

I-26 W 14/17 [AktE]

33 O 72/10 [AktE]

LG Düsseldorf



**OBERLANDESGERICHT DÜSSELDORF
BESCHLUSS**

in dem Spruchverfahren
zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung
für die durch Squeeze-out (§§ 327a, 327b AktG) auf die
Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft Aktiengesellschaft in München
übertragenen Aktien der Minderheitsaktionäre der

ERGO Versicherungsgruppe AG,

an dem noch beteiligt sind:

g e g e n

Antragsgegnerin, **Beschwerdeführerin** und **Beschwerdegegnerin**,

Verfahrensbevollmächtigte:

weiter beteiligt:

als gemeinsamer Vertreter der Minderheitsaktionäre,

hat der 26. Zivilsenat des Oberlandesgerichts Düsseldorf durch die Vorsitzende Richter
am Oberlandesgericht, den Richter am Oberlandesgericht
und die Richterin am Oberlandesgericht

am 11. Mai 2020

b e s c h l o s s e n:

Auf die Beschwerde der Antragsgegnerin vom 14.12.2016 wird der Beschluss der 3. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Düsseldorf vom 14.10.2016 – 33 O 72/10 (AktE) – in Verbindung mit dem Beschluss vom 5.09.2017 unter Zurückweisung der Beschwerden des Antragstellers zu 92) und der Antragstellerin zu 93) vom 29.11.2016, der Antragstellerinnen zu 79), 82) und 90) und des Antragstellers zu 80) vom 15.12.2016 sowie der Antragstellerin zu 37) und des Antragstellers zu 38) vom 22.12.2016 teilweise wie folgt abgeändert:

Die Anträge auf gerichtliche Festsetzung einer angemessenen Barabfindung werden zurückgewiesen.

Die gerichtlichen Kosten des Beschwerdeverfahrens einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters trägt die Antragsgegnerin. Außergerichtliche Kosten werden nicht erstattet.

Der Geschäftswert für beide Instanzen wird auf 200.000 € festgesetzt.

G r ü n d e:

I.

Die Antragsteller sind ehemalige Aktionäre der ERGO Versicherungsgruppe AG („ERGO“), deren Aktien durch am 5.07.2010 in das Handelsregister eingetragenen Beschluss der Hauptversammlung vom 12.05.2010 auf die Antragsgegnerin gegen eine Barabfindung übertragen wurden. Die Antragsteller halten die im Übertragungsbeschluss festgelegte Barabfindung für unzureichend und begehren die gerichtliche Bestimmung einer angemessenen Barabfindung.

Die ERGO ist die Obergesellschaft der ERGO Versicherungsgruppe und nimmt vor allem die Funktion einer strategischen Management-Holding wahr. Über ihre in- und ausländischen Konzern- und Beteiligungsgesellschaften bietet sie Versicherungen und Dienstleistungen im In- und Ausland an, die in die Geschäftsfelder Leben Deutschland, Gesundheit, Komposit Deutschland, Direktversicherung, Reiseversicherung und „International Operations“ eingeteilt sind. Im privaten Krankenversicherungsmarkt (ohne Direktversicherung) ist sie Marktführer mit einem Marktanteil von 14,6 %. Im Geschäftsjahr 2008 erwarb sie Anteile an Gesellschaften in Südkorea und Indien und trat in den asiatischen Markt ein. Nach dem im November 2009 beschlossenen Projekt „Neue ERGO“ wurde der Markenauftritt im Bereich der Lebens- und Schaden-/Unfallversicherungen sowie Kranken- und Rechtsschutzversicherungen überarbeitet und die Sachversicherungen (Victoria, Hamburg-Mannheimer und D.A.S.) zu einer Gesellschaft unter der Marke ERGO zusammengeführt.

Das Grundkapital betrug 196.279.504,20 € und war eingeteilt in 75.492.117 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem anteiligen Betrag am Grundkapital von 2,60 €

je Stückaktie. Die Aktien waren zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (General Standard), der Börse Düsseldorf und im elektronischen XETRA-Handel zugelassen, zudem wurden sie im Freiverkehr an den Börsen Berlin, Hannover, München, Hamburg und Stuttgart gehandelt. Hauptaktionärin war die Antragsgegnerin, die unmittelbar und mittelbar insgesamt 75.225.052 Stückaktien – entsprechend einer Beteiligung von rd. 99,69 % - hielt. Die restlichen ca. 0,31 % des Grundkapitals (267.065 Stückaktien) befanden sich im Streubesitz.

Mit Schreiben vom 25.11.2009 forderte die Antragsgegnerin den Vorstand der ERGO auf, die Aktien der Minderheitsaktionäre durch Beschluss der Hauptversammlung gegen Gewährung einer Barabfindung auf sie – die Antragsgegnerin – zu übertragen (sog. Squeeze-out); mit weiterem Schreiben vom 2.03.2010 gab sie die von ihr mit **97,72 € je Stückaktie** festgelegte Barabfindung bekannt. Dem stimmte die Hauptversammlung mit Beschluss vom 12.05.2010 zu.

Der mit **97,72 € je Stückaktie** festgelegten Barabfindung liegt eine seitens der) erstattete Unternehmensbewertung vom 1.03.2010 zugrunde. Darin wird die Barabfindung anhand des – als Wertuntergrenze herangezogenen – Drei-Monats-Durchschnittskurses vor dem förmlichen Übernahmeverlangen der Antragsgegnerin (25.08.2009 bis 24.11.2009) in Höhe von 97,72 € je Aktie bestimmt.

Den anhand des Ertragswertverfahrens auf der Basis des Bewertungsstandards IDW S1 2008 ermittelten Unternehmenswert hat die Bewertungsgutachterin mit 6.993,0 Mio. € ermittelt, woraus sich ein Wert i.H.v. lediglich **92,63 € je Aktie** ergab. Die Bewertung erfolgte nach der Phasenmethode auf der Basis von zwei Planungsphasen. Die zu kapitalisierenden Ergebnisse der Detailplanungsphase wurden auf der Grundlage der im September 2009 verabschiedeten Planungsrechnung ermittelt, die basierend auf den dezentralen Planungen der einzelnen operativ tätigen Konzerngesellschaften für die Geschäftsjahre 2010 und 2011 erstellt worden war. Diese hat die Bewertungsgutachterin um ein weiteres Prognosejahr (2012) verlängert, um auch die von ihr für das Jahr 2012 quantifizierten (positiven) Ergebniseffekte des Projekts „Neue ERGO“ zu berücksichtigen (BGA S. 27). Die Ableitung des Prognosejahres 2012 einschließlich der zusätzlichen positiven Ergebniseffekte hat der Vorstand mit Beschluss vom 23.02.2010 gebilligt. Mit der Phase II hat die Bewertungsgutachterin den Wert der

auf dieser Grundlage ermittelten zukünftigen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner als ewige Rente (Geschäftsjahre 2013 ff.) abgebildet.

Den Basiszins hat _____ anhand von Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank im Dreimonats-Zeitraum vor Fertigstellung des Bewertungsgutachtens (Dezember 2009 bis Februar 2010) – gerundet auf volle ¼%-Punkte - mit 4,25 % vor bzw. - unter Berücksichtigung der pauschalierten Abgeltungssteuer einschließlich Solidaritätszuschlag (26,375 %) – 3,13 % nach Steuern ermittelt, den Risikozuschlag als Produkt aus Marktrisikoprämie (4,5 % nach persönlichen Steuern) und Betafaktor gebildet. Den von ihr mit 0,8 (unverschuldet) zugrunde gelegten, an die zukünftige Finanzierungsstruktur und den Verschuldungsgrad der ERGO angepassten Betafaktor hat sie anhand von Betafaktoren einer Peer Group abgeleitet, da die historischen unternehmenseigenen Betafaktoren der ERGO keine ausreichende statistische Aussagekraft aufwiesen. Den Wachstumsabschlag hat _____ mit 1,5 % angesetzt. Im Ergebnis errechneten sich für die Detailplanungsphase Risikozuschläge zwischen 4,82 % und 5,06 % bzw. Kapitalisierungszinssätze zwischen 7,95 % und 8,19 %. Für die Phase der ewigen Rente wurde der Risikozuschlag mit 4,68 % bzw. der Kapitalisierungszinssatz mit 6,31 % angesetzt.

Den von ihr ermittelten Ertragswert hat die Bewertungsgutachterin auf der Grundlage einer vergleichsorientierten Marktbewertung anhand des Kurs-Gewinn-Verhältnisses sowie des Kurs-Buchwert-Verhältnisses plausibilisiert; danach ergaben sich jeweils deutlich geringere Unternehmenswerte bzw. Werte je Stückaktie (BGA S. 80 f.).

Die vom Landgericht zur sachverständigen Prüferin gemäß § 327c Abs. 2 AktG bestellte _____ hat die Angemessenheit der Barabfindung mit Prüfbericht vom 4.03.2010 bestätigt. U.a. hat sie die von _____ vorgenommene Peer Group-Analyse durch eigene Analysen auf der Basis von Daten des Finanzinformationsdienstleisters _____ überprüft und für sachgerecht erachtet (Prüfbericht S. 78, 89 f.). In ihrer Stichtagserklärung vom 12.05.2010 hat sie keinen Anhalt für eine Änderung ihrer Auffassung bezüglich der Angemessenheit der Barabfindung gesehen.

Die Antragsteller haben die Barabfindung gleichwohl für zu niedrig gehalten. U.a. haben sie gerügt, der Übertragungsbericht sei nicht nachvollziehbar. Die Ertragsplanung, insbesondere die Kapitalanlagenergebnisse, die Beitrags- und Bestandsentwicklung

seien unplausibel. Der Planungszeitraum sei zu kurz bemessen. Der Kapitalisierungszinssatz sei überhöht, dies gelte gleichermaßen für den – seit der Gutachtenerstellung am 1.03.2010 bis zum Bewertungsstichtag 12.05.2010 gesunkenen – Basiszinssatz, die Marktrisikoprämie und den Betafaktor. Auch sei der Wachstumsabschlag zu niedrig angesetzt worden. Die Berücksichtigung typisierter persönlicher Ertragssteuern sei fehlerhaft. Der Börsenkurs sei unzutreffend ermittelt worden.

Sie und der gemeinsame Vertreter der ausgeschiedenen Aktionäre haben beantragt,
eine angemessene Barabfindung gerichtlich festzusetzen.

Die Antragsgegnerin hat beantragt,

die Anträge zurückzuweisen.

Sie hat gemeint, die im Übertragungsbeschluss festgelegte Barabfindung sei angemessen. Bei einer Absenkung des Basiszinssatzes – wie von den Antragstellern gefordert – seien aus Gründen der Konsistenz andere Bewertungsparameter, insbesondere die nachhaltige Kapitalanlagerendite, mit zum Teil gegenläufigen Effekten anzupassen, weshalb sich – bei Ansatz des Basiszinses mit 4 % – nur noch ein Unternehmenswert von rund 6,7 Mrd. € – entsprechend einem Wert je Aktie von rund 89 € – ergebe. In Anbetracht dessen habe die sachverständige Prüferin die Barabfindung auch in ihrer Stichtagserklärung vom 12.05.2010 als angemessen erachtet.

Das Landgericht hat den mit dem Prüfbericht befassten Wirtschaftsprüfer Diesch zu den gegen das Bewertungsgutachten erhobenen Einwendungen angehört. Zudem hat es der sachverständigen Prüferin aufgegeben, verschiedene Alternativberechnungen – u.a. unter Ansatz der Marktrisikoprämie mit 4 % und 4,5 % vor Steuern – vorzunehmen. Wegen der Einzelheiten wird auf das Sitzungsprotokoll vom 21.01.2015 (Bl. 702 ff.) verwiesen.

Mit Beschluss vom 14.10.2017 hat das Landgericht den Antrag des Antragstellers zu 30) als unzulässig verworfen. Die Barabfindung hat es (zunächst) auf 109,32 € je

Stückaktie festgesetzt. Mit Nichtabhilfebeschluss vom 5.09.2017 hat es den Tenor hinsichtlich der Höhe der gerichtlich festgesetzten Barabfindung auf **109,92 € je Stückaktie** berichtigt; den wechselseitig gegen den Ausgangsbeschluss eingelegten Beschwerden hat es nicht abgeholfen.

Zur Begründung hat die Kammer im Wesentlichen ausgeführt, aufgrund des nach der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswerts sei eine höhere Barabfindung zuzusprechen als nach dem Börsenkurs. Die Anwendung der Ertragswertmethode sei allgemein anerkannt, die Anhörung der sachverständigen Prüferin ausreichend, um die für die Schätzung erforderlichen Parameter festzustellen. Die seitens der Antragsteller erhobenen Einwendungen gegen die Planung seien unbegründet. Planungen und Prognosen seien nur eingeschränkt zu überprüfen. Danach sei es nicht zu beanstanden, wenn die zu kapitalisierenden Ergebnisse auf der Grundlage von lediglich zwei Planjahren (2010 und 2011) mit Beginn der ewigen Rente ab dem Jahr 2012 – aufbauend auf der ursprünglich im September 2009 erstellten Unternehmensplanung – ermittelt würden. Besonderheiten bei der Bewertung von Beitragsrückstellungen bei Versicherungen seien von der Bewertungsgutachterin berücksichtigt worden; Anhaltspunkte für deren Überbewertung lägen nicht vor. Die Ist-Ergebnisse der Planjahre hätten deutlich unter den Planzahlen gelegen. Abweichend vom Bewertungsgutachten sei die persönliche Einkommensteuerbelastung mit 28 % (statt 26,375 %) anzusetzen, da auch die Kirchensteuer – mit 9 % – zu berücksichtigen sei. Der Basiszinssatz sei – unter Berücksichtigung des bis zum Zeitpunkt der beschlussfassenden Hauptversammlung gesunkenen Zinsniveaus – mit 3,96 % anzusetzen, der Betafaktor – basierend auf dem operativen Betafaktor der Antragsgegnerin – mit 0,73 (unverschuldet) zugrunde zu legen. Die im Bewertungsgutachten und von der sachverständigen Prüferin herangezogenen Peer Group-Unternehmen seien ungeeignet, das individuelle Risiko der ERGO zu schätzen, da es sich überwiegend um ausländische Unternehmen handele, die auf Märkten tätig seien, die dem deutschen Markt und der Struktur der ERGO nicht oder nur teilweise vergleichbar seien. In Anbetracht dessen sei das operative Risiko der ERGO aus dem der Antragsgegnerin als Mehrheitseigner abzuleiten, zumal diese als deren Rückversicherer praktisch und wirtschaftlich das gesamte Risiko trage. Die Marktrisikoprämie sei mit 4,5 % vor Steuern anzusetzen. Dabei handele es sich um einen realistischen Mittelwert, der insbesondere durch die im DAX-Renditedreieck des Deutschen Aktieninstituts bezifferten Renditen bestätigt werde. Die Senatsentscheidung vom 17.12.2015 (I-26 W 22/14 (AktE)) stehe dem nicht entgegen, da sich die

Kammer nicht in der Lage sehe, den Empfehlungen des FAUB ohne eigene Sachprüfung zu folgen. Danach ergebe sich unter Berücksichtigung des mit 1,5 % anzusetzen- den Wachstumsabschlags ein Unternehmenswert von 8.298,2 Mio. € entsprechend einem Wert von 109,92 € je Stückaktie. Wegen der Ausführungen im Einzelnen wird auf die Gründe des angegriffenen Beschlusses (Bl. 811 ff.) verwiesen.

Hiergegen wenden sich die beschwerdeführenden Antragsteller und die Antragsgegnerin mit ihren Beschwerden, denen das Landgericht mit Beschluss vom 5.09.2017 nicht abgeholfen hat.

Die beschwerdeführenden Antragsteller meinen, die Barabfindung sei noch zu niedrig festgesetzt. Das Landgericht sei zu Unrecht davon ausgegangen, dass die Planung der ERGO eingeschränkt überprüfbar und der Unternehmensplanung zugrunde zu legen sei. Die Ist-Zahlen seien zur Plausibilisierung der Plandaten ungeeignet. Das Landgericht sei von unzutreffenden Planzahlen und zu kapitalisierenden Ergebnissen ausgegangen, da es die Planphase auf zwei Jahre verkürzt habe. Mögliche Abwicklungsgewinne, Schadens- bzw. Deckungsrückstellungen bei den wesentlichen Tochtergesellschaften habe es unzureichend hinterfragt. Die Kunstsammlung der ERGO sei nicht berücksichtigt worden. Zudem seien Basiszins, Marktrisikoprämie und Betafaktor vom Landgericht noch zu niedrig angesetzt worden. Gegebenenfalls sei ein Sachverständigengutachten zur Höhe der Marktrisikoprämie einzuholen (Bl. 983).

Die beschwerdeführenden Antragsteller beantragen sinngemäß,

den landgerichtlichen Beschluss abzuändern und eine angemessene Barabfindung festzusetzen, die über dem Betrag von 109,92 € je Stückaktie liegt.

Die Antragsgegnerin beantragt,

die Beschwerden der Antragsteller zurückzuweisen, den landgerichtlichen Beschluss abzuändern und die Anträge zurückzuweisen.

Sie wiederholt und vertieft ihre Ansicht, die im Übertragungsbeschluss festgelegte Barabfindung sei angemessen. Die vom Landgericht mit 4,5 % vor - entsprechend 3,24 % nach – Steuern angesetzte Marktrisikoprämie sei viel zu niedrig und stehe in

Widerspruch zu den Empfehlungen des FAUB und zur Rechtsprechung, u.a. des Senats in seiner auf einen Stichtag im August 2010 bezogenen Entscheidung vom 17.12.2015 (I-26 W 22/14 (AktE) Rn. 43 ff., BeckRS 2016, 07667). Bei der Absenkung des Basiszinses und der Marktrisikoprämie habe das Landgericht die gegenläufigen Effekte beim Kapitalanlageergebnis nicht berücksichtigt. Zu Unrecht habe es über den mit 26,375 % anzusetzenden persönlichen Steuersatz zusätzlich die Kirchensteuer bei der Ermittlung der zu kapitalisierenden Erträge wie auch bei der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes berücksichtigt. Mit seiner Schätzung des Betafaktors auf der Grundlage des unternehmenseigenen Betafaktors der Antragsgegnerin habe es verkannt, dass die Betafaktoren von Rückversicherern tendenziell niedriger seien als die von Erstversicherern; das Geschäftsmodell der Antragsgegnerin und ihr operatives Risiko als Rückversicherer unterscheide sich maßgeblich von dem der ERGO.

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der Minderheitsaktionäre beantragen, die Beschwerde der Antragsgegnerin zurückzuweisen.

Sie verteidigen den angefochtenen Beschluss.

Wegen des weiteren Sach- und Streitstands wird auf die gewechselten Schriftsätze und in Bezug genommenen Anlagen verwiesen.

II.

Die Rechtsmittel sind jeweils zulässig, insbesondere wurden sie form- und fristgerecht innerhalb der Monatsfrist des § 63 Abs. 1 S. 1 FamFG i.V.m. § 17 Abs. 1 SpruchG eingelegt. In der Sache hat allein die Beschwerde der Antragsgegnerin Erfolg. Die Beschwerden der Antragsteller, die die gerichtliche Festsetzung einer noch höheren Barabfindung als vom Landgericht festgesetzt fordern, sind unbegründet.

Mit Erfolg rügt die Antragsgegnerin, dass das Landgericht die Barabfindung auf 109,92 € je Stückaktie erhöht hat.

Nach § 327f Satz 2 AktG ist die angemessene Barabfindung im Spruchverfahren gerichtlich festzusetzen, wenn die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung nicht angemessen ist. Danach kommt eine gerichtliche Erhöhung der mit 97,72 € je Stückaktie

- dem von der BaFin nach den Vorgaben des § 5 Abs. 3 WpÜG-Angebotsverordnung mitgeteilten volumengewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs im Zeitraum vor der Ankündigung des Squeeze-out - festgelegten Kompensation nicht in Betracht.

Eine Anpassung des ermittelten Börsenkurses ist mit Blick auf den zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 25.11.2009 und der Hauptversammlung am 12.05.2010 vergangenen Zeitraum nicht geboten. Diese wäre nur dann vorzunehmen, wenn ein „längerer Zeitraum“ zwischen der erstmaligen Bekanntgabe der Absicht des „Squeeze-out“ und der Beschlussfassung der Hauptversammlung liegen würde. Als längeren Zeitraum hat der Bundesgerichtshof in seiner Stollwerck-Entscheidung vom 19.07.2010 (II ZB 18/09, BGHZ 186, 229 (240 f.) – die konkreten – siebeneinhalb Monate zwischen der Ankündigung der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung angesehen. Davon wird der vorliegende Zeitraum von fünfeinhalb Monaten - auch mit Blick auf die übliche Umsetzungszeit von bis zu sechs Monaten – keinesfalls erfasst (vgl. für einen Zeitraum von 6,5 Monaten OLG Saarbrücken, Beschluss v. 11.06.2014 – 1 W 18/13 Rn. 43, AG 2014, 866, 867; für einen Zeitraum von über 6 Monaten LG München I, Beschluss v. 28.04.2017 – 5 HK O 26513/11 Rn. 188, AG 2017, 501, 507; für einen Zeitraum von 7 Monaten und 8 Tagen LG Frankfurt a. M., Beschluss v. 4.02.2019 – 3-05 O 68/17 Rn. 45, AG 2019, 574m. Anm. Ruthardt, DB 2019, 1258; Wasmann, ZGR 2011, 83, 96; van Rossum in: MünchKomm AktG, 5. A., § 305 Rn. 108).

Die im Übertragungsbeschluss mit 97,72 € je Stückaktie festgelegte Barabfindung übersteigt zudem nicht nur den von der sachverständigen Prüferin auf der Basis von Bloomberg-Daten mit 97,58 € ermittelten Durchschnittskurs. Sie ist auch unter Berücksichtigung des Ertragswertes angemessen. Die auf gerichtliche Festsetzung einer höheren Kompensationsleistung gerichteten Anträge sind dementsprechend zurückzuweisen.

1. Zutreffend ist das Landgericht bei der Bewertung von der Ertragswertmethode ausgegangen, die als eine geeignete Methode der Unternehmensbewertung anerkannt (vgl. IDW S 1 2008 Tz. 7, IDW S1 2005 Tz. 16, IDW S1 2000 Tz. 16; BGH, Beschlüsse v. 12.01.2016 – II ZB 25/14 Rn. 21, BGHZ 208, 265 ff.; 29.09.2015 - II ZB 23/14 Rn. 33, BGHZ 207, 114 ff. „Stinnes“; 21.07.2003 – II ZB 17/01 Rn. 7, BGHZ 156, 57 „Ytong“;

van Rossum aaO, § 305 Rn. 117) und verfassungsrechtlich unbedenklich ist (vgl. BVerfG, Beschluss v. 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94 Rn. 61, BVerfGE 100, 289 ff. „Aktiengesellschaft“). Weiter ist es nicht zu beanstanden, dass das Landgericht den Unternehmenswert - im Einklang mit der Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin - auf der Basis der Empfehlungen des Bewertungsstandards IDW S1 geschätzt hat. Sowohl der Standard IDW S 1 als auch die sonstigen Verlautbarungen des FAUB stellen eine anerkannte Expertenauffassung und gebräuchliche Erkenntnisquelle bei der fundamental-analytischen Ermittlung des Unternehmenswertes dar (st. Rspr., vgl. zuletzt Senat, Beschluss v. 28.10.2019 – I-26 W 3/17 (AktE) Rn. 58, WM 2019, 2319, 2323 m.w.N.).

2. Bei der Ableitung der zu kapitalisierenden Ergebnisse ist das Landgericht im Ansatz zutreffend davon ausgegangen, dass Planungen und Prognosen in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen sind (Vorrang der unternehmenseigenen Planung, vgl. nur Senat, Beschluss v. 28.10.2019 – I-26 W 3/17 (AktE) Rn. 45, aaO m.w.N.; van Rossum aaO § 305 Rn. 121). Liegt eine entsprechende Unternehmensplanung vor, beschränkt sich die Überprüfung grundsätzlich darauf, ob die in der Planung enthaltenen Entscheidungen auf zutreffenden Informationen (Tatsachengrundlagen) und daran orientierten, realistischen Annahmen aufbauen; diese dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein (vgl. etwa Senat, Beschlüsse v. 2.07.2018 – I-26 W 6/16 (AktE) Rn. 39, AG 2019, 884, 885; 14.12.2017 – I-26 W 8/15 (AktE) Rn. 42, AG 2018, 399, 401; Veil/Preisser in: Spindler/Stilz, AktG, 4. A., § 305 Rn. 48; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körber, AktG, 4. A., Anh. zu § 305 Rn. 24; Steinle/Liebert/Katzenstein, MünchHdb des GesR, Bd. 7, 5. A., § 34 Rn. 122; zustimmend Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht, 5. A., § 305 AktG Rn. 50; kritisch Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. A., § 305 AktG Rn. 62a f.). Der Bewerter ist grundsätzlich nicht befugt, die Geschäftspolitik an sich zu ziehen. Liegt eine unplausible oder unvollständige Planung vor, ist er gehalten, diese durch den Vorstand korrigieren zu lassen, bevor er sie seiner Bewertung zugrunde legt. Entscheidet sich der Vorstand, seine Planung zu ändern, ist fortan diese neue Planung im Zuge der weiteren Unternehmensbewertung und sodann auch im gerichtlichen Spruchverfahren zugrunde zu legen (vgl. Senat, Beschlüsse v. 6.07.2017 – I-26 W 8/16 (AktE) Rn. 56, juris; v. 12.11.2015 – I-26 W 9/14

(AktE) Rn. 33, AG 2016, 329 ff. m.w.N.; OLG Stuttgart, Beschluss v. 24.07.2013 – 20 W 2/12 Rn. 129, AG 2013, 840, 843 m.w.N.).

2.1 Nach diesen Grundsätzen spricht einiges dafür, dass das Landgericht seiner Wertermittlung – wie einzelne Antragsteller geltend machen – die zu kapitalisierenden Ergebnisse hätte zugrunde legen müssen, die sich aus den adjustierten Planungsrechnungen – mit insgesamt dreijähriger Detailplanungsphase – ergaben, die der Vorstand der ERGO in seiner Sitzung vom 23.02.2010 beschlossen hat und von der auch die Bewertungsgutachterin in ihrer Wertermittlung, von der sachverständigen Prüferin bestätigt, ausgegangen ist (BGA S. 25; Prüfbericht S. 35). Auf die im angefochtenen Beschluss aufgeworfene Frage, ob die in der Ursprungsplanung enthaltene zweijährige Detailplanungsphase ausreichend war, um zu einer Einschätzung über die nachhaltige Ertragskraft des Unternehmens zu gelangen, kommt es danach nicht an.

2.2 Da sich indes entgegen der Einschätzung einzelner beschwerdeführender Antragsteller – auch unter Berücksichtigung der adjustierten Planung – kein höherer Unternehmenswert ergibt, als ihn die Bewertungsgutachterin mit 6.993,0 Mio. € – entsprechend einem Wert von 92,63 € je Stückaktie – ermittelt hat, erweist sich die im Übertragungsbeschluss mit 97,72 € je Stückaktie festgelegte Barabfindung angesichts der deutlichen Wertdiskrepanz jedenfalls als angemessen. Die gegen die Planzahlen gerichteten Einwendungen der Antragsteller bleiben ohne Erfolg. Insbesondere sind Anhaltspunkte dafür, dass die sich aus der adjustierten Planung ergebenden Erträge zu pessimistisch wären – auch unter Berücksichtigung des Vorbringens einzelner Antragsteller in der Beschwerdeinstanz – nicht ersichtlich (2.3). Soweit das Landgericht demgegenüber – gestützt auf die Alternativberechnung der sachverständigen Prüferin, basierend auf dem von ihm mit 28 % (statt 26,375 %) angesetzten Einkommensteuersatz und gegenüber dem Bewertungsgutachten geringeren Kapitalisierungszinssätzen – mit 109,92 € je Stückaktie bzw. einem Unternehmenswert von 8.289,2 Mio. € zu einem deutlich höheren Wert gelangt ist, beanstandet die Antragsgegnerin diese Schätzung in verschiedener Hinsicht zu Recht (3.).

2.3 Entgegen dem Einwand einzelner Antragsteller hat eine umfassende Bewertung der ERGO einschließlich ihrer Tochtergesellschaften stattgefunden, wie Wirtschaftsprüfer Diesch und der als Aktuar mit dem Prüfbericht befasste Herr Rützel im Rahmen der ausführlichen Anhörung am 21.01.2015 überzeugend bestätigt haben (Prot. S. 11 ff., Bl. 712 ff.). Wie im Bewertungsgutachten (dort S. 25) ausgeführt wird, beruht die

Planungsrechnung auf den dezentralen Planungen der operativ tätigen Gesellschaften, die zu sechs operativen Segmenten (Leben Deutschland, Gesundheit, Komposit Deutschland, Direktversicherung, Reiseversicherung und „International Operations“) aggregiert wurden. Die geplanten Ergebnisse sind im Bewertungsgutachten (dort S. 30 ff.) im Einzelnen dargestellt und wurden mit denen der ERGO selbst, weiterer nicht operativ tätiger Gesellschaften sowie der Konsolidierung konzerninterner Transaktionen („Sonstiges/Konsolidierung“, Bewertungsgutachten S. 50) zentral zu einer Konzernplanung zusammengefasst.

Dass die im Bewertungsgutachten zugrunde gelegte Planung unzureichend geprüft worden wäre, ist entgegen dem schon erstinstanzlich erhobenen Vorwurf einzelner Antragsteller nicht ersichtlich. Dies wird durch die auf Seite 10 des Prüfberichts enthaltene, nicht abschließende Aufzählung („insbesondere“) der der sachverständigen Prüferin vorgelegten Unterlagen nicht in Zweifel gezogen. Die sachverständige Prüferin hat die Detailplanungsphase der ERGO - entsprechend der oben dargestellten Planungssystematik - untergliedert nach Segmenten, die Ergebnisse des Prognosejahres 2012 und die Ableitung des Ergebnisses für die Phase der ewigen Rente eingehend plausibilisiert. Zur Beurteilung der Detailplanung des Konzerns hat sie auf der Basis der ihr zur Verfügung gestellten Unterlagen mit dem Vorstand und Mitarbeitern des Konzerns sowie der Bewertungsgutachterin Plausibilisierungsgespräche geführt. Die Analyse der Planzahlen erfolgte ausgehend von den Vergangenheitsergebnissen (Prüfbericht S. 44). Wie Wirtschaftsprüfer im Anhörungstermin vom 21.01.2015 überdies mehrfach - u.a. auf Nachfrage des Verfahrensbevollmächtigten der beschwerdeführenden Antragstellerinnen zu 79), 82) und 90) und des Antragstellers zu 80) - bestätigt hat, wurden auch die Planungen sämtlicher Tochtergesellschaften ausgewertet und eingehend plausibilisiert, ohne dass sich Anhaltspunkte für eine Unplausibilität gezeigt hätten (vgl. Prot. S. 16 ff., 17, 19, Bl. 717 ff.).

Für den schon erstinstanzlich erhobenen Vorwurf einzelner Antragsteller, bei der Bewertung seien Besonderheiten des Versicherungsgewerbes nicht hinreichend beachtet worden, fehlt jeder Anhalt. Wie schon ausgeführt, haben die Bewertungsgutachterin und die sachverständige Prüferin die einzelnen Versicherungszweige getrennt analysiert und geprüft, wie sich nicht nur aus dem Bewertungsgutachten und dem Prüfbericht ergibt, sondern auch Wirtschaftsprüfer und der Aktuar im Rahmen der Anhörung (Prot. aaO) bestätigt haben. Zu Recht weist die Antragsgegnerin darauf hin, dass die im Jahr 2010 vorgenommene Bewertung der ERGO hinsichtlich

ihres Umfangs und ihrer Qualität kaum vergleichbar mit der der Nordstern (Bewertungssichttag 8.06.1994) ist, die Gegenstand der Senatsentscheidung vom 6.04.2011 (I-26 W 2/06, juris) war, sondern – auch aufgrund der Fortentwicklung der Bewertungsmaßstäbe in vierzehn Jahren bis zu dem hier relevanten Stichtag 12.05.2010 – weit darüber hinausgeht. Entgegen dem erstinstanzlich erhobenen Einwand einzelner Antragsteller wurde ausgehend von den für die Vergangenheit geprüften Zahlen auch die Entwicklung des versicherungstechnischen Ergebnisses einschließlich der Rückstellungen für die jeweiligen Segmente plausibilisiert (Prüfbericht S. 38 ff.), wobei sich – nach den durchweg überzeugenden Erläuterungen des Aktuars – keinerlei Anhaltspunkte für eine Überdotierung ergeben haben (Prot. Bl. 14, 19, Bl. 715, 720). Dies wird durch den pauschal gebliebenen Vorwurf, „mögliche Abwicklungsgewinne, Schadens- bzw. Deckungsrückstellungen bei den wesentlichen Tochtergesellschaften seien unzureichend hinterfragt“ worden, nicht in Zweifel gezogen.

Nach den zu den jeweiligen Segmenten getroffenen Feststellungen im Prüfbericht (S. 50, 59 f., 62, 65, 69) und den diesbezüglichen Erläuterungen im Rahmen der Anhörung waren die für die einzelnen Segmente geplanten Ergebnisse plausibel; die sachverständige Prüferin hat sie insbesondere in den Segmenten Leben und Komposit Deutschland als ambitioniert eingeschätzt (Prüfbericht S. 50, 59 f.). Dies entsprach auch der seinerzeitigen Bewertung von Analysten im Handelsblatt vom 30.03.2010, die die Gewinnziele der ERGO angesichts des eher stagnierenden Marktes ebenfalls für ambitioniert hielten (Anlage AG 2, Bl. 255).

Danach war die der Ertragswertberechnung zugrunde gelegte Planung entgegen der schon erstinstanzlich vertretenen Einschätzung der Antragsteller aus Sicht des Stichtags 12.05.2010 keineswegs zu pessimistisch. Wie das Landgericht zu Recht ausgeführt hat, verdeutlicht der Vergleich mit den Ist-Zahlen des ersten Halbjahres 2010, dass sie sogar eher zu optimistisch war. Die verdienten Nettobeiträge lagen im ersten Halbjahr 2010 mit 8.439,6 Mio. € lediglich bei 50 % der für 2010 geplanten 17.876,9 Mio. €. Das versicherungstechnische Ergebnis entsprach mit 216,7 Mio. € nur knapp 25 % des geplanten Ergebnisses (877,3 Mio. €). Das Ergebnis aus Kapitalanlagen erreichte mit 2.948,9 Mio. € 65 % der geplanten 4.468,9 Mio. €, wobei der aufgrund Umgliederung abzuziehende technische Zinsertrag mit -2.539,4 Mio. € bereits 60 % des geplanten Wertes von -4.229,9 Mio. € ausmachte. Das operative Ergebnis lag mit 508,1 Mio. € bei knapp 60 % des für das gesamte Jahr geplanten Wertes von 857,8 Mio. €. Das Ergebnis vor Steuern entsprach mit 252 Mio. € nach dem ersten Halbjahr

2010 nur 35 % des für das Gesamtjahr geplanten Ergebnisses von 710,1 Mio. € (vgl. Antragserwiderung vom 1.03.2011 S. 37, Bl. 159). Wie überdies der Wirtschaftsprüfer erläutert hat, blieben die Ist-Konzernergebnisse der Geschäftsjahre 2010 und 2011 hinter den Planzahlen zurück (Prot. S. 5, Bl. 706).

Nach alledem waren die nach der adjustierten Planung geplanten Erträge nicht zu pessimistisch und damit den Antragstellern nicht nachteilig. Der Wert der Kunstgegenstände ist im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens (mit 9,1 Mio. €) berücksichtigt worden; auch dies hat die sachverständige Prüferin ausdrücklich für sachgerecht befunden (Prüfbericht S. 95).

3. Mit Erfolg rügt die Antragsgegnerin, dass das Landgericht die beim Kapitalisierungszinssatz und auf der Ebene der künftigen Zuflüsse zu berücksichtigende persönliche Einkommensteuerbelastung – gestützt auf die von ihm einbezogene und mit 9 % angenommene Kirchensteuerbelastung – mit 28,00 % angesetzt hat.

Die typisierte Einkommensteuer ist nach dem zum Bewertungsstichtag maßgeblichen Abgeltungssteuersystem – resultierend aus Einkommensteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag – mit 26,375 % anzusetzen (st. Rspr., vgl. nur Senat, Beschluss v. 28.10.2019 – I-26 W 3/17 (AktE) Rn. 57, WM 2019, 2319, 2323; Popp/Ruthardt in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. A., Rn. 12.57; Jonas/Wieland-Blöse ebenda, Rn. 17.17, 17.56; Stephan in: K. Schmidt/Lutter, AktG, 3. A., § 305 AktG Rn. 86; Keim/Jeromin in: Hölter, Handbuch Unternehmenskauf, 9. A., Rn. 3.330; Bügler in: Steuerberater Handbuch 2019, 27. A., Rn. 2113). Ob der (potentielle) Anteilseigner kirchensteuerpflichtig ist oder nicht, ist danach unerheblich, da die Kirchensteuer typisierend unberücksichtigt bleibt (so auch OLG Stuttgart, Beschluss v. 5.06.2013 – 20 W 6/10 Rn. 184; v. 15.10.2013 – 20 W 3/13 Rn. 114, jeweils zitiert nach juris; Dehmel/Hommel in: Petersen/Zwirner, Handbuch Unternehmensbewertung, 2. A., Kap. A Ziff. 5 Rn. 33).

3.1 Zu Recht rügt die Antragsgegnerin die Absenkung des Basiszinses.

Das Landgericht hat den Basiszins bei der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes – im Einklang mit der Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin, ausgehend von der mittlerweile gebräuchlichen und anerkannten Methodik (vgl. etwa Senat, Beschluss v. 10.04.2019 – I-26 W 6/17 (AktE) Rn. 56, AG

2019, 836, 838; van Rossum aaO § 305 Rn. 136 f., 138 m.w.N.) - anhand von Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank (Svensson-Methode) bestimmt. Dabei hat es – im Unterscheid zu der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin – auf die für den Dreimonatszeitraum vor der beschlussfassenden Hauptversammlung veröffentlichten Daten abgestellt. Es hat jedoch nicht hinreichend berücksichtigt, dass bei der Bewertung von Versicherungsunternehmen aufgrund der erheblichen Wertrelevanz der zukünftig erzielbaren Kapitalanlagenergebnisse bei einer Absenkung des Basiszinses aus Konsistenzgründen weitere Bewertungsparameter, insbesondere die nachhaltig zu erwartende Kapitalanlagerendite, angepasst werden müssen. Dies führt vorliegend dazu, dass der geringere Basiszins bei der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes im Ergebnis insbesondere durch die geringere nachhaltige Kapitalanlagenrendite überkompensiert wird. Da Versicherungsunternehmen einen wesentlichen Anteil ihrer Erträge aus der Investition der erzielten Versicherungsprämien in Kapitalanlagen erzielen, ist insbesondere auf die Konsistenz zwischen der Verzinsung der Kapitalanlagen und den Annahmen bei der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes zu achten; die Höhe des Basiszinses muss bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes und bei der Bemessung der Kapitalanlagerendite identisch sein (OLG Frankfurt, Beschluss v. 26.08.2009 – 5 W 35/09 Rn. 31, juris; Graßl/Beck in: Drukarczyk/Ernst, Branchenorientierte Unternehmensbewertung, 3. A., Kap. 7 S. 159; Schmitz/Schalow, VW 2009, 1885 ff.). Entsprechend hat die Bewertungsgutachterin in ihrer Wertermittlung für Bewertungszwecke äquivalente Annahmen bei der Verzinsung der Kapitalanlagen und bei der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes angesetzt (BGA S. 59). Angesichts dessen würde die Berücksichtigung des geringeren Basiszinssatzes im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes bei gleichzeitiger Vernachlässigung im Zusammenhang mit den zu diskontierenden Erträgen aus Kapitalanlagen zu Wertungswidersprüchen und einer fehlenden Konsistenz der Bewertung führen.

Wie die Antragsgegnerin plausibel ausgeführt hat, führen die bei einer Absenkung des Basiszinssatzes vorzunehmenden Anpassungen nach den Berechnungen der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin dazu, dass sich bereits bei einer Absenkung des Basiszinses auf 4 % infolge der verminderten Kapitalanlagerendite ein Unternehmenswert von lediglich 6,7 Mrd. € (entsprechend einem Wert je Stückaktie von 89 €) ergibt, der geringer ausfällt als im Bewertungsgutachten und im Prüfbericht angenommen (6,98 Mrd. €). In Anbetracht dessen haben die Bewertungsgutachterin

und die sachverständige Prüferin in ihrer Stichtagserklärung vom 12.05.2010 (Anl. AG 3, Bl. 256) zu Recht keinen Anhaltspunkt für eine Unangemessenheit der Barabfindung aus Sicht dieses Stichtags 12.05.2010 gesehen (Anlage AG 3, Bl. 256). Nichts anderes kann für den vom Landgericht noch niedriger angesetzten (ungerundeten) Basiszins von 3,96 % gelten. Nach alledem scheidet ein höherer Unternehmenswert mit Blick auf den stichtagsbezogenen geringeren Basiszins aus.

3.2 Ebenfalls zu Recht rügt die Antragsgegnerin, dass das Landgericht den Risikozuschlag und damit den Kapitalisierungszinssatz verringert hat, indem es eine zu geringe Marktrisikoprämie (4,5 % vor bzw. 3,24 % nach Steuern) angenommen und den unternehmenseigenen Betafaktor der Antragsgegnerin (mit 0,73) zugrunde gelegt hat.

3.2.1 Das Landgericht hat die Marktrisikoprämie mit 4,5 % vor Steuern - entsprechend 3,24 % nach Steuern - deutlich zu niedrig angesetzt.

Die Bewertungsgutachterin und die sachverständige Prüferin haben ihren Ansatz der Marktrisikoprämie mit 4,5 % nach Steuern plausibel begründet. U.a. haben sie ausgeführt, dass es bei Ansatz der Veräußerungsgewinnbesteuerung infolge der Effekte der Unternehmenssteuerreform zu Verschiebungen der im Rahmen des Halbeinkünfteverfahrens als sachgerecht erachteten – bis dahin vom IDW mit 5 % bis 6 % nach Steuern empfohlenen - Bandbreiten der Marktrisikoprämien kommen könne (Bewertungsgutachten S. 65 f., Prüfbericht S. 80 f.). Ihre übereinstimmende Einschätzung haben sie auf die am 3.12.2009 veröffentlichte Empfehlung des FAUB (FN-IDW 2009, 696, 697) gestützt, die für Bewertungsstichtage nach der Einführung der Veräußerungsgewinnbesteuerung zum 1.01.2009 – wie hier - eine Bandbreite der Marktrisikoprämie von 4,5 % bis 5,5 % vor bzw. 4,0 % bis 5,0 % nach persönlichen Steuern vorsah (Bewertungsgutachten S. 66, Prüfbericht S. 81). Erst im Januar 2012 hat der FAUB vor dem Hintergrund der anhaltenden Finanzmarkt- und Schuldenkrise und mit Blick auf die dadurch veränderte Risikotoleranz empfohlen, die Marktrisikoprämie am oberen Rand dieser Bandbreite zu schätzen und dann, im September 2012, die Empfehlung ausgesprochen, für Bewertungsfälle ab diesem Zeitpunkt von einer – angehobenen - Bandbreite von 5,5 % bis 7,0 % vor bzw. 5,0 % bis 6,0 % nach persönlichen Steuern auszugehen (ausführlich dazu van Rossum, aaO § 305 Rn. 150 m.w.N.).

Mit Blick darauf war der im Bewertungsgutachten und im Prüfbericht zugrunde gelegte Wert – der Mittelwert der Bandbreite, die der FAUB seinerzeit unter Schätzung von Anpassungsreaktionen des Marktes an das durch die Unternehmenssteuerreform 2008 geänderte Steuerrecht empfahl – aus Sicht des Stichtags 12.05.2010 angemessen; durch die Erwägungen des Landgerichts im angefochtenen Beschluss kann er nicht in Zweifel gezogen werden. Die Empfehlungen des IDW zur Bestimmung der Marktrisikoprämie stellen zwar keine Rechtsnormen dar, sie gelten aber als – wenn auch nicht unbestrittene, so doch anerkannte – Expertenauffassungen (st. Rspr., vgl. nur Senat, Beschluss v. 2.07.2018 – I-26 W 4/17 (AktE) Rn. 38, AG 2019, 92, 95). Die vom Landgericht angeführten, im „Renditedreieck“ des DAI wiedergegebenen Renditen sind demgegenüber kein – noch dazu vorrangig – im Rahmen der Schätzung zu berücksichtigender Gesichtspunkt. Die Vielzahl der dort abgeleiteten Renditen spricht weder zwingend gegen die vom IDW empfohlenen Bandbreiten (so auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 3.04.2012 – 20 W 7/09 Rn. 110, juris) noch für die Vorzugswürdigkeit des vom Landgericht daraus abgeleiteten geschätzten Einzelwerts. Wie das Landgericht im Ansatz richtig sieht, kann die Marktrisikoprämie – solange die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion andauert – stets nur eine mit Zweifeln behaftete Schätzung sein (so auch BGH, Beschluss v. 29.09.2015 – II ZB 23/14 Rn. 49, BGHZ 207, 114 „Stinnes“; OLG Stuttgart, Beschluss v. 21.08.2018 – 20 W 1/13 Rn. 97; OLG Karlsruhe, Beschluss v. 18.05.2016 – 12a W 2/15 Rn. 68, juris; Katzenstein, AG 2018, 739, 744). Vor diesem Hintergrund ist weder die Einholung eines Sachverständigen-gutachtens geboten, noch besteht Anlass, von dem Ansatz im Bewertungsgutachten und Prüfbericht – dem Mittelwert der empfohlenen Bandbreite – abzuweichen. Dieser entspricht zudem gängigen Annahmen in der Bewertungspraxis (vgl. zuletzt Senat, Beschluss v. 25.02.2020 – I-26 W 7/18 (AktE), noch unveröffentlicht: Stichtag Mai 2010; v. 17.12.2015 – I-26 W 22/14 (AktE) Rn. 49: Stichtag August 2010; OLG München, Beschlüsse v. 11.03.2020 – 31 Wx 341/17 Rn. 72: Stichtag 10.01.2011; v. 6.08.2019 – 31 Wx 340/17 Rn. 55: Stichtag 22.11.2011; v. 5.05.2015 – 31 Wx 366/13 Rn. 80: Stichtag Oktober 2009; OLG Stuttgart, Beschluss v. 15.10.2013 – 20 W 3/13 Rn. 133: Stichtag Dezember 2009; OLG Frankfurt, Beschluss v. 26.01.2015 – 21 W 26/13 Rn. 48 f.: Stichtag 23.03.2009, alle zitiert nach juris). Vor diesem Hintergrund besteht kein Anlass, die Marktrisikoprämie niedriger anzusetzen.

3.2.3 Ebenfalls mit Erfolg rügt die Antragsgegnerin, dass das Landgericht seiner Wertermittlung mit 0,73 einen zu geringen Betafaktor zugrunde gelegt hat. Die Forderung einzelner beschwerdeführender Antragsteller nach einem noch niedrigeren Ansatz ist unbegründet.

Der Betafaktor dient dazu, das künftige, den finanziellen Überschüssen des Bewertungsobjekts inhärente systematische Risiko abzubilden, indem er die Schwankungsbreite (Volatilität) des Kurses einer Aktie oder Branche im Verhältnis zum Gesamtmarkt beschreibt. In der Praxis werden Betafaktoren ganz überwiegend aus Vergangenheitsdaten berechnet und unterstellt, dass diese ein vernünftiger Schätzer für das nachhaltig zu erwartende Beta sind. Je nachdem, ob ein börsen- oder nicht-börsennotiertes Unternehmen zu bewerten ist, kann der Betafaktor anhand der historischen Börsenkursentwicklung der zu bewertenden Aktie selbst bzw. - soweit es sich um ein nicht-börsennotiertes Unternehmen handelt oder die Börsenkurse nicht aussagekräftig sind – anhand der einer Peer Group oder auch auf der Grundlage allgemeiner Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko im Vergleich zum Marktportfolio geschätzt werden (vgl. zuletzt Senat, Beschlüsse v. 21.02.2019 – I-26 W 5/18 (AktE) Rn. 67; v. 22.03.2018 – I-26 W 20/14 (AktE) Rn. 97; v. 15.08.2016 – I-26 W 17/13 (AktE) Rn. 61, jeweils zitiert nach juris; OLG Frankfurt, Beschluss v. 26.01.2017 – 21 W 75/15 Rn. 79, AG 2017, 790 ff.; OLG Stuttgart, Beschluss v. 21.08.2018 – 20 W 1/13 Rn. 105 ff., 109, AG 2019, 255 ff; Castedello/Bertram/Schöniger/Tschöpel, Bewertung und Transaktionsberatung (2018), Kap. A Rn. 402 ff.; ausführlich auch Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. A., S. 145 ff. sowie Franken/Schulte aaO Rn. 6.90 ff.). Die Ableitung auf Basis des historischen Betafaktors der zu bewertenden Aktie setzt voraus, dass dieser anhand der Regression zwischen den Renditen der Aktien des Unternehmens und den Renditen des jeweiligen Aktienindex verlässlich ermittelt und seine zeitliche Stabilität erwartet werden kann. Ist dies nicht der Fall, ist auf alternative Schätzverfahren, etwa die Ableitung des Betafaktors aus dem einer Peer Group von Vergleichsunternehmen oder Branchenanalysen zurückzugreifen (vgl. Senat, OLG Stuttgart, jeweils aaO; Emmerich/Habersack, aaO § 305 Rn. 69a; Dörschell/Franken/Schulte, aaO S. 146; Franken/Schulte aaO Rn. 6.95 f.; vgl. auch Popp/Ruthardt ebenda Rn. 12.107; Veil/Preisser in: Spindler/Stilz, AktG, 4. A., § 305 Rn. 91: Das operative Geschäftsrisiko wird meist durch Heranziehung einer Gruppe von Vergleichsunternehmen ermittelt und durch den durchschnittlichen

Betafaktor der Vergleichsgruppe das branchenspezifische Geschäftsrisiko der Alternativrendite erfasst). Dann wird eine Gruppe vergleichbarer und börsennotierter Unternehmen (Peer Group) gebildet, um den unternehmensspezifischen Betafaktor im Wege einer komparativen Analyse zu ermitteln. Diese Unternehmen müssen hinsichtlich ihres Geschäftsmodells und des operativen und finanziellen Risikos mit dem zu bewertenden Unternehmen vergleichbar sein, denn davon hängt die Qualität des Bewertungsergebnisses maßgeblich ab. Da es eine absolute Vergleichbarkeit nicht gibt, ist eine bestmögliche Peer Group das Ziel (van Rossum aaO § 305 Rn. 163). Die Prognoseeignung des Betafaktors ist im jeweiligen Einzelfall zu würdigen (IDW S1 2008 Tz. 121).

Nach Maßgabe dessen beanstandet die Antragsgegnerin zu Recht, dass das Landgericht für seine Prognose des künftigen Risikos der ERGO (ausschließlich) auf den historischen unternehmenseigenen Betafaktor der Antragsgegnerin abgestellt hat, den die sachverständige Prüferin ergänzend zu ihrer Peer Group-Analyse mit 0,73 (zwei Jahre, wöchentlich/CDAX) ermittelt hat. Der Betafaktor ist vorliegend anhand des Betafaktors einer Peer Group abzuleiten; entgegen der Auffassung des Landgerichts ist der (isoliert betrachtete) Betafaktor der Antragsgegnerin demgegenüber keine vorzugswürdige Schätzgrundlage.

Die Bewertungsgutachterin _____ und die sachverständige Prüferin haben den Betafaktor methodisch übereinstimmend anhand einer Peer Group geschätzt, da der unternehmenseigene historische Betafaktor der ERGO keine ausreichende statistische Güte aufwies (Bewertungsgutachten S. 68, Prüfbericht S. 86 f.). Die Bewertungsgutachterin hatte den Betafaktor der ERGO auf Basis von Daten des Finanzinformationsdienstleisters _____ analysiert, wobei sie je nach Beobachtungsintervall (wöchentlich oder monatlich) und Betrachtungszeitraum (ein bis acht Jahre) gemessen gegen den CDAX historische Betafaktoren zwischen -0,147 und 0,411 ermittelt hat. Diese hat sie, von der sachverständigen Prüferin bestätigt, aufgrund des zu geringen Bestimmtheitsmaßes (R^2) für nicht aussagekräftig befunden, da sie nicht das mit der künftigen Unternehmensstrategie, Planung und Finanzierung verbundene systematische Risiko widerspiegeln (vgl. BGA S. 68, Prüfbericht S. 85: Bestimmtheitsmaß 0,000 bis 0,189 bzw. 0,0 % bis 18,9 %).

Ergänzend hierzu hat die sachverständige Prüferin eine ausführliche eigene Analyse des historischen Betafaktors der ERGO vorgenommen, nach der sie überzeugend zu der mit der Bewertungsgutachterin übereinstimmenden Einschätzung gelangt ist, dass zur Bemessung eines sachgerechten Schätzwertes für den zukünftigen Betafaktor der ERGO eine Peer Group-Analyse erforderlich ist (Prüfbericht S. 88). In Ergänzung der von der Bewertungsgutachterin durchgeführten Analyse hat sie die historischen Betafaktoren der ERGO für Betrachtungszeiträume von zwei, drei und fünf Jahren (wöchentlich bzw. monatlich) sowie für einen Zeitraum von drei Jahren unter Berücksichtigung von Jahresscheiben bis zur Bekanntgabe des beabsichtigten Squeeze-out am 25.11.2009 ermittelt, wobei sich für jede Betrachtungsweise ebenfalls äußerst niedrige Bestimmtheitsmaße – zwischen 0,004 und 0,123 – ergaben (vgl. Prüfbericht S. 85); das Bestimmtheitsmaß der im DAX notierten Titel lag demgegenüber bei 0,51 (zwei Jahre, wöchentlich) bzw. 0,45 (fünf Jahre, monatlich). Der im Prüfbericht (dort S. 87) dargestellte Kursverlauf der Aktie in Relation zum CDAX sowie zu einem Index von Versicherungsunternehmen des Kapitalmarktdatenanbieters Bloomberg belegt nach der weitergehenden Analyse der sachverständigen Prüferin nicht nur die erheblichen Kursrückgänge 2008 sowohl der Aktie der ERGO als auch des Marktes infolge der Finanzmarktkrise, sondern auch, dass die Kursentwicklung der ERGO ab Anfang 2009 weitgehend unabhängig von der Marktentwicklung verlief (Prüfbericht S. 87). Die sachverständige Prüferin hat deshalb zusätzlich – entsprechend den Hinweisen des FAUB vom 3.12.2009 zu den Auswirkungen der Finanzmarkt- und Konjunkturkrise auf Unternehmensbewertungen – bestimmte zeitliche Abschnitte aus dem Beobachtungszeitraum ausgeklammert, um insoweit die Auswirkungen der Finanzmarkt- und Konjunkturkrise entsprechend zu eliminieren. Hierzu hat sie auf einen zum 31.12.2007 endenden Beobachtungszeitraum abgestellt und die Ermittlung der Betafaktoren auf Zeiten vor der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise vorverlagert. Dabei ergaben sich allein für Beobachtungszeiträume von drei Jahren (wöchentlich) und fünf Jahren (monatlich) statistisch signifikante verschuldete Betafaktoren von 0,31 bzw. 0,46. Vor dem Hintergrund des mit 0,03 bzw. 0,08 sehr geringen Bestimmtheitsmaßes sowie des erheblichen zeitlichen Abstands zum Bewertungsstichtag hat die sachverständige Prüferin auch die so ermittelten historischen Betafaktoren nicht für aussagekräftig erachtet. Dies hat sie überzeugend damit begründet, dass sich sowohl das Marktumfeld als auch die strategische Ausrichtung der ERGO – insbesondere aufgrund der vorgesehenen erheblichen Ausweitung der operativen Tätigkeit im internationalen Geschäft und dem

mit dem stärkeren Auslandsanteil einhergehenden erhöhten Unternehmensrisiko - gegenüber dem Jahr 2007 erheblich verändert haben (Prüfbericht S. 88).

Bewertungsgutachterin und sachverständige Prüferin haben deshalb methodisch korrekt auf empirische Betafaktoren börsennotierter Vergleichsunternehmen (Lebens- und Sachversicherungsunternehmen) zurückgegriffen, die in ihrer Gesamtheit mit der Geschäftstätigkeit der ERGO vergleichbar sind. Die Betafaktoren haben sie um den Einfluss der Verschuldung bereinigt und anschließend an die Finanzierungsstruktur der ERGO angepasst (Bewertungsgutachten S. 70). Der Peer Group-Analyse der Bewertungsgutachterin zufolge ergab sich für die Vergleichsunternehmen, gemessen gegen den jeweils breitesten nationalen Aktienindex der Mittelwert der unverschuldeten Betafaktoren mit 1,14 (7 Jahre, monatlich). Die Bewertungsgutachterin hat darauf basierend den Betafaktor der ERGO plausibel mit 0,8 (unverschuldet) abgeleitet, da diese gegenüber der Peer Group einen vergleichsweise niedrigeren Aktienanteil am Kapitalanlagebestand aufwies (Bewertungsgutachten S. 69). Diesen Wert hat die sachverständige Prüferin für angemessen befunden, nachdem sie – basierend auf ihrer eigenen Peer Group-Analyse und den dort herangezogenen Vergleichsunternehmen - zu höheren und damit den ausgeschiedenen Aktionären ungünstigeren Werten (Mittelwert 1,34 verschuldet bzw. 0,97 unverschuldet) gelangt war (vgl. Prüfbericht S. 89) und ergänzend hierzu den Betafaktor der Antragsgegnerin mit 0,73 (zwei Jahre, wöchentlich) bzw. 0,58 (5 Jahre, monatlich) ermittelt hatte. Diesbezüglich hat sie explizit darauf hingewiesen, dass sich (anders als beim Vergleich mit dem – statistisch nicht aussagekräftigen - unternehmenseigenen Betafaktor der ERGO) am Markt tendenziell niedrigere Betafaktoren von Rückversicherern zeigen als von Erstversicherern. Ihrer Untersuchung von fünf Rückversicherern zufolge ergaben sich signifikante beobachtbare Betafaktoren von 0,99 bis 1,12 im Mittel (zwei, fünf und zehn Jahre/wöchentlich bzw. monatlich, gemessen gegen die jeweils breitesten Landesindizes); die beobachteten Betafaktoren der Peer Group von Erstversicherern lagen demgegenüber in einer Bandbreite zwischen 1,34 und 1,52 (Prüfbericht S. 90). Vor diesem Hintergrund ist die sachverständige Prüferin überzeugend zu der Einschätzung gelangt, dass der künftig zu erwartende Betafaktor der ERGO oberhalb des Betafaktors der Antragsgegnerin liegen muss. Im Ergebnis hat sie daher den von
mit 0,8 (unverschuldet) angenommenen Betafaktor für sachgerecht befunden (Prüfbericht S. 90).

Bedenken gegen die Zusammensetzung der Peer Group bestehen nicht. Bei den im Bewertungsgutachten herangezogenen Vergleichsunternehmen handelt es sich um börsennotierte Versicherungsgruppen mit Lebens- und Sachversicherungsgeschäft, die – wie die ERGO – international tätig sind (vgl. BGA S. 11 ff., 68). Die sachverständige Prüferin hat die im Bewertungsgutachten zur Auswahl der Vergleichsunternehmen verwendeten Kriterien für nachvollziehbar befunden (Prüfbericht S. 88), wobei sie die von _____ in die Peer Group einbezogene Wiener Städtische Versicherung AG aufgrund der überwiegenden Beschränkung ihrer Geschäftstätigkeit auf Österreich und Osteuropa eher nicht für vergleichbar mit der ERGO eingestuft und – zusätzlich zu den im Bewertungsgutachten dargestellten Vergleichsunternehmen – mit der Mapfre S.A. einen international breit aufgestellten Multiversicherungskonzern in ihre Analyse einbezogen hat, den sie vor dem Hintergrund der internationalen Ausrichtung für mit der ERGO vergleichbar hielt (Prüfbericht S. 88 f.). Auch die niederländische AEGON N.V. ist, wie im Bewertungsgutachten (dort S. 68) dargestellt, als international tätige Versicherungs- und Pensionsgruppe in über zwanzig Ländern in Europa, Amerika und Asien vertreten, wobei ihr operativer Fokus auf Lebensversicherungen, Renten sowie Spar- und Investmentprodukten liegt. Daneben ist der Konzern im Unfall-, Kranken- sowie im generellen Versicherungsgeschäft aktiv (BGA aaO). Etwaige Unterschiede in der Finanzierungsstruktur stehen der Einbeziehung der AEGON N.V. in die Peer Group nicht entgegen, weil die Bewertungsgutachterin _____ und die sachverständige Prüferin die Betafaktoren der Peer Group – methodisch übereinstimmend – um den Einfluss der Verschuldung bereinigt („unlevered“) und im Anschluss an die Finanzierungsstruktur der ERGO angepasst („relevered“) haben (BGA S. 69; Prüfbericht S. 90). Dadurch wird die auf das operative Risiko beschränkte Vergleichsbetrachtung erreicht (van Rossum, aaO § 305 Rn. 164 m.w.N.). Ungeachtet dessen weist die Antragsgegnerin zu Recht darauf hin, dass die AEGON N.V. – mit 1,17 (unverschuldet) – keinen aus der Bandbreite der Peer Group fallenden Betafaktor aufweist. Wie schon ausgeführt, schwanken die Betafaktoren der Vergleichsunternehmen nach der Analyse der Bewertungsgutachterin _____ zwischen 0,78 und 1,47 (Mittelwert 1,14, vgl. BGA S. 69, Prüfbericht S. 88); den von ihr mit 1,14 errechneten Mittelwert hat die Bewertungsgutachterin überdies aufgrund des vergleichsweise niedrigen Aktienanteils am Kapitalanlagebestand der ERGO deutlich – um rd. 30 % – auf 0,8 herabgesetzt (BGA S. 69). Mit Blick darauf fällt die Einbeziehung der

AEGON N.V. nicht entscheidend ins Gewicht. Nichts anderes gilt im Ergebnis bei Zugrundelegung der von der sachverständigen Prüferin ermittelten Bandbreiten, die sich

- bei einem Betrachtungszeitraum von fünf Jahren und monatlichen Renditeintervallen
- zwischen 0,69 und 1,25 (Mittelwert 0,97) bzw. – bei einem Betrachtungszeitraum von zwei Jahren auf Basis wöchentlicher Renditeintervalle - zwischen 0,62 und 1,50 (Mittelwert 1,06) bewegen (Prüfbericht S. 89).

Nach alledem kann es nicht überzeugen, dass das Landgericht für seine Prognose des künftigen Betafaktors – mit 0,73 – (allein) auf den unternehmenseigenen Betafaktor der Antragsgegnerin (zwei Jahre, wöchentlich) abgestellt hat. Der Betafaktor der Antragsgegnerin – als Rückversicherer – bildet das Geschäftsmodell und damit auch das zukünftige Risiko der ERGO nur unvollkommen ab. Zudem fehlen jegliche Anhaltspunkte dafür, weshalb dieses – abweichend zu der Analyse der sachverständigen Prüferin und der am Markt beobachtbaren Tendenz – identisch mit dem Risiko der Antragsgegnerin als Muttergesellschaft und überdies (noch dazu deutlich) geringer als das ihrer zum Vergleich herangezogenen Wettbewerber sein sollte. Dies gilt umso mehr vor dem Hintergrund der nach der Unternehmensplanung gegenüber der Vergangenheit ambitionierten und ins Ausland ausgebreiteten Geschäftsentwicklung der ERGO (vgl. Prüfbericht S. 88, 90). Schließlich ist auch zu berücksichtigen, dass der vom Landgericht unterstellte Ertragswert – basierend auf der Verwendung des unternehmenseigenen Betafaktors der Antragsgegnerin - in einem nicht überbrückbaren Widerspruch zu der seinerzeitigen Marktbewertung wie auch den aktuellen Börsenkursen stehen würde (vgl. ähnlich Senat, Beschluss v. 5.09.2019 – I-26 W 8/17 (AktE), bislang unveröffentlicht; OLG Frankfurt, Beschluss v. 5.12.2013 – 21 W 36/12 Rn. 95 bei juris, NZG 2014, 464 ff.).

3.3 Die im Übertragungsbeschluss festgelegte Barabfindung erweist sich auch mit Blick auf den in der Ertragswertberechnung angesetzten relativ hohen – und damit den Antragstellern günstigen – Wachstumsabschlag als angemessen.

Die Höhe des Wachstumsabschlags hängt vom Einzelfall ab, wobei branchen- und unternehmenseigene Besonderheiten in den Blick zu nehmen sind. Entscheidend ist, ob und in welcher Weise das Unternehmen auf Grund der Unternehmensplanung, der Erwartungen an die Marktentwicklung und die Inflationserwartung in der Lage sein

wird, nachhaltige Wachstumserwartungen zu erfüllen. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise es die Möglichkeit hat, Kostensteigerungen an die Kunden weiterzugeben (van Rossum aaO, § 305 Rn. 168 m.w.N.).

Der vom Landgericht, der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin folgend, mit 1,5 % angesetzte Wachstumsabschlag bewegt sich bereits oberhalb der regelmäßig bei der Bewertung von Versicherungsunternehmen angenommenen Wachstumsabschläge. Diese werden regelmäßig - tendenziell unterhalb der bei der Bewertung von Industrieunternehmen angenommenen Bandbreite - zwischen 0,5 % und 1 % angesiedelt (vgl. Senat, Beschluss vom 6.09.2018 – I-26 W1/18 (AktE) Rn. 50, AG 2019, 309, 312: 1 %; v. 19.12.2013, I-26 W 9/08 (AktE), juris: 0,75 %; v. 12.12.2012, I-26 W 9/11 (AktE): 0,5 %, n.v.; v. 6.04.2011, I-26 W 2/06 (AktE), juris: 0,75 %; OLG Frankfurt, Beschluss v. 29.04.2011, 21 W 13/11 Rn. 88, juris; Graßl/Beck in: Drukarczyk/Ernst, Branchenorientierte Unternehmensbewertung, 3. Aufl., 139, 151 f.). Empirische Untersuchungen zu Bewertungen bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen in Deutschland kommen in einem Zwölfjahreszeitraum vor dem 31.12.2013 bei Versicherungsunternehmen zu Wachstumsabschlägen in einer Bandbreite von 0,5 % bis 1,5 %, im Durchschnitt von 0,71 % (Weimann, Spruchverfahren nach Squeeze-out, 2015, S. 404). Der hier mit 1,5 % angesetzte Wachstumsabschlag liegt daher bereits jedenfalls am oberen Rand dieser Bandbreiten.

Wie die sachverständige Prüferin ausführlich dargelegt hat, kann eine Überwälzbarkeit der erwarteten Preissteigerungen in voller Höhe über den Absatzmarkt auf die Kunden insbesondere für den wettbewerbsintensiven Versicherungsmarkt und die hohe Versicherungsdurchdringung (Relation von Prämienaufkommen zu Bruttoinlandsprodukt) in Deutschland nicht ohne weiteres unterstellt werden (Prüfbericht S. 92). Vor dem Hintergrund der volkswirtschaftlichen Prognosen, der Erwartungen für die Entwicklung des Versicherungsmarktes in den für die ERGO relevanten Märkten sowie des relativ hohen zum Ende des Detailplanungszeitraums erreichten absoluten Geschäftsvolumens hat sie den von der Bewertungsgutachterin angesetzten – relativ hohen - Wachstumsabschlag für angemessen befunden (Prüfbericht S. 93). Es besteht aber jedenfalls kein Anlass, den Wachstumsabschlag noch höher anzusetzen.

Nach alledem erweist sich der im Bewertungsgutachten , angenommene Unternehmenswert von 6.993,0 Mio. € - entsprechend einem rechnerischen Wert je Aktie von 92,63 € und damit geringer als im Übertragungsbeschluss festgelegt – jedenfalls als angemessen. Anhaltspunkte dafür, dass dieser Wert unplausibel niedrig wäre, sind - auch unter Berücksichtigung der im Bewertungsgutachten und im Prüfbericht mit 97,58 € bzw. 97,72 € ermittelten Durchschnittsbörsenkurse sowie der Multiplikatorenbetrachtung der Bewertungsgutachterin, die zu Werten zwischen 39,90 € und 55,61 € je Aktie geführt hat - nicht ersichtlich.

Für eine gerichtliche Erhöhung der Barabfindung ist daher kein Raum.

III.

Die Durchführung einer mündlichen Verhandlung ist nicht veranlasst. In der erstinstanzlich durchgeführten Verhandlung vom 21.01.2015 hat eine umfangreiche Anhörung des mit dem Prüfbericht befassten Wirtschaftsprüfers Diesch stattgefunden. Die Entscheidung des Senats beruht im Wesentlichen auf der Würdigung (bewertungs)rechtlicher Fragestellungen und Sachverhalte, die bereits erstinstanzlich zwischen den Verfahrensbeteiligten ausführlich thematisiert wurden.

Die im Beschwerdeverfahren entstandenen Gerichtskosten einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters hat die Antragsgegnerin zu tragen (§ 15 Abs. 1 SpruchG n.F., § 136 Abs. 1 Nr. 2, Abs. 5 Nr. 2 GNotKG). Sie ganz oder teilweise den Antragstellern aus Billigkeitsgründen aufzuerlegen ist nicht veranlasst. Dies gilt auch mit Blick darauf, dass ihre auf Erhöhung der Barabfindung gerichteten Anträge im Ergebnis erfolglos blieben, denn sie waren zumindest nicht offenkundig unbegründet. Gleichzeitig entspricht es angesichts des Verfahrensausgangs nicht der Billigkeit, dass die Antragsgegnerin die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller im Beschwerdeverfahren trägt (§ 15 Abs. 2 SpruchG). Dies gilt erst Recht für die außergerichtlichen Kosten der beschwerdeführenden Antragsteller, deren Rechtsmittel erfolglos geblieben sind.

Die Festsetzung des Geschäftswerts für das erstinstanzliche Verfahren beruht auf § 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG a.F. (§ 136 Abs. 1 Nr. 1, Abs. 5 Nr. 2 GNotKG), für das Beschwerdeverfahren auf § 74 Satz 1 GNotKG. Kommt es nicht zu einer gerichtlichen

Entscheidung oder werden die Anträge oder in zweiter Instanz das Rechtsmittel - wie hier - als unbegründet zurückgewiesen, ist der Mindestgeschäftswert von 200.000 € maßgeblich.

Der gemeinsame Vertreter kann gemäß § 6 Abs. 2 Satz 1 SpruchG von der Antragsgegnerin in entsprechender Anwendung des Rechtsanwaltsvergütungsgesetzes den Ersatz seiner Auslagen und eine Vergütung für seine Tätigkeit verlangen. Der Geschäftswert gilt nach § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch für die Bemessung seiner Vergütung.

Die Rechtsbeschwerde ist nicht zuzulassen, da die Voraussetzungen des § 70 Abs. 2 FamFG nicht vorliegen. Weder hat die Rechtssache grundsätzliche Bedeutung noch erfordert die Fortbildung des Rechts oder die Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung die Entscheidung des Bundesgerichtshofs.

Die Entscheidung ist daher rechtskräftig.