



Landgericht München I

Lenbachplatz 7 80316 München

Az: 5HK O 1080/96

Beschluss

In dem Rechtsstreit



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen, durch Vorsitzenden Richter am Landgericht sowie Handelsrichterin und Handelsrichter am 25.2.2002 folgenden

Beschluss:

- I. Die Abfindung gemäß § 5 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags vom 30.10.1995 zwischen den Antragsgegnerinnen wird auf Euro 320,00 je Aktie festgesetzt.

Dieser Betrag ist ab 8.1.1991 mit 2 % über dem jeweiligen Diskontsatz zu verzinsen.
- II. Der Ausgleich gemäß § 4 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen den Antragsgegnerinnen vom 30.10.95 wird auf Euro 13,20 je Aktie festgesetzt.
- III. Die Antragsgegnerinnen tragen samtverbindlich die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.
- IV. Der Gegenstandswert für das Verfahren I. Instanz wird auf Euro 29 Mio. festgesetzt.
- V. Die Vergütung der Vertreter der außenstehenden Aktionäre wird auf jeweils Euro 30.000,00 festgesetzt.
- VI. Der Vorstand der Antragsgegnerin zu 1) hat nach Rechtskraft die Ziffern I. und II. dieses Beschlusses in den Gesellschaftsblättern bekannt zu machen.



Gründe:

I.

Verfahrensgegenstand:

Die Antragsgegnerin zu 1), die frühere Frankona Rückversicherungs AG, die mittlerweile zum US-amerikanischen GE Konzern gehört, ist eine international tätige Rückversicherungsgesellschaft mit Sitz in München. Ihr Grundkapital betrug 1995 ca. 181 Mio. DM und war in 3.636.204 Namens- bzw. Inhaberaktien eingeteilt, die zu über 90 % von der Antragsgegnerin zu 2) gehalten wurde. Sie schloß mit ihrer Hauptaktionärin, der Rechtsvorgängerin der Antragsgegnerin zu 2), am 31.10.1995 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, dem die Hauptversammlung der Antragsgegnerin zu 1) als beherrschte Gesellschaft am 14.12.95 zustimmte.

In diesem Vertrag wurden den außenstehenden Aktionären der Antragsgegnerin zu 1) eine Abfindung gemäß § 305 AktG in Höhe von DM 424,00 angeboten, der Ausgleich gemäß § 304 AktG wurde auf DM 20,60 festgesetzt. Grundlage für die Barabfindung bzw. den Ausgleich war ein Gutachten der

, das vom gerichtlich bestellten Prüfer, der bestätigt wurde. Der Unternehmensvertrag ist, nachdem ein Anfechtungsverfahren gegen den Hauptversammlungsbeschluss vom 14.12.95 durch Vergleich beendet wurde, am 3.12.96 im Handelsregister des AG München eingetragen und dies am 7.1.97 bekanntgemacht worden.



Die Antragsteller - allesamt Aktionäre der Antragsgegnerin zu 1) - begehren die gerichtliche Festsetzung einer angemessenen Barabfindung bzw. eines angemessenen Ausgleichs gemäß § 306 AktG. Der erste Antrag ist vom erkennenden Gericht am 21.2.97 im Bundesanzeiger veröffentlicht worden. Zur Wahrung der Rechte der nicht antragstellenden außenstehenden Aktionäre wurde ihnen jeweils ein Vertreter für den Ausgleich bzw. für die Abfindung mit Beschluss der Kammer vom 15.5.97, im Bundesanzeiger am 27.6.97 veröffentlicht, bestellt.

Die einzelnen Anträge sind bei Gericht eingegangen am:

der Antragstellerin zu 1) am 15.1.96,

der Antragstellerin zu 2) am 21.1.97,

der Antragstellerin zu 3) am 31.1.96,

der Antragssteller zu 4) bis 6) am 23.1.97,

des Antragstellers zu 7) am 12.2.97,

des Antragstellers zu 8) am 20.2.97,

des Antragstellers zu 9) am 20.2.97,

der Antragstellerin zu 10) am 25.2.97,

des Antragstellers zu 11) am 26.2.97,

des Antragstellers zu 12) am 26.2.97,

der Antragstellerin zu 13) am 27.2.97,



des Antragstellers zu 14) am 28.2.97,
der Antragstellerin zu 15) am 28.2.97,
der Antragsteller zu 16) am 6.3.97,
des Antragstellers zu 21) am 3.2.97,
der Antragsteller zu 22) bis 25) am 3.2.97,
sowie als Anschlußanträge
der Antragstellerin zu 17) am 7.4.97,
der Antragstellerin zu 18) am 7.4.97,
des Antragstellers zu 19) am 16.4.97 und
des Antragstellers zu 20) am 18.4.97.

Der mit Beschluss vom 21.1.98 bestellte Sachverständige,

hat am 16.11.99 ein Gutachten zum Unternehmenswert sowie zur Höhe der Abfindung und des Ausgleichs erstattet - eingegangen bei Gericht am 7.1.2000. Zu den umfangreichen Einwendungen der Antragsteller sowie der Antragsgegnerinnen nahm der Sachverständige am 31.3.2000, 14.4.2000 und 7.6.2001 Stellung und hat auf Verfügung des Gerichts vom 31.7.2001 weitere Berechnungen vorgelegt.

Auf die Einzelheiten der gutachtlichen Äußerungen sowie der Stellungnahmen der Antragsteller wird, soweit auf sie im folgenden nicht eingegangen wird, Bezug genommen.



II.

Die Anträge sind beim gemäß § 306 I AktG zuständigen Gericht - die Antragsgegnerin zu 1) hat ihren Sitz in München - gestellt und auch im übrigen zulässig. Soweit die Antragstellerin zu 1) sowie die Antragstellerin zu 3) vor dem Beginn der Antragsfrist gemäß §§ 305 Abs. 5 Satz 4, 304 Abs. 4 Satz 2 AktG gestellt wurden, sind diese Anträge durch Rücksendung der Empfangsbekanntnisse zum Kammerbeschluß vom 31.1.1997 jeweils am 18.2.1997 erkennbar fortgesetzt worden. Die Anträge der Antragsteller zu 2), 4) bis 16), sowie 21) bis 25) sind innerhalb der genannten Frist bei Gericht eingegangen. Die übrigen Anträge, der Antragsteller 17) bis 20) sind innerhalb der Anschlußfrist gemäß § 306 Abs. 3 Satz 2 AktG bei Gericht gestellt worden.

III.

Unternehmenswert der ehemaligen FRANKONA (Antragsgegnerin zu 1):

1. Der Unternehmenswert ist für die Berechnung sowohl des Ausgleichs wie der Abfindung die ausschlaggebende Größe. Dieser betrug zum 14.12.1995 gerundet 2.277.790.000 DM. Die Kammer ist der Überzeugung, daß der Sachverständige den dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zugrundeliegenden Unternehmenswert zu niedrig bemessen hat. Sie ist zwar bei der Berechnung im wesentlichen von den vom Sachverständigen ermittelten, im Anlageband zu seinem Gutachten zusammengestellten Werten



ausgegangen. Korrekturen hat sie jedoch hinsichtlich des versicherungstechnischen Ergebnisses für das Rumpfgeschäftsjahr 1995 (u. 3 b) sowie hinsichtlich der Kapitalerträge bezüglich der Verzinsung der Aktien (u. 3 d) und insbesondere der Verrentung der stillen Erträge (u. 3 e) vorgenommen. Der Kapitalisierungszins ist ebenfalls korrigiert worden (u. 4).

2. Bei der Bestimmung der Unternehmenswerts als Ausgangsgröße für die Festsetzung der Barabfindung wie auch des Ausgleichs hat sich die Kammer von folgenden Grundüberlegungen leiten lassen:

- a) Börsenwert:

Der Wert eines Unternehmens läßt sich jedenfalls bei börsennotierten Aktiengesellschaften mit dem Marktwert gleichsetzen. Der Wert einer Aktie der Antragsgegnerin zu 1) im Jahre 1995 bewegte sich für beide Aktiengattungen (Inhaber- bzw. Namensaktien) bei einem mittleren Kurs von 380,00 DM bis 390,00 DM in einer Bandbreite zwischen 326,00/341,00 und 435,00/440,00 DM. Dieser Marktpreis ist jedoch kein Punktwert, was sich bereits aus den täglich wechselnden Aktienkursen ablesen läßt. Ein aus diesen variablen Kursen zu bildender Durchschnittswert wäre dann für eine Bewertung ausschließlich maßgebend, wenn alle für die Bewertung eines Unternehmens wesentlichen Tatsachen jederzeit für alle Marktteilnehmer bekannt und damit bewertbar wären. Da jedoch die Börsenwirklichkeit von dieser Idealannahme abweicht, zumal z.B. - durch den Gesetzgeber in § 131 Abs. 3 Nr. 3 AktG und durch das Bundesverfassungsgericht sanktioniert - der Wert von stillen Reserven



eines Unternehmens nicht veröffentlicht werden muß, bedarf es eines Bewertungskalküls, um die einem Unternehmen künftig entzielbaren und ausschüttbaren Gewinne zu bestimmen.

b) Ertragswertverfahren:

Hierzu bedient man sich unterschiedlicher Kapitalwertverfahren, die ihrerseits auf der Analyse der bisherigen Unternehmensentwicklung, einer detaillierten Unternehmensplanung in einem Zeitraum von zwei bis vier Jahren und einer Schätzung des Überschusses, der nachhaltig in der Zukunft erzielt werden wird, basieren. Dieser letzte Wert, den man plastisch "ewige" Rente nennt, sowie die Überschüsse aus den Jahren der Planungsrechnung werden auf den Bewertungsstichtag abgezinst.

Hierbei stellen sich sowohl für die künftigen Überschüsse, wie auch für den künftigen Abzinsungssatz (= Kapitalisierungszins) in gleicher Weise das Problem, daß die Prognose der künftigen Entwicklung erhebliche Unsicherheiten aufweist und man zutreffend nur eine Bandbreite von Werten mit unterschiedlicher Wahrscheinlichkeit ihrer Richtigkeit angeben, d.h. fachkundig schätzen kann, während in einem gerichtlichen Spruchverfahren ein exakter (Punkt)Wert gefunden werden muß. Rechtliche Folge dieses Grunddilemmas jeder gerichtlichen Unternehmensbewertung ist, daß auch bei Vorliegen von Gutachten mit scheinbar genauen Werten das Gericht die Bewertungsspielräume nachzuvollziehen und alle Umstände -



nicht nur zugunsten und im Sinne des zu bewertenden Unternehmens - nach freier Überzeugung abzuwägen hat, § 287 Abs. 1 ZPO.

3. Die Berechnung des Ertragswerts im einzelnen:

Die Kammer ist von dem Sachverständigen aufgrund des allgemein - auch gerichtlich - anerkannten Ertragswertverfahrens gefundenen Unternehmenswert, wie er in dem zusammenfassenden Überblick Anl. 5, Seite 1 des Anlagenbandes zusammengestellt ist, ausgegangen.

a) Keine getrennte Bewertung der Unternehmensbereiche:

Es hat zunächst die Überlegung verworfen, das streitgegenständliche Rückversicherungsunternehmen gewissermaßen in zwei Teilunternehmen aufzuspalten und diese vollkommen getrennt zu bewerten. Es ist zwar richtig, daß die Ergebnisse einer Versicherung von zwei getrennten "Geschäftszweigen" abhängen: von dem Verhältnis der eingenommenen Prämien zum Schadensverlauf (versicherungstechnisches Ergebnis) einerseits und andererseits dem Finanzergebnis für das Kapitalanlageportfolio. Diese beiden Geschäftszweige bestehen jedoch nicht unabhängig voneinander, sondern sie bilden gerade das Gesamtsystem einer Versicherung, bei dem anders als in einem Produktionsunternehmen die Einnahmen vor den Ausgaben eingehen, mit der Folge, daß auch die Kapitalanlage dem gleichen Risiko ausgesetzt ist wie das versicherungstechnische Ergebnis.



b) Planjahr 1995:

Bei der Überprüfung der Planung für den kurzen zweijährigen Planungszeitraum 95/96 war ein wesentlicher Streitpunkt, ob im Hinblick auf einen Stichtag, den 14.12.95, der fast am Ende des ersten Planjahres 1995 liegt, vom späteren Ist-Ergebnis (über 79 Mio. DM) anstelle des hiervon abweichenden, erheblich niedrigeren geplanten Gesamtergebnisses (12,5 Mio. DM) ausgegangen werden konnte bzw. mußte. Grundsätzlich ist entsprechend der gesetzlichen Vorgabe, daß die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung maßgebend sind, § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG, bzw. daß die bisherige Ertragslage und die künftigen Ertragsaussichten, § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG, einer Bewertung zugrunde zu legen sind, das, was am Stichtag, hier dem 14.12.95, bekannt war, ausschlaggebend. Es ist aber - auch unter Berücksichtigung des Umstands, daß bei einer Rückversicherung das versicherungstechnische Ergebnis erst nach der Feststellung bzw. Meldung der entsprechenden Ansprüche durch die Erstversicherer feststeht - wenig plausibel, daß fast am Jahresende eine so ausgeprägte Plan/Ist-Differenz in keiner Weise voraussehbar war. So sind am 14.12.95 die Belastung durch Großschäden und der Schadensstand sowie der Trend in den verschiedenen Versicherungszweigen für die Marktteilnehmer erkennbar. Die für die Planung Verantwortlichen hätten daher im Zeitpunkt der Hauptversammlung realistische, zeitnahe Ergebniszahlen prognostizieren können. Deshalb hat die Kammer die von dem Sachverständigen zugrunde gelegten Planzahlen für 1995 dahingehend korrigiert, daß sie diese um 50 % der Differenz zu den Ist-Zahlen erhöht und



anstelle der geplanten 12.500,- TDM insoweit ein versicherungstechnisches Ergebnis von 46.137 TDM angenommen hat. Die Berechnung ist in der nachfolgenden Übersicht 1 zusammengestellt.

	Plan 1995 TDM	Ist 1995 TDM	Diff.	50% Anrechnung	nach Anpassung Plan 1995 TDM
Versicherungstechnisches Ergebnis					
Lebensversicherung	10.800	8.400	2.400	-1.200	9.600
Allgemeine Haftpflicht	-30.100	-2.035	-28.065	-14.033	-16.065
Allgemeine Unfall	10.200	3.203	6.997	3.499	16.702
Kraftfahrt	-28.100	-1.648	-26.452	-13.226	-13.714
Luftfahrt	30.000	51.200	-21.200	-10.600	19.600
Transport	17.500	20.946	-3.446	-1.723	15.223
Feuer	-1.800	-14.170	12.370	6.185	5.885
Sonstige Zweige	4.000	13.877	-9.877	-4.939	3.959
Gesamtergebnis vor Korrektur	-12.500	79.773	-67.273	-33.637	46.137

c) Sonstiges versicherungstechnisches Ergebnis:

Darüberhinaus hat die Kammer keine Veränderungen hinsichtlich der gutachterlichen Annahmen zu den jeweiligen versicherungstechnischen Ergebnissen vorgenommen.

Es ist den Antragstellern zwar zuzugeben, daß der für die ewige Rente als nachhaltig angenommene Verlust von jährlich 48 Mio. DM ein überaus ungünstiger Wert ist. Die Kammer hat die entsprechenden Annahmen der Planung durch den Sachverständigen überprüfen lassen. Hierbei sind die Risiken der einzelnen Versicherungssparten für die Jahre 1986 bis 1997 untersucht worden (Graphik Seite 20 der Stellungnahme vom 7. Juni 2001). Hieraus, wie auch aus den Untersuchungen zu den Plan/Istabweichungen für die Jahre 1995 bis 1998 (Seite 16 a.a.O.) läßt sich ablesen,



daß dem Gericht eine bessere Schätzung als dem Sachverständigen, der ausweislich des Gutachtens die gesamte am Stichtag vorliegende Literatur ausgewertet hat, nicht möglich war. Andere - plausiblere - Annahmen, als die dem Gutachten zugrunde liegen, standen schon angesichts der extremen Volatilität der Ergebnisse der Einzelsparten, die sich zudem nicht parallel entwickeln, für eine Schätzung nicht zur Verfügung. Es ist auch nachvollziehbar, daß ein großes international agierendes Rückversicherungsunternehmen bestimmte Sparten - wie die Kfz-Haftpflicht -, auch wenn sie auf Dauer nur negative Ergebnisse erwirtschaftet, nicht einfach aus ihrem Angebot streichen kann. Um am Markt bestehen zu können, bedarf es auch einer gewissen Angebotspalette.

Auch die Rückstellungen und Schwankungsrückstellungen sind durch den Sachverständigen angemessen bewertet und sachgerecht behandelt wurden. Die Rechenoperation, die Schwankungsreserve für die Bewertung durch eine Einmalzuführung von TDM 15.000 "glattzustellen" und im übrigen für die Abfindung unberücksichtigt zu lassen (S. 42-43 des Gutachtens), überzeugt.

d) Kapitalanlagenbewertung:

Hinsichtlich der Planung der Verzinsung der Kapitalanlagen ist die Kammer dem Gutachter insoweit gefolgt, als eine differenzierte Verzinsung entsprechend dem diversifizierten Portfolio der Antragsgegnerin zu 1) anzunehmen war, ebenso seinem Ansatz, die stillen Reserven dieser Kapitalanlagen zu bewer-



ten und sie dadurch den außenstehenden Aktionären verrentet in Form einer fiktiven Anlage in festverzinslichen Wertpapieren zugute zu bringen.

Die von dem Sachverständigen für Aktien angenommene Verzinsung (Anl. 19, Seite 3 zum Gutachten) war jedoch zu korrigieren. Diese war in Höhe des Kapitalisierungszinses (Basiszins zzgl. Marktprämie, vgl. u. 4.) mit 9 % anzusetzen. Es ist nämlich davon auszugehen, daß ein großes Versicherungsunternehmen langfristig in der Lage ist, die durchschnittliche Marktrendite für ihr Aktienportfolio zu erzielen. Diese Rendite beinhaltet nicht nur die gezahlten Dividenten sondern auch die Kurssteigerungen. Der gutachterliche Zinssatz wurde daher von 4,5 % auf 9 % erhöht, was zu einer durchschnittlichen Verzinsung aller Anlagen von 6,28 % statt 5,51 % führt. Die Einzelheiten sind in der Übersicht 2) dargestellt.

Verzinsung der Kapitalanlagen (Planung): (nach gutachterlichen Korrekturen)	1995			1996			ab 1997		
	Bestand	TDM Erträge	Verzinsung	Bestand	TDM Erträge	Verzinsung	Bestand	TDM Erträge	Verzinsung
I. Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und Bauten einschl. Bauten auf fremden Grundstücken	93.000	4.000	4,30%	102.300	4.400	4,30%	102.300	4.400	4,30%
II. Anteile und Beteiligungen	233.800	2.300	1,00%	233.800	2.300	1,00%	233.800	2.300	1,00%
III. Sonstige Kapitalanlagen									
1. Aktien, Investmentanteile und andere nicht- festverzinsliche Wertpapiere	627.500	56.500	9,00%	737.200	66.300	9,00%	737.200	66.300	9,00%
2. Inhaberschuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere	943.900	66.100	7,00%	849.500	59.500	7,00%	849.500	63.700	7,50%
3. Hypotheken-, Grundschuld- und Renten- schuldforderungen	6.000	400	6,50%	6.000	400	6,50%	6.000	400	6,75%
4. Namensschuldverschreibungen, Schuldschein- forderungen und Darlehen	1.318.600	79.100	6,00%	1.582.300	94.900	6,00%	1.582.300	106.800	6,75%
5. Einlagen bei Kreditinstituten	195.400	8.300	4,25%	195.400	8.300	4,25%	195.400	11.700	6,00%
IV. Depotforderungen aus dem in Rückdeckung über- nommenen Geschäft	146.200	7.300	5,00%	146.200	7.300	5,00%	146.200	7.300	5,00%
Gesamtbestand an Kapitalanlagen	3.564.400	224.000	6,28	3.852.700	243.400	6,32	3.852.700	262.900	6,82
Abzüglich Aufwand für die Verwaltung von Kapitalanlagen:		4.100			4.300			4.500	
Nachhaltig erzielbare Kapitalerträge:		219.900			239.100			258.400	
		109.950							

- 16 -



e) Bewertung der inländischen Beteiligungen:

Die Antragsteller haben zurecht die von dem Sachverständigen mit 1 % angenommene Verzinsung der Anteile und Beteiligungen beanstandet. Es ist aber eine von dem historischen Zinsergebnis für Anteile und Beteiligungen abweichende, plausible Verzinsung schwer zu berechnen. Deshalb hat die Kammer die von dem Sachverständigen für die Bewertung von stillen Reserven angewandte Methode der Verrentung auf die Anteile und Beteiligungen übertragen. Die Beteiligungen haben nämlich einen vom - mit dem Zinssatz von 1 % berechneten - Ertragswert (15,7 Mio DM) abweichenden fast zwölfwach höheren Buchwert (181,8 Mio. DM), vgl. Seite 30 der Stellungnahme vom 7.6.2001. Da sich der strategische Wert der Beteiligung an Erstversicherungen für Rückversicherer sich nicht quantifizieren läßt, wie der Sachverständige ausführt, war die "Verrentung" dieser stillen Reserve eine adäquate Bewertungsalternative.

f) Auslandstöchter:

Die Kammer hat den Wertansatz für die verkauften US- und UK-Tochterversicherungen unverändert gelassen. Der Sachverständige hat insoweit den erzielten Preis für die Veräußerungen dieser Beteiligungen angesetzt (TDM 491.024), der nur wenig über deren Buchwert (TDM 428.852) liegt. Dies ist von vielen Antragstellern als eine unrealistisch niedrige Bewertung kritisiert worden. Trotz mehrfacher energischer Nachfragen hat die Antragsgegnerin behauptet, nur die dürftigen Zahlen, die in der ergänzenden Zusammenfassung der vom 6.11.01, enthalten sind, zur



Verfügung stellen zu können. Die Kammer glaubt zwar den Beteuerungen der Antragsgegnerinnen nicht, daß auch über ihre Muttergesellschaft (GE), an die diese Tochter veräußert wurden, keine aussagefähigeren Zahlen zu ermitteln waren. Der GE-Konzern ist allgemein als einer der weltweit bestgeführten Konzerne mit vorzüglichem Controlling bekannt. Es ist deshalb geradezu lächerlich anzunehmen, das ein solcher Konzern mit solch lapidarem Zahlungsmaterial arbeitet.

Andererseits eröffnet diese Verweigerungshaltung mangels überprüfbarer Fakten der Kammer keinen Schätzungsspielraum, der eine höhere Bewertung zulassen würde. Ein "Straf"zuschlag von 30 % oder gar 100 % läßt sich in einem der Verfassung unterworfenen Gerichtsverfahren nicht vertreten.

Auch eine Bewertung aufgrund von Multiplikatoren erweist sich nicht als weiterführend. Aus dem mitgeteilten Prämienaufkommen der verkauften Gesellschaften von 256 Mio. DM/jährlich errechnet sich ein Verhältnis zwischen Jahresprämien und Verkaufspreis von ca. 1,9, das nicht als völlig unrealistisch abgetan werden kann.

g) Überblick der stillen Reserven:

Zusammenfassend wurde die Bewertung der stillen Reserven in der Darstellung des Sachverständigen (Anlage 21 Seite 1 zum Gutachten) von 167,466 Mio. DM auf 358,436 Mio. DM erhöht und als jährlich fällige Rente von 25,27 Mio. statt 12,392 Mio. DM dem Ertragswert zugeführt. Die Berechnung ergibt sich aus der Übersicht 3.

Buchwerte und Stille Reserven:	1994 / 1995	
	Buchwerte TDM	Reserven TDM
I. Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und Bauten einschl. Bauten auf fremden Grundstücken	88.589	101.766
II. Anteile und Beteiligungen		
1. Anteile an verbundenen Unternehmen	436.248	48.900
2. Beteiligungen	327.625	181.825
III. Sonstige Kapitalanlagen		
1. Aktien, Investmentanteile und andere nicht festverzinsliche Wertpapiere	580.081	27.555
2. Inhaberschuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere	922.318	17.645
3. Hypotheken-, Grundschuld- und Rentenschuldforderungen	4.248	0
4. Namensschuldverschreibungen, Schuldscheinforderungen und Darlehen	635.441	8.300
5. Einlagen bei Kreditinstituten	195.394	0
6. Schuldbuchforderungen gegen den Bund	0	0
IV. Depotforderungen aus dem in Rückdeckung übernommenen Geschäft	2.344.759	0
Gesamtbestand an Kapitalanlagen	5.534.703	358.436
Verrrentung der stillen Reserven in den Kapitalanlagen:		
Stille Reserven zum 30.6.1995:	358.436	
Basiszins:	7,05	
Barwertfaktor:	14,18440	
jährliche Rente:	25.270	



h) Jahresergebnisse:

Nach diesen Korrekturen errechnen sich folgende Jahresergebnisse

1995: TDM 141.316

1996: TDM 185.229

1997: TDM 176.357

Die Einzelheiten hierzu befinden sich in der Übersicht 4.

	1995 TDM	1996 TDM	1997 TDM
Versicherungstechnisches Ergebnis			
Lebensversicherung	9.600	13.500	16.000
Allgemeine Haftpflicht	-16.068	-25.900	-23.000
Allgemeine Unfall	6.702	6.300	3.000
Kraftfahrt	-14.874	-29.000	-35.000
Luftfahrt	40.600	30.000	20.000
Transport	19.223	11.400	0
Feuer	7.985	-23.000	-23.000
Sonstige Zweige	8.939	-1.000	-6.000
Gesamtergebnis vor Korrektur	46.137	-17.700	-48.000
Anpassung der Betriebskosten auf 50 %	30.000	0	0
Ergebnis vor Schwankungsrückstellung	76.137	-17.700	-48.000
Schwankungsrückstellung	15.000	0	0
Ergebnis nach Schwankungsrückstellung	61.137	-17.700	-48.000
Kapitalerträge			
laufende Kapitalerträge	109.950	239.100	258.400
Beteiligung an den stillen Reserven	12.635	25.270	25.270
Nichtversicherungstechnisches Ergebnis			
Aufwand für Altersversorgung	-3.000	-6.000	-6.000
Sonstiges nichtvers.-techn. Ergebnis	-5.500	-11.000	-11.000
Zwischensumme	175.222	229.670	218.670
Gewerbeertragsteuer (19,35%)	33.905	44.441	42.313
	141.316	185.229	176.357



4. Kapitalisierungszins:

Diese Zukunftserträge sind auf den Stichtag abzuzinsen, wobei die Kammer von einem Kapitalisierungszins von 8,9 % für die Planjahre 1995 und 1996 und 8,25 % für die Jahre ab 1997 ausgegangen ist und insoweit die Parameter des Gutachtens (7 bzw. 8,9 %) korrigiert hat.

a) Basiszinssatz:

Übereinstimmend mit dem Gutachter ist die Kammer davon ausgegangen, daß für die Phase 1 (1995/96) der am Stichtag, 14.12.95, vorliegende Zinssatz für langjährige Bundesanleihen - hier 6,7 % - anzusetzen war.

Für die ewige Rente ist die Kammer von der bisherigen Handhabung, hierfür den historischen Zinssatz für langjährige Bundesanleihen, der 1995 vergangenheitsbezogen betrachtet 7,4 % betrug, abgewichen. Diese Frage spielt zwar für die Jahre 1995/1996 nicht die gleiche ausschlaggebende Rolle wie zu Zeiten niedriger Zinsen mit einer höheren Renditedifferenz zwischen aktuellen Marktzins und langjährigem Verganheitszins, betrifft aber eine grundsätzliche Frage. Die Kammer folgt insoweit den Einwendungen der Antragsteller, die im Prinzip auch von der Antragsgegnerin in ihrem Schriftsatz vom 9.7.1997 (Seite 7; Bl. 84) geteilt werden. Es ist nicht zu verleugnen, daß die Übertragung von Verganheitsergebnissen auf zukünftige Entwicklungen nur dann zu rechtfertigen ist, wenn keine bessere Alternativen zur Verfügung stehen. Insoweit weisen sie zurecht darauf, daß auf dem Markt inzwischen



30jährige Bundesanleihen existieren, deren Kurs die Renditeerwartung des Marktes widerspiegeln und damit eine Prognose für eine sehr lange Zeit beinhalten.

Da für die langjährige Verzinsung die Differenz zwischen einer dreißigjährigen und einer "ewigen" Anlage nicht erheblich ist, erscheint es sachgerecht und im Sinne einer vereinfachten Ermittlung des Basiszinses sinnvoll, diesen Wert um 5 % zu erhöhen und den damit errechneten Wert - hier 7,05 % - als Basiszins zugrundezulegen.

b) Risikozuschlag:

Der Sachverständige hat den Risikozuschlag entsprechend der seinerzeit gültigen HFA 2/1983 unter Berücksichtigung von makroökonomischen Risiken und der Praxis der Unternehmensbewertung für Versicherungsunternehmen auf 2,5 % für das Normjahr bemessen.

Der Nachteil dieser Sachverständigenrisikoeinschätzung ist, daß sie von Außenstehenden kaum überprüft werden kann. Demgegenüber favorisiert die moderne wirtschaftswissenschaftliche Literatur zur Unternehmensbewertung (Peemöller u.a., Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Seite 237, 288 ff; Copeland u.a., Valuation, 3. ed., 214 ff) das sog. CAPM (Capital Asset Pricing Model). Dieses sieht eine Berechnung des Risikozuschlags aus dem Produkt der allgemeinen Marktprämie (= der Differenz zwischen Aktien- und Rentenrendite) und des Betafaktors (= die unternehmensindividuelle Abweichung von der Aktienrendite des Gesamtmarkts) vor. Auch wenn den diesem Kapitalmarktpreisbildungsmodell skeptisch ge-



genüberstehenden Antragstellern einzuräumen ist, daß dessen theoretischen Annahmen in der Wirklichkeit nur unvollkommen abgebildet sind, erscheint eine solche - der rationalen Nachprüfung und Diskussion zugängliche - Berechnung vorzugswürdig gegenüber einer individuellen Schätzung, mag sie noch so fachkundig sein. Zudem sind die Ausgangswerte (Marktprämie und Betafaktor) eher für informierte Aktionäre nachvollziehbar. Damit werden Unternehmensbewertungen untereinander besser vergleichbar und gestatten somit eine gewisse Standardisierung von Unternehmensbewertungen im Spruchverfahren. Dies stellt wegen der damit verbundenen Vorhersehbarkeit für die beteiligten Unternehmen und Aktionäre schon als solches einen Wert dar.

c) Marktprämie:

Die Höhe der Marktprämie ist indes alles andere als eine einfach zu bestimmende Größe. Wegen der hohen Volatilität von Aktienrenditen und der unterschiedlichen von dem Betrachtungszeitraum sehr stark abhängigen Durchschnittswerte der Aktienrendite - vgl. die anschauliche Übersicht "Aktie versus Rente", Heft 6, Studie des Deutschen Aktieninstituts - ist schon ein für die Vergangenheit unangreifbarer Durchschnittswert für die Marktprämie nicht festzustellen. Zu alledem ist zu berücksichtigen, daß es bei der Unternehmensbewertung nicht auf die historische Marktprämie sondern auf die künftige Marktprämie ankommt.



Ausgehend von der Überlegung, daß der Risikozuschlag für Aktien dem Umstand Rechnung trägt, daß ein Anleger sich sein Engagement in einem Unternehmen statt in einer quasi sicheren Rentenanlage mit einer Prämie für das zusätzlich übernommene Risiko abgelenken läßt, scheint es der Kammer für die Bestimmung der Marktprämie weiterführend, die Rendite für sehr lange Investitionsperioden in Aktien denen in Renten gegenüberzustellen. Wie die Auswertung der entsprechenden Untersuchungen ("Aktie versus Rente", Seiten 33 ff) ergibt, führt eine solche Betrachtung zudem zu einer Verkleinerung der sog. Standardabweichung (Streuung der Werte der einzelnen Perioden).

Wegen des länger zurückliegenden Stichtages (14.12.95) der streitgegenständlichen Unternehmensbewertung hat die Kammer nur die seinerzeit vorliegenden Untersuchungen für die Bestimmung der Marktprämie berücksichtigt. Unter diesen Untersuchungen gab die Kammer der ihr im Volltext vorliegenden Untersuchung von Conen/Väth (Die Bank, 1993, Seite 642 ff, dort Tabelle 3) den Vorzug. Dies auch deshalb, weil sie einen sehr langen Zeithorizont (1875 bis 1992) mit insgesamt 22 dreißigjährigen Investitionsperioden und entsprechend unterschiedlichen wirtschaftlichen Gegebenheiten berücksichtigt und daher für eine "Ewigkeits"prognose gut geeignet erscheint. Berechnet man aus der o.a. Tabelle 3 die Differenz der Durchschnittsrenditen für Aktien (8,88 %) bzw. Renten (5,20 %) dieser zahlreichen langjährigen Investitionsperioden ergibt sich eine durchschnittliche Überrendite für Aktien von 3,68 %, die zur Vermeidung von Scheingenauigkeiten auf 3,7 % aufgerundet wurde. Die Untersuchung von Morawietz (zitiert



in "Aktien versus Rente", Seite 83 f) kommt zu vergleichbaren Zahlen für dreißigjährige Halteperioden, nämlich 3,38 %, bzw. 3,55 % für vierzig Jahre.

d) Betafaktor:

Das Maß ("Beta") für das individuelle Risiko der seinerzeitigen Frankona gegenüber der allgemeinen Marktprämie hat die Kammer dem Eingliederungsbericht der Antragsgegnerin zu 1) aus dem Jahre 2000 entnommen. Der dort berücksichtigte Betafaktor in Höhe von 0,584 beruht auf dem Branchendurchschnittswert für internationale Rückversicherungsunternehmen. Obwohl es sich hierbei um ein Vergangenheits-Beta aus dem Jahr 1999 und kein Zukunfts (predicted) Beta für 1996 handelt, schien dieser Wert für die Berechnung annehmbar und wurde zur Vermeidung von Scheingenauigkeiten auf 0,6 % gerundet.

Hieraus errechnet sich ein individueller Risikozuschlag für die streitgegenständliche Unternehmensbewertung von 2,2 % ($3,7 \times 0,6 = 2,22$).

e) Inflationsabschlag:

Bei der Festsetzung des Kapitalisierungszinses ist zu berücksichtigen, daß sich die Geldentwertung im jeweiligen Rentenzinsfuß niederschlägt. Während die der Inflation für die Planjahre 1995 und 1996 nicht zu berücksichtigen ist, weil dort die Werte inflationsangepaßt berechnet wurden, stellt sich für die ewige Rente das Problem, daß der für die Vereinfachung der Rechnung angenommene, auf die Ewigkeit unveränderte Wert den Inflationseffekt nicht



berücksichtigt. Es ist davon auszugehen, daß jedes Unternehmen im gewissem Umfang ihre Einnahmen - wenn auch zeitverzögert - der Inflation anzupassen vermag. Obwohl ein solcher Inflationsabschlag vom Kapitalisierungszins zugleich einen stetig steigenden Ertrag ohne jegliche Begrenzung impliziert, erscheint es angemessen, den vorsichtigen Inflationszuschlag des Sachverständigen von 1 % für die ewige Rente zu übernehmen. Überzeugendere Alternativen sind der Kammer nicht unterbreitet worden.

f) Der Kapitalisierungszins im Überblick:

Für die Planjahre 1995 errechnet sich somit ein Kapitalisierungszins von 8,9 %, der sich aus einem Basiszinssatz von 6,7 % und einem Risikozuschlag von 2,2 % errechnet. Für die ewige Rente ergibt sich ein Kapitalisierungszins von 8,25 %, der sich zusammensetzt aus einem Basiszinssatz von 7,05 %, einem Risikozuschlag von 2,20 % abzüglich einem Inflationsabschlag von 1 %.

5. Die jeweiligen Erträge für die Geschäftsjahre 1995, 1996 und 1997 ff. (oben 3 f) ergeben unter Berücksichtigung der jeweiligen Kapitalisierungszinssätze einen auf den Stichtag, vom 14.12.85, abgezinsten Unternehmenswert von DM 2.277.790,00.

Die Berechnung ist in der nachfolgenden Übersicht dargestellt.



Geschäftsjahr	nominal TDM	Faktor	Barwerte zum 31.12.1995 TDM
1995	141.316	1,00000	141.316
1996	185.229	0,91827	170.090
ab 1997	176.357	11,19745	1.974,750
Gesamtsumme (Ertragswert zum 31.12.95)			2.286.157
Unternehmenswert zum 14.12.1995: (Abzinsung um 16 Zinstage)			<u>2.277.790</u>

IV.

1. Die angemessene Abfindung:

Die angemessene Barabfindung gemäß § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG beträgt EUR 320. Diese errechnet sich aus dem Unternehmenswert von DM 2.277.790.000 geteilt durch die Gesamtzahl der Inhaber- und Namensaktien von 3.636.204 Stück. Der DM-Wert von 626,42 war aufgrund der Währungsumstellung in Euro 320,28 zu überführen. Dieser Betrag wurde auf den angemessenen Barabfindungsbetrag von EUR 320 gerundet. Er ist gemäß § 305 Abs. 3 2. Halbsatz AktG mit 2 % über dem jeweiligen Diskontsatz seit 8.1.97 zu verzinsen.



2. Angemessener Ausgleich:

Der angemessene Ausgleich gemäß § 304 Abs. 2 Satz 1, 3 AktG beträgt EUR 13,30. Die Kammer hat ihn entsprechend der Vorgehensweise des Sachverständigen (Seite 71 des Gutachtens) errechnet. Hierbei war zu berücksichtigen, daß künftige Ausschüttungen um die gesetzlich vorgeschriebenen künftigen Zuführungen zur Schwankungsrückstellung in Höhe von DM 44.170.000 (= 3,5 % von DM 1.262.000.000) zu kürzen waren.

Unter weiterer Berücksichtigung eines Gewerbeertragssteuersatzes von 19,35 %, dem seinerzeitigen Körperschaftsteuersatz von 30 % und dem Solidaritätszuschlagesatz von 7,5 % stellt sich die Rechnung folgendermaßen dar:

Jährlicher Überschuß vor Schwankungsrückstellung:	188.608 TDM
abzüglich verrenteter Ertrag für 1995 (nach GewErSt):	13.815 TDM
Zinszuführung zur Schwankungsrückstellung (nach GewErSt):	<u>35.623 TDM</u>
Zwischensumme:	139.170 TDM
abzüglich Ausschüttungsbelastung	
a) KSt	41.751 TDM
b) Solz	<u>3.131 TDM</u>
Betrag für die jährliche Ausgleichszahlung:	94.288 TDM
	=====

Diese jährliche Ausgleichszahlung ist durch die Anzahl der Aktien (3.636.204 Stück) zu teilen. Der hieraus errechnete Ausgleichsbetrag von DM 25,93 entspricht EUR 13,26. Der angemessene, gerundete Ausgleich beträgt somit EUR 13,30.



3. Berücksichtigung der individuellen Steuer:

Nach Überzeugung der Kammer ist es nicht sachgerecht bei der Unternehmenswertberechnung in einem Spruchverfahren für die Bestimmung des angemessenen Ausgleichs bzw. der angemessenen Barabfindung die steuerlichen Auswirkungen auf den einzelnen Anteilsinhaber zu berücksichtigen. Dies ergibt sich schon daraus, daß weder ein Durchschnittsteuersatz für die außenstehenden Aktionäre der Frankona zu ermitteln ist, noch davon ausgegangen werden kann, daß die steuerlichen Verhältnisse am Stichtag auf einen längeren Zeitraum - geschweige denn auf die Ewigkeit - unverändert bleiben.

Die vom neuen IDW-Standard S I vorgesehene Berücksichtigung einer typisierten Steuerbelastung vermag nicht zu überzeugen. Ein typisierter Steuersatz von 35 % ist, soweit für die Kammer erkennbar, durch keinerlei empirische Untersuchung untermauert. Er berücksichtigt zudem nicht den Umstand, daß Aktien in zunehmendem Maße von institutionellen Anlegern (Fonds) gehalten werden, die z.B. wegen ihres Auslandssitzes der inländischen Steuer gar nicht unterliegen.

V.

Nebenentscheidungen:

Die Kostenentscheidung beruht auf §§ 306 Abs. 7 Satz 7 AktG, 13 a Abs. 1 Satz 1 FGG.

Bei der Festsetzung des Geschäftswerts gemäß § 306 Abs. 7 Sätze 5 und 6 AktG, 30 Abs. 1 KostO war von einem Anteil der außenstehenden Aktionäre am Gesamtkapital von ca. 8 % (= ca.



290.000 Aktien) und einer Differenz zwischen der angebotenen und der festgesetzten angemessenen Abfindung von DM 196 (= DM 620 ./.. DM 424) auszugehen. Der Geschäftswert beträgt somit fast 57 Mio. DM, entspricht rund 29 Mio. EUR.

Die Vergütung der Vertreter der außenstehenden Aktionäre war gemäß § 306 Abs. 4 Satz 7 AktG festzusetzen. Hierbei wurde neben der langen Dauer des Verfahrens, der Umfang der Tätigkeit und die auch im Vergleich zu sonstigen Spruchverfahren überdurchschnittliche Schwierigkeit der Materie berücksichtigt. Es schien nicht sachgerecht, zwischen der Tätigkeit des Vertreters der außenstehenden Aktionäre für den Ausgleich einerseits und der Abfindung andererseits zu differenzieren. In dem festgesetzten Pauschbetrag von EUR 30.000 ist die Mehrwertsteuer enthalten.

Die gerichtliche Entscheidung über den Ausgleich und die Abfindung ist gemäß § 306 Abs. 6 AktG nach Rechtskraft durch den Vorstand der Gesellschaft bekanntzumachen.