiter nachzugehen.

Die Ausführungen des Antragstellers zu 5 mit Schriftsatz vom 21.09.2007 (unter Bezugnahme auf einen Schriftsatz der Antragstellers zu 10 und 11 vom 28.07.2007) sind zwar durchaus nachvollziehbar, ohne jeden Anhaltspunkt dafür, dass die Antragsgegnerinnen vorliegend das – theoretisch zweifellos vorhandene – Potential der Rückstellungen genützt haben könnten, um eine tatsächlich deutlich bessere Ertragslage der Hermes Kreditversicherung AG zu verschleiern, sind Ermittlungen durch den Senat jedoch nicht geboten.

Die nach §§ 341e und insbesondere 341h HGB von allen Versicherungsunternehmen zu bildenden Rückstellungen haben hinsichtlich ihrer Höhe eine detaillierte Regelung in § 29 RechVersV erfahren; insbesondere in Anl. 1, Ziffer I Nrn. 2 – 5 und 6 – 7 sind Aufbau und auch Auflösung dieser Rückstellungen nicht etwa in das Belieben oder auch nur die insoweit üblicher Weise relevante „vernünftige kaufmännische Beurteilung" des Unternehmens gestellt, sondern sehr exakten Vorgaben unterworfen. Ob diese eingehalten worden sind, unterliegt nach Handels- genauso wie nach Aufsichtsrecht der Prüfung (§§ 57 VAG bzw. 321 Abs. 1 S. 3 HGB).

Der Vortrag des Antragstellers zu 5 impliziert damit, dass von den hier tätig gewordenen Prüfern, aber auch schon von den Abschlussprüfern früherer Jahre

und auch den Aufsichtsbehörden gesetzwidrige Bilanzierungspraktiken geduldet worden seien, worin auch ein Verstoß gegen die Berufspflichten des Wirtschaftsprüfers im Sinne des § 43 Abs. 1 WPO läge – ohne irgendwelche darauf hindeutenden Indizien ist dem nicht nachzugehen.

Solche Anhaltspunkte liegen jedoch nicht vor, vielmehr ist dem Bericht zu entnehmen, dass die Rückstellungen für Schäden schrittweise von dem im Jahre 2001 erreichten hohen Niveau zurückgeführt werden sollen (Bericht S. 60).Vielmehr zeigen die „Veränderungen der Schwankungsrückstellung und ähnlicher Rückstellungen" (Anl. 1/1 zum Bericht L...'), dass die Rückstellungen Schwankungen analog (allerdings periodenverschoben) den stark volatilen Aufwendungen für Versicherungsfälle unterliegen, was für eine sachgerechte Handhabung spricht.

Soweit das Unternehmen sich aber innerhalb der durch die o.g. genannten Normen trotz ihrer relativen Bestimmtheit gleichwohl eröffneten Gestaltungsspielräume gehalten hat, heißt dies, dass die Bewertungsansätze sich im Rahmen des gerade bei Versicherungsunternehmen streng anzuwendenden (MünchKomm-HGB-Hommel/Benkel, 2. Aufl. 2008, § 341e, Rn. 5) Vorsichtsprinzips bewegt haben und ist damit auch von den außenstehenden Aktionären (und dem Gericht) hinzunehmen.

Darüber hinaus haben die beteiligten Wirtschaftsprüfer – entsprechend der herrschenden Auffassung (vgl. Drukarczyk/Ernst-Graßl/Beck aaO., S. 146) - die Schwankungsrückstellung zum Eigenkapital gerechnet und als Zinsträger in die Berechnung des Ertragswertes eingestellt (Bericht S. 48), die hier liegenden Werte also nicht etwa unberücksichtigt gelassen.

j) Der Basiszinssatz war tatsächlich mit 6% anzusetzen (dazu siehe unten Ziffer 2lit. b).

k) Entgegen der Auffassung der Antragstellerin zu 1 und des Gemeinsamen Vertreters sind Marktrisikoprämie und beta-Faktoren durch das Landgericht zutreffend berücksichtigt worden.

Der Senat verweist insoweit auf die korrekten Ausführungen des Landgerichts

(S. 20 – 24 des angefochtenen Beschlusses).

Insoweit ist der Ansatz einer allgemeinen Marktrisikoprämie von 5% plausibel, da es sich hierbei um den Mittelwert der zum Stichtag geltenden Empfehlung des IdW handelt.

Soweit dieser Wert über der in der Vergangenheit für Schadens- und Unfallversicherer angenommenen Bandbreite von 2 – 4 % (Drukarczyk/Ernst-Graßl/Beck, aaO., S. 151) liegt, ist er gleichwohl nachvollziehbar, da naturgemäß dasstark von Konjunkturzyklen abhängige Geschäft eines Kreditversicherers volatiler als das anderer Versicherungssparten – etwa Lebensversicherungsunternehmen – ist; insoweit sind die Ausführungen im Bericht ´S. 53 überzeugend.

Da – wie im Bericht ___.' S. 52/53 gleichfalls überzeugend dargelegt – die Ableitung eines individuellen betas und auch die Heranziehung einer peer group hierzu nicht möglich war, ist das Landgericht sachgerecht davon ausgegangen, dass der individuelle Risikozuschlag gem. § 287 ZPO zu schätzen war.

Da der Normalwert des beta (innerhalb des hier daher nicht (vollständig) angewandten und anzuwendenden CAPM) bei 1,0 liegt, wurden die außenstehenden Aktionäre hier durch die Absenkung auf 3,5% (für die Muttergesellschaft) und 4,5% (für die Töchter) begünstigt, wobei dies im Hinblick auf die unstreitig gute Stellung der Mutter am Markt und die etwas geringere Risikovorsorge der Töchter (vgl. Ausführungen des Sachverständigen Bartels, S. 10 unten des landgerichtlichen Sitzungsprotokolls vom 18.06.2005) nachvollziehbar ist.

Bessere Schätzungsgrundlagen im Sinne des § 287 ZPO, die den von ihnen geforderten Ansatz eines betas von 0,5 rechtfertigen könnten, tragen auch der Gemeinsame Vertreter und die Antragstellerin zu 1 nicht vor.

Damit bleibt es bei den von den Wirtschaftsprüfern in Ansatz gebrachten Werten.

l) Der Ansatz eines Risikozuschlages für die Diskontierungder ermittelten Werte auch hinsichtlich der Planungsphase ist – wie von den Wirtschaftsprüfern (Bericht .. S. 12) dargelegt – sachgerecht (vgl. Drukarczyk/Ernst-Graßl/Beck, aaO., S. 151) und entspricht der allgemeinen

Bewertungspraxis.

m) Entgegen der Auffassung des Antragstellers zu 5 ist neben einem – hier in die Berechnung eingestellten (s.o.) - Wachstumsabschlag ein weiterer „Geldentwertungsabschlag" nicht zu berücksichtigen.

Insoweit ist aus einer Vielzahl von Spruchverfahren gerichtskundig, dass die vom Antragsteller zu 5 erstrebte Korrektur des Basiszinssatzes von den mit der Unternehmensbewertung jeweils befassten Wirtschaftsprüfern in Anwendung des IdW S 1 nicht vorgenommen wird.

n) Auch aus der Marktkapitalisierung der Antragsgegnerin zu 1 folgt entgegen der Auffassung des Antragstellers zu 5 (S. 5 – 8 seines Schriftsatzes vom 25.02.2002) keine Erhöhung des Abfindungsbetrages über € 355,- hinaus (dazu siehe unten Ziffer 3).

2.) Demgegenüber hat die zulässige Beschwerde der Antragsgegnerinnen auch in der Sache Erfolg.

a) Die durch das Landgericht vorgenommene Korrektur des prognostizierten Aufwandes für Schadensfälle auf eine Quote von 55,75% statt von den Wirtschaftsprüfern angesetzter 63,9% ist nicht sachgerecht.

Dabei kann dahinstehen, ob – was nahe liegt – in der Herleitung der reduzierten Quote aus dem durchschnittlichen Aufwand für Versicherungsfälle der Jahre 1997 – 2004 ein Verstoßgegen das Prinzip der Bewertung des Unternehmens auf den Stichtag des squeeze-out (hier also 27.06.2002) liegt.

Jedenfalls aber ist die Schätzung des Landgerichts, die im Wesentlichen mit der Zuversicht begründet wird, dass die Fa. Hermes ein dem Schadensanfall entsprechendes Prämienaufkommen am Markt werde durchsetzen können, um nichts plausibler,als die Herleitung der Schadensquote aus dem langjährigen Mittel der Jahre 1987 bis 2001, wie sie vom Unternehmen und den befassten Wirtschaftsprüfern vorgenommen wurde.

Vielmehr hat die Antragsgegnerin – unbestritten – jedenfalls einen Gesichtspunkt dargelegt, der für die Berücksichtigung der vergangenen fünfzehn Jahre spricht, nämlich den Umstand, dass ein solcher Zeitraum auch der Berechnung der Schwankungsreserve zu Grunde gelegt wird.

Da keinerlei tragfähige Umstände ersichtlich sind, die gerade für eine Heranziehung der Jahre 1997 – 2004 sprechen würden, während für die Jahre 1987 – 2001 immerhin die Korrelation zur Ermittlungder Schwankungsreserve und allgemein der Umstand spricht, dass ein Abstellen auf eine höhere Zahl von Vergangenheitswerten im Allgemeinen die Aussagekraft eines daraus gebildeten Durchschnittswertes erhöht, ist der von der ermittelte und von der bestätigte Wert zu Grunde zu legen.

Er hat insoweit – plausibel hergeleitet – Einfluss in die vom Unternehmen verantwortete Planung gefunden und ist – damit mangels besserer Erkenntnisquellen – von den außenstehenden Aktionären und auch vom Gericht hinzunehmen (vgl. OLG Stuttgart, 20 W 5/06, Rn. 18 zit. nach juris), das diese unternehmerische Einschätzung nicht durch eine – zudem ohne hinreichende tatsächliche Grundlage erfolgte – Schätzung nach § 287 ZPO ändern darf.

Da somit tatsächlich eine Absenkung des prognostizierten Aufwandes für Schadensfälle nicht vorzunehmen ist, kommt es nicht darauf an, ob – wie in der mündlichen Verhandlung vor dem Landgericht von den angehörten Prüfern vertreten und vom Antragsteller zu 5 bestritten – in diesem Fälle auch höhere Aufwendungen für Beitragsrückerstattungen anzusetzen wären.

b) Der Diskontierung der ermittelten Werte ist – neben den oben genannten Werten für Risikozuschlag und Wachstumsabschlag – ein Basiszinssatz von 6% zu Grunde zu legen.

Wie vom Landgericht zutreffend dargelegt, gibt es zur Festlegung des Basiszinssatzes (wie auch sämtlicher anderer für die Diskontierung des Ergebnisses relevanter Zinssätze) tatsächlich keine „eindeutige" Lösung, kein allein „richtiges" Ergebnis, vielmehr sind eine Vielzahl von Lösungsansätzen – wie etwa vom Antragssteller zu 5 einerseits dargestellt mit Schriftsatz vom 06.12.2003 (dort S. 15 – 18) und andererseits von den Antragsgegnerinnen ausgeführt mit Schriftsatz vom 04.08.2003 (S. 34 – 38) – vertretbar, die jeweils

eine Vielzahl von Variablen aufweisen, für deren Ausfüllung es keinen objektiv allein zutreffenden Wert, sondern es – da in jedem Falle Prognosen unter Unsicherheit abzugeben sind – jeweils eine Bandbreite möglicher Ansätze gibt. Dabei haben sich in der jüngeren Vergangenheit gerade hinsichtlich der Bestimmung des Basiszinssatzesin der Bewertungspraxis erhebliche methodische Veränderungen ergeben.

Während im Jahre 2002 – wie dem Senat aus zahlreichen Spruchverfahren bekannt ist – die auch hier von den Antragsgegnerinnen (aaO.) und den beteiligten Wirtschaftsprüfern (Bericht S. 51; Bericht S. 12) vorgenommene „Mischkalkulation" aus einem zehnjährigen Wiederanlagezeitraum auf Basis der aktuellen Renditen zehnjähriger Bundespapiere und einem aus einer Langzeitbetrachtung gewonnenen längerfristigen Zins für den Folgeanlagezeitraum durchaus üblich war, wird seit Überarbeitung des IdW S 1 im Jahre 2005 überwiegend auf die aktuelle Zinsstrukturkurve abgestellt (Ruiz des Vargas/Zollner, Einfluss der Finanzkrise auf Parameter der Unternehmensbewertung, Bewertungspraktiker 2010, S. 2), während teilweise auch weiterhin ein einfaches Abstellen auf aktuelle Renditen von Bundespapieren für richtig gehalten wird (vgl. Drukarczyk/Ernst-Graßl/Beck, aaO., S. 151).

Mit Rücksicht hierauf kommt unter Berücksichtigung des Telos von § 327b AktG der Bewertungspraxis zum Stichtag erhebliche Bedeutung zu: Die Norm sichert eine im Sinne des Art. 14 GG dem wahren Wert der von dem ausgeschlossenen Aktionär gehaltenen Aktien entsprechende Entschädigung.

Dieser „wahre Wert" kann jedoch – sofern nicht schlicht auf die Marktkapitalisierung abgestellt werden soll, die nach der Rechtsprechung des BVerfG nur die Untergrenze der Abfindung bildet – nur durch eine Bewertung des Unternehmens und damit in der Praxis nur durch die Einholung von Stellungnahmen von Wirtschaftsprüfern ermittelt werden, die hierbei nach Maßgabe des IdW S 1 vorgehen, der in diesem Bereich die „best practice" definiert und daher von Wirtschaftsprüfern regelmäßig einzuhalten ist und nach Kenntnis des Senats auch regelmäßig eingehalten wird.

Dementsprechend ist vom Sachverständigen in der mündlichen Verhandlung vor dem Landgericht überzeugend ausgeführt worden (S. 6 unten des Sitzungsprotokolls vom 18.06.2005), dass auch eine Bewertung des

Unternehmens etwa vor einem Verkauf des von der AG betriebenen Geschäfts im Wege des asset deals nach Maßgabe der Standards des IdW durchgeführt worden wäre.

Damit aber kommt gerade auch für die eben nicht wissenschaftlich exakt mögliche Bestimmung des Basiszinssatzes entgegen der Auffassung des Antragstellers zu 5 (S. 16 unten des Schriftsatzes vom 06.12.2003) der Bewertungspraxis zum Stichtag eine erhebliche Bedeutung zu; ein Abstellen auf spätere Entwicklungen ist tendenziell geeignet, den im Sinne des § 327b AktG relevanten wahren Wert, nämlich den auf den Stichtag in der Praxis feststellbaren Wert eines Unternehmens zu verfälschen.

Zum Stichtag aber galt – unstreitig – eine Empfehlung des IdW für die Annahme einesBasiszinssatzes von 6%, die sodann in der seinerzeitigen Bewertungspraxis auch weithin befolgt (vgl. detaillierte Angaben der Antragsgegnerinnen S. 38 ihres Schriftsatzes vom 04.08.2003) und unstreitig erst nach dem hier relevanten Stichtag auf 5,5% abgesenkt wurde.

Vor diesem Hintergrund ist die durch das Unternehmen (gestützt auf den Bericht . S. 51) vorgenommene Prognose dieses Zinssatzes von 6%, die von den sachverständigen Prüfer akzeptiert wurde (Bericht , S. 12) hinzunehmen.

Eine bessere Schätzungsgrundlage im Sinne des § 287 ZPO, die eine Anpassung auf 5,5% tragen könnte, hat das Landgericht gerade nicht dargelegt – die geäußerten Erwartungen an die weitere Zinsentwicklung (S.23, lit. dd der angefochtenen Entscheidung) mögen seinerzeit zugetroffen haben, auch nur ansatzweise quantifizierbar und damit als Grundlage einer eigenen („besseren") Schätzung nach § 287 ZPO geeignetsind die Auswirkungen dieser Erwartungen nicht.

Vielmehr hat das Landgericht sich (anders als etwa der Bericht S. 12 unten) nicht damit auseinandergesetzt, dass der Bewertung der sachverständigen Prüfer auch eine längerfristige Betrachtung vergangener Entwicklungen zu Grunde gelegt worden war, worin eine sachgerechte, jedenfalls aber plausible Herangehensweise zu sehen ist, die gerade für Bewertungen per Frühjahr 2002 (konkret Mai 2002) von der Rechtsprechung mit dem Ergebnis akzeptiert wurde, dass ein Basiszinssatz von 6% angemessen sei (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss

vom 26.10.2006, 31 Wx 12/06, Rz. 29 zitiert nach juris).

Hinzu kommt, dass gerade bei einem Versicherungsunternehmen, dass hinsichtlich der Kapitalanlage den Beschränkungen des § 54 VAG (i.V.m. den dazu ergangenen Verordnungen) unterliegt und daher jedenfalls überwiegend in „sichere"Anlagen investieren muss, ein gleicher Ansatz von Portfoliorendite und Basiszinssatz (vgl. hierzu Bericht S. 51) durchaus plausibel und überzeugend ist.

3.) Auch aus den für die Aktie der Antragsgegnerin zu 1 festgestellten Börsenkursen ergibt sich keine Erhöhung der Abfindung über € 355,- je Aktie hinaus.

Zwischenzeitlich ist höchstrichterlich geklärt, dass als maßgeblicher Referenzzeitraum nicht die drei Monate vor dem Bewertungsstichtag, sondern vielmehr die drei Monate vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme (BGH II ZB 18/09vom 19.07.2010) der Ermittlung der Marktkapitalisierung zu Grunde zu legen sind.

Der Senat schließt sich der überzeugenden Begründung des BGH an – nur durch eine Anknüpfung an Börsenwerte vor Bekanntwerden etwa eines squeeze-out kann eine Beeinflussung der Kurse durch Spekulationen über den Abfindungswert, die nicht mehr Ausdruck des inhärenten Wertes des Unternehmens wären, ausgeschlossen werden (BGH aaO., Rz. 21 – 23, zitiert nach juris).

Damit kommt es hier auf die Drei-Monats-Periode vor der ad-hoc-Mitteilung über den beabsichtigten squeeze-out vom 07.02.2002 an, für den das Landgericht einen – unstreitigen – Durchschnittskurs von €346,66 je Aktie ermittelt hat, der jedoch unter der hier angemessenen Abfindung von € 355,- je Aktie liegt.

4.) Damit bleibt es im Ergebnis bei einer Abfindung gem. § 327b AktG von € 355,- je Aktie, womit die Beschwerden der Antragsteller zurückzuweisen sind, während die Beschwerden der Antragsgegnerinnen Erfolg haben.

5.) Hinsichtlich der Kosten 1. Instanz (und der Festsetzung der Gegenstandswerte) verbleibt es bei der durch das Landgericht getroffenen Regelung, insoweit wird auf

die zutreffenden Ausführungen der Kammer auf S. 28/29 der angefochtenen Entscheidung Bezug genommen.

a) Die Kostenentscheidung hinsichtlich des Beschwerdeverfahrens folgt aus §§17 Abs. 2 S. 2 I.V.m. 15 SpruchG.

(1) Hinsichtlich der Gerichtskosten verbleibt es bei der Regel des §15 Abs. 2 S. 1 SpruchG und damit der für den Regelfall angeordneten Kostentragungspflicht der Antragsgegnerinnen.

Allerdings geht der Senat für den Regelfall davon aus, dass Erfolg bzw. Misserfolg des Rechtsmittels für die Bestimmung der Billigkeit einer Überwälzung der Gerichtskosten auf die Antragsteller von wesentlicher Bedeutung sind.

Gleichwohl erfolgt sie hier nicht: Jedenfalls die Rechtsverteidigung gegen die Beschwerden der Antragsgegnerinnen und damit die Verteidigung der vom Landgericht vorgenommenen Erhöhung der Abfindung waren zum Zeitpunkt der Einleitung des Beschwerdeverfahrens nicht aussichtslos: Bis zum Beschluss des BGH 19.07.2010 (s.o. Ziffer 3) entsprach eine Bestimmung des relevanten Börsenkurses ausgehend von der Drei-Monats-Periode vor dem Stichtag der ganz herrschenden Meinung, womit eine Erhöhung der Abfindung jedenfalls auf einen Betrag um ca. € 370 je Aktie – vorbehaltlich der hochstreitigen Fragen zu Voraussetzungen und Bedeutung einer „Marktenge" – und damit ein Teilerfolg der Antragsteller jedenfalls nicht unwahrscheinlich war.

(2) Hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten greifen letztlich ähnliche Erwägungen durch; auch insoweit geht der Senat in der Regel davon aus, dass die – nach seiner Rechtsprechung auch unter Geltung des § 15 SpruchG anzuwendende – Regelung des § 13a Abs. 1 S. 2 FGG (bzw. bei neueren Verfahren § 84 FamFG) für eine Verteilung der Kosten nach Erfolg bzw. Misserfolg eines Rechtsmittels spricht.

Hier aber war bis in das Jahr 2010 hinein ein (Teil-) Erfolg der Antragsteller nicht unwahrscheinlich (s.o.), was einerseits gegen ihre Belastung mit den außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerinnen spricht, andererseits jedoch nicht ausreicht, um trotz des letztendlichen Misserfolges ihrer Rechtsmittel ihre außergerichtlichen Kosten billiger Weise den Antragsgegnerinnen aufzuerlegen.

(3) Hinsichtlich des Gemeinsamen Vertreters beruht die Kostentscheidung für die zweite Instanz auf §§ 17 Abs. 2 S. 2 i.V.m. 6 Abs. 2 S. 1SpruchG.

6.) Die Festsetzung der Gegenstandswerte beruht auf § 15 Abs. 1 S. 2 (hinsichtlich des Gemeinsamen Vertreters i.V.m. § 6 Abs. 2 S. 3) SpruchG.

Hier ist der Mindestwert von € 200.000,- zu Grunde zu legen, da eine besondere Lage des Verfahrens, die es ausnahmsweise gebieten kann (vgl. Kostenbeschluss des Senats im Verfahren 13 W 10/09), von der Grundregel abzugehen, nach der es auf die Abweichung zum ursprünglich festgesetzten Abfindungsbetrag ankommt (vgl. Kölner Kommentar zum Spruchverfahrensgesetz-Rosskopf, 2005, §15, Rn. 19), hier nicht vorliegt.