

91 O 164/06



Landgericht Köln

Beschluss

In dem aktienrechtlichen Spruchverfahren
zur Bestimmung einer angemessenen Barabfindung betreffend das Squeeze out
der Gerling Konzern Allgemeine Versicherungs-Aktiengesellschaft.

gegen

hat die 11. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Köln
durch ihre Mitglieder und
am 10. Januar 2020
beschlossen:

I. Die Anträge der Antragsteller zu 65 67 78
79 82 und 83 werden als

unzulässig zurückgewiesen.

II.

Die angemessene Barabfindung für die am 20. September 2006 von der Hauptversammlung der Gerling-Konzern Allgemeine Versicherungs- Aktiengesellschaft beschlossene Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Gerling-Konzern Allgemeine Versicherungs- AG auf

wird auf EUR 11,26 je Aktie gerichtlich festge-

setzt.

III.

Die weitergehenden Anträge werden zurückgewiesen.

IV.

Die Gerichtskosten einschließlich der Vergütung und der Kosten des gemeinsamen Vertreters der ausgeschiedenen Aktionäre trägt die Antragsgegnerin.

Sie trägt ferner die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller mit Ausnahme der Antragsteller zu 65, 67, 78, 79, 82 und 83, die ihre außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen haben.

Die Antragsgegnerin trägt ferner ihre eigenen außergerichtlichen Kosten.

V.

Der Geschäftswert wird auf EUR 7,5 Mio. festgesetzt.

Gründe:

1.

a) Squeeze Out

Die Antragsgegnerin war mit 95,48 % des Grundkapitals von 224.789.463 €, nämlich mit 214.629.786 von 224.789.463 auf den Namen lautenden, vinkulierten Aktien mit einem Nennwert von jeweils 1,00 € Hauptaktionärin der Gerling-Konzern Allgemeine Versicherungs-AG (im Folgenden: GKA). Die Antragsteller, waren Minderheitsaktionäre.

Die GKA ist börsennotiert. Ihre Aktien wurden im Freiverkehr an den Börsen Berlin/Bremen, Düsseldorf, Frankfurt am Main, München und Stuttgart sowie im XETRA gehandelt. Sie war im Jahre 2006 in allen wesentlichen Versicherungszweigen der Schadens- und Unfallversicherung mit Schwerpunkt in Deutschland tätig. Zweigniederlassungen wurden weltweit unterhalten. Die GKA unterhielt zum Teil als herrschendes Unternehmen zahlreiche Beteiligungen an verbundenen Unternehmen (vergleiche die Übersichten in Anl. 1 und Anl. 3 des Gutachtens vom 22.12.2014).

Die Antragsgegnerin ist eine Holdinggesellschaft, in der das gesamte Erstversicherungsgeschäft des Gerling-Konzerns gebündelt war. Alleinige Gesellschafterin der Antragsgegnerin war seit Mai 2006 die

Sämtliche Aktien der werden von dem gehalten.

In der ordentlichen Hauptversammlung der GKA vom **20. September 2006** wurde der Beschluss gefasst, die Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin gemäß dem Verfahren zu übertragen. Als Abfindung wurde ein Betrag von 5,47 EUR je Aktie bestimmt. Die Höhe der Barabfindung war zuvor von der Antragsgegnerin in ihrem **Übertragungsbericht** auf Grundlage eines von der **erstatteten**

Gutachtens vom 28. Juli 2006 festgelegt worden,

Der der von der Kammer mit Beschluss vom 07.06.2006 gerichtlich bestimmte sachverständige Prüfer

(verantwortliche Prüfer:

hat in seinem Prüfbericht vom 1. August 2006 die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung bestätigt.

Zur Beendigung der gegen den Übertragungsbeschluss erhobenen Anfechtungsklagen sowie des von der GKA eingeleiteten Freigabeverfahrens verpflichteten sich die GKA und die Antragsgegnerin durch gerichtlichen Vergleich vom 14.05.2007, eine zusätzliche Barabfindung von 2,53 € je Aktie zu zahlen. Darüber hinaus verpflichteten sie sich, einen weiteren Zuzahlungsbetrag von 0,50 € je Aktie an diejenigen Aktionäre der GKA zu zahlen, die bereits vor dem 1. März 2007 Aktionäre gewesen waren. Der Vergleich wurde am 21.05.2007 im elektronischen Bundesanzeiger veröffentlicht.

Die Eintragung des Übertragungsbeschlusses der Hauptversammlung vom 20.09.2006 in das Handelsregister erfolgte am 14.05.2007, die **Bekanntmachung** der Eintragung in das Handelsregister erfolgte auf der Internetseite www.handelsregister.de am **18.05.2007**.

b) Gutachten

Das von [] erstellte **Gutachten vom 28.07.2006** orientiert sich an den Grundsätzen IDW S 1 und ermittelt auf den Tag der Hauptversammlung als Stichtag einen Unternehmenswert der GKA vom 1.054,8 Mio. €.

Die Sachverständigen sehen das zu bewertende Unternehmen in einem positiv bewerteten konjunkturellen Umfeld. Dies gelte auch für den deutschen Versicherungsmarkt. Die Unternehmen des Gesamtverbandes der deutschen Versicherungswirtschaft hätten ihre Brutto-Beitragseinnahmen im Jahr 2005 um 3,8 % steigern können. Hiervon entfallen auf den Bereich der Lebensversicherungen eine Steigerung von 6,9 %, auf die Krankenversicherungen um 3,4 %. Die Beitragsentwicklung der Schaden- und Unfallversicherer sei hingegen mit -0,2 %

schwächer als im Vorjahr (1,8 %) gewesen. Im Gegenzug habe der Schadensaufwand um 0,8 % zugelegt, so dass sich eine combined ratio von 92 % ergeben habe. Das versicherungstechnische Ergebnis habe sich bei den deutschen Schaden- und Unfallversicherungen damit von 4,87 Milliarden auf 4,40 Milliarden € verschlechtert. Die Sachverständigen verweisen auf eine Äußerung des Gesamtverbandes der deutschen Versicherungswirtschaft, wonach sich dieser Trend auch 2006 fortsetzen werde. Auch im Bereich der Kraftfahrtversicherung sei es zu einem Rückgang des Beitragsaufkommens um 2,3 % gekommen. Auch das Sachversicherungsgeschäft habe einen Beitragsrückgang zu verzeichnen. Hier sei zudem eine Verschlechterung der Schaden-Kosten-Quote zu verzeichnen. Einen positiven Beitrag zum Geschäftsergebnis der Kompositversicherer hätten die Allgemeine Unfallversicherung sowie eine Haftpflichtversicherung beigesteuert.

Für die Versicherungswirtschaft insgesamt gehe der Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft nur noch von einem gebremsten Anstieg im Jahr 2006 aus. Nach dem Beitragswachstum von 3,8 % in 2005 werde für das Jahr 2006 für die gesamte Versicherungswirtschaft von einem Prämienplus von ca. 1,5 % ausgegangen. Gründe hierfür seien das schwierige gesamtwirtschaftliche Umfeld, die hohe Durchdringung des deutschen Versicherungsmarktes sowie der intensive Preiswettbewerb.

Die Marktstruktur des deutschen Versicherungsmarktes sei durch eine hohe Dynamik, einen intensiven Wettbewerb sowie einen relativ geringen Konzentrationsgrad gekennzeichnet. Es sei allerdings zu erwarten, dass sich die Marktkonsolidierung durch Fusionen und Übernahmen auch in den kommenden Jahren fortsetzen würden. Auch der Preiswettbewerb werde weiterhin anhalten.

Die GKA liege mit Beitragseinnahmen von 2,4 Milliarden € und einem Marktanteil von 3,8 % an vierter Stelle der deutschen Schaden- und Unfallversicherer.

Sodann stellen die Gutachter die Vermögenslage der GKA dar. Die Struktur der Aktiva sei durch eine Dominanz der Kapitalanlagen gekennzeichnet, deren Anteil an den Aktiva im Zeitraum von 2003 bis 2005 von 70,7 % auf 85,6 % gestiegen sei. Als größter Posten auf der Passivseite seien die versicherungstechnischen

Rückstellungen im Verhältnis zu Bilanzsumme überproportional von 69,4 % in 2003 auf 73,5 % in 2005 angestiegen. Ursächlich hierfür sei neben der Schwankungsrückstellung, für die in 2004 nach einer BaFin-Prüfung die Beobachtungszeiträume angepasst worden seien und deren Berechnung in 2005 die neue BerVersV (Verordnung über die Berichterstattung von Versicherungsunternehmen gegenüber dem Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen) zugrunde gelegt worden sei, vor allem die Erhöhung des Selbstbehaltes sowie die Bestandsübernahme von der Gerling G&A Versicherungs-AG Saarbrücken. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf die Seiten 9 ff. des Bewertungsgutachtens verwiesen.

Bei der Unternehmensbewertung sind die Gutachter sodann von den **Planungsunterlagen** der GKA ausgegangen und halten die Planungen der Gesellschaft für die Jahre 2006 bis 2009 grundsätzlich für plausibel. Nur in Einzelbereichen sei der Planansatz in Abstimmung mit der Gesellschaft geringfügig modifiziert worden. Anzupassen sei jedoch das Kapitalanlageergebnis. Hier haben die Gutachter bezüglich der Verzinsung der Kapitalanlagen eine auf die Annahmen zum Kapitalisierungszinssatz abgestimmte Renditestruktur für die unterschiedlichen Asset-Klassen angesetzt. Für den Zeitraum ab dem Geschäftsjahr 2010 und die Folgejahre sei der geplante Jahresüberschuss des Jahres 2009, bereinigt um nicht nachhaltige Ergebniskomponenten, übernommen worden. Die Bereinigungen betreffen vor allem den Schadenaufwand, das Rückversicherungs- und das Kapitalanlageergebnis, die Zuführungen zur Schwankungsrückstellung sowie die Ertragsteuern.

Bei der Ermittlung des **Kapitalisierungszinssatzes** legen die Gutachter einen Basiszinssatz von 4,5 %, eine Risikoprämie von 5,5 %, einen Betafaktor von 1,1 % sowie einen Wachstumsabschlag von 0,5 % zu Grunde.

Die Renditen langlaufender Bundesanleihen lägen aktuell (2006) mit gut 4 % auf einem historisch sehr niedrigen Niveau. In der Vergangenheit habe der Durchschnitt der Renditen bei 7 % gelegen. Bei der Festlegung sei zu berücksichtigen, dass die Geldanlage im zu bewertenden Unternehmen mit einer fristadäquaten alternativen Geldanlage zu vergleichen sei, damit der Basiszinssatz laufzeitäquivalent sei.

Hierzu bestehe die Möglichkeit des Rückgriffs auf langfristige historische Durchschnittswerte. Alternativ und hier zugrunde zu legen sei eine Ermittlung des Basiszinses unter Berücksichtigung der jeweils aktuellen Zinsstrukturkurve quasi risikofreier Zero-Bond-Anleihen. Daraus errechne sich ein Basiszinssatz von 4,5 % vor Steuern bzw. unter Berücksichtigung einer typisierten Einkommensteuerbelastung von 35 % von 2,93 % nach Steuern.

Aus der Untersuchung von Stehle (2004) ergebe sich für den deutschen Markt eine Marktrisikoprämie von 6,66 %. Dieser aus historischen Daten ermittelte Wert sei wegen der gewachsenen Effizienz der Kapitalmärkte nach unten anzupassen. Auch Stehle halte einen Abschlag von 1,0 % bis 1,5 % für vertretbar. Unter Abwägung dieser Ergebnisse habe der Arbeitskreis Unternehmensbewertung (AKU) für Unternehmensbewertungen ab dem 01.01.2005 eine Bandbreite für Marktrisikoprämien von 5,0 % und 6,0 % (nach persönlicher Einkommensteuer) für den deutschen Markt empfohlen. Ausgegangen werde von dem Mittelwert dieser Bandbreite von 5,5 %.

Den Betafaktor als Maß für das systematische Risiko des untersuchten Eigenkapitaltitels ermitteln die Gutachter über eine Peer-Group. Aufgrund des hohen Anteils an Industrieversicherungsgeschäft bei der GKA sei es schwierig, geeignete Vergleichsunternehmen auszuwählen. Daher bilden die Gutachter mehrere Peer-Groups börsennotierter Versicherungs-Aktiengesellschaften und gelangen so für Deutschland, Europa und die Welt zu Betafaktoren von 1,04 bis 0,96 (ungewichtet) bzw. 1,25 bis 1,11 (gewichtet). Nur solche Unternehmen seien einbezogen worden, die ein signifikantes Bestimmtheitsmaß (R^2) aufwiesen. Dabei seien die Ergebnisse der europäischen und der weltweiten Peer-Group am besten geeignet, Rückschlüsse auf den Betafaktor der GKA zuzulassen. Das höhere Risiko der GKA angesichts der hohen Schwankungsanfälligkeit des Industrieversicherungsgeschäfts und die besondere Entwicklung der GKA in der jüngsten Vergangenheit rechtfertige einen Ansatz des Betafaktors oberhalb des Gesamtmarkt-Betas von 1,0, nämlich bei 1,10:

Wegen des zunehmenden Wettbewerbs und der weitgehend gesättigten Märkte seien für die GKA Beitragssteigerungen nur bedingt zu unterstellen. Bereits in der

Vergangenheit habe beobachtet werden können, dass ein zunehmender Wettbewerb zu tendenziell sinkenden oder allenfalls stabilen Ergebnissen führe. Deshalb könne nur im begrenzten Maße von einem nachhaltigen Wachstum in der Zukunft ausgegangen werden, so dass für die ewige Rente ein Wachstumsabschlag von 0,5 % anzusetzen sei. Dieser Wert liege in der Bandbreite der bei Unternehmensbewertungen in jüngerer Zeit verwendeten Wachstumsabschläge.

Damit errechne sich ein Kapitalisierungszinssatz nach Steuern von 8,98 % sowie unter Berücksichtigung des Wachstumsabschlags von 0,5 % für die ewige Rente ein Kapitalisierungszinssatz nach Steuern von 8,48 %.

Bei den erwarteten Nettoausschüttungen beschreiben die Gutachter die **Planungsrechnung** der GKA, die auf einer Spartenplanung beruhe, die nach IFRS erstellt sei. Die Planungsrechnung umfasse die drei Geschäftsbereiche Industrie-, Firmen- und Privatkunden-Geschäft und sei in so genannte Lines of Business (LoB) eingeteilt. Das versicherungstechnische Ergebnis aus der Spartenplanung nach IFRS sei in ein versicherungstechnisches Ergebnis nach HGB überzuleiten. Unterschiede bestünden im Wesentlichen in einer höheren Schadenrückstellung bedingt durch den Grundsatz der Einzelreservierung nach HGB und durch die Berücksichtigung der Veränderung der Schwankungsrückstellung.

Das Wachstum der verdienten **Bruttobeiträge** im Planungszeitraum betrage durchschnittlich 3,1 % im Jahr. Im Jahr 2009 werde nach der Planung ein Prämienvolumen von 2,65 Milliarden € erreicht, was vor allem auf dem Anstieg der Prämien in den beiden stärksten Sparten Haftpflicht- und Feuerversicherung beruhe. Durch das verbesserte Rating in 2005 seien die verdienten Brutto-Auslandsbeiträge um 13,5 % gestiegen, während die Brutto-Inlandsbeiträge in 2005 (lediglich) um 6,6 % angestiegen seien. Gleichzeitig seien die Versicherungsbeiträge in 2005 als Folge höherer Selbstbehalte deutlich zurückgegangen, was zu einem stärkeren Anstieg der verdienten Netto-Beiträge geführt habe.

Die Planung der **Schadensaufwendungen** erfolge über die so genannten „ultimate loss ratios“ (ulr). Nach Untersuchung der Schadensaufwendungen für die Jahre ab

2001 gelangen die Gutachter zu dem Ergebnis, dass die Planung der GKA insoweit insgesamt plausibel sei. Die nachhaltige (ab 2010) bilanzielle Schadenquote (netto) setzen die Gutachter auf 70,6 % fest. Dieser Wert liegt über den Planzahlen für die Jahre 2006 bis 2009 (vergleiche zu den Einzelheiten Seite 30 ff. des Gutachtens).

Bei den **Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb** finden sich sowohl bei den Abschlusskosten als auch bei den Verwaltungskosten Steigerungen in der Planungsrechnung der GKA. Auch dies halten die Gutachter für plausibel.

Für **sonstige versicherungstechnische Erträge und Aufwendungen** sehen die Gutachter keinen Anlass zu Korrekturen.

Auch bei den **versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen** sehen die Gutachter keinen Änderungsbedarf für die Detailplanungsphase. Für die Jahre ab 2010 passen sie allerdings die Zuführungen zur Schwankungsrückstellung auf ein übliches Dotierungsniveau bezogen auf einen mit dem Wachstumsabschlag wachsenden Sollwert auf 60 % an.

Das **Rückversicherungsergebnis** für die Detailplanungsphase sei durch die Erhöhung des Selbstbehalts der GKA günstig beeinflusst, was in der Unternehmensplanung berücksichtigt sei. Der Aufwand für die Rückversicherung betrage im Planungszeitraum durchschnittlich etwa 7 %. Bereinigt um den Anteil des sogenannten Fronting-Geschäfts reduziere sich die Rückversicherungsergebnisquote für die Jahre ab 2010 um rund 2 bis 3 Prozentpunkte.

Das **Kapitalanlageergebnis** haben die Gutachter zu Bewertungszwecken komplett neu geplant. Dies führe gegenüber der gesellschaftseigenen Planung zu einer deutlichen Ergebniserhöhung. Die Neuplanung sei zur Sicherstellung der Konsistenz des bewertungsrechtlichen Vorgehens erforderlich. Die Gutachter betrachten die Renditen der einzelnen Asset-Klassen, wobei die Verteilung des Kapitalanlagebestands auf die unterschiedlichen Klassen auf den Annahmen der Gesellschaftsplanung beruht, die sich auch in der Zukunft nicht ändern soll. Die Ergebnisse finden sich auf Seite 44 des Gutachtens.

Für das **sonstige nichtversicherungstechnische Ergebnis** sehen die Gutachter sodann wiederum keinen Anlass für eine Bereinigung.

Die aus der Übernahme der GKA durch die -Gruppe resultierenden Synergien seien in der Planung nicht enthalten und deshalb ergänzend einzubeziehen. Dabei seien nur solche Synergie-Effekte zu berücksichtigen, die aufgrund des von der geplanten Konzeptes zur Zusammenlegung der Rechtsträger auch ohne Durchführung des Missbrauchs und die sich daran anschließende Verschmelzung zu realisieren wären. Synergie-Effekte ergäben sich hinsichtlich Vertrieboptimierungen, Betriebsoptimierungen und Sachkosteneinsparungen abzüglich von Restrukturierungskosten und entgangenen Erträgen („Abrieb von Prämieinnahmen“). Während im Jahr 2007 die Kosten aus der Integration der GKA in den -Konzern noch die Einspareffekte überstiegen, ergäben sich ab 2008 höhere Erträge, die ab 2010 bei 9,7 Mio. € pro Jahr lägen. Die erläuterten Ergebnisse der Gutachter finden sich auf Seite 45 des Gutachtens:

Schließlich berücksichtigen die Gutachter noch die zur Erreichung der Zielmindestsolvabilität von 50 Mio. € notwendigen Aufwendungen sowie die von der GKA zu zahlenden **Steuern**.

Zusammenfassend (vgl. Seite 49 f. des Gutachtens) stellen die Gutachter sodann die Ertragssituation der GKA für die Jahre ab 2006 da. Für die Geschäftsjahre ab dem Jahr 2010 sei ein nachhaltig prognostizierter Überschuss anzusetzen, der im Wesentlichen dem Ergebnis des Jahres 2009 entspreche. Die Gutachter gelangen so zu einem **Unternehmenswert per 20.09.2006 von 1.054.761 T€**, was einem **Ertragswert je Aktie von 4,70 €** (gerundet) entspreche.

Aufgrund des Umstandes, dass der gewichtete durchschnittliche **Börsenkurs** für den Zeitraum vom 02.02.2006 bis 02.05.2006 **5,47 €** betrage und damit über dem von ermittelten Wert je Aktie liege, hat die Antragsgegnerin die Barabfindung je Aktie gemäß § 327 a AktG auf eben diesen Betrag festgesetzt (Seite 35 des Übertragungsberichts).

c) Der sachverständige Prüfer gelangt unter Auseinandersetzung mit den Einzelheiten der Bewertungsparameter zu dem

Ergebnis, dass die von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung von 5,47 € je Aktie angemessen sei.

Wegen der Einzelheiten wird auf den **Bericht des sachverständigen Prüfers vom 01.08.2006** verwiesen.

d) Das Gericht hat Rechtsanwalt Dr. Klocke zum **gemeinsamen Vertreter** der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt.

2.

Zur Begründung ihrer Anträge auf Bestimmung der angemessenen Abfindung machen die Antragsteller geltend, die festgesetzte Barabfindung von 5,47 € je Aktie sei zu niedrig und daher unangemessen.

a) Einige Antragsteller beanstanden die Auswahl des sachverständigen Prüfers durch das Gericht. Es sei der Wunschprüfer der Antragsgegnerin ausgewählt worden. Dieser habe auch keine eigenständige Prüfung durchgeführt, was sich schon daraus ergebe, dass sie zeitlich parallel mit der Bewertung erfolgt sei.

Einzelne Antragsteller sind der Auffassung, die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung sei auf der Grundlage der im Übertragungsbericht veröffentlichten Daten nur eingeschränkt möglich. Auch der Bericht des sachverständigen Prüfers biete keine weitergehenden Überprüfungsmöglichkeiten. Insbesondere vermissen einige Antragsteller eine kritische Auseinandersetzung des sachverständigen Prüfers mit den Ansätzen im Übertragungsbericht respektive im Gutachten

Einige Antragsteller beantragen, ihnen gemäß § 7 Abs. 7 SpruchG sämtliche Unterlagen auszuhändigen, die Grundlage der Unternehmensbewertung waren und Aufschluss über die interne Ertragseinschätzung der GKA geben könnten, insbesondere der Unterlagen, der ausweislich der Seiten 2 und 3 des Prüfungsberichts an den sachverständigen Prüfer ausgehändigt wurden.

b) In methodischer Hinsicht sind einige Antragsteller der Auffassung, die Gutachter seien ständig zwischen den Rechnungslegungssystemen der IFRS und des HGB

gewechselt. Da die unternehmenseigene Planungsrechnung nach IFRS erstellt worden sei, müsse dies auch bei der Begutachtung Niederschlag finden.

Was die Plausibilisierung der Planergebnisse mittels einer Vergangenheitsanalyse anbetrifft, wird die Auffassung vertreten, es müssten längere Zeiträume statt wie hier nur die Jahre 2003 bis 2005 herangezogen werden. Vertreten wird ferner, außer den Jahresabschlüssen der genannten Jahre hätten die Ergebnisse der Quartalsberichte I-III/2006 zur Plausibilisierung herangezogen werden müssen. Die Planungsprognose sei verfälscht, wenn annähernd ein Dreivierteljahr der Vergangenheit in die Prognose verlagert werde.

Beanstandet wird ferner die Vorgehensweise bei der Berücksichtigung der Erträge der Tochtergesellschaften der GKA. Es sei nicht erkennbar, dass und wie diese Erträge bei der Unternehmensbewertung berücksichtigt worden seien.

Verschiedene Antragsteller beanstanden, die aus der Übernahme durch die Gruppe resultierenden Synergien seien nicht ausreichend berücksichtigt. Die in der Planung mitgeteilten Zahlen seien ersichtlich zu niedrig angesetzt.

Beanstandet wird ferner, es sei nicht berücksichtigt worden, dass die Erträge der GKA aus Kapitalanlagen teilweise steuerfrei vereinnahmt würden. Der Ansatz eines einheitlichen Gewerbesteuerhebesatzes von 450 % stelle eine unzulässige Vereinfachung dar.

Als fehlerhaft wird ferner gerügt, dass steuerliche Besonderheiten insbesondere ausländischer Aktionäre nicht berücksichtigt worden seien.

c) Zahlreiche Einwendungen betreffen die Planannahmen der GKA.

Zahlreiche Antragsteller vertreten die Auffassung, dass sowohl das Wachstum der verdienten Bruttobeiträge im Planjahr 2006 mit 4,9 % und danach folgend in den Jahren 2007, 2008 und 2009 mit 2,5 %, 2,8 % und 2,3 % als auch der verdienten Nettobeiträge in 2006 mit 6,3 % und in den nachfolgenden Planung Jahren mit weiter abnehmenden Wachstumsraten zu niedrig angesetzt worden sei. Die guten Konjunkturaussichten seien nicht adäquat bei der Planung dieser Beträge berücksichtigt worden. Dies gelte auch und insbesondere für die

Beitragsentwicklung in der Kfz-Haftpflichtversicherung. Auch die nochmalige Verbesserung des Ratings von A- auf A+ am 20.06.2006 sei nicht angemessen bei der Planung der Beiträge berücksichtigt worden. Nicht nachvollziehbar sei ferner, dass im Jahr 2010 das geplante Beitragswachstum von 3,1 % im Vorjahr auf nur noch 0,5 % sinke. Einzelne Antragsteller stellen die im Bewertungsgutachten dargestellten Zahlen mit der Begründung in Zweifel, aus dem Jahresabschluss 2005 ergebe sich, dass allein die Bruttobeiträge der GKA im Jahre 2005 2,5 Milliarden € betragen hätten. Der Ansatz von 2.341,9 Mio. € müsse deshalb zu niedrig sein. Nicht nachvollziehbar sei ferner der in Ansatz gebrachte Prämienabrieb von annähernd 5,0 Million. € pro Jahr.

Auch die Planung des Schadenaufwandes wird kritisiert. Diverse Antragsteller vertreten die Auffassung, dass die Schadenaufwendungen zu hoch angesetzt worden seien und der starke Anstieg der ultimate loss-ratios von durchschnittlich 53,0 % im Vergangenheitszeitraum auf sprunghaft 60 % im Planungszeitraum nicht sachgerecht sei. Insbesondere gelte dies für den Anstieg im Bereich Haftpflicht von 46,5 % auf 64,9 %. Zahlreiche Antragsteller vertreten die Auffassung, dass die Schadenaufwendungen für Schäden (so genannte CAT-Ereignisse, Katastrophenschäden etc.) im Planungszeitraum mit 90 Mio. € alle drei Jahre bzw. jährlich 30 Mio. € zu hoch angesetzt worden seien. Zudem seien die Rückversicherungsanteile von 70 Millionen € alle drei Jahre zu gering bemessen.

Ebenfalls nicht nachvollziehbar sei der weitere Anstieg der ulr vom letzten Planungsjahr 2009 (60,3 %) auf 61,4 % ab 2010. Die Antragsteller weisen ferner darauf hin, dass diese im Bewertungsgutachten durchgeführte zusätzliche Erhöhung der ulr zur Bereinigung von zyklischen Schwankungen nicht angezeigt sei, das sich in der ewigen Rente grundsätzlich alle Zyklen und Antizyklen ausgleichen.

Verschiedene Antragsteller kritisieren die geplante Kostenentwicklung als zu hoch. Dies betrifft sowohl die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb als auch die Combined ratios (Schaden-Kostenquote). Es sei nicht plausibel, dass bei rückläufigem Beitragswachstum ein vergleichsweise höherer Anstieg der Kosten, insbesondere der Abschlusskosten geplant werde. Die Planung der Kostenquote

stehe überdies im Widerspruch zu anders lautenden Äußerungen der Verantwortlichen. Die sich aus dem Kostensenkungsprojekt „Lego“ ergebenden Effekte hätten bereits ab 2006 berücksichtigt werden müssen.

Vertreten wird ferner, dass die Berücksichtigung der Zuführung zur Schwankungsrückstellung im Planungszeitraum nicht sachgerecht sei. Die gemäß HGB zu bildende Schwankungsrückstellung sei nach die IFRS nicht anzusetzen. Der in dem Bewertungsgutachten vorgenommene HGB-Planungsansatz führe daher zu deutlich niedrigeren Erträgen und damit zu einem niedrigeren Unternehmenswert.

Beanstandet wird ferner, dass die Ergebnisse aus Kapitalanlagen zu niedrig angesetzt worden seien.

Fehlerhaft sei auch die Behandlung der stillen Reserven. Diese seien zum Stichtag 31.12.2005 angesetzt worden. Maßgeblich sei jedoch der Bewertungsstichtag 20.09.2006. Außerdem seien in den Kapitalanlagen stille Reserven enthalten, die in der Unternehmensbewertung keine Berücksichtigung gefunden hätten.

Einige Antragsteller kritisieren die geplante Höhe der Rücklagen zu Ausführungen insbesondere für das Jahr 2007, die in Höhe von rund 40 Millionen € nicht notwendig sei. Die Rücklagenzuführungen dürften maximal den gestiegenen Versicherungssummen entsprechen.

Die angesetzte Ausschüttungsquote von 100 % sei unrealistisch, weil deutsche Aktiengesellschaften und insbesondere Versicherungsunternehmen im Durchschnitt lediglich 30 % ihrer Erträge ausschütteten. Auch die GKA habe in der Vergangenheit keine durchschnittliche Ausschüttungsquote von 100 % gehabt.

Die Annahme im Bewertungsgutachten, nicht betriebsnotwendiges Vermögen liege nicht vor, sei unzutreffend. So sei die Gerling-Zentrale am Friesenplatz zwischenzeitlich verkauft worden. Es sei davon auszugehen, dass dieser Verkauf zum Zeitpunkt der Bewertung bereits geplant war und deshalb in der Unternehmensbewertung hätte berücksichtigt werden können und müssen. Problematisch sei auch, dass sämtliches Grundvermögen als betriebsnotwendig

angesehen werde. Dies sei zu hinterfragen. Gänzlich unberücksichtigt blieben Kunstwerke. Überdies sei ein erheblicher Teil des gezeichneten Kapitals und der Kapitalrücklage anteilig als nicht betriebsnotwendiges Vermögen anzusetzen; denn auch bei herabgesetztem Kapital wäre die weitere Geschäftsausübung der GKA nicht gefährdet. Zu berücksichtigen sei ferner, dass der Liquidationswert ermittelt werden müsse, denn er müsse wie ein Börsenwert als Wertuntergrenze angenommen werden.

Einige Antragsteller sind der Auffassung, die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Planzahlen seien um einen angeblich von der vor dem Wirksamwerden des Squeeze Out verursachten Schaden respektive um einen daraus resultierenden Schadenersatzanspruch der GKA zu korrigieren.

d) Zahlreiche Einwendungen betreffen den Kapitalisierungszinssatz. Dieser sei zu hoch angesetzt.

Der Basiszinssatz müsse entsprechend dem zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz ermittelt werden. Abzustellen sei auf Bundesanleihen mit einer Laufzeit von zehn bzw. 30 Jahren. Maximal könne von einem Wert von 3,8 % ausgegangen werden, eben weil die Verzinsung einer zehnjährigen Bundesanleihe zum Zeitpunkt des Übertragungsbeschlusses nicht mehr als 3,8 % betragen habe. Andere Antragsteller verlangen den Ansatz des Basiszinssatzes nach einer finanzmathematischen Abschätzung aus der Rendite 30-jähriger Anleihen zuzüglich eines Fünftels der Renditedifferenz zwischen 10- und 30-jährigen Anleihen.

Von einigen Antragstellern wird die grundsätzliche Berechtigung des Ansatzes eines Risikozuschlags infrage gestellt. Das zur Bestimmung des Risikozuschlags verwendete Tax-CAPM sei untauglich. Die Marktrisikoprämie sei mit 5,5 % unangemessen hoch angesetzt. Allenfalls sei ein Ansatz von 2,5 % angemessen.

Der Betafaktor der GKA sei zu Unrecht nicht angewendet worden. Auch bei sporadischem Handel sei über ein trade-to-trade-Verfahren ein Betafaktor zu ermitteln. Jedenfalls sei der im Bewertungsgutachten ermittelte Betafaktor nicht nur nicht nachvollziehbar, sondern auch zu hoch. Aus dem Gutachten ergebe sich nicht die Zusammensetzung der herangezogenen Peer-Group.

Schließlich wird beanstandet, dass der Wachstumsabschlag deutlich zu niedrig angesetzt sei. Die gegenwärtig (2006) angenommene durchschnittliche Inflationsrate von 2 % werde hierdurch nicht aufgefangen.

e) Weitere Einwendungen betreffen den Referenzzeitraum für die Ermittlung des maßgeblichen Börsenkurses. Beanstandet wird ferner, aus dem Übertragungsbericht gehe nicht hervor, wie hoch der immaterielle Wert der Marke Gerling und weiterer der GKA gehörender Marken angesetzt worden sei. Ein Antragsteller vertritt die Auffassung, der Abfindungsbetrag sei um die Kosten für das Eingehen einer vergleichbaren Alternativinvestition, namentlich Bankspesen und Depôtgebühren zu erhöhen. Einige Antragsteller verlangen eine Verzinsung der Barabfindung bereits für Zeiträume vor der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister.

Die Antragsteller beantragen,

die gewährte Barabfindung angemessen zu erhöhen.

Einige Antragsteller beantragen darüber hinaus,

die angemessene Barabfindung zu verzinsen.

Einige Antragsteller beantragen ferner zur weiteren Sachverhaltsaufklärung gemäß § 7 Abs. 7 SpruchG der Antragsgegnerin aufzugeben, sämtliche Unterlagen vorzulegen, die Grundlage der Unternehmensbewertung gewesen seien.

3.

Die **Antragsgegnerin** beantragt die Zurückweisung der Anträge.

a) Sie ist der Auffassung, einige Anträge seien bereits verfristet und deshalb unzulässig. Dies betrifft die Anträge der Antragsteller zu 65, 67, 78, 79, 82 bis 90. Die

Anträge dieser Antragsteller seien unzulässig, weil sie nicht fristgerecht gestellt worden seien. Die Anträge hätten bis Montag, den 20.08.2007 bei dem Landgericht Köln eingehen müssen. Der Übertragungsbeschluss sei am 18.05.2007 in dem von der Landesjustizverwaltung bestimmten elektronischen Informations- und Kommunikationssystem www.handelsregister.de bekannt gemacht worden. Allein dieser Zeitpunkt sei für die Fristberechnung nach § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG maßgeblich. Fristablauf sei demgemäß der 18.08.2007. Da dies ein Samstag sei, hätten die Anträge bis Montag, den 20.08.2007 bei Gericht eingehen müssen. Die Anträge der genannten Antragsteller seien indes nach diesem Zeitpunkt eingegangen. Den Anträgen der Antragstellerin zu 82 auf Wiedereinsetzung in den vorigen Stand sei nicht stattzugeben, weil es sich bei der Antragsfrist nicht um eine Notfrist, sondern um eine materiell-rechtliche Ausschlussfrist handele. Dies entspreche ganz herrschender Meinung in Rechtsprechung und Literatur.

b) Ferner hat die Antragsgegnerin die Anträge der Antragsteller zu 2 und 46 mangels ordnungsgemäßer Begründung für unzulässig gehalten. Dem ist das Gericht bereits mit Beschluss vom 13.08.2008 gefolgt und hat die Anträge der genannten Antragsteller als unzulässig abgewiesen und ihnen die Tragung ihrer außergerichtlichen Kosten auferlegt (Bl. 1728 ff. der Gerichtsakte).

c) Darüber hinaus ist die Antragsgegnerin der Auffassung, die gewährte Barabfindung sei angemessen. Zu berücksichtigen sei zunächst, dass sich die GKA sowie die Antragsgegnerin zur Beendigung des Anfechtungsverfahrens und des Freigabeverfahrens verpflichtet hätten, eine zusätzliche Barabfindung von 2,53 € je Aktie zu zahlen, überdies weitere 0,50 € je Aktie an diejenigen Aktionäre, die bereits vor dem 01.03.2007 Aktionäre gewesen seien. Abgesehen davon sei die Unternehmensbewertung aus dem Übertragungsbericht zutreffend. Die Einwendungen der Antragsteller seien demgegenüber unberechtigt. Weder sei das Verfahren zu beanstanden noch weise die Barabfindungsprüfung methodische oder sonstige inhaltliche Fehler auf. Zu Recht sei die Bewertung auf der Grundlage einer in die Vorschriften des Handelsgesetzbuches übertragenen Planungsrechnung

erfolgt. Die Planung sei auch im Übrigen plausibel und dürfe nicht durch eine von den Antragstellern für richtiger gehaltene Planung ersetzt werden. Auch die gegen den Kapitalisierungszinssatz erhobenen Einwendungen seien unberechtigt. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen habe es nicht gegeben. Zu Recht sei auch der Liquidationswert nicht ermittelt worden. Auf den Börsenkurs komme es nicht an, weil die GKA respektive die Antragsgegnerin inzwischen einen weit über den Börsenkurs liegenden Abfindungsbetrag je Aktie gezahlt habe. In ihrer umfangreichen Antragsrwiderrung vom 08.05.2008 (Bl. 1499 ff. der Gerichtsakte) nimmt die Antragsgegnerin zu sämtlichen Einwänden der Verfahrensbeteiligten im Einzelnen Stellung. Darauf kann verwiesen werden.

4.

Der **gemeinsame Vertreter** schließt sich in seiner Stellungnahme vom 07.07.2008 (Bl. 1633 ff. der Gerichtsakten) im Wesentlichen den Einwendungen und den Anträgen der Antragsteller an. Er hält wie diese die Planungsrechnung für nicht plausibel und beanstandet die Parameter zur Kapitalisierung der zukünftigen Erträge. Der Basiszins sei mit 4,5 % zu hoch eingestuft. Unter Heranziehung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank bezogen auf den Stichtag am 20.09.2006 ergebe sich ein Wert von unter 4,00 %. Auch der Risikozuschlag sei mit 6,05 % zu hoch gebildet. Die Marktisikoprämie sei mit 5,5 % zu hoch angesetzt. Angemessen sei allenfalls ein Zinsfuß von 2,5 %. Die Ableitung des Betafaktors von 1,1 einer synthetischen Peer Group sei insgesamt intransparent. Da es sich bei der GKA um ein börsennotiertes Unternehmen handle, könne und müsse der vom Markt her bestimmbare Betafaktor zur Berechnung herangezogen werden. Das Bewertungsgutachten lasse jedenfalls nicht erkennen, nach welchen Kriterien die Vergleichsunternehmen herangezogen und wie die dortigen Betafaktoren bestimmt worden seien. Schließlich sei auch der Wachstumsabschlag mit 0,5 % erheblich zu niedrig angesetzt. Richtig dürfte ein Wachstumsabschlag von über 2 % sein. Ferner beanstandet auch der gemeinsame Vertreter der außenstehenden Aktionäre den im Bewertungsgutachten zugrunde gelegten Referenzzeitraum zur Ermittlung des Börsenkurses. Dass die Antragsgegnerin sich veranlasst gesehen habe, die

Barabfindung im Vergleichswege deutlich zu erhöhen, entfalte sehr wohl Indizwirkung und begründe Zweifel an der Verlässlichkeit des Bewertungsgutachtens. Aus diesem Grunde sei eine neue, unabhängige Unternehmenswertermittlung geboten.

5.

Mit Beschluss vom 13.08.2008 hat die Kammer die Anträge der Antragsteller zu 2, 35 und 46 als unzulässig abgewiesen und angeordnet, dass diese Antragsteller ihre außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen haben, weil die Anträge der genannten Antragsteller nicht ordnungsgemäß begründet waren (Bl. 1728 ff. der Gerichtsakten).

Unter dem 08.10.2008 hat die Kammer die Einholung eines schriftlichen Sachverständigengutachtens zum Unternehmenswert der GKA zum 20.09.2006 angeordnet (Bl. 1741 der Gerichtsakte). Mit Beschluss vom 20.10.2008 ist zum Sachverständigen bestellt worden

(im Folgenden oder die Sachverständigen). Die Sachverständigen haben ihr Gutachten unter dem 22.12.2014 erstattet und auf entsprechende Einwendungen insbesondere der Antragsgegnerin zweimal ergänzt.

Wegen aller weiteren Einzelheiten des Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze nebst Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 13.08.2008.

B.

I. Zulässigkeit

1. Antragsfrist, § 4 Abs.1 SpruchG

Nach § 4 Abs. 1 Nr. 3 Spruchgesetz kann ein Antrag auf gerichtliche Entscheidung über die Angemessenheit der Barabfindung nur binnen drei Monaten seit dem Tag gestellt werden, an dem die Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister nach § 10 HGB bekannt gemacht wurde. Nach § 10 S. 1 HGB in der Fassung des EHUG vom 10.11.2006 (Bundesgesetzblatt I, Seite 2553) macht das Gericht die Eintragung in das Handelsregister in dem von der Landesjustizverwaltung bestimmten elektronischen Information-und Kommunikationssystem bekannt dieses Information-und Kommunikationssystem ist die Internetseite www.handelsregister.de, die auch über die Internetadresse www.unternehmensregister.de erreicht werden kann. Zwar musste das Registergericht gemäß § 61 Abs. 4 S. 1 EGHGB während einer Übergangszeit bis zum 31.12.2008 die Eintragung in das Handelsregister neben der elektronischen Bekanntmachung auch in einer Tageszeitung oder einem sonstigen Blatt bekannt machen. Für den Eintritt der Rechtswirkungen der Bekanntmachung kommt es aber nach § 61 Abs. 4 S. 4 EGHGB ausschließlich auf den Zeitpunkt der elektronischen Bekanntmachung nach § 10 S. 1 HGB an. Hier wurde der am 14.05.2007 durch Eintragung in das Handelsregister wirksam gewordene Übertragungsbeschluss vom 20.09.2006 am 18.05.2007 elektronisch bekannt gemacht. Dies ergibt sich aus dem als Anl. B4 von der Antragsgegnerin überreichten Ausdruck (Anlagehefter III). Nach § 17 Abs. 1 Spruchgesetz, § 17 Abs. 1 FGG in der für das Jahr 2007 geltenden Fassung fiel der letzte Tag der Frist auf Samstag, den 18.08.2007. Fällt der letzte Tag der Frist auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder einen Sonnabend, so endet die Frist mit dem Ablauf des nächsten Werktages, § 17 Abs. 2 FGG a. F., hier also mit Ablauf des Montags, den 20.08.2007. Die von der Antragsgegnerin als Anträge gilt danach folgendes:

a)

Der Antrag des Antragstellers zu 65 ausweislich Bl. 792 der Gerichtsakte am 21.08.2007 bei Gericht eingegangen. Dies ergibt sich sowohl aus dem Stempel der Fernkopierstelle des Landgerichts als auch aus dem Telefax -Aufdruck auf dem Schriftsatz. Der Antrag ist damit verfristet.

b)

Der Antrag des Antragstellers zu 67 ist ebenfalls über die Fernkopierstelle des Landgerichts erst am 21.08.2007 bei dem Landgericht eingegangen. Dies ergibt sich ebenfalls aus dem entsprechenden Eingangsstempel des Gerichts als auch aus der Faxkennung auf dem Schriftsatz (Bl. 813 der Gerichtsakte).

Der Antragsteller zu 67 hat mit Schriftsatz vom 19.03.2008 (Bl. 1448 der Gerichtsakte) geltend gemacht, er habe am 20.08.2008 in der Zeit von 20:12 Uhr bis 22:38 Uhr auf den beiden Faxnummern der Kölner Justizbehörden 3333 und 3334 versucht, den Antrag zu übermitteln, beide Nummern seien jedoch durchgängig gestört gewesen. Hieraus folgt, dass der Antragsteller zu 67 die Versäumung der Antragsfrist einräumt. Soweit er geltend macht, der Empfang von Telefaxen sei gestört gewesen, ersetzt dies den rechtzeitigen Zugang der Antragschrift nicht. Zwar analog § 206 BGB eine Hemmung des Fristlaufs in Betracht. Danach ist die Verjährung gehemmt, solange der Berechtigte durch höhere Gewalt an der Rechtsverfolgung verhindert ist. Diese Frist findet auch auf materiell-rechtliche Ausschlussfristen Anwendung (BGH NJW 2008,3061 f.; NJW 1994,2752 f.). Auch die Frist des §§ 4 Absatz 1 Spruchgesetz ist eine materiell-rechtliche Ausschlussfrist, so dass eine analoge Anwendung des §§ 206 BGB in Betracht kommt. Sie ist auch aus verfassungsrechtlichen Gründen geboten (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 18.02.2009 – I-26 W3/08, bei juris Rn. 30). Jedoch lässt sich den Erklärungen des Antragstellers zu 67 nicht entnehmen, dass er durch höhere Gewalt an der Rechtsverfolgung gehindert

gewesen sei. Über Störungen der Faxanschlüsse in dem angegebenen Zeitraum ist nichts bekannt. Soweit der Antragsteller zu 67 meint, sein Vorfall sei kein Einzelfall, ergibt sich dies weder aus seinen Angaben im Einzelnen noch aus dem weiteren Inhalt der Akte. Auch Sendeprotokolle, aus denen sich zumindest der Versuch der Übermittlung ergeben könnte, hat der Antragsteller zu 67 nicht vorgelegt. Nicht ausreichend ist im Übrigen, dass der Antragsteller nach seinen eigenen Angaben um 22:38 Uhr seine Bemühungen, den Antragschriftsatz per Telefax zu übermitteln, eingestellt hat. Da Fristablauf erst um 24:00 Uhr war, hätte er – sein Vorbringen unterstellt – zumindest bis dahin weitere Übermittlungsversuche vornehmen müssen.

Die im Schriftsatz seiner Verfahrensbevollmächtigten vom 08.04.2008 (Bl. 1477 f. Der Gerichtsakte) vertretene Auffassung, die Frist endet erst am 03.09.2007, weil erst am 01.09.2007, einem Sonnabend, die nach Art. 61 Abs. 4 S. 1 EGHGB erforderliche zusätzliche Veröffentlichung der Handelsregister eintragen in einem Printmedium erfolgt sei, ist unzutreffend (siehe bereits oben), denn für den Eintritt der Wirkungen der Bekanntmachung und damit auch für den Fristenlauf kommt es nach Art. 61 Abs. 4 S. 4 EGHGB allein auf die Veröffentlichung in dem elektronischen Informations- und Bekanntmachungsmedium an (siehe bereits oben). Der Antrag ist damit verfristet.

Eine Wiedereinsetzung in den vorigen Stand kommt nicht in Betracht. Da es sich bei der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG um eine materiell-rechtliche Ausschlussfrist handelt, ist § 22 Abs. 2 FGG a.F. analog nicht anzuwenden (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 04.04.2005 – I-19 W2/05, bei juris Rn. 14 ff.).

c)

Der Antrag der **Antragstellerin zu 78** vertreten durch
Rechtsanwalt vom 21.08.2007 ist am 22.08.2007 und damit außerhalb
der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG bei dem Landgericht eingegangen (Bl. 896 der
Gerichtsakte).

Die Antragstellerin zu 78 vertritt mit Schriftsatz ihres Verfahrensbevollmächtigten vom 07.04.2008 (Bl. 1469 ff. der Gerichtsakten) die Auffassung, die Frist beginne erst mit der letzten gerichtlichen Bekanntmachung, die hier in der Zeitung „Handelsblatt“ am 01.06.2007 erfolgt sei. Dies ist unzutreffend. Wie bereits ausgeführt kommt es für den Fristenlauf gemäß § 61 Abs. 4 S. 4 EGHGB allein auf die Bekanntmachung im elektronischen Information- und Kommunikationssystem www.handelsregister.de an. Der Antrag ist damit verfristet.

Soweit die Antragstellerin zu 78 in dem vorgenannten Schriftsatz Wiedereinsetzung in den vorigen Stand beantragt hat, kommt eine solche aus den bereits dargestellten Gründen nicht in Betracht.

d)

Der auf den 23.08.2007 datierte Antrag des **Antragstellers zum 79**

ist am 22.08.2007 und damit nach Ablauf der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG bei Gericht eingegangen (Bl. 916 der Gerichtsakte). Der in seinem Schriftsatz vom 15.04.2008 (Bl. 1491 der Gerichtsakte) vertretenen Auffassung, für den Beginn der Frist sei die Veröffentlichung im e-Bundesanzeiger maßgeblich, ist aus den bereits oben dargestellten Gründen nicht zu folgen. Der Antrag ist damit verfristet.

e)

Der Antrag der **Antragstellerin zu 82** vertreten durch Rechtsanwalt Martin Arendts, stammt vom 21.08.2007 und ist per Telefax am 22.08.2007 bei Gericht eingegangen (vergleiche Eingangsstempel der Fernkopierstelle sowie Faxkennung auf dem Schriftsatz, Bl. 947 der Gerichtsakte). Der Antrag ist damit verfristet. Der Schriftsatz der Antragstellerin zu 82 vom 15.04.2008 (Bl. 1489 der Gerichtsakte) gibt zu anderer Beurteilung keinen Anlass. Eine Wiedereinsetzung in den vorigen Stand kommt aus den genannten Gründen nicht in Betracht.

f)

Der Antrag des Antragstellers zu 83 vom 23.08.2007 ist ausweislich des Eingangsstempels der Fernkopierstelle an eben diesem Tag bei Gericht eingegangen (Bl. 979 der Gerichtsakte).

Dass dem Antragsteller die Rechtslage nicht bekannt gewesen sei, wie er in seinem Schriftsatz vom 15.04.2008 (Bl. 1487 der Gerichtsakte) geltend macht, ändert an dem Fristenlauf nichts. Der Antrag ist damit verfristet.

g)

Für die Antragsteller zu 84-87

vertreten durch Rechtsanwalt

gilt Folgendes: In der Gerichtsakte befindet sich lediglich das Original des Antragsschriftsatzes vom 17.08.2007. Dieses trägt den Eingangsstempel der gemeinsamen Annahmestelle des Amts und Landgerichts Köln vom 21.08.2007 (Bl. 994 der Gerichtsakte). Mit Schriftsatz vom 07.03.2008 (Bl. 1420 der Gerichtsakte) haben die Antragsteller zu 84-87 mitgeteilt, die Antragsschrift sei zuvor, und zwar am 17.08.2007 per Telefax übermittelt worden. Zum Beweis haben sie den Sendebericht vom 17.08.2007 vorgelegt, aus dem sich ergibt, dass an dem genannten Tag an die Telefaxnummer des Landgerichts Köln 13 Seiten erfolgreich per Telefax übermittelt wurden (Bl. 1419a der Gerichtsakte). Da nicht ausgeschlossen werden kann, dass das ausweislich des Sendeberichts ordnungsgemäß übermittelte Telefax versehentlich nicht zur Akte gelangt ist, ist davon auszugehen, dass die Anträge der Antragsteller zu 84-87 bereits am 17.08.2007 bei dem Landgericht Köln eingegangen sind.

h)

Der Antrag des Antragstellers zu 88

vom 17.08.2007 ist

ausweislich Bl. 1008 Gerichtsakte erst am 21.08.2007 bei dem Landgericht Köln eingegangen. Ein Vorab-Fax findet sich nicht in der Gerichtsakte. Allerdings hat der Antragsteller zu 88 mit Schriftsatz vom 11.04.2008 (Bl. 1481 ff. der Gerichtsakten) vorgetragen, er habe seinen Antrag vom 17.08.2007 bereits am 18.08.2007 um 9:17 Uhr an das Landgericht Köln per Telefax übermittelt. Hierzu legt der Antragsteller zu 88 den Sendebericht vom 18.08.2007 vor, der die Angaben des Antragstellers bestätigt. Da auch in diesem Fall nicht ausgeschlossen werden kann, dass das ausweislich des Sendeberichts ordnungsgemäß und rechtzeitig übermittelte Telefax versehentlich nicht zur Akte gelangt ist, ist davon auszugehen, dass der Antrag des Antragstellers zu 88 bereits am 18.08.2007 und damit rechtzeitig bei dem Landgericht Köln eingegangen ist.

2. Ordnungsgemäße Begründung

Sämtliche Anträge mit Ausnahme der bereits mit Kammerbeschluss vom 13.08.2008 abgewiesenen Anträge der Antragsteller zu 2, 35 und 46 sind gemäß § 4 Abs.2 SpruchG ordnungsgemäß begründet.

3. Antragsberechtigung

Alle Antragsteller sind im Sinne von § 3, Satz 1 Nr. 2 SpruchG **antragsberechtigt**. Wegen des Schweigens der Antragsgegnerin hierzu ist gemäß § 8 Abs. 3 SpruchG in Verbindung mit § 138 Abs. 3 ZPO die Aktionärseseigenschaft sämtlicher Antragsteller zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens des Übertragungsbeschlusses als zugestanden anzusehen.

II. Begründetheit

Die zulässigen Anträge auf Erhöhung der von der Antragsgegnerin festgesetzten Abfindung haben Erfolg. Die von der Antragsgegnerin gemäß Hauptversammlungsbeschluss vom 20.09.2006 gewährte Barabfindung von 5,47 € ist auch unter Berücksichtigung der aufgrund des mit Inter-omnes-Wirkung ausgestatteten Prozessvergleichs gewährten weiteren 2,53 € je Aktie und weiteren 0,50 € je Aktie für diejenigen Aktionäre, die bereits vor dem 1. März 2007 Aktionäre waren (zur im Anfechtungsverfahren vergleichsweise zugesprochenen Abfindung als Ausgangspunkt der Angemessenheitsprüfung siehe BGH, Beschluss vom 29.09.2015 – II ZB 23/14, bei juris Rn.51) nicht angemessen. Angemessen ist vielmehr der von ermittelte Abfindungsbetrag von 11,26 € je Aktie. Die Kammer folgt den umfassenden, sachkundigen und stets wohlbegründeten Ausführungen der Sachverständigen, die sich eingehend mit den bewertungsrelevanten Fragen auseinandersetzen und zu nachvollziehbaren und in jeder Hinsicht überzeugenden Ergebnissen gelangen. Überzeugend sind sowohl die von vorgenommenen Korrekturen der Planungsrechnung wie auch die Annahmen zum Kapitalisierungszinssatz.

1. Grundlagen

a) Nach § 327a Abs. 1 S. 1 AktG steht den ausgeschlossenen Aktionären eine angemessene Barabfindung zu. Gemäß § 327b Abs. 1 S. 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest. Sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen. Die Abfindung ist dann angemessen, wenn sie den vollen Wert der Beteiligung an dem Unternehmen repräsentiert, dem ausscheidenden Aktionär also eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Der damit maßgebliche Unternehmenswert wird bei wertenden Unternehmen grundsätzlich nach der in der Rechtsprechung und im Schrifttum allgemein anerkannten

Ertragswertmethode ermittelt (statt aller: OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009, I-26 W 5/07). Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird. Der Ertragswert des Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern zukünftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden (zum Ertragswertverfahren allgemein siehe Böcking/Nowak, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Seite 91 ff.). Dabei ist zu berücksichtigen, dass es den einen exakten oder wahren Unternehmenswert zum Stichtag nicht gibt. Vielmehr kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (BGH Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 –; bei juris Rn. ; OLG Düsseldorf, a.a.O., bei juris Rn. 103). Dabei ist die Ermittlung des Ertragswertes nach Maßgabe der zum Bewertungsstichtag aktuellen Unternehmensbewertungsrichtlinie des Instituts der Wirtschaftsprüfer S1 2005 (IDW S1 2005) eine anerkannte Expertenauffassung (vgl. OLG Stuttgart AG 2011, 420 ff.; AG 2010, 513 ff.). Untergrenze der den ausgeschiedenen Aktionären zustehenden Abfindung ist der Börsenkurs. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts ist es mit Art. 14 GG unvereinbar, bei der Bestimmung der Abfindung oder des Ausgleichs den Börsenkurs der Aktien eines Unternehmens außer Betracht zu lassen (BVerfGE 100, 289).

Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung der Gesellschaft. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen des Unternehmens und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen

aufzubauen und dürfen nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere, ebenfalls letztlich nur vertretbare Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden. Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vergleiche OLG München, WM 1009, 1148 f.; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; OLG Karlsruhe AG 2013, 353 f.).

Die Plausibilisierung der Planzahlen erfolgt in erster Linie durch eine Vergangenheitsanalyse. Der Unternehmenswert wird zwar durch die Diskontierung der prognostizierten zukünftigen Erträge ermittelt, diese erwachsen aber aus der Vergangenheit (OLG Düsseldorf ZfG 2005, 280, 282; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Auflage Rn. 385). Die Vergangenheitsrechnungen sind gegebenenfalls zu bereinigen (Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Auflage, Seite 303 ff.; Großfeld, Rn. 393). Die Vergangenheitsanalyse umfasst mit den Jahren 2003 bis 2005 einen angemessenen Zeitraum. Dieser wird üblicherweise mit den letzten drei bis fünf Jahren vor der Detailplanungsphase angesetzt (Peemöller, Seite 303). Für diesen Zeitraum ist die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft zu analysieren und die Ergebnisse für Zwecke der Unternehmensbewertung um außergewöhnliche und einmalige Vorgänge zu bereinigen.

An diesen Grundsätzen orientieren sich alle mit der Bewertung der GKA befassten -Gesellschaften. Auch hat die Erträge der Geschäftsjahre 2003-2005 anhand der Gewinn- und Verlustrechnungen der Vergangenheit nach den wesentlichen wertbestimmenden Faktoren aufgegliedert. Außerordentliche, periodenfremde oder einmalige Aufwendungen und Erträge, die für Zwecke der erwiesenen nachhaltigen Ertragskraft als Indikator für den Zukunft Erfolg wesentlich waren, haben die Sachverständigen in Einzelfällen bereinigt. Im Anschluss an die Vergangenheitsanalyse wurden sodann die Planungen der Gesellschaft für die Jahre 2006-2009 auf Plausibilität geprüft. Hier hat

einige Korrekturen vorgenommen (zu den Einzelheiten siehe unten). In der Phase der ewigen Rente ab dem Jahre 2010 hat ein nachhaltiges Ergebnis abgeleitet.

b) haben in ihrem Gutachten überzeugend ausgeführt, dass bei der Bewertung von Versicherungsunternehmen **Besonderheiten** zu beachten seien. Aufgrund der finanzwirtschaftlichen Besonderheiten (vorschüssige Prämienzahlungen, nachschüssige Schadenauszahlungen) und der notwendigen Stellung von Sicherheitsmitteln stehe das Kapitalanlagegeschäft in einem engen Zusammenhang mit dem Versicherungsgeschäft („Kuppelproduktion“). Im Rahmen einer Unternehmensbewertung Versicherungsunternehmen werden die verschiedenen Geschäftsbereiche und ihre Erfolgsquellen separat untersucht. Dies wirke sich auch auf die Vergangenheitsanalyse aus. Im Bereich der Schaden- und Unfallversicherungen werden die Vergangenheitsergebnisse und die Planungsrechnungen unter Berücksichtigung der Marktstellung, der Prognose der künftigen Prämien- und Schadenentwicklung sowie der Rückversicherungspolitik analysiert, wobei auch die Entwicklung der Kapitalanlagen eine bedeutende Rolle spiele. Bei Lebens- und Krankenversicherungsunternehmen seien bei der Ermittlung des Ertragswertes die Struktur des Versicherungsbestandes und die Struktur des Kapitalanlageportefeuilles ist von besonderer Bedeutung. Das Lebens- und Krankenversicherungsgeschäft werde durch die anfallenden Spar- und Entsparprozesse geprägt, die bilanziell in der Deckungsrückstellung abgebildet würden. Aus diesem Grund seien die im Kapitalanlagenbereich erzielten Erträge von besonderer Bedeutung und untrennbar mit den anderen Geschäftsbereichen verbunden.

c) Zutreffend geht davon aus, dass **Synergie-Effekte** zu berücksichtigen sind, wenn es sich um sogenannte unechte Synergie-Effekte handelt. Nach der Definition im einschlägigen Standard des Instituts der Wirtschaftsprüfer versteht man unter Synergieeffekten die Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen

entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschuss abweichen (IDW S 1 2008, Rz. 33). Die überwiegende Ansicht in Rechtsprechung und Literatur geht davon aus, dass unechte Verbündeffekte zu berücksichtigen sind, jedenfalls dann, wenn die entsprechenden Maßnahmen eingeleitet sind oder im Unternehmenskonzept bereits Berücksichtigung gefunden haben, so genannte echte Synergie-Effekte hingegen unberücksichtigt zu bleiben hätten, weil die Bewertung des Unternehmens unter Fortführungsgesichtspunkten ohne den durch den Bewertungsanlass begründeten Zusammenschluss zu erfolgen habe sowie echte Verbundvorteile nicht nur von zukünftigen Möglichkeiten, sondern insbesondere von der unternehmerischen Leistung der Geschäftsleitung in der Zukunft abhängen (siehe die Darstellung bei Winner, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Seite 449 ff.). Dabei sind echte Synergie-Effekte solche, die aus der Kooperation mit einem bestimmten Unternehmen resultieren, unechte Synergie-Effekte solche, die grundsätzlich mit jedem Kooperationspartner realisiert werden können, wie steuerliche Verlustvorträge, Zusammenlegung von Verwaltungsaufgaben zur Beendigung von Doppelaktivitäten und ähnlichem. Diesen Grundsätzen folgen zutreffend sämtliche Bewertungsgutachten, auch der gerichtlich bestellte Sachverständige. Der gerichtliche Sachverständige gelangt gegenüber den Vorgutachten für das Jahr 2007 zu einer höheren Belastung wegen höherer Restrukturierungskosten, für die Jahre ab 2008 allerdings zu erheblich höheren positiven Synergieeffekten (Seite 131 ff. des Gutachtenbandes). Ausführlich und überzeugend begründet seine gegenüber den Vorgutachten abweichende Bewertung, die sich aus einer anderen Bewertung des reduzierten Personalbedarfs und höheren Ertragspotenzial aus einer Reduktion der Sachkosten ergibt.

- d) Übereinstimmung zwischen dem gerichtlich bestellten Sachverständigen und dem Bewertungsgutachter besteht allerdings hinsichtlich der **Überleitung des Planungsformates (von IFRS nach HGB)**. Die Ableitung der prognostizierten Netto-Ausschüttungen basiert auf der IFRS-Spartenplanung der GKA, die nach Versicherungsarten (Lines of Business) gegliedert war und die Geschäftsbereiche Industrie-, Firmen- und Privatkundengeschäft umfasste:

Diese Lines auf Business entsprachen nicht der Spartendefinition der deutschen externen Rechnungslegungsvorschriften nach HGB bzw. RechVersV oder der Internen Rechnungslegungsvorschriften gemäß BerVersV. Um diese Planungsrechnung gemäß IFRS zu den Vergangenheitsdaten der externen handelsrechtlichen Rechnungslegung der GKA abstimmen zu können, wurden die Bewertungsunterschiede zwischen IFRS und HGB im versicherungstechnischen Ergebnis revidiert und in der Prognoserechnung fortgeschrieben. Die Bewertungsunterschiede betreffen ausschließlich den versicherungstechnischen Bereich. Nach dem handelsrechtlichen Grundsatz der Einzelreservierung ergeben sich in der Regel höhere Schadensrückstellungen als nach den Reservierungsgrundsätzen gemäß IFRS. Schwankungsrückstellungen dürfen nach den Regelungen gemäß IFRS nicht gebildet werden, müssen es aber nach handelsrechtlichen Vorschriften. Ferner sind Umgliederungen von Aufwendungen des nichtversicherungstechnischen Bereiches in den versicherungstechnischen Bereich vorzunehmen (z.B. technischer Zinsertrag, Feuerschutzsteuer).

- e) Bei der Ertragswertermittlung wurden die **verbundenen Unternehmen und die Beteiligungen der GKA** berücksichtigt. Die entziehbaren Überschüsse der verbundenen Unternehmen und Beteiligungen wurden von der GKA gesondert prognostiziert und überprüft. Die insoweit ermittelten Beteiligungserträge wurden sodann dem Ergebnis aus der Kapitalanlagenverzinsung hinzugerechnet. Bei der Struktur der Beteiligungsgesellschaften lassen sich folgende Beteiligungen unterscheiden:

1. Versicherungsgesellschaften (strategische Beteiligungen)
2. Service-Gesellschaften (Ausgliederung betrieblichen Funktionen)
3. übrige Unternehmensbeteiligungen (Kapitalanlagefunktion)

In Anlage 3 zum Gutachten hat sodann die Anteile an verbundenen Unternehmen, die Ausleihungen sowie die Beteiligungen im Einzelnen mit den Zeitwerten, den stillen Reserven sowie den Erträgen für die Jahre 2005 und 2006 zusammengestellt.

- f) Ebenfalls berücksichtigt hat die in den Kapitalanlagen enthaltenen **stillen Reserven**. Der Anteil der stillen Reserven der GKA im Verhältnis zur Bilanzsumme habe im Durchschnitt der Jahre 2003 bis 2005 bei rund 1,3 % gelegen. Von den gesamten stillen Reserven seien im Durchschnitt mehr als 50 % auf Grundstücke und Beteiligungsgesellschaften entfallen. Die Einzelheiten finden sich auf S. 56 des Gutachtens. führen aus, die nachhaltigen stillen Reserven seien bei der Ermittlung des Kapitalanlagenerfolges zu berücksichtigen, weil nur eine Erfassung der Entwicklung der nachhaltigen stillen Reserven des Kapitalanlagenbestandes das betriebswirtschaftlich richtige Ergebnis darstellt. Bei geplanter Realisierung stiller Reserven fließen dem Unternehmen entsprechende Erträge zu, die im Prognosezeitraum erfolgserhöhend zu erfassen seien. Allerdings sollte die Bewertung grundsätzlich unabhängig davon sein, ob stille Reserven realisiert werden oder nicht. Anderenfalls bestehe die Gefahr betriebswirtschaftlich unsinnigen Ergebnisse. Deshalb müssten stille Reserven in den Beteiligungsunternehmen in der Verzinsung berücksichtigt werden, wenn sie als realisierbar eingestuft werden könnten. Deshalb hat für die Jahre 2003-2005 die Buchwerte der Beteiligungsgesellschaften den Zeitwertermittlungen, die die GKA für Zwecke der Rechnungslegung erstellt, gegenübergestellt. Sofern stichtagsbezogene Zeitwertermittlungen für die Beteiligungsunternehmen nicht vorlagen, hat das Vorhandensein realisierbar und nicht betriebsnotwendiger stiller Reserven in den Fällen angenommen, in denen das der GKA bzw. ihrer Tochtergesellschaften zustehende anteilige Eigenkapital dieser Gesellschaften deren Beteiligungsbuchwert übersteigt.
- g) **Nicht betriebsnotwendiges Vermögen**, also solches, welches frei veräußert werden kann, ohne die eigentliche Unternehmensaufgabe zu berühren, stellt für die GKA nicht fest.

2. Unternehmensplanung

Im Anlagenband zum Gutachten vom 22.12.2014 hat die Planannahmen der GKA auf ihre Plausibilität untersucht und teilweise korrigiert.

Die für die Ertragswertberechnung maßgeblichen Verträge werden zum einen für das versicherungstechnische Ergebnis und zum anderen für das nicht-versicherungstechnische Ergebnis ermittelt. Die Planung des **versicherungstechnischen Ergebnisses** erfolgt auf der Grundlage des Bruttogeschäftes, gegliedert nach verdienten Beiträgen, Schadenaufwand, Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb, übriges versicherungstechnisches Ergebnis, Aufwendungen für Beitragsrückerstattung, Veränderung der Schwankungsrückstellung sowie Rückversicherungsergebnis (Seite 5 ff. des Anlagenbandes). Die Zusammenfassung des versicherungstechnischen Ergebnisses (Vergangenheitsanalyse und Planung) findet sich auf Seite 68 f. des Anlagenbandes zum Gutachten.

Das **nicht-versicherungstechnische Ergebnis** setzt sich aus dem Kapitalanlagen- und dem übrigen Ergebnis zusammen. Auch hier geht die Untersuchung zutreffend von der Vergangenheitsanalyse aus. Sodann setzt sich das Gutachten umfangreich mit der Prognose der Kapitalanlagenstruktur zu Buchwerten, der stillen Reserven und der Verteilung auf die Kapitalanlagenstruktur, der Marktrenditen für die Asset-Klassen, der Verzinsung der durchschnittlichen Kapitalanlagenbestände zu Zeitwerten mit den Marktrenditen zur Ableitung der Kapitalanlagenergebnisse, der Prognose der Beteiligungserträge und den gutachtlichen Korrekturen der von der GKA vorgelegten und vom Bewertungsgutachter zugrunde gelegten Planung auseinander. Im übrigen Ergebnis werden alle noch nicht in den Teilergebnissen enthaltenen Aufwendungen und Erträge zusammengefasst. Sodann befasst sich mit den Synergieeffekten. Hier gelangt zu teils erheblichen Abweichungen von den Annahmen des Bewertungsgutachters (Seite 189 des Anlagenbandes). Die Ausführungen hierzu beruhen auf den Erläuterungen von im Gutachtenband (dort Seite 35 ff. und umfassend 131 ff.; siehe bereits oben). Abschließend befasst sich mit den das Unternehmen belastenden

Steuern, die in ertragsunabhängige und ertragsabhängige Steuern unterteilt werden, sowie mit den persönlichen Ertragsteuern des Anteilseigners. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen bringt der Sachverständige – in Übereinstimmung mit dem Bewertungsgutachten – wie bereits oben erwähnt nicht in Ansatz (Seite 147 des Gutachtensbandes).

Die insgesamt zugrunde zulegenden Erträge der Geschäftsjahre ab 2003 sowie die für die Ertragswertberechnung zugrunde zu legenden Ergebnisse der korrigierten Planung sind in **Anlage 1 des Anlagenbandes** zusammenfassend dargestellt. Ebenso sind hier die gutachterlichen Korrekturen zusammenfassend dargestellt. Hiervon ist auszugehen. Die Sachverständigen, deren Sachkunde insbesondere für Fragen der Bewertung vom Versicherungsunternehmen außer Frage steht, haben sich akribisch mit der für die Unternehmensbewertung der GKA zugrundezulegenden Planung auseinandergesetzt. Die vorgenommenen Korrekturen sind sorgfältig begründet und nachvollziehbar und für die Kammer überzeugend. Hierbei handelt es sich auch nicht um unzulässige Planungskorrekturen. Es geht nicht darum, dass die Sachverständigen Planzahlen der GKA verändert und eigenes Planungsermessen an die Stelle des Ermessens des Unternehmens gesetzt hätte (zu dieser Problematik siehe z.B. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12. November 2015 – I-26 W 9/14 (AktE)), sondern es geht um die richtige Erfassung der von der GKA zugrunde gelegten Zahlen im Rahmen der Planungsrechnung. Hierdurch wird die Planungshoheit des Unternehmens nicht in Frage gestellt.

3. Kapitalisierungszinssatz

Ein Großteil der Kritik der Antragsteller gegen die Unternehmensbewertung der Vorgutachter richtet sich gegen den Kapitalisierungszinssatz. Der verwendete Basiszinssatz sei unzutreffend ermittelt, weil der Basiszinssatz zum Stichtag zugrunde zu legen sei. Die Einwände der Antragsteller zum Risikozuschlag betreffen mehrere Aspekte,

Insbesondere die Unzulässigkeit der Verwendung des TAX-CAPM, die Erhebung eines Risikozuschlages generell, die Höhe des Risikozuschlages der GKA im speziellen, die Marktrisikoprämie, den Betafaktor, die Wachstumsannahmen und die Ausschüttungsprämisse. Aufgrund seiner Bedeutung für den Unternehmenswert ist der Betafaktor der Haupteinwand zahlreicher Antragsteller. Beanstandet wird die Verwendung eines Peer Group-Betafaktors, obwohl der eigene Betafaktor der GKA belastbar sei. Zudem sei die verwendete Peer Group nicht repräsentativ. Auch sei der Wachstumsabschlag mit 0,5 % zu niedrig angesetzt.

Hierzu gilt Folgendes:

Der Ertragswert der Gesellschaft wird durch Diskontierung der künftigen Ertragsüberschüsse, wie sie sich aus der Planungsrechnung der Gesellschaft ergeben, auf den Bewertungsstichtag (Tag der Hauptversammlung, hier 03.02.2014) ermittelt. Nach IDW S1 setzt sich der Kapitalisierungszinssatz zusammen aus der Rendite einer quasi risikolosen Alternativenanlage (Basiszins), die um einen Bewertungsobjekt spezifischen Risikozuschlag erhöht wird. Der Risikozuschlag errechnet sich aus dem Produkt der Marktrisikoprämien, die der Differenz aus der Rendite eines Marktportfolios und einer risikolosen Wertpapieranlage entspricht, und dem so genannten Betafaktor, der die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens abbilden soll. Ferner ist die Ertragsteuerbelastung des Investors zu berücksichtigen. In der Phase der ewigen Rente ist zudem eine Korrektur durch einen so genannten Wachstumsabschlag vorzunehmen, die der Wachstumsperspektive des zu bewertenden Unternehmens Rechnung tragen soll.

hat den Kapitalisierungszinssatz gemäß üblicher Vorgehensweise in seine Bestandteile Basiszinssatz (nach Steuern), Risikoprämie (Marktrisikoprämie x Betafaktor nach Steuern) und Wachstumsabschlag zerlegt (Seite 59 ff., 148 ff. des Gutachtenbandes).

a)

Die Bemessung des Basiszinssatzes orientiert sich nach in der obergerichtlichen Rechtsprechung vorherrschenden Auffassung an den zu

erwartenden Renditen von festverzinslichen inländischen Wertpapieren der öffentlichen Hand als quasi risikolose Alternativanlage. Dabei ist auch zu beachten, dass die Alternativanlage fristenadäquat zu der unterstellten zeitlich unbegrenzten Unternehmensinvestition ist.

Die Sachverständigen haben den **Basiszinssatz** anhand der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Marktdaten mit Hilfe der Zinsstrukturkurve nach der Svensson-Methode ermittelt. Daraus hat sich ein durchschnittlicher Basiszinssatz von 4,269% für den Zeitraum von drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag ergeben. Zusätzlich haben sie gemäß den Empfehlungen des IDW-Fachausschusses Unternehmensbewertung (**FAUB**) unspezifische Durchschnittszinssätze über alternative Zeiträume berechnet. Dabei habe sich ergeben, dass sich bei einer Annäherung an den Stichtag keine verfestigten Veränderungen feststellen lassen. Im Ergebnis sprechen sich die Sachverständigen daher für den durchschnittlichen Basiszinssatz i.H.v. 4,269 % aus, ermittelt aus dem Zeitraum von drei Monaten vor dem Stichtag. Von einer Rundung haben die Sachverständigen abgesehen, weil dem ein Mehrwert nicht zukomme.

Auch insofern folgt die Kammer den Ausführungen der Sachverständigen.

b)

Die Ermittlung des **Risikozuschlags**, der sich aus der Marktrisikoprämie und einem das spezifische Unternehmensrisiko ausweisenden Betafaktor zusammensetzt, erfolgt in der obergerichtlichen Praxis nahezu durchgängig entsprechend IDW S 1 unter Anwendung des Capital Asset Pricing-Modells (CAPM), welches auf einem Vergleich der unternehmensindividuellen Aktienrendite und der Rendite des Marktportfolios beruht (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27.5.2009 – I-26 W 5/07 – bei Juris Rn. 118 ff. und vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10; bei Juris Rn. 46; siehe die zahlreichen Nachweise bei Lauber; Das Verhältnis des Ausgleichs zwischen § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327a AktG, Seite 472 in Fußnote 2442). Hiernach wird der unternehmensindividuelle Risikozuschlag als Produkt aus der

Marktrisikoprämie und der unternehmensindividuellen Risikohöhe (Betafaktor) berechnet. Die Ermittlung eines Risikozuschlages mithilfe des CAPM ist sachgerecht. Hierzu hat das Oberlandesgericht Düsseldorf ausgeführt:

„Dessen Heranziehung ist sachgerecht, auch wenn es sich um ein vereinfachendes Modell mit entsprechend teilweise restriktiven Annahmen handelt. Gleichwohl ist es zumindest gegenüber der freien Schätzung des Risikozuschlages durch die Aufgliederung der Risikobetrachtung in das allgemeine Risiko von Anlagen in Aktien einerseits und das spezifische Risiko des zu bewertenden Unternehmens andererseits methodisch transparenter (...). Es vermag die empirisch betrachtet wahren Aktienrenditen realitätsnah näher zu erklären, indem es die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen besser abbildet (...). Die vorgetragenen Bedenken ... geben daher keinen Anlass, von diesem Modell abzuweichen.“ (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 46; ausführlicher mit demselben Ergebnis OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27.5.2009 – I-26 W 5/07, bei Juris Rn. 118 ff.; ausführlich zum Ganzen Laubèr, a.a.O., S. 469 ff.).

Dem schließt die Kammer sich an. Es ist deshalb nicht zu beanstanden, dass sämtliche Gutachter die Marktrisikoprämie mithilfe des (Tax-) CAPM ermittelt haben.

Die **Marktrisikoprämie** wird von **ausgiebig** diskutiert (Seite 65 ff. des Gutachtenbändes) und mit **5,0** nach Steuern festgesetzt. Die Kammer hält auch dies für überzeugend und folgt den Sachverständigen.

Die Sachverständigen legen dar, dass empirische Kapitalmarktstudien zu Marktrisikoprämien in Deutschland zu Werten zwischen **4,08 %** und **11,10 %** führten, wobei jedoch sehr unterschiedliche Parameter hinsichtlich Ermittlungszeitraum, Marktportfolio, Haltedauer und Steuern verwendet worden seien. Nach Untersuchungen von Stehle aus dem Jahr 2006 ergebe sich eine Marktrisikoprämie nach persönlicher Steuerbelastung von **6,66 %** (arithmetisches Mittel) für den deutschen Markt. Da es sich um historische

Daten handele, die unter anderem wegen wachsender Effizienz der Kapitalmärkte nicht unverändert für Prognosezwecke taugten, halte Stehle einen Abschlag von bis zu 1,5 % für vertretbar. Der FAUB habe auf dieser Grundlage für die Marktrisikoprämie für die Zeit der Geltung des Halbeinkünfteverfahrens eine Bandbreite der Marktrisikoprämie von 5,00 % bis 6,00 % (nach persönlicher Einkommensteuer) empfohlen.

Auch gehen wie die Vorgutachter von der Studie von Stehle aus. Es sei sachgerecht, einen möglichst langen Zeitraum für die Ermittlung der Marktrisikoprämie zu verwenden. Allerdings sei es auch sachgerecht, die Daten des Zeitraums von 1955 - 1960 als nicht repräsentative Aufbauphase auszuschneiden. Dies ist nachvollziehbar und überzeugend. Bei der Wahl des Marktportfolios und der risikolosen Anleihen schließen sich die Sachverständigen der üblichen Vorgehensweise zur Verwendung des CDAX an. Empirische Erhebungen hätten bestätigt, dass insbesondere Privatanleger eher dazu neigten, in nationale Wertpapiere zu investieren, so dass nichts gegen die Verwendung eines lokalen Indexes als bestes Surrogat für das relevante Marktportfolio eines inländischen Anteilseigners spreche.

Bei der Wahl des Surrogats für die risikolose Anleihe könne grundsätzlich auf einzelne Rentenindizes oder auf die Basiszinsberechnungen der Zentralbanken zurückgegriffen werden. Nicht widerlegt sei aber die Kritik gegen die Heranziehung des REXP, der als Performanceindex synthetische Kuponanleihen mit einer Laufzeit von (nur) einem bis zehn Jahren umfasse, was der Anforderung der Laufzeitäquivalenz widerspreche, da bei den zum Vergleich herangezogenen Aktien eine unendliche Haltedauer unterstellt werde. Wie genau sich diese Problematik in der Ermittlung von Stehle auswirke, lasse sich mangels Datenmaterials nicht quantifizieren. Es sei allerdings anzunehmen, dass eine Berücksichtigung risikoloser Anleihen mit längeren Laufzeiten zu einer höheren Vergleichsverzinsung führten und damit zu einer geringeren Marktrisikoprämie.

Besondere Aufmerksamkeit widmen die Sachverständigen der arithmetischen oder geometrischen Mittelwertberechnung, deren Auswirkungen anhand der

ursprünglichen Stehle-Daten erläutert werden (6,66 % arithmetisches Mittel, CDAX, nach persönlichen Steuern; 3,81 % geometrisches Mittel, CDAX, nach persönlichen Steuern, vergleiche Seite 75 des Gutachtenbandes). Aus gutachterlicher Sicht gebe es keine belastbaren Hinweise darauf, ob die arithmetische oder die geometrische Mittelwertbildung die ökonomische Realität exakt wiedergebe. Eine Beispielsrechnung über einen Beobachtungszeitraum von 40 Jahren und variierenden Haltedauern von 1, 5, 10 und 20 Jahren zeige, dass sich die Marktrisikoprämie für den Zeitraum von 1964-2003 bei arithmetischer Berechnung von 4,76 % (1 Jahr Haltedauer) auf 2,26 % (20 Jahre Haltedauer) verringere. Das zeige, dass sich im Zeitverlauf die arithmetisch ermittelte Marktrisikoprämie bei längerer Haltedauer an die geometrisch ermittelte Marktrisikoprämie angleiche. Aus gutachterlicher Sicht sei im Ergebnis – auch aus steuerlichen Sicht – von einer längeren Haltedauer als 1 Jahr auszugehen; Empirische Untersuchungen und Argumente aus der Anlagepraxis gingen von eher langfristigen Haltedauern privater Investoren aus.

Die Gutachter befürworten ferner in ihrem Gutachten eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern. Sie unterstellen, dass Investoren bei ihren Entscheidungen von der Besteuerung beeinflusst werden. Im Ergebnis halten die Sachverständigen sorgfältig begründet eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,00 % nach persönlichen Steuern für sachgerecht.

Dem folgt die Kammer. Sie sieht sich für das hier maßgebliche Halbeinkünfteverfahren im Übrigen in Übereinstimmung mit der Rechtsprechung u.a. des OLG Düsseldorf (Beschluss vom 04.07.2012 – I-26 W 8/10 (AktE), Leitsatz 2 und Rn. 47 ff.; ebenso Beschluss vom 14. Dezember 2017 – I-26 W 8/15 (AktE), Rn. 55 ff.).

c)

Den **Betafaktor** haben die Sachverständigen in Abweichung von den Vorgutachtern mit 0,7 angesetzt.

Mit dem Betafaktor wird der allgemeine Risikozuschlag an das konkrete Risiko des zu bewertenden Unternehmens angepasst. Der Betafaktor gibt an, wie sich die Rendite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zum Marktportfolio verhält. Ist der Betafaktor größer als 1, liegt das individuelle Risiko über dem des Marktdurchschnitts, ein Betafaktor von kleiner als 1 bedeutet, dass das individuelle Risiko unterdurchschnittlich ist (statt aller: OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 58 – m.w.N.). Ist das zu bewertende Unternehmen nicht an der Börse notiert oder ist das spezifische Beta des zu bewertenden Unternehmens nicht aussagekräftig feststellbar, wird eine Gruppe vergleichbarer börsennotierter Unternehmen (Peer Group) gebildet, um den unternehmensspezifischen Betafaktor zu ermitteln. Grundlage für die Schätzung des Betafaktors können der historische Verlauf der Börsenkurse der zu bewertenden Aktie selbst bzw. derjenige einer Peer Group oder auch allgemeine Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko im Vergleich zum Risiko des Marktportfolios sein.

Die Herleitung des Betafaktors für die GKA nimmt im Gutachten ebenfalls breiten Raum ein. Der Betafaktor gebe das Ausmaß der Sensitivität der Rendite eines Einzelwertes in Relation zur Renditeänderung eines repräsentativen Indexes an. Unternehmenseigene Betafaktoren seien nicht anwendbar, wenn keine signifikante statistische Regression (R^2) zwischen der Aktien- und der Marktrendite bestehe. In diesem Fall sei auf so genannte Peer-Group-Unternehmen zurückzugreifen. Es existierten verschiedene Untersuchungen zu Betafaktoren in der Versicherungswirtschaft. Tendenziell ergäben sich für Versicherungsgesellschaften mit höheren Anteilen am Lebens- und Krankenversicherungsgeschäft geringere Betafaktoren als bei Gesellschaften mit höheren Anteilen am Sachversicherungsgeschäft.

Die Sachverständigen weisen dabei auf grundsätzliche Bedenken bei der Verwendung von Betafaktoren von Versicherungsunternehmen hin, weil es nur eine relativ geringe Anzahl börsennotierter Versicherungsgesellschaften gebe, keine Versicherungsgesellschaft identische Geschäftsmodelle, Strukturen und Marktbereiche aufweise und im Falle geringer Streubesitzquoten keine

hinreichende Güte der statistischen Regression erreicht werde. Darüber hinaus werde die Berechnung durch die Wahl der Messperiode, des Intervalls zur Bestimmung der Rendite und des Vergleichsindex in erheblichem Maße beeinflusst (zur Problematik der Ermittlung von Betafaktoren von Versicherungsunternehmen vgl. auch OLG Düsseldorf, Beschluss vom 17.11.2008 – I-26 W 6 / 08).

Sodann stellen die Sachverständigen dar, dass sich ein eigener Beta-Faktor der GKA nicht verlässlich feststellen lasse. Anders als die Vorgutachter beschränkt die Zusammenstellung der potenziellen Vergleichsunternehmen für die Peer-Group auf deutsche Erst-Versicherungsunternehmen, während die Vorgutachter mehrere Peer-Groups von börsennotierten Versicherungsgesellschaften für die Region Deutschland, Europa und die Welt gebildet hatten. Diese Beschränkung begründet für die Kammer überzeugend damit, dass die GKA aus der Sicht eines inländischen Anlegers zu bewerten sei, der primär in Deutschland investiere. Entscheidend für den Ausschluss ausländischer Versicherungsunternehmen aus der Vergleichsgruppe sei, dass ausländische Versicherungsunternehmen wegen unterschiedlicher Rechnungslegungsstandards und unterschiedlicher aufsichtsrechtlicher Rahmenbedingungen nicht ohne weiteres mit deutschen Unternehmen vergleichbar seien (kritisch zur Verwendung ausländischer Betafaktoren auch Großfeld, Rn. 842). Auf dieser Grundlage identifizieren die Sachverständigen 13 deutsche Versicherungsunternehmen als potentielle Vergleichsunternehmen, die bis zum Jahr 2006 börsennotiert waren. Für fünf dieser Vergleichsunternehmen ließen sich belastbare Betafaktoren nicht feststellen, weshalb sie auszuschließen gewesen seien. Aus den verbleibenden acht Unternehmen hat zwei Gruppen gebildet und deren durchschnittliche Betafaktoren analysiert, namentlich eine enge Vergleichsgruppe, bestehend aus den Versicherungsunternehmen, die Sachversicherungen anbieten, einen mindestens dem der GKA entsprechenden Anteil des Inlandsgeschäfts aufwiesen und bei denen keine relevanten sonstigen Geschäftsbereiche existierten sowie eine weite Vergleichsgruppe aus allen potenziellen acht Vergleichsunternehmen. Die Analyse führe zu vertretbaren Beta-Faktoren in

einer Spannweite von 0,46 - 0,93. Dabei sei zu beachten, dass der obere Wert dieser Spanne aus der Einbeziehung der Allianz SE resultiere, die mit ihrem hohen Anteil an Auslandsgeschäft und dem relativ hohen Anteil sonstiger Geschäftsbereiche die geringste Ähnlichkeit mit der GKA aufweise. Andererseits sei zu berücksichtigen, dass der vergleichsweise hohe Anteil des Industrieversicherungsgeschäfts der GKA einen zusätzlichen Risikoaspekt darstelle. Beide Aspekte seien bezüglich des Risikos gegenläufig, so dass es sachgerecht sei, von dem Mittelwert der oben genannten Spanne auszugehen. Die Sachverständigen gelangen so zu einem Beta-Faktor von 0,7.

Im Folgenden erläutert das Vorgehen im Allgemeinen und im konkreten Fall ausführlich. Der mit 0,7 angesetzte Betafaktor stehe im Kontext mit den in der Vergangenheit in der Praxis ermittelten empirischen Betafaktoren bzw. Risikozuschlägen für Sachversicherungsunternehmen. Im Verfahren betreffend den Squeeze Out der AXA Colonia Versicherung AG sei von für die GKA als damals in die Peer Group mit einbezogenes Vergleichsunternehmen sogar ein Betafaktor von 0,38 (!) ermittelt worden.

Insgesamt gelangt damit für die Kammer in jeder Hinsicht überzeugend zu einem Risikozuschlag von 3,5 % (0,7 Beta-Faktor x 5,0 % Marktrisikoprämie).

d)

Den **Wachstumsabschlag** für die ewige Rente haben die Sachverständigen in Abweichung von den Vorgutachtern mit 1 % angesetzt.

Mit dem Wachstumsabschlag soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass eine Geldentwertung bei der Anlage in einem Unternehmen nicht in gleichem Umfang eintritt wie bei Kapitalanlagen in festverzinslichen Wertpapieren, bei denen der Zins eine Geldentwertungsprämie enthält (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.7.2012 – I-26 W 8/10, bei Juris Rn. 66 m.w.N.). Die Höhe des Abschlags hängt davon ab, in welchem Umfang erwartet werden kann, dass Unternehmen die Fähigkeit besitzen, die laufende Geldentwertung aufzufangen und gegebenenfalls an seine Kunden weiterzugeben, so dass die

Kapitalanlage in einem Unternehmen insoweit einer Geldentwertung entzogen werden kann. Dabei ist davon auszugehen, dass jedes Unternehmen in gewissem Umfang die Inflationsrate ausgleichen kann. Der Wachstumsabschlag ist umso höher, je mehr das Unternehmen in der Lage ist, der Geldentwertung entgegenzuwirken. Nur wenn nach den Besonderheiten des Einzelfalles abzusehen ist, dass der Unternehmer in gleichem Umfang wie der Geldtitelbesitzer durch die Inflation beeinträchtigt wird, muss der Abschlag entfallen. Er ist ebenso nicht anzusetzen, soweit es sich bei den geplanten Erträgen um Größen handelt, die unter Einbeziehung von Preissteigerungen und Wachstumserwartungen ermittelt wurden, wie dies regelmäßig bei den Erträgen in der Detailplanungsphase der Fall ist. In der Praxis liegen Wachstumsabschläge zwischen 0,5% und 3%, der Durchschnitt liegt bei 1,2% (vgl. Großfeld, Rn. 1054 ff., 1061 a.E.).

Das Vorgehen der Vorgutachter, in der Planung für die Fortführungsphase ausschließlich ein preisbedingtes Wachstum zu berücksichtigen, halten auch die Sachverständigen für sachgerecht. Denn es gebe keine Anhaltspunkte für ein nachhaltiges Wachstum der Nettozuflüsse aufgrund von Mengen- oder Struktureffekten. Bei der Bemessung des preisbedingten Wachstums und daraus resultierend des Wachstumsabschlags sei davon auszugehen, dass ein Unternehmen Preissteigerungen auf der Kostenseite auf die Kunden durch Preissteigerungen ihrer Absatzleistung überwälzen kann. Grundsätzlich wird von den Sachverständigen ein dauerhaftes Wachstum für Unternehmensgewinne unterstellt. Es sei allerdings nicht ohne weiteres davon auszugehen, dass Unternehmensgewinne automatisch mit der Inflationsrate wüchsen. Empirische Untersuchungen über die Höhe und die Komponenten des Wachstums (Inflation, Absatzausweitung, Profitabilität) von Versicherungsunternehmen seien nicht vorhanden. Nach den Statistiken der BaFin habe die Versicherungsbranche in den Jahren 2003 - 2006 im Durchschnitt ein Wachstum der Jahresüberschüsse von rund 10,29 % erzielt. Angemessen sei für die GKA in Abweichung von den Vorgutachtern ein höherer Wachstumsabschlag von 1,00 %.

4. Liquidationswert

Die Sachverständigen führen aus, dass der Liquidationswert als mögliche Untergrenze der Bewertung im vorliegenden Fall keine Bedeutung habe. Es habe wieder die Absicht noch die finanzielle Notwendigkeit bestanden, die GKA zu liquidieren. Abgesehen davon auszugehen, dass in Anbetracht der bei der Liquidation anfallenden zusätzlichen Kosten der Liquidationswert unter dem Ertragswert liege.

5. Börsenkurs

Nach allgemeiner Auffassung bildet der Börsenkurs des zu bewertenden Unternehmens die Untergrenze der zu gewährenden Abfindung. Nach der Rechtsprechung des BGH ist der dreimonatige Referenzzeitraum zur Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses vom Zeitpunkt der Bekanntgabe der Umstrukturierungsmaßnahmen zurückzurechnen (BGH, Beschluss vom 19.07.2010 – II ZB 18/09). Die Bekanntgabe des Übertragungsverlangens durch im elektronischen Bundesanzeiger veröffentlichte ad-hoc-Meldung erfolgte am 11.08.2006. Bereits im Vorfeld war allerdings bekannt geworden, dass ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre beabsichtigt war. Aus diesem Grund haben die Vorgutachter den Referenzzeitraum zur Ermittlung des Börsenkurses vom 2. Februar bis 02.05.2006 zugrunde gelegt und einen maßgeblichen Börsenwert von 5,47 € je Aktie ermittelt. ermittelt unter Zugrundelegung des dreimonatigen Referenzzeitraums vor dem Tag der Bekanntgabe am 11.08.2006 einen Börsenkurs von 7,43 €. Dieser Wert liegt unter dem gemäß Prozessvergleich vom 18.04.2007 erhöhten und an die Minderheitsaktionäre ausgezahlten Betrag von 8,00 € bzw. 8,50 € als auch unter dem von ermittelten Wert pro Aktie. Dem Börsenwert der GKA in der Zeit vor dem Squeeze Out kommt damit keine Bedeutung zu.

6. (Weitere) Einwendungen der Antragsteller

Die Sachverständigen haben sich eingehend und für die Kammer überzeugend mit den Einwendungen der Antragsteller auseinandergesetzt. Soweit sie ihnen nicht gefolgt sind (siehe dazu und zu den Einwendungen betreffend den Kapitalisierungszinssatz im Einzelnen oben) gilt Folgendes:

a) Überleitung der Planungsrechnung in HGB-Rechnungslegungsvorschriften

Zu dem Einwand mehrerer Antragsteller, dass die Überleitung der nach IFRS-Grundsätzen gefertigten Planung der GKA in die Rechnungslegungssystematik des HGB zu fehlerhaften Ergebnissen führe, hat in dem Gutachten zutreffend ausgeführt, dass es für die Bestimmung des objektivierten Unternehmenswerts nicht relevant sei, nach welchen Rechnungslegungsgrundsätzen (HGB oder IFRS) die Prognosen der entziehbaren Überschüsse erfolgt. Bei der Verwendung der HGB-Grundsätze seien in Hinblick auf das Vorsichtsprinzip gegebenenfalls Korrekturen vorzunehmen. Die Sachverständigen weisen darauf hin, dass sie das Planungsergebnis des Vorgutachters gemäß HGB-Rechnungslegung auf inhaltliche Plausibilität und formelle Richtigkeit überprüft und gegebenenfalls gutachterliche Korrekturen vorgenommen haben.

b) Planungsannahmen: Versicherungstechnisches Ergebnis

aa) Verdiente Beiträge

Zahlreiche Antragsteller beanstanden, dass in der Planung die Wachstumsraten zu niedrig angesetzt worden seien. Insbesondere wird angeführt, dass die guten Konjunkturaussichten nicht adäquat berücksichtigt worden seien. Auch die erfolgreiche Sanierung bzw. Restrukturierung und die Einbindung in den vertriebsstarken Konzern seien ebenso wenig angemessen berücksichtigt worden wie die Verbesserung des Ratings der GKA von A- auf A+ am 20.06.2006.

Hierzu hat überzeugend ausgeführt, dass die Planung der verdienten Beiträge im Prognosezeitraum nicht zu beanstanden sei. Umfangreiche Analysen sowohl für den Vergangenheits- als auch für den Prognosezeitraum

sowie der Branche bzw. des Versicherungsmarktes zeigten die Plausibilität der vorgelegten Planungsrechnung der GKA. Es sei hingegen nicht sachgerecht, isoliert das Beitragswachstum des letzten Beobachtungsjahres 2005 zum Maßstab zu erheben. Die Betrachtung der Jahre 2003 bis 2005 ergebe, dass sich die Bruttobeiträge um 3,1 % vermindert hätten. Es sei daher nicht sachgerecht, allein auf das Jahr 2005 abzustellen.

Dass die GKA in den Jahren 2004 und 2005 höhere Selbstbehalte in der passiven Versicherung vereinbart habe, die zu entsprechend höheren Netto-Beitragssteigerungen geführt hätten, lasse sich nicht isoliert auf die Zukunft fortschreiben.

Bis zum Jahr 2009 habe die Gesellschaft eine Erhöhung der Bruttobeiträge im Gesamtgeschäft von rund 13,1 % prognostiziert. Dies bedeute, dass die Gesellschaft in fast allen Versicherungssparten ein Beitragswachstum geplant habe. Lediglich in dem (verhältnismäßig kleinen) Planungssegment „restliche Sparten“ sei gegenüber dem letzten Wartungsjahr 2005 ein Beitragsrückgang prognostiziert worden. Diese Planung sei plausibel: Die Analysen für die Branchenentwicklung, das wirtschaftliche Umfeld sowie die Gegebenheiten der Gesellschaft aus Sicht des Bewertungsstichtages sprächen dafür. Gravierende Änderungen seien nicht zu erwarten. Der geplante durchschnittliche Beitragsanstieg in den Planjahren 2006 bis 2009 betrage 3,12 %. Das für das erste Planjahr 2006 geplante höhere Wachstum von 4,9 % beruhe auf den positiven Folgewirkungen der Verbesserung des Ratings im Jahr 2005 auf A-. Anhaltspunkte dafür, dass die weitere Verbesserung des Ratings der GKA im Juli bzw. August 2006 zu weiteren nachhaltigen Beitragssteigerungen führen könnten, lägen nicht vor.

bb) Schadenaufwand

(1) Ultimate loss ratios

Die Antragsteller beanstanden, dass der Anstieg der Schadenaufwendungen von durchschnittlich 53,0 % im Vergangenheit Zeitraum auf 60 % im Planungszeitraum nicht sachgerecht sei. Dasselbe gelte für den weiteren

Anstieg der Ulr vom letzten Planungsjahr 2009 (60,3 %) auf 61,4 % ab dem Jahr 2010.

Hierzu führt aus, es sei zutreffend sei, dass die von der GKA auf IFRS-Basis geplanten ultimate losses in den Planjahren eine deutliche Verschlechterung gegenüber der Vergangenheit zeigten. In den Vorgutachten wurde dies damit erläutert, dass das Jahr 2001 sehr hohe Schadenquoten zu verzeichnen gehabt habe, die in den Folgejahren deutlich zurückgegangen seien. Die Durchsicht der Planungsunterlagen habe ergeben, dass die GKA explizit die Legung stiller Reserven vorgenommen habe, die sich anhand der vorliegenden Unterlagen für den Prognosezeitraum allerdings nicht hinreichend sicher quantifizieren ließen. Die Planung der ultimate loss ratios sei deshalb als konservativ zu bezeichnen. Allerdings sei es aufgrund des schwankenden Schadenverlaufs in der Vergangenheit (vor 2003) und der Unsicherheit der Schätzgrößen im Prognosezeitraum noch angemessen, die Planung der Jahre 2006 bis 2009 ohne Korrekturen zu übernehmen. Sie befände sich noch im angemessenen Schätzbereich. Dies gelte auch für die Entwicklung der Schadenquoten in der Sparte Allgemeine Haftpflicht. Eine Korrektur sei aber für die ewige Rente geboten (dazu unten (3)).

(2) CAT-Ereignisse

Beanstandet werden von den Antragstellern auch die geplanten Schadenaufwendungen für Katastrophenschäden und sonstige Großschäden (CIAT-Ereignisse), die die GKA für den Planungszeitraum mit jährlich 30 Millionen brutto (vor Rückversicherung) angesetzt hat. Die Rückversicherungsanteile seien mit durchschnittlich jährlich 23,33 Millionen € hingegen zu gering bemessen. Auch hier gelangen die Sachverständigen nicht zu einer Korrektur der Planung, sondern halten sie für plausibel.

(3) Ulr in der ewigen Rente

Den Einwand der Antragsteller betreffend die nachhaltige Erhöhung der ultimate loss ratio auf 61,4 % ab dem Jahr 2010 halte die Sachverständigen hingegen nicht für plausibel. Sie begründen dies überzeugend damit, dass die für die

ewige Rente geplante weitere Verschlechterung angesichts der bereits für die Detailplanung unterstellte Zyklusverschlechterung nicht nachvollziehbar sei, zumal die Planung für den Detail-Planungszeitraum ohnehin konservativ sei. Diese Überlegung wird auch dadurch bestätigt, dass langjährige Marktbeobachtungen zeigten, dass auch in wettbewerbsintensiven Versicherungszweigen steigende Schadensaufwendungen sukzessive durch Beitragsanpassungen kompensiert werden könnten. Überdies stünden der Versicherungspraxis Instrumente wie Bestandssanierungen oder eine ertragsorientierte Zeichnungspolitik zur Verfügung, um negativen Schadensentwicklungen zu begegnen. Aus Sicht der Kammer ist dies überzeugend, so dass der Korrekturansatz der Sachverständigen berechtigt ist.

(4) IFRS/HGB

Zu dem Einwand der Antragsteller, die Überleitung nach HGB-Bilanzierungsgrundsätzen führe zu für die ausgeschlossenen Aktionäre ungünstigen Ergebnissen, führen die Sachverständigen aus, dass die HGB-Rechnungslegung maßgebend vom handelsrechtlichen Vorsichtsprinzip bestimmt sei. Eine wesentliche Abweichung bestehe darin, dass die Schwankungsrückstellung im handelsrechtlichen Jahresabschluss gebildet werden müsse und dass die Höhe der Schadensrückstellung nach IFRS nicht nach dem vom HGB vorgegebenen vergleichbaren Vorsichtsprinzip zu bemessen sei. Die Überleitung von HGB zu IFRS-Rechnungslegungsgrundsätzen sei regelmäßig mit einer gewinnerhöhenden Auflösung der Schadensrückstellung bzw. einer Umbuchung in die Gewinnrücklagen verbunden. Eine Rücküberleitung von IFRS- zum HGB-Ansatz führe dementsprechend zu einer Legung stiller Reserven nach dem Vorsichtsprinzip, die die Bewertungsgutachter bei ihrer Einschätzung nicht aufgelöst hätten. Dieser Problematik müsse bei der Unternehmensbewertung allerdings Rechnung getragen werden, um nicht zu unterschiedlichen Ergebnissen bei der Ertragswertberechnung zu gelangen. Aus diesem Grund hat die von Vorgutachter vorgenommenen Bewertungsunterschiede im Prognosezeitraum eliminiert und gelangt in der versicherungstechnischen

Gewinn- und Verlustrechnung zu höheren Überschüssen im Vergleich zu den Planwerten der Gesellschaft bzw. dem Vorgutachter. Ausführlich ist dies im Anlagenband zum Gutachten, dort Seite 38 ff. dargelegt.

cc) Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb/Combined Ratios

Auch die Einwendungen einiger Antragsteller bezüglich einer angeblichen zu hoch geplanten Schaden-Kostenquote weist zurück. Die Grundannahme der Antragsteller sei bereits nicht zutreffend, denn im Detailplanungszeitraum sei eine (geringfügig) niedrigere Schaden-Kostenquote als in den Vorjahren geplant worden. Im letzten Planungsjahr 2009 liege die Bruttokostenquote etwa 0,6 % unter der Bruttokostenquote des letzten Ist-Jahres 2005. Auch das Kostensenkungsprogramm Lego sei nach Auskunft der Antragsgegnerin bereits ab dem Jahr 2007 berücksichtigt.

dd) Schwankungsrückstellung

Soweit die Antragsteller die Auffassung vertreten, die Berücksichtigung der Zuführung zur Schwankungsrückstellung im Planungszeitraum sei nicht sachgerecht, stimmt dem zu. Die Bildung und Auflösung der Schwankungsrückstellung sei zwar in der handelsrechtlichen Rechnungslegung für die einzelnen Versicherungszweige gemäß § 341 h HGB vorzunehmen. In der Literatur zur Unternehmensbewertung von Versicherungsunternehmen werde die Schwankungsrückstellung jedoch auch im Rahmen einer Planung auf Basis von HGB-Vorschriften zum Eigenkapital gerechnet. Der Grund hierfür sei, dass die Schwankungsrückstellung nie zu direkten Auszahlungen an die Versicherungsnehmer führe und damit die entziehbaren Ertragsüberschüsse der Gesellschaft nicht mindere. Versicherungstechnische Rückstellungen, die nicht ausgabewirksam werden könnten, dürften nicht in die Prognoserechnung einfließen. Dementsprechend hat die Planungsrechnung korrigiert und die Veränderung der Schwankungsrückstellung im Prognosezeitraum eliminiert,

wodurch sich höhere Jahresüberschüsse ergeben. Im Einzelnen ist dies auf Seite 59 ff. des Anlagenbandes dargestellt und berechnet. Zugleich ist hier dargestellt, dass sich infolge der Nichtberücksichtigung der Zuführung zur Schwankungsrückstellung auch die Zinsträger nicht verändern und deshalb die Erträge aus Kapitalanlagen insoweit zu kürzen sind, als die erwirtschafteten Zinserträge auf Zuführungen zur Schwankungsrückstellung entfallen.

c) Planungsannahmen: Nicht-versicherungstechnisches Ergebnis

aa) Verzinsung der Asset-Klassen

Zu den Einwendungen der Antragsteller hinsichtlich der angeblich zu niedrig geplanten Renditen in den Bereichen Renten und Aktien weist darauf hin, dass die Verzinsung der Kapitalanlagen mit Ausnahme der Asset-Klassen Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und Bauten sowie Einlagen bei Kreditinstituten und andere Kapitalanlagen konsistent aus dem für den Kapitalisierungszinssatz zugrunde gelegten Basiszins ableitbar sein müssen. Zutreffend hätten die Vorgutachter diese konsistente Ableitung bei der Verzinsung der Rentenwerte dadurch hergestellt, dass sie ausgehend von dem der Bewertung zugrunde gelegten Basiszins einen Laufzeitspreadabschlag und einen Bonitätsspreadzuschlag berücksichtigt hätten. Dies sei nicht zu beanstanden. Änderungen ergeben sich allerdings aus dem Umstand, dass einen anderen Basiszinssatz und damit auch andere Werte für den Laufzeit- und den Bonitätsspread zugrunde legen als die Vorgutachter. Da die Verzinsung der Asset-Klassen mit ihren Marktwerten und den entsprechenden Marktrenditen berechnet haben, wurde noch ein Verwaltungskostenansatz von 0,1 % in Abzug gebracht, so dass die Verzinsung der Rentenwerte unterhalb des Basiszinssatzes liege.

Für die Aktienrenditen gelte Entsprechendes. Die Einwendung der Antragsteller, die Aktienrendite müsse 10 % betragen, sei unrichtig, weil aus Gründen der Steuerkonsistenz dem Vor-Steuer-Basiszins (4,5 %) die Nach-Steuer-Risikoprämie (5,5 %) nicht hinzugerechnet werden dürfe.

im Einzelnen ist dies auf Seite 108 ff. des Anlagenbandes dargestellt.

bb) Stille Reserven

Dem Einwand der Antragsteller, die in den Kapitalanlagen enthaltenen stillen Reserven seien für die Unternehmensbewertung zu berücksichtigen, folgen die Sachverständigen. Sie erläutern, dass im Rahmen der sachverständigen Bewertung für die Verzinsung der Kapitalanlagen deren Marktwert zugrunde gelegt und damit die stillen Reserven vollständig berücksichtigt wurden. Die Einzelheiten finden sich auf Seite 102 ff. des Anlagenbandes.

d) Rücklagenzuführungen und Ausschüttungsquoten

Den Einwand einiger Antragsteller, die Rücklagenzuführungen seien zu hoch geplant, insbesondere sei die Rücklagenzuführung im Jahr 2007 in Höhe von rund 40 Millionen € nicht notwendig, weisen die Sachverständigen zurück, weil die geplanten Zuführungen zur Aufrechterhaltung der gesetzlich vorgegebenen Soll-Stabilitätsanforderungen erforderlich seien. Die in der Planung vorgesehene Annahme der Vollausschüttung für den Zeitraum der ewigen Rente sei nicht zu beanstanden. Im Rahmen der ewigen Rente sei grundsätzlich das dokumentierte Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens zu beachten. Vollausschüttung entspreche der Überschussverwendungspolitik der Gruppe. Darüber hinaus bestehe die Besonderheit, dass eine Wiederanlagemöglichkeit thesaurierter Beträge zum Kapitalisierungszinssatz (vor Steuern) in der Regel nicht möglich sei und daher nicht werterhöhend wirke. Die Annahme der Vollausschüttung wirke sich daher auch nicht zulasten der Antragsteller aus.

e) Synergieeffekte

Die Einwendungen der Antragsteller hinsichtlich unzureichend berücksichtigter Synergie-Effekte erläutern die Sachverständigen die vorgenommenen Korrekturen, die sich vor allem aus einer unterschiedlichen Behandlung der Ertragspotenziale im Personalbereich und den damit zusammenhängenden Restrukturierungskosten ergeben. Die Einzelheiten finden sich auf Seite 131 ff. des Gutachtenbandes.

f) Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Den Einwand der Antragsteller, nicht betriebsnotwendiges Vermögen sei vorhanden, jedoch nicht berücksichtigt worden, weisen die Sachverständigen zurück. Das Verbot versicherungsfremder Geschäfte schließe für Versicherungsunternehmen den Erwerb nicht betriebsnotwendigen Vermögens grundsätzlich aus. Insbesondere sei dies bei Grundstücken der Fall, da sie gemäß § 54 Abs. 2 Nr. 5 VAG i.V.m. § 2 Abs. 1 Nr. 14 AnIV zum gebundenen Vermögen gehörten. Von einem bewertungsrelevanten Bestand an Kunstwerken sei nichts bekannt. Unterlagen hierzu lägen nicht vor.

7. Zusammenfassung

Unter Zugrundelegung der Planung der Gesellschaft unter Berücksichtigung der von vorgenommenen Korrekturen (vergleiche Anl. 1 zum Anlagenband) sowie dem Kapitalisierungszinsfuß von 6,275 % für die Detailplanungsphase (2006-2009) sowie 5,275 % für die ewige Rente (2010 ff.) errechnen einen Ertragswert zum 31.12.2005 von 2.423.711 T€. Nach Aufzinsung mit dem vorgenannten Kapitalisierungszinssatz von 6,2750 % ergibt sich zum Bewertungsstichtag 20.09.2006 ein Unternehmenswert der GKA von 2.532,200 Mio. €.

8. Einwendungen gegen das Gutachten

a) Einwendungen der Antragsgegnerin

Ungeachtet des Umstands, dass die Antragsgegnerin selbst den von ermittelten (Ertrags-) Wert von 4,70 € je Aktie deutlich im Vergleichswege auf letztlich 8,50 € je Aktie erhöht hat, kritisiert sie die von ermittelten Bewertungsansätze und vertritt die Auffassung, im Zweifel seien die im Übertragungsbericht herangezogenen Werte zu übernehmen, Letzteres unter Berufung auf OLG Frankfurt am Main (Beschluss vom 05.12.2013 – 21 W 36/12, bei juris Rn. 82 f.). Dass der von ermittelte Unternehmenswert nicht der für die angemessene Abfindung maßgebliche Wert sein könne, zeige bereits der Umstand, dass die im Rahmen eines Bieterverfahrens für die GKA einen Kaufpreis von maximal Tag 1.045,4 Mio. € gezahlt habe, was einem Erwerbspreis je Aktie der GKA von 4,87 € entspreche. Auch eine integrative Bewertung auf der Grundlage des Standards IDW S 1 durch einen bei der beschäftigten Wirtschaftsprüfer habe einen deutlich niedrigeren Unternehmenswert der GKA ergeben, nämlich eine Größenordnung von bis zu 1.180,0 Mio. €. Auch das indiziere, dass der von ermittelte Unternehmenswert nicht realistisch sein könne. Der letzte vom Squeeze Out unbeeinflusste Aktienkurs der GKA habe unter 4,00 € je Aktie gelegen. Dieses Kursniveau sei über einen Zeitraum von ca. drei Jahren nicht überschritten worden. Im Durchschnitt habe der Aktienkurs deutlich darunter gelegen, was deutlich die Markteinschätzung widerspiegele.

Der aus Sicht der Antragsgegnerin damit nicht mehr realistische Wert von beruhe einerseits auf einer Veränderung der geplanten Ergebnisse sowie andererseits auf einer Herabsetzung der Kapitalisierungszinssätze. Bei den geplanten Ergebnissen beanstandet die Antragsgegnerin vor allem die Ausführungen der Sachverständigen zur Berücksichtigung von Synergieeffekten sowie eine Reihe von Veränderungen an weiteren Ergebnisquellen. Verfehlt sei die von vorgenommene Reduzierung der **Schadensquote in der ewigen Rente**, die der Bewertungsgutachter auf 61,4 % gegenüber 60,3 % im Jahr 2009 angesetzt hatte. Die Vermutung, dass die GKA vergleichsweise höhere stille Reserven in den Schadenrückstellungen aufweise als die Branche, sei unzutreffend. Ein solcher Vergleich sei unzulässig, weil die Zusammensetzung des Geschäfts der Branche nicht mit der

Zusammensetzung des Geschäfts der GKA zumindest im wesentlichen vergleichbar sei. Betrachte man die wesentlichen Wettbewerber der GKA in Deutschland im Industrieversicherungsgeschäft, namentlich die Industrieversicherer der Allianz und der zeige sich, dass auch diese Versicherungsunternehmen deutlich höhere Rückstellungsquoten als die Branche aufwiesen. Das Gegenteil der Annahme von zeige auch der Umstand, dass die GKA in den Vergangenheitsjahren vor Rückversicherung geringfügige Abwicklungsverluste bzw. nach Rückversicherung geringfügige Abwicklungsgewinne erzielt habe, während die gesamte Versicherungsbranche durchweg deutlich positive Abwicklungsgewinne erzielt habe. Dies zeige, dass die GKA im Vergleich zur Branche nicht besser, sondern schlechter reserviert gewesen sei, also weniger stille Reserven aufgewiesen habe. Soweit die Planung der Schadenquoten im Detailplanungszeitraum als konservativ bezeichne und dies daraus herleite, dass diese Schadensquoten über denen der Jahre 2003 bis 2005 liege, sei dies nicht aussagekräftig. Denn bei dieser Betrachtung blieben schlechte Zeiten im Schadenzyklus wie beispielsweise das Jahr 2001 (mit einer Schadensquote von 92,3 %) unberücksichtigt. Die Jahre 2003 bis 2005 seien hingegen ausgesprochen gute Jahre im Schadenzyklus gewesen. Auch die Branchenzahlen bestätigten, dass längerfristig wieder mit höheren Schadensquoten als in den Jahren 2003 bis 2005 zu rechnen sei. Bestätigt werde dies auch durch den tatsächlichen Verlauf der Schadensquoten der

Ferner greift die Antragsgegnerin die von vorgenommene Korrektur der vom Ausgangsgutachter vorgenommenen **Korrektur der Schadenrückstellungen nach Überleitung in die HGB Rechnungslegung** an. Die von für die Reduzierung der im Bewertungsgutachten aufgeschlagenen Sicherheitszuschläge angeführte Begründung, dass die Hinzufügung von Sicherheitszuschlägen Ausfluss des handelsrechtlichen Vorsichtsprinzips und bei der Unternehmensbewertung nicht zu berücksichtigen sei, hält die Antragsgegnerin für verfehlt. Dies führe dazu, dass künftige Gewinne vorziehe und zu einem Zeitpunkt als ausscheidbar berücksichtige, zu dem Versicherungsunternehmen diese Gewinne aus Rechtsgründen noch nicht

erzielen könnten. Die Auffassung von widerspreche den Regelungen zur Bildung von Rückstellungen in §§ 341 g, 341 e Abs. 1 HGB.

Dritter Angriffspunkt der Antragsgegnerin ist die Behandlung der Zuführungen in bzw. Entnahmen aus der **Schwankungsrückstellung** durch die Sachverständigen, die die Zuführungen/Entnahmen bereinigen und dadurch nicht berücksichtigen. Die Antragsgegnerin verweist darauf, dass Schwankungsrückstellungen bei Vorliegen der gesetzlichen Voraussetzungen zwingend zu bilden seien (§ 341 h HGB, § 29 RechVersV nebst Anlage hierzu). Die Zuführung- und Auflösungsbeträge ergäben sich in Abhängigkeit von den Schadenquoten in den einzelnen Sparten mathematisch und damit ohne Spielraum. Dies werde von nicht beachtet. Inkonsistent sei die Behandlung der Schwankungsrückstellung durch auch deshalb, weil die auf die Zuführung anfallenden Steuern nicht berücksichtigen, obwohl fiktiv ein höherer entziehbarer Jahresüberschuss unterstellt werde.

Die vorstehend dargestellten Einwände untermauert die Antragsgegnerin mit einer gutachterlichen Stellungnahme von vom 15.07.2015 (Anlage AG 1 zum Schriftsatz vom 31.07.2015).

Fehlerhaft sei schließlich die Behandlung von **Synergieeffekten**. Die von zusätzlich angesetzten Synergie-Effekte beruhen auf einer Verschmelzung und weiteren umwandlungsrechtlichen Maßnahmen, die nach dem geschlossenen Integrationskonzept erst nach dem Squeeze Out durchgeführt werden sollten bzw. konnten. Der Ansatz dieser zusätzlichen Synergien verstoße gegen das Stand-Alone-Prinzip wie auch gegen das Stichtagsprinzip.

Breiten Raum nimmt ebenfalls die Kritik an dem von den Sachverständigen angesetzten Kapitalisierungszinssatz ein. Auch hierzu bezieht sich die Antragsgegnerin teilweise auf das Privatgutachten (betreffend Beta-Faktor). Beanstandet wird ferner, dass die Sachverständigen den Wachstumsabschlag in der ewigen Rente von 0,5 % (so die Vorgutachter) auf 1,0 % heraufgesetzt haben.

b) Einwände der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters

Der gemeinsame Vertreter der außenstehenden Aktionäre und zahlreiche Antragsteller verteidigen das Gutachten in Auseinandersetzung mit den Einwendungen der Antragsgegnerin, kritisieren allerdings die Ausführungen des Sachverständigen zum Kapitalisierungszinssatz, den sie für überhöht halten.

c) Ergänzende Stellungnahme der Sachverständigen

Die Sachverständigen haben die Einwendungen der Beteiligten mit überzeugenden Gründen zurückgewiesen (vgl. ergänzende Stellungnahmen vom 20.07.2017 und vom 15.10.2018). Nach intensiver Auseinandersetzung mit sämtlichen Einwendungen bleiben die Sachverständigen bei ihrer Bewertung.

Überzeugend legen die Sachverständigen dar, dass die Kritik der Antragsgegnerin an der von den Sachverständigen vorgenommenen Reduzierung der Schadensquote in der ewigen Rente unberechtigt ist. Der Ansatz der Antragsgegnerin sei fehlerhaft, weil sie verkenne, dass die Einbeziehung von Vergangenheitsjahren in die Ermittlung einer nachhaltigen Schadensquote hier deshalb nicht in Betracht komme, weil in diesen Jahren sogenannte Ausreißer auf die Schadensquote Einfluss hatten und nicht davon ausgegangen werden könne, dass sich diese Effekte in der Zukunft wiederholten, jedenfalls nicht repräsentativ für den Ansatz eines nachhaltigen Wertes seien (Seite 6 ff. der ergänzenden Stellungnahme vom 20.7.2017). Auch die Ausführungen der Antragsgegnerin zu den stillen Reserven in den Schadensrückstellungen weisen die Sachverständigen als unzutreffend zurück und legen überzeugend dar, aus welchen Gründen an der von den Sachverständigen vorgenommenen Korrektur festzuhalten sei (Seite 10 ff. der vorgenannten ergänzenden Stellungnahme). Der weitere Anstieg der Schadensquoten in der ewigen Rente sei deshalb nicht nachvollziehbar, weil bereits im Detail-Planungszeitraum stille Reserven gelegt worden seien. Insoweit haben die Sachverständigen den Planungsansatz für konservativ, insgesamt aber für noch angemessen gehalten, obwohl die Schadensquoten im

Detailplanungszeitraum (2006-2009) über den Schadensquoten des Beobachtungszeitraums (2003-2005) liegen. Inkonsistent sei jedoch der Ansatz zu höher Schadensquoten für die ewige Rente, weil hierbei auch das Jahr 2001 einbezogen worden sei, welches bei der Schadensquote einen Höchstwert von 92,3 % aufweise und damit als Ausreißer zu behandeln sei. Soweit die Antragsgegnerin brutto-Schadensquote sämtlicher deutscher Schadens-Unfallversicherer herangezogen habe, sei dies führend, weil die Zusammensetzung des Geschäfts der unterschiedlichen Unternehmen mit dem der GKA nicht zu vergleichen sei. Aus diesen Gründen sei nicht nachvollziehbar, warum die Schadensquote in der ewigen Rente eine weitere Erhöhung erfahren soll, zumal langjährige Marktbeobachtungen zeigten, dass die Versicherer langfristig Prämiensteigerungen am Markt durchsetzen konnten und so auch in wettbewerbsintensiven Versicherungszweigen steigende Schadensaufwendungen durch Beitragsanpassungen sukzessive kompensiert werden konnten. Dementsprechend sei davon auszugehen, dass nach dem versicherungstechnischen Prinzip „Risikoausgleich in der Zeit“ die Schadensquote tendenziell über einen längeren Zeitraum auf einen mittleren Wert zulaufe.

Den Einwand der Antragsgegnerin betreffend die Schadensrückstellungen in dem angeblichen Verstoß gegen das besondere Vorsichtsprinzip weisen die Sachverständigen ebenfalls mit ausführlicher Begründung zurück (Seite 16 ff. der ergänzenden Stellungnahme). Dabei setzen die Sachverständigen sich auch mit der privatgutachtlichen Stellungnahme sowie der obergerichtlichen Rechtsprechung auseinander.

Auch die Einwendungen der Antragsgegnerin zur Behandlung der Zuführungen in die Schwankungsrückstellung weisen die Sachverständigen als unzutreffend zurück (Seite 36 ff. der ergänzenden Stellungnahme). Ausführlich und in Auseinandersetzung mit dem von der Antragsgegnerin vorgelegten Privatgutachten legen die Sachverständigen dar, warum die von ihnen hinsichtlich der Schwankungsrückstellungen vorgenommenen Korrekturen gegenüber der Ausgangsbewertung zutreffend sind.

Schließlich folgen die Sachverständigen auch nicht den Einwendungen der Antragsgegnerin zur Berücksichtigung unechter Synergie-Effekte im Rahmen der Unternehmensbewertung und begründen dies ausführlich (Seite 49 ff. der ergänzenden Stellungnahme).

Insbesondere die Festsetzung einer Marktrisikoprämie von 5,0 % sowie eines kleineren Beta-Faktors von 0,7 – hierauf ist der größte werterhöhende Einfluss auf den Unternehmenswert gegenüber der Ausgangsbewertung zurückzuführen – verteidigen die Sachverständigen ausführlich und für die Kammer überzeugend (Seite 62 ff der ergänzenden Stellungnahme; auch in der zweiten ergänzenden Stellungnahme, dort Seite 31 ff.). Soweit die Antragsgegnerin ausführt, der von den Sachverständigen angesetzte Betafaktor von 0,7 sei in Anbetracht des von der Handelshochschule Leipzig für Versicherungsunternehmen ausgewiesene Betafaktor von 1,13 nicht plausibel, weisen die Sachverständige überzeugend darauf hin, dass sich nicht feststellen lasse, dass die bei Ermittlung des genannten Branchen-Betafaktors herangezogenen Unternehmen mit der GKA vergleichbar seien. Es sei davon auszugehen, dass insbesondere die Werte der Allianz, der der Münchener Rück und deren in die Ermittlung eingeflossen seien. Diese Unternehmen hätten jedoch nur eine geringe Ähnlichkeit mit der GKA. Auch das im Verfahren 82 135/07 Landgericht Köln vorgelegte ValueTrust-Gutachten vom 15.12.2016 gibt den Sachverständigen keine Veranlassung, die Bewertungsparameter zu ändern, weil Value-Traus die starke Volatilität der herangezogenen Werte nicht ausreichend berücksichtige (Seite 34 ff. der zweiten ergänzenden Stellungnahme). Auch die Kritik an der von herangezogenen Peer-Group-Unternehmen weisen die Sachverständigen mit eingehender Begründung überzeugend zurück. Selbst bei Heranziehung einer aus 11 europäischen Erstversicherern bestehenden Peer Group ermittelt sich nicht der von der Antragsgegnerin postulierte Betafaktor von 1,1, sondern ein solcher von 0,82 (Seite 73 ff. der ergänzenden Stellungnahme). Mit überzeugender Begründung halten sie Sachverständigen aber daran fest, dass die Bewertung aus Sicht eines inländischen Anlegers vorzunehmen sei und

deshalb der Betafaktor aus einer mit inländischen Unternehmen bestückten Peer-Group zu ermitteln ist.

Dies gilt auch für die Kritik an dem Ansatz eines Wachstumsabschlags von 1,0 %. Hierzu weisen die Sachverständigen hin auf das tatsächliche durchschnittliche jährliche Wachstum des Jahresüberschusses in der Versicherungsbranche von 1993-2006. Trotz des massiven Einbruchs nach den Anschlägen vom 11.09.2001 und der darauffolgenden Finanzmarktkrise lasse sich für den genannten Zeitraum ein durchschnittliches Gewinnwachstum von jährlich 2,0 % feststellen (vergleiche Seite 97 der ergänzenden Stellungnahme). Nicht in Einklang bringen lasse sich die Annahme der Antragsgegnerin auch mit dem anzunehmenden Wachstum der Aufwendungen etwa in Höhe der erwarteten Inflationsrate von 2,0 %. Dies zeigt auch für die Kammer überzeugend, dass der Ansatz eines Wachstumsabschlags von 0,5 % zu niedrig ist und den Sachverständigen zu folgen ist. Dies entspricht in etwa dem Mittel der angesetzten Wachstumsabschläge (vergleiche Popp/Ruthardt in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., § 12 Rn. 130; Großfeld, Rn. 1061).

Eingehend befassen sich die Sachverständigen auch mit den Einwendungen der Antragsgegnerin betreffend die **Plausibilisierung** des ermittelten Unternehmenswerts. Die Heranziehung des Beteiligungsverkaufs an die

halten sie mit nachvollziehbarer Begründung als Plausibilisierungsmaßstab für wenig geeignet (Seite 83 ff. der ergänzenden Stellungnahme, Seite 40 f. der zweiten Ergänzung). Stattdessen führt eine Plausibilisierung anhand von marktbezogenen Transaktionsmultiplikatoren zu Unternehmenswerten, die teilweise nennenswert über dem von den Sachverständigen ermittelten Unternehmenswert liegen. Herangezogen haben die Sachverständigen zwei Transaktionen, bei denen die betroffenen Unternehmen von den Bewertungsgutachtern und dem sachverständigen Prüfer als Peer-Group-

Unternehmen herangezogen worden waren (vgl. Seite 87 und Anlage 11 der ergänzenden Stellungnahme sowie Seite 42 ff. der zweiten ergänzenden Stellungnahme). Nach Ermittlung der Prämien- und Gewinnmultiplikatoren der in Rede stehenden Transaktionen rechnen die Sachverständigen auf Basis der Planwerte der GKA eine Spannweite des Unternehmenswertes der GKA von 2,5 Mrd. € bis 4,8 Mrd. €.

Ebenfalls zu Plausibilisierung herangezogen haben die Sachverständigen ein von der im Rahmen des Erwerbs des Gerling-Erstversicherungsgeschäfts in Auftrag gegebenes Bewertungsgutachten von Deloitte (vergleiche Seite 92 ff. der ergänzenden Stellungnahme). Bei Heranziehung der von den Lloyd ermittelten Multiplikatoren gelangen die Sachverständigen bei Zugrundelegung der Gewinn- und Umsatzplanung des Bewertungsgutachters zu Unternehmenswert zwischen 1,5 Mrd. € und 1,8 Mrd. €. Auf Basis der Planungskorrekturen der Sachverständigen ergeben sich Unternehmenswerte zwischen 1,6 Mrd. € und 2,5 Mrd. €.

Hieraus ergibt sich, dass entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin der von den Sachverständigen ermittelt Unternehmenswert keineswegs plausibel sei.

Dem widerspricht auch nicht die Börsenkursrelation. Die Sachverständigen weisen darauf hin, dass der Kursverlauf der GKA-Aktie wegen eines möglichen Strukturbruchs dem Ermittlungszeitraum und wegen der geringen Liquidität des Handels nicht unverzerrt war. Aus diesem Grunde haben nicht nur die Sachverständigen, sondern auch der Bewertungsgutachten sowie der Sachverständige Prüfer auf die Ermittlung eines individuellen Beta-Faktors der GKA verzichtet. Entsprach die Entwicklung der Aktie nicht der wahren Entwicklung, lässt sich aus der Diskrepanz des Börsenwertes und dem ermittelten Unternehmenswert nicht ableiten, dass letzterer nicht plausibel sei.

Auch mit den Einwendungen der Antragsteller haben die Sachverständigen sich ausführlich auseinandergesetzt und sie mit überzeugenden Begründungen zurückgewiesen (Seite 104 ff. der ergänzenden Stellungnahme vom 20.07.2017).

Die Kammer folgt den Ausführungen der Sachverständigen. Sämtliche Ausführungen der Sachverständigen auch in den ergänzenden Stellungnahmen sind ausführlich, konsistent und in hohem Maße von Sachkunde getragen. Die Kammer macht sie sich zu Eigen. Die Einwendungen der Beteiligten sind demgegenüber nicht geeignet, die Feststellungen der Sachverständigen in Frage zu stellen, so dass die Kammer keinen Anlass sieht, hiervon abzuweichen. Auf die entsprechenden Ausführungen der Sachverständigen in den ergänzenden Stellungnahmen nimmt die Kammer zur Vermeidung von Wiederholungen Bezug.

III. Kosten der Alternativanlage

Eine Korrektur der Barabfindung um die Kosten für die Alternativanlage sowie um Neben- und Zusatzkosten kommt nicht in Betracht. Eine Berücksichtigung dieser Kosten steht im Widerspruch zu den gesetzlichen Vorgaben des § 327 b Abs. 1 AktG, wonach die Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft berücksichtigen muss. Die genannten Kosten haben hiermit nichts zu tun. Ein Ausgleich der durch den Squeeze Out verursachten sonstigen Nachteile sieht das Gesetz nicht vor.

IV. Kosten

a)

Die Entscheidung über die **Gerichtskosten** ergibt sich aus § 15 Abs. 2 Satz 1 und Satz 2 SpruchG in der bis zum 2. Kostenrechtsmodernisierungsgesetz vom 32.07.2013 geltenden Fassung, die aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2, Abs. 1 GNotKG noch Anwendung findet, weil das Verfahren

vor dem Inkrafttreten der Änderung von § 15 Abs. 1 SpruchG durch das vorgenannte Kostenrechtsmodernisierungsgesetz eingeleitet wurde. Schuldner der Gerichtskosten ist danach nur der Antragsgegner. Allerdings können die Kosten ganz oder zum Teil dem Antragsteller auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Für eine Anwendung dieser Ausnahmerebestimmung in § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG ist hier allerdings kein Raum. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Gerichtskosten ganz oder teilweise den Antragstellern aufzuerlegen, weil die Anträge ganz überwiegend Erfolg haben. Eine Beteiligung der Antragsteller, deren Anträge verfristet sind, an den Gerichtskosten, erscheint ebenfalls unbillig.

b)

Bezüglich der **außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin** verbleibt es ebenfalls bei der Kostentragung der Antragsgegnerin. Insofern käme eine Kostentragung durch die Antragsteller allenfalls aus Billigkeitgesichtspunkten in Betracht (vgl. § 13 a Abs.1 FGG a.F.), die vorliegend wegen des Erfolgs der Anträge aber nicht erkennbar sind.

c)

Ebenfalls von der Antragsgegnerin zu tragen sind die **Kosten des gemeinsamen Vertreters**, § 6 Abs. 2 SpruchG a.F..

d)

Bezüglich der **außergerichtlichen Kosten der Antragsteller** findet § 15 Abs. 4 SpruchG a.F. Anwendung. Danach tragen die Antragsteller ihre Kosten grundsätzlich selbst. Eine Erstattung durch den Antragsgegner kommt nur dann in Betracht, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Solche Gründe, die eine Abweichung vom gesetzlich vorgesehenen Regelfall trotz des Unterliegens der Antragsteller gebieten, liegen hier vor, weil die Anträge der Antragsteller zu einer nennenswerten Erhöhung der Barabfindung führen. Dies gilt nicht in Bezug auf die verfristeten

Anträge der Antragsteller zu 65, 67, 78, 79, 82 und 83. Diese Antragsteller haben entsprechend dem vorgenannten Grundsatz ihre außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen.

e)

Die Entscheidung über den **Geschäftswert** hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 1 Satz 2 2. Hs. SpruchG a.F.. Da die Anträge Erfolg hatten, ist der Wert auf 7,5 Mio. € festzusetzen. Denn die Summe der auf die außenstehenden Aktionäre entfallenden Erhöhung der Abfindung übersteigt den Betrag von 7,5 Mio. € bei weitem.

Dieser Wert bildet aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch die Grundlage für die von der Antragsgegnerin aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 2 SpruchG geschuldete Vergütung des Gemeinsamen Vertreters.

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen diese Entscheidung ist das Rechtsmittel der Beschwerde statthaft. Die Beschwerde kann nur binnen einer Frist von einem Monat, die am Tag der Zustellung dieses Beschlusses zu laufen beginnt, bei dem Landgericht (Sitz und postalische Anschrift des erkennenden Gerichts) eingelegt werden. Wenn die Bekanntgabe durch förmliche Zustellung nicht bewirkt werden konnte, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass des Beschlusses. Die Frist endet mit Ablauf des Tages des Folgemonats, der durch seine Nennzahl dem Tag des Vormonats entspricht, an dem die Zustellung stattgefunden hat (Bsp.: Zustellung am 11.3., Fristende mit Ablauf des 11.4.). Handelt es sich bei dem letzten Tag der Frist um einen Sonnabend, Sonntag oder einen gesetzlichen Feiertag, so endet die Frist erst mit Ablauf des nächsten Werktages. Die Beschwerde kann nur durch eine Beschwerdeschrift eingelegt werden, die von einem Rechtsanwalt unterzeichnet wurde. Sie muss die

Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses und die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird. Die Beschwerde soll begründet werden.