

I-26 W 6/20 [AktE]

91 O 164/06

LG Köln



**OBERLANDESGERICHT DÜSSELDORF
BESCHLUSS**

in dem Spruchverfahren
zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung
für die durch Squeeze-out (§§ 327a, 327b AktG) auf die

übertragenen Aktien der Minderheitsaktionäre der

Gerling-Konzern Allgemeine Versicherungs-Aktiengesellschaft,

an dem noch beteiligt sind:

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

am 7. November 2022

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

Auf die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin vom 17.02.2020 wird der Beschluss der 11. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Köln vom 10.01.2020 – 91 O 164/06 – unter Zurückweisung der sofortigen Beschwerde der Antragstellerin zu 58) und des Antragstellers zu 59) vom 19.02.2020 sowie der Anschlussbeschwerde des Antragstellers zu 31) vom 28.09.2022 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.

Das Spruchverfahren betrifft die am 20.09.2006 beschlossene Übertragung der Aktien von Minderheitsaktionären der Gerling-Konzern Allgemeine Versicherung AG („GKA“) auf _____ gegen Gewährung einer Barabfindung (sog. Squeeze-out).

Die GKA war ein Sachversicherer für gewerbliche Risiken. Geschäftsschwerpunkte waren die Haftpflicht-, die Feuer-, die Sach- und die Kraftfahrtversicherung. Der Anteil des Industrieversicherungsgeschäfts lag bei 62 %, der des Firmengeschäfts bei 28 % und der des Privatkundengeschäfts bei 10 %. Die GKA war im In- und Ausland tätig und unterhielt weltweit Zweigniederlassungen. Rund 32,1 % der Brutto-Beiträge wur-

den im Ausland verdient. Die Gesellschaft betrieb das aktive und passive Rückversicherungsgeschäft. Der Anteil des selbst abgeschlossenen Geschäfts am Gesamtgeschäft 2005 betrug 94,51 %. Das übernommene Rückversicherungsgeschäft war mit einem Anteil von 5,49 % am Gesamtgeschäft 2005 von untergeordneter Bedeutung. Die GKA lag im Jahr 2005 mit einem Marktanteil von ca. 3,8 % als Sachversicherer auf Rang 4 der durch die BaFin beaufsichtigten Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen. Der größte Sachversicherer war die – nachfolgend in Allianz SE umgewandelte - Allianz Versicherungs-AG mit ca. 16,1 % (2005). Die wesentlichen Wettbewerber der GKA zum Bewertungsstichtag waren u.a. die AGCS (eine Tochtergesellschaft der Allianz SE) und die HDI Industrie Versicherung AG, die zur damals noch nicht börsennotierten Gruppe gehörte.

Das Grundkapital betrug 224.789.463 € und war eingeteilt in 224.789.463 vinkulierte Namensaktien im Nennwert von je 1,00 €, die im Freiverkehr an den Börsen Berlin/Bremen, Düsseldorf, Frankfurt am Main, München und Stuttgart sowie im XETRA gehandelt wurden.

Nach hohen Verlusten durch die Folgen der Anschläge vom 11. September 2001, des Einbruchs an den Kapitalmärkten in den Jahren 2001/2002 und Schadensfälle der im Jahr 2000 übernommenen US-amerikanischen Rückversicherungstochter Gerling-Konzern Globale Rückversicherungs-AG geriet die GKA in eine existenzielle wirtschaftliche Krise. Neben Abschreibungen auf ihre Kapitalanlagen musste sie kurzfristig Vorsorge für hohe Ausfallrisiken treffen. Das Unternehmen erhielt Unterstützung durch Kapitalbeteiligungen externer Investoren aus der deutschen Wirtschaft. Anfang des Jahres 2002 wurde die Gerling-Gruppe von den seinerzeitigen Aktionären, Dr. Rolf Gerling (65,4%) und Deutsche Bank (34,5 %), zum Verkauf gestellt. Einen im November 2002 vereinbarten Verkauf der Gerling Globale Rück („GGR“) untersagte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zunächst. Die aufschiebende Wirkung des Widerspruchs der Antragstellerin gegen die Untersagungsverfügung wurde durch das Verwaltungsgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 26.03.2003 wieder hergestellt, die dagegen gerichtete Beschwerde der BaFin am 13.06.2003 zurückgewiesen (HessVGH, Beschluss v. 13.06.2003 – 6 TG 951/03 Rn. 1, VersR 2003, 1153 ff.).

Rund zwei Jahre später bestand das - in der gebündelte - Erstversicherungsgeschäft des Konzerns im Wesentlichen aus einer mittelbaren Beteiligung von 95 % an der sowie einer Beteiligung von (zunächst) rd. 65,39 % an der GKA. Die weiteren Anteile an der GKA wurden zu etwa 30,8 % von industriellen Investoren gehalten; die restlichen Aktien – entsprechend einer Beteiligung von knapp unter 5 % - befanden sich im Streubesitz. Die restlichen Anteile von 5 % an hielt

Diese vereinbarte in einem - am 7.11.2005 angekündigten - Geschäftsanteilskauf- und Übertragungsvertrag vom 23.11.2005 mit die Übernahme des Erstversicherungsgeschäfts des Gerling-Konzerns durch diese.

hatte in einem Bieterverfahren nach längeren Verhandlungen und einer Due Diligence - basierend auf erstellten gutachterlichen Stellungnahme zum Unternehmenswert der bezogen auf einen Bewertungsstichtag 30.09.2005 - ein verbindliches Angebot über 1.380,0 Mio. € abgegeben. An dem Bieterverfahren hatten weitere Interessenten – strategische Investoren und Finanzinvestoren – teilgenommen. Im Zuge der Integration der Erstversicherungsgruppe in den Konzern waren - nach dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre - weitergehende Umstrukturierungsmaßnahmen geplant.

Der Geschäftsanteilskauf- und Übertragungsvertrag sah als Vollzugsvoraussetzung vor, dass – wie nachfolgend geschehen - die von industriellen Investoren gehaltenen Anteile an der GKA – entsprechend einer Beteiligung von insgesamt rd. 30,09 % - erwarb, so dass sie schließlich rd. 214.629.786 Aktien – entsprechend einer Beteiligung von rd. 95,48 % des Grundkapitals - hielt. Die restlichen 4,52 % des Grundkapitals (rd. 10.159.677 Stückaktien) befanden sich im Streubesitz. Der am 23.11.2005 zwischen der und der geschlossene Geschäftsanteilskauf- und Übertragungsvertrag wurde am 30.04.2006 vollzogen.

Mit an den Vorstand der GKA gerichtetem Schreiben vom 15.05.2006 teilte ihr Verlangen mit, die Aktien der Minderheitsaktionäre der GKA gegen Gewährung einer Barabfindung auf sie - zu übertragen; mit weiterem Schreiben vom 1.08.2006 gab sie die im Rahmen des Squeeze-out beabsichtigte Barabfindung mit **5,47 € je Aktie** bekannt. Dem stimmte die Hauptversammlung der GKA mit Beschluss vom 20.09.2006 zu.

Der im Übertragungsbeschluss festgelegten Barabfindung liegt eine seitens der erstattete Unternehmensbewertung vom 28.07.2006 zugrunde. Darin wird der Unternehmenswert der GKA anhand des Ertragswertverfahrens – unter Berücksichtigung des zum Stichtag gültigen Bewertungsstandards IDW S1 2005 - mit rd. 1.054,8 Mio. € - entsprechend einem Wert i.H.v. **4,70 €** je Aktie – beziffert. Da der Durchschnittsbörsenkurs in dem (allein) für aussagekräftig angesehenen Referenzzeitraum vom 2.02.2006 bis 2.05.2006 – bis zu dem Erreichen einer Beteiligung der an der GKA von mehr als 95 % - **5,47 € je Aktie** betrug, wurde dieser Wert zur Bemessung der Barabfindung herangezogen. Die Ertragswertermittlung erfolgte auf der Basis von zwei Planungsphasen. Die zu kapitalisierenden Ergebnisse der Detailplanungsphase (Geschäftsjahre 2006 bis 2009) basierten auf der spartenbezogenen Planungsrechnung der GKA für die Geschäftsjahre 2006 bis 2009, die nach Versicherungsarten gegliedert war und die Geschäftsbereiche Industrie-, Firmen- und Privatkundengeschäft umfasste. Für die Phase der ewigen Rente (Geschäftsjahre 2010 ff.) wurde ein nachhaltiges einwertiges Ergebnis abgeleitet und mit einem Kapitalisierungszinssatz abgezinst. Entsprechend des Ausschüttungsverhaltens in der Vergangenheit wurde eine Vollausschüttung der Ergebnisse angenommen. Der Basiszins wurde unter Rückgriff auf von der Deutschen Bundesbank bereitgestellte Zinsstrukturdaten im Dreimonatszeitraum vor Abschluss der Bewertungsarbeiten (28.07.2006) mit 4,5 % bestimmt. Den Risikozuschlag ermittelte die Bewertungsgutachterin als Produkt aus Marktrisikoprämie (5,5 % nach Steuern) und einem aus einer Peer Group abgeleiteten Betafaktor. Dazu wurden drei Peer Groups börsennotierter Vergleichsunternehmen („Deutschland“, „Europa“, „Welt“) gebildet. Durchschnittlich wurden Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,96 (Europa, ungewichteter Mittelwert) bis 1,25 (Deutschland, R² gewichtet) ermittelt. Für die Bewertung der GKA, deren Anteil am Industrieversicherungsgeschäft bei 62 % lag, wurde aufgrund der hohen Schwankungsanfälligkeit des Industrieversicherungsgeschäfts ein Betafaktor von 1,1 (unverschuldet) abgeleitet. Den Wachstumsabschlag hat mit 0,5 % geschätzt. Im Ergebnis errechnete sich für die Detailplanungsphase ein Kapitalisierungszinssatz von 8,98 % nach Steuern; für die Phase der ewigen Rente wurde dieser mit 8,48 % nach Steuern angesetzt.

Die Angemessenheit der Barabfindung hat die zur sachverständigen Prüferin bestellte bestätigt.

Zur Beilegung von gegen den Übertragungsbeschluss erhobenen Anfechtungsklagen hat sich die Antragsgegnerin am 14.05.2007 in einem gerichtlichen Vergleich verpflichtet, die Barabfindung auf **8,00 €** - bzw. sofern die ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre ihre Aktien schon vor dem 1.03.2007 hielten, auf **8,50 €** - je Aktie der GKA zu erhöhen. Für den Fall eines Spruchverfahrens sollten die durch Vergleich bestimmten Zahlungen angerechnet werden. Der Übertragungsbeschluss wurde am 14.05.2007 in das Handelsregister eingetragen.

Die Antragsteller haben die Barabfindung - auch unter Berücksichtigung der vergleichsweisen Erhöhung der Kompensation - gleichwohl für zu niedrig gehalten. U.a. haben sie gerügt, der im Bewertungsgutachten ermittelte Unternehmenswert sei zu gering. Die im Übertragungsbericht zugrunde gelegte Ertragsplanung sei zu pessimistisch. Die Annahme der Vollausschüttung sei fehlerhaft. Die Kapitalisierungszinssätze und -parameter seien überhöht. Der Ansatz des Wachstumsabschlags für die ewige Rente sei zu niedrig. 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 - soweit nicht schon unzulässig - als unbegründet zurückzuweisen.

Sie hat gemeint, die vergleichsweise gezahlte Barabfindung sei angemessen.

Das Landgericht hat

- verantwortliche Wirtschaftsprüfer und mit der sachverständigen Bewertung beauftragt, ob die vergleichsweise erhöhte Kompensation angemessen ist.

In ihrem Gutachten vom 22.12.2014 hat eine umfassende Neubewertung durchgeführt. Mit Blick auf die am 19.07.2010 ergangene Stollwerk-Entscheidung des Bun-

desgerichtshofs (II ZB 18/09, BGHZ 186, 229 ff.) hat sie ergänzend die Durchschnittsbörsenkurse im Dreimonatszeitraum vor der beschlussfassenden Hauptversammlung am 20.09.2006 und vor der Veröffentlichung der beabsichtigten Barabfindung am 11.08.2006 ermittelt. Diese lagen mit **6,91 €** bzw. **7,43 €** (deutlich) unter der im Vergleich erhöhten Kompensation.

Allerdings ist in ihrer Ertragswertermittlung – ausgehend von höheren Planergebnissen und durchweg geringeren Risikozuschlägen und Kapitalisierungszinssätzen – zu einem mit **2.532,2 Mio. €** mehr als doppelt so hohen Unternehmenswert wie (1.054,8 Mio. €) und daraus resultierend zu einem entsprechend höheren Anteilswert von **11,26 €** je Aktie gelangt. Neben den von ihr vorgenommenen Plananpassungen, u.a. durch Herabsenkung der Schadenquote in der ewigen Rente, hat sie bei der Bildung des Kapitalisierungszinssatzes einen geringeren Basiszinssatz (4,269 % statt 4,5 %) zugrunde gelegt. Die Marktrisikoprämie hat sie mit 5 % nach Steuern (statt 5,5 %) angesetzt, den Betafaktor mit 0,7 - und damit deutlich geringer als (1,1) - angesetzt. Für die Ermittlung eines Peer Group-Betafaktors hat sie die Gruppe potentieller Vergleichsunternehmen auf deutsche Erstversicherungsunternehmen beschränkt, da die Bewertung aus der Sicht eines inländischen Anlegers vorzunehmen sei, der primär in Deutschland investiere; auch seien ausländische Erstversicherungsunternehmen wegen der unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen nicht vollständig mit deutschen Unternehmen vergleichbar. Den Wachstumsabschlag für die Phase der ewigen Rente hat sie mit 1 % (statt 0,5 %) geschätzt. Im Ergebnis errechnete sich für die Detailplanungsphase ein Kapitalisierungszinssatz von 6,28 % nach Steuern (8,98 %); für die Phase der ewigen Rente wurde dieser mit 5,28 % nach Steuern (8,48 %) angesetzt.

Gegen die Wertermittlung der Sachverständigen haben nur einzelne Antragsteller Einwendungen, u.a. gegen die von ihnen noch für zu ungünstig erachteten Kapitalisierungsparameter, erhoben.

Die Antragsgegnerin hat die Bewertung, u.a. gestützt auf eine von erstellte privatgutachterliche Stellungnahme vom 15.07.2015, als völlig unrealistisch gerügt. Ihre Einwendungen hat sie durch Gutachten eines unabhängigen Sachverständigen unter Beweis gestellt. Insbesondere die Herabsetzung des Betafaktors auf 0,7 und der Marktrisikoprämie auf 5,0 % führten insgesamt zu einem offensichtlich unrealisti-

schen Unternehmenswert. Der von [redacted] ermittelte Peer Group-Betafaktor sei u.a. wegen des deutlichen Übergewichts der als Vergleichsunternehmen herangezogenen Versicherungsgesellschaften mit Schwerpunkt im Lebensversicherungsgeschäft nicht geeignet, das operative Risiko der GKA als Sachversicherer abzubilden, deren Geschäft zudem – wie auch [redacted] festgestellt habe – durch einen Anteil von über 60 % am hoch volatilen Industrieversicherungsgeschäft gekennzeichnet sei. Die Heraufsetzung des Wachstumsabschlags sei in Anbetracht des langfristig erzielten Wachstums der Branche der Schaden- und Unfallversicherer nicht gerechtfertigt. Bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise sei im Rahmen des vorangegangenen Geschäftsanteilskauf- und Übertragungsvertrags auf die Beteiligung an der GKA ein Kaufpreis von maximal 1.045,4 Mio. € - entsprechend einem Wert von lediglich 4,87 € je Aktie - entfallen, der um mehr als das 2,3-fache unter dem von [redacted] ermittelten Unternehmenswert liege. Die im Auftrag der [redacted] durchgeführte indikative Unternehmensbewertung habe einen Unternehmenswert der GKA (100 %) in einer Größenordnung bis 1.180,0 Mio. € - entsprechend einem Maximalwert von 5,25 € je Aktie - ergeben.

Die durch das Landgericht mit einer ergänzenden Stellungnahme zu den Einwendungen beauftragte Sachverständige hat in ihrer am 20.07.2017 vorgelegten Stellungnahme keinen Anlass für eine Korrektur gesehen. In einer Alternativberechnung hat sie - unter Ansatz eines leicht höheren Betafaktors (0,8 statt 0,7) - einen Unternehmenswert von 2,31 Mrd. € errechnet, sofern die - von ihr allerdings weiterhin für richtig erachtete - Prämisse aufgegeben werde, bei der Bewertung auf die Sicht eines inländischen Anlegers abzustellen, der überwiegend in Deutschland investiere. Der alternativ ermittelte Unternehmenswert liege „an der oberen Grenze“ der Bandbreite plausibler Werte, die sie - überschlägig - in einer Multiplikator-Betrachtung ermittelt habe. Diese hatte unter Heranziehung der von [redacted] ermittelten Multiplikatoren zu Unternehmenswerten zwischen 1.544 Mio. € und 1.814 Mio. € geführt. Auf der Basis der von [redacted] vorgenommenen Plananpassungen haben sich Werte zwischen 1.552 Mio. € bis 2.454 Mio. € ergeben, woraus [redacted] eine Bandbreite plausibler Werte von 1,55 Mrd. € bis 2,55 Mrd. € (gemeint wohl: 2,45 Mrd. €) abgeleitet hat. Zu dem von ihr bevorzugten, im Ausgangsgutachten mit 2.532 Mio. € ermittelten Unternehmenswert hat sie festgestellt, dieser liege „etwas über“ der genannten Bandbreite (Erg. Stellungnahme v. 20.07.2017 S. 94). Der Kaufpreis für den im April 2006 vollzogenen Erwerb

durch die sei wegen der abweichenden wirtschaftlichen Situation der GKA zum Bewertungsstichtag als Plausibilitätsmaßstab ungeeignet.

Der ergänzenden Stellungnahme sind nur einzelne Antragsteller - u.a. mit Einwendungen gegen die Anwendung des CAPM, den von ihnen noch als zu hoch eingeschätzten Risikozuschlag und den als zu gering eingestuften Wachstumsabschlag - entgegen getreten.

Die Antragsgegnerin hat gerügt, die ergänzende Stellungnahme sei ein reiner Versuch, die Ergebnisse des ursprünglichen Gutachtens zu rechtfertigen. Sie hat ihren Antrag auf Einholung eines weiteren Sachverständigengutachtens wiederholt (Bl. 3222, 3235, 3240) und geltend gemacht, bereits die isolierte Rückgängigmachung der von vorgenommenen Korrekturen beim Kapitalisierungszinssatz - insbesondere beim Betafaktor - führe zu einer um 3,22 € geringeren Barabfindung (Bl. 3221). Ohne die von - handwerklich fehlerhaft - vorgenommenen Anpassungen liege die Barabfindung sogar unterhalb der durch Vergleich erhöhten Kompensation.

Das Landgericht hat die Sachverständige mit einer weiteren ergänzenden Stellungnahme zu den Einwendungen beauftragt. Diese hat auch in ihrer „2. Stellungnahme“ vom 15.10.2018 an ihrer Wertermittlung im Ausgangsgutachten festgehalten.

Mit Beschluss vom 10.01.2020 hat das Landgericht die Anträge der Antragsteller zu 65), 67), 78), 79), 82) und 83) als unzulässig verworfen. Die angemessene Barabfindung hat es - vollumfänglich der Wertermittlung im Ausgangsgutachten folgend - auf **11,26 € je Aktie** festgesetzt. Wegen der Einzelheiten wird auf die Gründe des angegriffenen Beschlusses verwiesen. Die Anträge der Antragsteller zu 2), 35) und 46) hatte das Landgericht bereits zuvor durch Beschluss vom 12.08.2008 als unzulässig verworfen.

Dagegen wenden sich die Antragstellerin zu 58) und der Antragsteller zu 59) sowie die Antragsgegnerin mit ihren sofortigen Beschwerden sowie der Antragsteller zu 31), der mit seiner unselbständigen Anschlussbeschwerde den angegriffenen Beschluss vom 10.01.2020 verteidigt.

Die Antragstellerin zu 58) und der Antragsteller zu 59) meinen, es bestünden hinreichende Anhaltspunkte dafür, dass ein relevanter Bestand an Kunstgegenständen und Immobilien – u.a. das „Gerling-Viertel“ in Köln – als gesondertes Vermögen in die Wertermittlung einzubeziehen sei. Dafür spreche, dass „der Gerling-Konzern“ ausweislich „Wikipedia“ im Jahr 2008 über eine Kunstsammlung von rd. 4.500 Bildern verfügt habe. „Bei lebensnaher Betrachtung“ sei von einem Bestand zum Bewertungsstichtag „mindestens“ im gleichen Umfang auszugehen. Das „Gerling-Viertel“ sei zum Bewertungsstichtag „so gut wie verkauft“ gewesen. Ausgehend von einem Quadratmeterpreis von 236 € sei anzunehmen, dass der Kaufpreis „ein Vielfaches“ des Buchwertes betragen habe. Der Antragsgegnerin sei aufzugeben, die Höhe des Kaufpreises offen zu legen. Den Betafaktor und die Marktrisikoprämie habe das Landgericht bei seiner Schätzung des Unternehmenswerts noch zu hoch angesetzt. Ansonsten habe es zu Recht die Wertermittlung zugrunde gelegt.

Die Antragstellerin zu 58) und der Antragsteller zu 59) beantragen sinngemäß,

die Barabfindung höher als mit 11,26 € je Aktie gerichtlich festzusetzen.

Die Antragsgegnerin beantragt,

die sofortige Beschwerde der Antragstellerin zu 58) und des Antragstellers zu 59) zurückzuweisen, den Beschluss der 11. Kammer für Handelsachen des Landgerichts Köln vom 10.01.2020 abzuändern und die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung vollständig zurückzuweisen.

Sie rügt unter Wiederholung und Vertiefung ihres erstinstanzlichen Vortrags und Beweisangebots durch Sachverständigengutachten - zusätzlich gestützt auf eine privatgutachterliche Stellungnahme vom 10.08.2020 -, die vom Landgericht vorgenommene Erhöhung der Barabfindung - basierend auf der Wertermittlung - sei unvertretbar. Schon die isolierte Korrektur der von angesetzten Kapitalisierungsparameter ergebe einen Betrag unterhalb der gewährten Kompensation, wie sich aus den diesbezüglichen Berechnungen der Privatgutachterin ergebe. Wegen der Einzelheiten wird auf die Beschwerdebegründung vom 31.08.2020 Bezug genommen.

Die Antragsteller bitten um Zurückweisung des von der Antragsgegnerin eingelegten Rechtsmittels.

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

II.

Die Rechtsmittel sind jeweils zulässig.

Die sofortigen Beschwerden wurden am 17.02.2020 und 19.02.2020 und damit jeweils fristgerecht binnen zwei Wochen nach Zustellung des angegriffenen Beschlusses erhoben (vgl. Bl. 2649, 2636) und sind auch ansonsten zulässig. Da das Verfahren in erster Instanz im Jahr 2006 - und damit vor Inkrafttreten des Gesetzes über das Verfahren in Familiensachen und in den Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit (FamFG) - eingeleitet wurde, sind für das Beschwerdeverfahren nach Art. 111 Abs. 1 FGG-RG das Gesetz über die Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit und die Verfahrensvorschriften des Spruchverfahrensgesetzes in der bis zum 31.08.2009 geltenden Fassung maßgeblich (vgl. BGH, Beschluss v. 1.03.2010 - II ZB 1/10 Rn. 7 f., ZIP 2010, 446 ff.). Auch das als unselbständige Anschlussbeschwerde eingelegte Rechtsmittel des Antragstellers zu 31) ist zulässig (vgl. nur BGH, Beschluss v. 18.05.1978 - VII ZB 30/76 Rn. 5, BGHZ 71, 314 ff.).

In der Sache hat allein die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin Erfolg. Zu Recht rügt sie, dass das Landgericht die Barabfindung auf 11,26 € je Stückaktie erhöht hat. Die gewährte Kompensation ist nicht unangemessen, die Anträge auf gerichtliche Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind daher zurückzuweisen.

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 Festsetzung der Kompensation nicht in Betracht. Die angemessene Barabfindung liegt keinesfalls über der mit Vergleich auf 8,00 € je Aktie erhöhten Barabfindung, so dass sich die gewährte Kompensation als angemessen erweist. Entsprechend ist auch das Rechtsmittel der Antragstellerin

zu 58) und des Antragstellers zu 59) unbegründet, die die gerichtliche Festsetzung einer noch höheren Kompensation als vom Landgericht festgesetzt fordern.

1. Ausgangspunkt der Angemessenheitsprüfung ist - wie das Landgericht mit Recht angenommen hat - die im Anfechtungsverfahren vergleichsweise erhöhte Barabfindung (vgl. BGH, Beschlüsse v. 29.09.2015 – II ZB 23/14 Rn. 51, BGHZ 207, 114 ff. „Stinnes“; v. 19.07.2010 - II ZB 18/09 Rn. 32, BGHZ 186, 229 ff. „Stollwerck“). Mit dem am 14.05.2007 geschlossenen Vergleich ist die Barabfindung mit Wirkung für alle im Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister noch vorhandenen Aktionäre auf 8,00 € bzw. - sofern die betreffenden Aktien schon vor dem 1.03.2007 gehalten wurden - auf 8,50 € je Aktie der GKA erhöht worden.

1.1 Die gewährte Barabfindung liegt damit nicht nur um 2,53 € über dem im Übertragungsbeschluss zunächst zur Bemessung der Kompensation herangezogenen Durchschnittsbörsenkurs von 5,47 € je Aktie in dem von der Bewertungsgutachterin (allein) für aussagekräftig angesehenen Referenzzeitraum vom 2.02.2006 bis zum 2.05.2006. Auch übersteigt sie (deutlich) den Durchschnittsbörsenkurs sowohl im Dreimonatszeitraum vor dem Hauptversammlungsbeschluss am 20.09.2006 als auch in dem - nach der Stollwerck-Entscheidung des Bundesgerichtshofs vom 19.07.2010 (II ZB 18/09, aaO) als Wertuntergrenze maßgeblichen - Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe des beabsichtigten Squeeze-out am 11.08.2006. Dieser lag nach den Feststellungen der Sachverständigen bei lediglich 6,91 € bzw. 7,43 € je Aktie (Gutachten S. 44 f. sowie Anlagen 4a und 4b zum Gutachten).

Im Dreijahreszeitraum von April 2002 bis zu den (erneuten) Presseberichten im April 2005 über einen angestrebten Verkauf von Gerling hatte er unter 4,00 € - überwiegend in einem Bereich zwischen 2,00 € und 3,00 € je Aktie - gelegen, wie durch die in Anlage 7 zum Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 31.07.2015 sowie im Gutachten (dort S. 92) dargestellte Kursentwicklung bestätigt wird. Pressemeldungen im April 2005 über das (erneute) Interesse von Finanzinvestoren an der GKA und einen etwaigen Verkauf des Unternehmens führten zunächst nur zu einem geringen Kursanstieg. Ein Erwerber stand zu diesem Zeitpunkt noch nicht fest. Branchenkenner warnten vor erheblichen Risiken bei einem Kauf der Versicherungsgruppe, da der Verkauf der Risiken aus der Rückversicherungssparte „rein rechtlich noch nicht abgeschlossen“ sei und sich ein Käufer dabei „die Finger verbrennen könne“ (vgl. Die Welt, 26.04.2005). Erst nach Bekanntgabe des - am 7.11.2005 angekündigten - Geschäftsanteilskauf-

und Übertragungsvertrags vom 23.11.2005 mit [redacted] und deren Absicht zur Durchführung eines möglichen Squeeze-out bei der GKA stabilisierte sich der Börsenkurs zwischen ca. 3,50 € bis 4,25 € je Aktie. In der Folgezeit stieg er kontinuierlich - mit einem absoluten Höchstwert von 7,99 € je Aktie (gewichteter Durchschnitt) am 22./23.06.2006 - an (vgl. Anlagen 4a und 4b zum Gutachten).

1.2 Auch unter Berücksichtigung des Ertragswertes ist die gewährte Kompensation angemessen. Auf die von der Antragsgegnerin vertiefte Frage, ob der von der gezahlte Kaufpreis für die Beteiligung an der GKA eine verlässliche Grundlage für die Bestimmung des stichtagsbezogenen Unternehmenswerts darstellen könnte, kommt es danach nicht entscheidend an.

Die durch den Vergleich auf jedenfalls 8,00 € je Stückaktie erhöhte Barabfindung entspricht kapitalisiert einem Unternehmenswert von rd. 1.798,3 Mio. €. Sie liegt damit deutlich über dem von der Bewertungsgutachterin ermittelten, von der sachverständigen Prüferin als angemessen bestätigten stichtagsbezogenen Ertragswert von 1.054,8 Mio. €. Nichts anderes gilt für die Unternehmensbewertung, die [redacted] bezogen auf einen Stichtag rd. ein Jahr zuvor (30.09.2005) im Auftrag der [redacted] durchgeführt hatte. Sie hatte nach den Feststellungen der Sachverständigen für die GKA Unternehmenswerte von 1,1 Mrd. € (bei Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,5 %) bzw. 1,2 Mrd. € (bei Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,0 %) ermittelt (vgl. Erg. Stellungnahme [redacted] S. 93).

1.3 Die erhöhte Kompensation erweist sich auch unter Berücksichtigung der durchgeführten Multiplikatorenbetrachtungen als plausibel. Schon [redacted] hatte zur Plausibilisierung ihrer Ertragswertermittlung eine Multiplikatorenbetrachtung auf der Basis von Börsenkurs- und Transaktionsmultiplikatoren durchgeführt, [redacted] in die von ihr im Ergänzungsgutachten vorgenommene Multiplikatorenbewertung einbezogen hat. Dabei ist sie - auf der Basis der im Bewertungsgutachten [redacted] zugrunde gelegten Planzahlen (Gewinn und Umsatz) - zu Unternehmenswerten zwischen 1.544 Mio. € und 1.814 Mio. € gelangt. Auf der Grundlage der von ihr [redacted] - vorgenommenen Plananpassungen hat sie Werte von 1.552 Mio. € bis 2.454 Mio. € ermittelt und daraus eine Bandbreite plausibler Unternehmenswerte von 1,55 Mrd. € bis 2,45 Mrd. € abgeleitet.

In die jeweiligen Bandbreiten fügt sich - ausschließlich - der Wert ein, der sich bei einer Kapitalisierung der durch den Vergleich erhöhten Barabfindung (mit rd. 1.798,3 Mio. €) ergibt. Der von allein für sachgerecht erachtete Ertragswert (2.532,2 Mio. €) liegt (deutlich) über den jeweiligen Bandbreiten, wie und - insoweit im Ergebnis übereinstimmend - festgestellt haben (vgl. Erg. Stellungnahme v. 20.07.2017 S. 94; Rn. 36).

1.4 Bei dieser Sachlage wird die Angemessenheit der gewährten Barabfindung durch den von ermittelten Ertragswert nicht in Zweifel gezogen. Er beruht im Wesentlichen auf den von - unter Ansatz eines gegenüber dem Bewertungsgutachten deutlich geringeren Betafaktors (0,7 statt 1,1) und einer ebenfalls geringeren Marktrisikoprämie (5,0 % statt 5,5 % nach Steuern) - gebildeten, deutlich geringeren Kapitalisierungszinssätzen, wie die Antragsgegnerin bereits erstinstanzlich dargelegt und die Privatgutachterin in Sensitivitätsberechnungen überzeugend bestätigt hat (vgl. Schriftsatz v. 22.03.2018, Bl. 3221; Rn. 376 ff., 381). Da – wie nachfolgend ausgeführt wird – einerseits die Einwendungen der beschwerdeführenden Antragstellerin zu 58) und des Antragstellers zu 59) gegen die Ertragswertermittlung unbegründet sind und andererseits die Antragsgegnerin schon mit Erfolg rügt, dass das Landgericht seiner Schätzung des Unternehmenswerts - als gewichtigste Korrektur gegenüber der durch vorgenommenen Bewertung - den von ermittelten, deutlich niedrigeren Betafaktor zugrunde gelegt hat, erweist sich die vergleichsweise erhöhte Barabfindung jedenfalls als angemessen.

2. Die Einwendungen der beschwerdeführenden Antragstellerin zu 58) und des Antragstellers zu 59) gegen die landgerichtliche Schätzung des Unternehmenswerts bleiben ohne Erfolg. Anhaltspunkte dafür, dass gesondert zu bewertendes Vermögen in der Wertermittlung unzureichend berücksichtigt worden wäre, liegen nicht vor.

2.1 Nach den Feststellungen der Sachverständigen war bei der GKA ein wertrelevanter Bestand an Kunstwerken nicht vorhanden (vgl. Gutachten S. 43, 147, Erg. Stellungnahme S. 99). Die von den Antragstellern angesprochene Kunstsammlung des Gerling-Konzerns stand - wie die Antragsgegnerin auf den bereits erstinstanzlich geltend gemachten Einwand verschiedener Antragsteller ausführlich dargelegt und in der Beschwerdebegründung nochmals erläutert hat - im Eigentum der nicht von der Veräußerung an die betroffenen sowie , die als Muttergesellschaft

der GKA nicht zur GKA-Gruppe gehört. Dies wird durch die von der Antragstellerin zu 58) und dem Antragsteller zu 59) zitierten, allgemein gehaltenen und überdies das Jahr 2008 betreffenden Angaben aus „Wikipedia“ nicht in Zweifel gezogen.

2.2 Die der GKA zuzuordnenden Grundstücke und Immobilien-Beteiligungen wurden nach der Wertermittlung mit den im Wesentlichen den geprüften Jahresabschlüssen entnommenen Marktwerten in der Kapitalanlagenverzinsung angesetzt (vgl. Gutachten S. 41 ff., 147). Diese Vorgehensweise ist unter Berücksichtigung der für Versicherungsunternehmen geltenden Anlagegrundsätze nicht zu beanstanden. Wie die Antragsgegnerin zudem in Bezug auf das sog. „Gerling-Viertel“ überzeugend dargelegt hat, war dieses ganz überwiegend der zuzuordnen; der von der GKA im Rahmen der Veräußerung erzielte Gewinn war ausweislich des Geschäftsberichts 2006 mit rd. 150 T€ geringer als die in der Wertermittlung angesetzte Verzinsung. Die Vorgehensweise der Sachverständigen war daher auch insoweit den Antragstellern günstig. Dem sind die Antragsteller nicht mehr entgegengetreten. Weitere Fehler im Bewertungsansatz (etwa bezüglich) zeigen die Antragsteller nicht mit Substanz auf.

2.3 Entgegen dem Einwand der Antragsteller ist die Marktrisikoprämie, die das Landgericht – der Wertermittlung folgend – für die Wertermittlung der GKA mit 5 % nach Steuern angesetzt hat, keinesfalls zu hoch bemessen.

Der Senat teilt bereits die von der Antragsgegnerin geltend gemachten Bedenken, wonach der auch im Bewertungsgutachten gewählte, von der sachverständigen Prüferin u.a. anhand der vom Deutschen Aktieninstitut herausgegebenen Studie „Aktie versus Rente“ plausibilisierte Ansatz der Marktrisikoprämie mit dem Mittelwert der vom FAUB für Unternehmensbewertungen im Geltungsbereich des Halbeinkünfteverfahrens mit Bewertungsstichtagen ab dem 31.12.2004 empfohlenen Bandbreite (vgl. FN-IDW Nr. 1-2/2005, 71) hier vorzugswürdig ist. In einem Bewertungsfall mit nahezu identischem Bewertungsstichtag (20.07.2006) hat das Landgericht - 2. Kammer für Handelssachen - die Marktrisikoprämie - abweichend von der auch dort mit einer Neubewertung beauftragten Sachverständigen - mit 5,5 % nach Steuern angesetzt. Dem ist der Senat mit Beschluss vom 20.06.2022 (I-26 W 3/20 (AktE) Rn. 86 ff.,

BeckRS 2022, 26250) gefolgt. Der Ansatz mit dem Mittelwert entspricht gängigen Annahmen der Bewertungspraxis (vgl. Senat, Beschlüsse v. 22.03.2018 – I-26 W 18/14 (AktE) Rn. 77, AG 2019, 732, 738 „Mannesmann/Vodafone I“ und I-26 W 20/14 Rn. 92, juris „Mannesmann/Vodafone II“, jeweils m.w.N.). Er wurde von der obergerichtlichen Praxis auch in Bewertungsfällen mit vergleichbaren Stichtagen herangezogen (vgl. etwa Senat, Beschlüsse v. 5.09.2019 - I-26 W 8/17 (AktE) Rn. 53 (Stichtag 29./30.05.2006); v. 25.05.2016 - I-26 W 2/15 (AktE) Rn. 64 (Stichtag Mai 2007); v. 9.01.2014 - I-26 W 22/12 (AktE), n.v. (Stichtag 4.11.2005); OLG Frankfurt, Beschluss v. 27.09.2019 - 21 W 64/14 Rn. 51 (Stichtag 30./31.05.2006), jeweils juris; OLG Stuttgart, Beschlüsse v. 14.09.2011 - 20 W 4/10 Rn. 144, AG 2012, 221 ff. (Stichtag 30.11.2006); v. 4.05.2011 - 20 W 11/08 Rn. 175, AG 2011, 560 ff. (Stichtag 26.06.2007)). Danach spricht viel dafür, dass er im Rahmen einer Schätzung, die sich zwischen einer Vielzahl unterschiedlicher Werte zu bewegen hat, auch bezogen auf den vorliegenden Bewertungsstichtag 20.09.2006 nicht zu beanstanden ist. Eine weitere Herabsetzung – wie u.a. von der Antragstellerin zu 58) und dem Antragsteller zu 59) gefordert – ist daher jedenfalls nicht geboten, wie der Senat bereits für nahezu identische Stichtage im Juli und August 2006 entschieden hat (vgl. Beschlüsse v. 5.09.2019 - I-26 W 6/18 (AktE), n.v.; v. 12.11.2015 - I-26 W 9/14 (AktE) Rn. 54, AG 2016, 329 ff.).

Der mit dem Mittelwert geschätzte Wert wird durch die - vornehmlich gegen die Ausarbeitung von Stehle (WPg 2004, 906 ff.) gerichteten und dem ständig mit Spruchverfahren befassten Senat bereits aus anderen Verfahren hinlänglich bekannten - Einwände nicht in Frage gestellt. Sowohl die Frage, welche Mittelwertbildung bei der Ableitung der Marktrisikoprämie verwendet werden sollte, als auch die konkrete Höhe der Marktrisikoprämie ist innerhalb der Wirtschaftswissenschaften sehr umstritten. Eine allgemein anerkannte Höhe hat sich bislang nicht herausgebildet; eine empirisch genaue Festlegung ist nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich (vgl. bereits Senat, Beschluss v. 4.07.2012 - I-26 W 8/10 (AktE) Rn. 52, AG 2012, 797, 800; ebenso BGH, Kartellsenat, Beschlüsse v. 27.04.2022 – EnVR 48/18 Rn. 14, juris; v. 3.03.2020 – EnVR 26/18 Rn. 33, RdE 2020, 319 ff. „Eigenkapitalzinssatz III“; v. 9.07.2019 – EnVR 52/18 Rn. 37, RdE 2019, 456 „Eigenkapitalzinssatz II“; v. 27.01.2015 - EnVR 37/13 Rn. 29 ff., ZNER 2015, 133 ff. „ONTRAS Gastransport GmbH“). Solange die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion andauert, kann die

Marktrisikoprämie stets nur eine mit Zweifeln behaftete Schätzung sein (vgl. etwa Senat, Beschluss v. 24.09.2020 – I-26 W 5/16 (AktE) Rn. 78, AG 2021, 25 ff.; OLG Frankfurt, Beschluss v. 13.09.2021 - 21 W 38/15 Rn. 123, AG 2022, 83 ff.; zum trichterlichen Schätzermaßen zuletzt OLG München, Beschluss v. 7.01.2022 – 31 Wx 399/18 Rn. 60). Entscheidend ist, dass die Studie Stehles in Zusammenschau mit den Ergebnissen anderer Studien, allgemeinen Plausibilitätserwägungen, der Rechtsprechung anderer Gerichte und den Empfehlungen des einschlägigen Berufsverbandes als ausreichende Schätzgrundlage angesehen werden kann (vgl. nur Senat, Beschlüsse v. 24.09.2020 aaO; v. 28.10.2019 – I-26 W 3/17 (AktE) Rn. 65, AG 2020, 254, 257). Die IDW-Standards und die sonstigen Verlautbarungen des FAUB stellen insoweit eine anerkannte Expertenauffassung und Erkenntnisquelle dar.

Die Forderung u.a der beschwerdeführenden Antragsteller nach einer selektiven Ausblendung der „Wirtschaftswunderjahre“ bei der Ermittlung der historischen Renditen bleibt ohne Erfolg. Grundsätzlich spricht es für die Verwendung eines längeren Betrachtungszeitraums, dass von einer weitgehenden Konstanz der Prämie im Zeitablauf ausgegangen wird (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss v. 26.01.2015 – 21 W 26/13 Rn. 48, AG 2015, 504 ff.). Eine einheitliche Meinung, wonach der Zeitraum von 1955 bis Ende 1959 bei der Ermittlung der historischen Marktrisikoprämie auszublenden wäre, hat sich weder in der wissenschaftlichen Diskussion herausgebildet, noch wird ein Ausschluss der 1950er Jahre bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie von der Rechtsprechung für geboten erachtet (OLG Frankfurt aaO; OLG Stuttgart, Beschluss v. 4.05.2011 – 20 W 11/08 Rn. 188 f.; v. 18.12.2009 – 20 W 2/08 Rn. 228, jeweils juris). Durch die vom DAJ abgeleitete Rendite-Bandbreite wird die für Bewertungsfälle im Bereich des Halbeinkünfteverfahrens ausgesprochene Empfehlung des IDW nicht in Zweifel gezogen, wie letztlich auch die sachverständige Prüferin bestätigt hat (vgl. Prüfbericht S. 29; ebenso Senat, Beschluss v. 11.05.2020 – I-26 W 14/17 (AktE) Rn. 46, BeckRS 2020, 28412; OLG Stuttgart, Beschlüsse v. 3.04.2012 - 20 W 7/09 Rn. 110; v. 17.10.2011 - 20 W 7/11 Rn. 325; v. 18.12.2009 – 20 W 2/08 Rn. 224 ff., jeweils juris). Der FAUB sieht die in der Stehle-Studie ermittelten Marktrisikoprämien trotz der wiederkehrend geäußerten Bedenken nach wie vor als eine geeignete Ausgangsgröße zur Prognose der künftigen Risikoprämien an (Senat, Beschluss v. 22.03.2018 – I-26 W 18/14 (AktE) Rn. 79, aaO „Mannesmann/Vodafone I“ m.w.N). Dies wird durch die nicht näher begründete Einschätzung der Antragstellerin zu 58) und des Antragstellers

zu 59), „dass der Indexbetreiber über deutlich gefestigteres Datenmaterial verfügt als ein Hochschullehrer, der sich einen Phantom-DAX zusammenbastelt“, nicht in Zweifel gezogen, wie der Senat bereits auf den nahezu identischen Einwand der - dort als Antragstellerin zu 18) beteiligten - Antragstellerin zu 58) entschieden hat (vgl. Senat, Beschluss v. 8.07.2021 – I-26 W 10/20 (AktE) Rn. 60, juris).

Nach alledem besteht keine Veranlassung, die Marktrisikoprämie – wie von den beschwerdeführenden Antragstellern gefordert – in einem Bereich von 4,4 % bis 4,84 % anzusetzen.

3. Mit Erfolg rügt die Antragsgegnerin, dass das Landgericht – der Wertermittlung folgend - mit 0,7 einen zu geringen Betafaktor angesetzt hat. Die Forderung der beschwerdeführenden Antragstellerin zu 58) und des Antragstellers zu 59) 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 einer Peer Group oder auch auf der Grundlage allgemeiner Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko im Vergleich zum Marktportfolio geschätzt werden (st. Rspr., vgl. nur Senat, Beschlüsse v. 13.09.2021 – I-26 W 1/19 (AktE) Rn. 69; v. 24.09.2020 – I-26 W 5/16 (AktE) Rn. 82; v. 21.02.2019 - I-26 W 5/18 (AktE) Rn. 67, jeweils juris).

Bei der Entscheidung über die Zusammensetzung der Peer Group ist anerkannt, dass der relevante Betafaktor durch Rückgriff auf eine Gruppe von - auch internationalen - Vergleichsunternehmen geschätzt werden kann (st. Rspr., vgl. Senat, Beschlüsse v. 11.05.2020 – I-26 W 14/17 (AktE) Rn. 60, AG 2021, 23 ff.; v. 25.05.2016 – I-26 W 2/15

(AktE) Rn. 70, AG 2017, 584 ff.; v. 9.01.2014 – I-26 W 22/12 (AktE) Rn. 104, juris; OLG Frankfurt, Beschlüsse v. 13.09.2021 – 21 W 38/15 Rn. 127, aaO; v. 8.09.2020 – 21 W 121/15 Rn. 142, AG 2020, 954 ff.; v. 26.01.2017 – 21 W 75/15 Rn. 81, AG 2017, 790 ff.; v. 5.03.2012 – 21 W 11/11 Rn. 74, AG 2012, 417 ff.; OLG Stuttgart, Beschluss v. 21.08.2018 – 20 W 1/13 Rn. 111, AG 2019, 255 ff.; OLG Celle, Beschluss v. 19.04.2007 – 9 W 53/06 Rn. 32, ZIP 2007, 2025 ff.; LG München I, Beschluss v. 2.12.2016 – 5 HK 5781/15 Rn. 148, juris; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körber/Lieder, AktG, 5. Aufl. 2021, Anh zu § 305 Rn. 47c; ausführlich MüKoAktG/van Rossum, 5. Aufl. 2020, § 305 Rn. 163 mwN; Franken/Schulte in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rn. 6.176). Auswahlkriterien sind sowohl qualitative Merkmale – wie Branche, Geschäftsmodell, Absatzmärkte, Wettbewerbssituation, Lebenszyklus oder Reifephase sowie Beschaffungsmärkte – als auch quantitative Merkmale – wie Unternehmensgröße, Profitabilität, Kapitalstruktur und Wachstumsaussichten. Die Unternehmen müssen hinsichtlich ihres Geschäftsmodells sowie des operativen und finanziellen Risikos mit dem zu bewertenden Unternehmen vergleichbar sein. Da es eine absolute Vergleichbarkeit nicht gibt, ist eine bestmögliche Peer Group das Ziel, denn davon hängt die Qualität des Bewertungsergebnisses maßgeblich ab (van Rossum aaO). Dabei kann grundsätzlich auf sämtliche weltweit verfügbaren börsennotierten Unternehmen zurückgegriffen werden. Seit 2006 sind die meisten Peer Groups international (van Rossum aaO). Der Einbezug ausländischer Vergleichsunternehmen in die Peer Group ist insbesondere dann sachgerecht, wenn das zu bewertende Unternehmen - wie hier die GKA, die rd. 32,1 % ihrer Brutto-Beiträge im Ausland erwirtschaftet - (auch) auf ausländischen Märkten aktiv ist und entsprechend vergleichbare Unternehmen im Inland nicht zur Verfügung stehen (vgl. etwa OLG Frankfurt, Beschluss v. 24.11.2011 – 21 W 7/11 Rn. 145, AG 2012, 513 ff.; OLG Celle aaO; Popp/Ruthardt in: Fleischer/Hüttemann, aaO, Rn. 12.110). Die Prognoseeignung des Betafaktors ist im jeweiligen Einzelfall zu würdigen (IDW S1 2008 Tz. 121).

3.1 Nach Maßgabe dessen hat das Landgericht – zu Recht – für die Ermittlung des zu erwartenden systematischen Risikos der GKA nicht auf den Betafaktor der Gesellschaft, sondern auf den einer Vergleichsgruppe abgestellt. Die Forderung der Antragstellerin zu 58) und des Antragstellers zu 59) nach einer Heranziehung des unternehmenseigenen Betafaktors der GKA geht fehl. Nach den übereinstimmenden Feststel-

lungen der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin war der unternehmenseigene Betafaktor der GKA statistisch nicht signifikant (Übertragungsbericht S. 24, Prüfbericht S. 30). Auch die Sachverständige hat ihn nach ihrer Analyse der statistischen Güte, der Liquidität und des Kursverlaufs der GKA-Aktie nicht herangezogen (Gutachten S. 84, Erg. Stellungnahme S. 115 f.).

3.2 Was die Höhe des Peer Group-Betafaktors betrifft, rügt die Antragsgegnerin mit Erfolg, dass das Landgericht für seine Schätzung des Unternehmenswerts anstelle des im Bewertungsgutachten ermittelten, von der sachverständigen Prüferin als angemessen bestätigten Betafaktors den von ermittelten Betafaktor angesetzt hat.

Allerdings besteht bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen ein gewisser Ermessensspielraum, da verschiedene Vergleichskriterien gegeneinander abgewogen und entsprechend gewichtet werden müssen (vgl. Senat, Beschluss v. 9.01.2014 – I-26 W 22/12 (AktE) Rn. 104; OLG Frankfurt, Beschluss v. 24.11.2011 – 21 W 7/11 Rn. 146, jeweils aaO). Ein Überschreiten des dem sachverständigen Bewerter zwingend einzuräumenden Ermessensspielraums lässt sich daher beispielsweise nicht allein damit begründen, dass auch weitere Unternehmen in die Bildung der Vergleichsgruppe hätten einbezogen werden können (vgl. Senat, OLG Frankfurt, aaO). Der sachverständige Bewerter überschreitet erst dann sein Ermessen bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen, wenn er ohne tragfähige Begründung eine Gruppe von Vergleichsunternehmen auswählt, deren Geschäftsmodelle - gemessen an den maßgeblichen Kriterien Unternehmensgegenstand, regionale Ausrichtung und Unternehmensgröße - keine hinreichende Adäquanz zu dem zu bewertenden Unternehmen aufweisen, die Berücksichtigung anderer Unternehmen für die Schätzung des Risikozuschlags daher zwingend geboten gewesen wäre und diese zugleich das Ergebnis nachhaltig geändert hätte.

Diese Voraussetzungen lagen für die von der Bewertungsgutachterin gebildeten Peer Groups nicht vor. Dagegen weist die von unter Fokussierung auf inländische Unternehmen gebildete Gruppe von Vergleichsunternehmen wegen des deutlichen Übergewichts von Versicherungsgesellschaften mit Schwerpunkt im Lebensversicherungsgeschäft gemessen an den maßgeblichen Kriterien keine hinreichende Adäquanz der

Geschäftsmodelle zu dem der GKA als Sachversicherer auf. Sie ist daher nicht geeignet, den Beitrag der GKA zum systematischen Risiko abzubilden. Vor diesem Hintergrund rügt die Antragsgegnerin mit Recht, dass zur Zusammenstellung der Peer Group auf Unternehmen mit möglichst ähnlichem Geschäftsmodell aus dem (benachbarten) Ausland hätte zurückgegriffen werden müssen.

Der Senat legt seiner Schätzung den von der Bewertungsgutachterin mit 1,1 ermittelten, von der sachverständigen Prüferin als angemessen bestätigten Betafaktor zugrunde. Der von ermittelte Betafaktor stellt demgegenüber keine vorzugswürdige Schätzgrundlage dar.

Die Schätzung des Betafaktors von Versicherungsunternehmen unterliegt besonderen Schwierigkeiten. Zum einen gibt es nur eine relativ geringe Anzahl börsennotierter Versicherungsgesellschaften in Deutschland. Zum anderen werden aufgrund des häufig geringen Streubesitzanteils nur für wenige Unternehmen die Handelsvolumina erzielt, die zur hinreichend genauen Schätzung von Betafaktoren erforderlich sind. Die Bildung von Peer Groups wird dadurch zusätzlich erschwert, denn die Betafaktoren kommen nur dann zur Ableitung des Risikozuschlags in Betracht, wenn sie auch statistisch signifikant sind (dazu bereits Senat, Beschluss v. 6.04.2011 – I-26 W 2/06 (AktE) Rn. 79, juris; gutachterliche Stellungnahme | S. 18, 20; ebenso Gutachten | S. 81). In diesem Fall ist eine Verbreiterung der Datenbasis durch Einbeziehung von Betafaktoren ausländischer Unternehmen regelmäßig sachgerecht, den durchschnittlichen Beitrag börsennotierter Versicherungsgesellschaften zum systematischen Risiko zu erfassen.

Die Bewertungsgutachterin hat daher für die Ermittlung des zu erwartenden systematischen Risikos der GKA methodisch korrekt auf empirische Betafaktoren der in Anl. B 12 aufgeführten börsennotierten Vergleichsunternehmen zurückgegriffen. Aufgrund der besonderen Schwierigkeit, mit dem hohen Anteil der GKA am Industrieversicherungsgeschäft geeignete Vergleichsunternehmen zu finden, hat sie insgesamt drei Peer Groups („Deutschland“, „Europa“, „Welt“) gebildet und deren durchschnittliche Betafaktoren analysiert. Die Peer Groups waren aus sieben („Deutschland“), 17

(„Europa“) und 60 („Welt“) börsennotierten Vergleichsunternehmen zusammengesetzt, die in dem von der Antragsgegnerin erstinstanzlich vorgelegten, von
 erstellten Privatgutachten (dort S. 25 ff.) näher dargestellt sind.

Bedenken gegen die Auswahl der Vergleichsunternehmen bestehen nicht. Die ausgewählten Vergleichsunternehmen sind der GKA im Hinblick auf ihr Geschäftsmodell und ihre Struktur – und damit auf den mutmaßlichen Beitrag zum systematischen Risiko – vergleichbar. Zutreffend hat als Auswahlkriterium die Geschäftsstruktur der GKA als Sachversicherer für gewerbliche Risiken - mit einem (deutlichen) Anteil am Industrieversicherungsgeschäft von 62 % - in den Vordergrund gestellt (vgl. Übertragungsbericht S. 16). Damit hat sie dem für die Bewertung relevanten Umstand Rechnung getragen, dass aus dem hohen Anteil der GKA am Industrieversicherungsgeschäft – auch nach Einschätzung von – ein „zusätzlicher qualitativer Risikoaspekt“ resultiert (vgl. Gutachten S. 21, 85, 101).

Überdies sind die von ausgewählten Vergleichsunternehmen - wie die GKA, die rd. 32,1 % ihrer Brutto-Beiträge im Ausland erwirtschaftet - international tätig. Dies hat die sachverständige Prüferin vor dem Hintergrund der internationalen Versicherungstätigkeit der GKA als sachgerecht angesehen (Prüfbericht S. 30 f.). Übereinstimmend mit hat sie die Ergebnisse der europäischen und der weltweiten Peer Group für am besten geeignet gehalten, Rückschlüsse auf den Betafaktor der GKA zu ziehen, da dadurch eine möglichst breite und damit aussagekräftige Vergleichsbasis gewährleistet ist (Prüfbericht aaO). Die identifizierten Vergleichsunternehmen wiesen nicht alle signifikante Betafaktoren auf (vgl. Gutachterliche Stellungnahme Prof. Hartung S. 25 ff., Anl. B 12). So waren in der aus sieben Unternehmen gebildeten Peer Group „Deutschland“ nur die Allianz und die AMB Generali Holding berücksichtigungsfähig mit dem Ergebnis 1,04 für den einfach gemittelten Betafaktor und 1,25 für den mit R^2 gewichteten Betafaktor. In der Peer Group „Europa“ (17 Unternehmen) wiesen fünf Vergleichsunternehmen ein zu geringes Bestimmtheitsmaß auf. Der aus den restlichen Unternehmen ermittelte Betafaktor hat einen Wert von 0,96 für das einfache Mittel und einen Wert von 1,24 für das mit R^2 gewichtete Mittel. In der weltweiten Peer Group (60 Unternehmen) konnten zwölf Vergleichsunternehmen aufgrund eines zu geringen Bestimmtheitsmaßes nicht berücksichtigt werden. Der mittlere Betafaktor der restlichen 48 Unternehmen wies einen Wert von 0,99 auf, der mit R^2 gewichtete Betafaktor einen Wert von 1,11.

Die Heranziehung einer europäischen/internationalen Peer Group wird von der obergerichtlichen Rechtsprechung auch speziell in Bezug auf die Bewertung von Versicherungsunternehmen anerkannt (vgl. Senat, Beschlüsse v. 20.06.2022 - I-26 W 3/20 (AktE) aaO Rn. 97; v. 11.05.2020 - I-26 W 14/17 (AktE) Rn. 54, BeckRS 2020, 28412; v. 12.12.2012 - I-26 W 9/11 (AktE), n.v.; OLG Frankfurt, Beschlüsse v. 17.12.2012 - 21 W 39/11 Rn. 73 ff., AG 2013, 566 ff.; v. 29.04.2011 - 21 W 13/11 Rn. 83 ff. juris). So wurde für die Bewertung der Obergesellschaft eines Versicherungskonzerns, die über ihre Tochtergesellschaften Leistungen in den Bereichen Sach-, Lebens- und Krankenversicherung sowie weitere Finanzdienstleistungen im In- und Ausland anbot, ein Peer Group-Betafaktor von 0,95 angesetzt (vgl. Senat, Beschlüsse v. 20.06.2022 - I-26 W 1/20 (AktE), n.v. und 3/20 (AktE), aaO). Bezogen auf die Bewertung der Obergesellschaft eines Versicherungskonzerns, die Versicherungen und Dienstleistungen im In- und Ausland anbot, welche in die Geschäftsfelder Leben Deutschland, Gesundheit, Komposit Deutschland, Direktversicherung, Reiseversicherung und „International Operations“ eingeteilt waren, hat der Senat - bezogen auf einen Bewertungsstichtag im Juli 2010 - festgestellt, dass das Landgericht seiner Wertermittlung mit 0,73 (!) einen zu geringen Peer Group-Betafaktor zugrunde gelegt hatte (vgl. Senat, Beschluss v. 11.05.2020 - I-26 W 14/17 (AktE) Rn. 73 ff.: Der Peer Group-Analyse der Bewertungsgutachterin zufolge hatte sich für die Vergleichsunternehmen - börsennotierte Versicherungsgruppen mit Lebens- und Sachversicherungsgeschäft, die wie das zu bewertende Unternehmen international tätig waren - der Mittelwert der unverschuldeten Betafaktoren mit 1,14 (7 Jahre, monatlich) ergeben; den von ihr mit 1,14 errechneten Mittelwert hatte sie aufgrund des vergleichsweise niedrigen Aktienanteils am Kapitalanlagebestand der Gesellschaft deutlich - um rd. 30 % - auf 0,8 herabgesetzt. Die sachverständige Prüferin hatte den Wert 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. Ihrer Untersuchung zufolge lagen die beobachteten Betafaktoren der Peer Group von Erstversicherern in einer Bandbreite zwischen 1,34 und 1,52). Schließlich hat der Senat in einem weiteren Spruchverfahren - bezogen auf die Bewertung einer Versicherungsgesellschaft, die vor allem im Kraftfahrtversicherungs-, Feuer- und Sachversicherungs- sowie im Haftpflichtversicherungsgeschäft tätig war und darüber hinaus

u. a. Unfallversicherungen, Transport- und Luftfahrtversicherungen und das Rückversicherungsgeschäft anbot, keinen Anlass für eine Herabsenkung des (auf der Basis einer Peer-Group bestehend aus 64 internationalen Versicherungsunternehmen) mit 0,9 angesetzten Betafaktors gesehen (Senat, Beschluss v. 12.12.2012 – I-26 W 9/11 (AktE), n.v.). Das Oberlandesgericht Frankfurt hat bezogen auf die Bewertung eines Versicherungsunternehmens – jeweils mit Bewertungsstichtag im Juli 2008 - einen Betafaktor von 1,0 für angemessen erachtet, den die Bewertungsgutachterin anhand einer Peer Group bestehend aus 246 vergleichbaren Versicherungsunternehmen gebildet hatte. Zur Begründung hat es u.a. ausgeführt, die Annahme eines Betas von 1 werde auch durch eine dort von der Antragsgegnerin vorgelegte neuere Studie zum Branchenbeta von Versicherungsunternehmen bestätigt. Dieses schwanke je nach Erhebungszeitraum zwischen 1 und 1,2 und betrage für das dort maßgebliche zweite Quartal des Jahres 2008 1,12 (vgl. OLG Frankfurt, Beschlüsse v. 17.12.2012 – 21 W 39/11 Rn. 75 und v. 29.04.2011 – 21 W 13/11 Rn. 76 ff., jeweils aaO). Nach alledem ist die Zusammensetzung der von gebildeten Peer Groups nicht zu beanstanden.

Aus den über einen Beobachtungszeitraum von zwei Jahren/wöchentlich anhand von Daten des Finanzdienstleisters Bloomberg ermittelten Betafaktoren – in einer Gesamtbandbreite von 0,96 (Europa, ungewichteter Mittelwert) bis 1,25 (Deutschland, R² gewichtet) - hat für die GKA einen Betafaktor von 1,1 abgeleitet. Die Ergebnisse der europäischen und der weltweiten Peer Group – in einer Bandbreite von 0,96 (Europa, ungewichteter Mittelwert) und 1,24 (Europa, R² gewichtet) – hat sie für am besten geeignet erachtet, das durchschnittlich zu erwartende systematische Risiko der GKA zu schätzen. Dabei ist sie aufgrund der Schwankungsanfälligkeit des Industrieversicherungsgeschäfts plausibel von einem gegenüber dem Gesamtmarkt und gegenüber anderen Sachversicherungsgesellschaften erhöhten Risiko der GKA ausgegangen, da deren Geschäftsstruktur durch einen besonders hohen Anteil am Industrieversicherungsgeschäft gekennzeichnet ist (vgl. Bewertungsgutachten S. 25).

Die sachverständige Prüferin hat die von gewählte Vorgehensweise gebilligt. In einer eigenständigen Analyse hat sie - allerdings unter Einbeziehung von Rückversicherungsunternehmen - Peer Group-Betafaktoren ermittelt, die nur unwesentlich von

der von [redacted] ermittelten Bandbreite abweichen (Prüfbericht aaO). Ihren Feststellungen zufolge steht der höheren Exponiertheit der GKA gegen versicherungstechnische Risiken eine geringere Exponiertheit gegen Marktrisiken der Kapitalanlagen gegenüber (Prüfbericht S. 31). Im Ergebnis hat sie den mit 1,1 abgeleiteten Betafaktor für angemessen erachtet, da er innerhalb einer - ihrer Einschätzung nach angemessenen - Bandbreite von 1,0 bis 1,1 liegt (Prüfbericht S. 30 f.).

Der von [redacted] ermittelte, von der sachverständigen Prüferin als angemessen bestätigte Betafaktor wird durch Branchendaten gestützt. Die als Anl. B 17 vorgelegte Branchenanalyse der Handelshochschule Leipzig (HHL) weist für Versicherungsunternehmen (Prime All Share Industries, DAX 30, TexDAX 30, MDAX 50) für das 3. Quartal 2006 ein Branchenbeta von 1,13 aus; für die nachfolgenden Jahre schwankt es in einer Bandbreite von 1,18 (Q 3/2008) bis 0,96 (Q 2/2011).

Entgegen der Einschätzung der Sachverständigen steht einer Plausibilisierung des Peer Group-Betafaktors anhand des Branchenbetas nicht entgegen, dass in das von der HHL ermittelte Branchenbeta Daten von (Sach-)Versicherungsunternehmen einbezogen sind, die das Industrieversicherungsgeschäft (auch) im Wege der Rückversicherung betreiben. Da das Risiko von Versicherungsunternehmen maßgeblich durch das Risiko der Branche geprägt wird, kann davon ausgegangen werden, dass der einem Branchenbeta nahe kommende, hier verwendete Faktor eine gute Näherungslösung für das Risiko der zu bewertenden Gesellschaft darstellt (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss v. 29.04.2011 – 21 W 13/11 aaO). Das Branchenbeta beschreibt den Durchschnittswert der Betafaktoren aller börsennotierten Unternehmen einer Branche, was naturgemäß eine abgeschwächte Vergleichbarkeit bedingt. Eine vollständige Übereinstimmung mit den entsprechenden Daten des zu bewertenden Unternehmens kann daher schon im Ansatz nicht gefordert werden (ähnlich OLG Frankfurt, Beschluss v. 26.01.2017 – 21 W 75/15 Rn. 81, aaO; OLG Karlsruhe, Beschluss v. 1.04.2015 – 12a W 7/15 Rn. 101, juris). Ungeachtet dessen betrieb die GKA stichtagsbezogen - wenn auch mit untergeordneter Bedeutung - (auch) das aktive und passive Rückversicherungsgeschäft (vgl. Gutachten S. 21). Schließlich ist nicht ersichtlich, dass das - allein zu Plausibilisierungszwecken herangezogene - Branchenbeta durch die Einbeziehung der betreffenden Daten - unternehmenswertverringern nach oben - verzerrt wäre (vgl. Senat, Beschluss v. 11.05.2020 – I-26 W 14/17 (AktE) Rn. 59, juris). Dies

wird bestätigt durch die im Privatgutachten (dort Rn. 200 ff.) dargestellte Analyse weiterer Branchen-Betafaktoren, die jeweils Werte oberhalb des von der HHL ermittelten Branchenbetas ausweisen (für den Dow Jones EURO STOXX Insurance Index: 1,22; für deutsche Versicherungsunternehmen (finexpert): 1,14).

Der von ermittelte, von der sachverständigen Prüferin bestätigte Ansatz steht, wie bereits dargelegt, auch im Einklang mit Peer Group-Betafaktoren, die in anderen Spruchverfahren zur Ermittlung des Risikozuschlags anhand des (Tax)CAPM bei der Bewertung von Lebens- und Sachversicherungsunternehmen - allerdings ohne den hier als zusätzlichen Risikoaspekt zu berücksichtigenden Schwerpunkt im Industrieversicherungsgeschäft - angesetzt wurden.

Bei dieser Sachlage kommt es nicht entscheidend darauf an, dass auch der von der Antragsgegnerin bereits erstinstanzlich beauftragte Privatgutachter – dessen Sachkunde betreffend die Bewertung von Versicherungsunternehmen dem Senat aus anderen Bewertungsfällen bekannt ist – den von ermittelten Betafaktor als durchaus plausibel eingeschätzt hat (Gutachterliche Stellungnahme

S. 28), die von vorgenommene Analyse weiterer Referenzgutachten von Bewertungsfällen der Jahre 2005 bis 2014 einen Betafaktor von im Schnitt 1,0 bestätigt und die eigenständige Ableitung eines Peer Group-Betafaktors von – basierend auf einer Analyse von 19 europäischen Versicherungsunternehmen (zwei Jahre/wöchentlich) – zu einem mit dem Ansatz von übereinstimmenden Wert geführt hat (Rn. 192 ff., 198, 201, 203 f., 205).

Nach alledem ist der mit 1,1 angesetzte Betafaktor als angemessen anzusehen.

3.3 Anhaltspunkte, die nach alledem noch für die Vorzugswürdigkeit des von ermittelten Betafaktors sprechen könnten, liegen nicht vor. Zu Recht rügt die Antragsgegnerin, dass die von unter Fokussierung auf inländische Unternehmen gebildete Gruppe von Vergleichsunternehmen wegen des deutlichen Übergewichts von Versicherungsgesellschaften mit Schwerpunkt im Lebensversicherungsgeschäft gemessen an den maßgeblichen Kriterien keine hinreichende Adäquanz der Geschäftsmodelle zu dem der GKA als Sachversicherer aufweist. Sie ist daher nicht geeignet, den Beitrag der GKA zum systematischen Risiko abzubilden.

Nach den diesbezüglichen Erläuterungen hat ¹ (zunächst) 13 im Gutachten (dort S. 97, Anl. 14) dargestellte Unternehmen als potentielle Vergleichsunternehmen identifiziert, von denen sie fünf mangels Belastbarkeit der Betafaktoren mit Blick auf den Anteil der Tage ohne Handel und mögliche Strukturbrüche ausgeschlossen hat. Nicht mehr berücksichtigt wurden entsprechend die Axa Lebensversicherungs AG, die Deutsche Ärzteversicherungs AG, die Rheinland Holding AG, die Nürnberger Beteiligungs AG sowie – aufgrund eines Strukturbruchs – die Axa Konzern AG. Aus den verbleibenden acht - auf S. 99 dargestellten - Unternehmen hat ¹ eine „enge Peer Group“ – bestehend aus vier Vergleichsunternehmen, die (auch) Sachversicherungen anbieten, einen mindestens der GKA entsprechenden Anteil des Inlandsgeschäftes (63,8 %) aufweisen und bei denen keine relevanten sonstigen Geschäftsbereiche existieren – und eine „weite Peer Group“, bestehend aus allen acht potentiellen Vergleichsunternehmen, gebildet (Gutachten S. 84 f., 100).

In der aus vier Unternehmen (AMB Generali Holding AG, DBV-Winterthur Holding AG, ERGO Versicherungsgruppe AG, Mannheimer Holding AG) gebildeten „engen Peer Group“ waren statistisch nur die AMB Generali Holding AG und die DBV-Winterthur Holding AG berücksichtigungsfähig (mit dem Ergebnis 0,47 für den einfach gemittelten Betafaktor und 0,46 für den mit R^2 gewichteten Betafaktor, Gutachten ¹ S. 99 f.). In der - zunächst aus acht Unternehmen bestehenden - „weiten Peer Group“ wurden die Betafaktoren von drei Unternehmen mangels statistischer Signifikanz eliminiert (vgl. Gutachten ¹ S. 101). Für den Betafaktor der restlichen Vergleichsunternehmen (Allianz Lebensversicherungs AG, Allianz SE, AMB Generali Holding AG, DBV-Winterthur Holding AG, Württembergische Lebensversicherungs AG) hat ¹ Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,42 (Württembergische Lebensversicherungs AG) bis 1,18 (Allianz SE) (Durchschnitt 0,62, gewichtet mit R^2 0,93) errechnet.

Die gemittelten Durchschnittswerte (gewichtet mit R^2) hat die Sachverständige - in einem weiteren Zwischenschritt - auf eine „Spannweite vertretbarer Beta-Faktoren“ von 0,46 bis 0,93 zurückgeführt (Gutachten S. 102). Auf dieser Basis hat sie schließlich – für die Bewertung der GKA - einen Betafaktor von 0,7 für angemessen erachtet. Zur Begründung hat sie ausgeführt, der „vergleichsweise hohe Anteil der GKA am Industrieversicherungsgeschäft“ sei als „zusätzlicher Risikoaspekt“ zu bewerten, der in der

von ihr vorgenommenen Analyse indes nicht habe berücksichtigt werden können (Gutachten S. 85, 96, 101). Gleichzeitig resultiere der obere Wert der von ihr errechneten Spannweite im Wesentlichen aus der Einbeziehung der Allianz SE. Diese hatte aus der „engen Peer Group“ aufgrund des geringeren Anteils des Inlandsgeschäftes (29,6 %) ausgeschlossen. In der „weiten Peer Group“ wies sie nach Feststellungen der Sachverständigen - mit 67,7 % - den höchsten Sachversicherungsanteil auf (GKA: 100 %), gefolgt von der AMB Generali Holding AG (26,3 %), der DBV-Winterthur AG (20,4 %) sowie der Allianz Lebensversicherungs AG und der Württembergischen Lebensversicherung (jeweils 0 %). Nach Einschätzung von hatte sie jedoch aufgrund ihres „hohen Anteils“ am Auslandsversicherungsgeschäft (70,4 %) und dem „relativ hohen“ Anteil sonstiger Geschäftsbereiche (laut Berechnungen von 17,1 %) die „geringste Ähnlichkeit in der weiten Peer Group“ mit der GKA. Aufgrund der „Gegenläufigkeit beider Aspekte“ hat für die Bewertung einen Betafaktor in Höhe von (nur) 0,7 „als mittleren Wert der ermittelten Spannweite“ für angemessen erachtet (Gutachten S. 102). Aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsstruktur sei die Allianz SE - ebenso wie die Allianz Lebensversicherungs AG und die Württembergische Lebensversicherungs AG - nicht „repräsentativ“ für die GKA (Gutachten aaO). Daher werde durch den Ansatz des Betafaktors mit 0,7 sachgerecht der „zusätzliche qualitative Risikoaspekt des höheren Anteils von Industrieversicherungsgeschäft gegenüber der engen Peer Group“ berücksichtigt, die vorwiegend inländisches Sachversicherungsgeschäft mit „normaler“ Bestandsstruktur aufweise. Außerdem entspreche der Betafaktor in der Vergangenheit durch das Landgericht Köln und den Senat angesetzten Risikozuschlägen (Gutachten aaO).

Bei dieser Sachlage kann der von geschätzte Wert den von auf breiter Vergleichsbasis ermittelten, von der sachverständigen Prüferin bestätigten Betafaktor nicht entkräften.

3.3.1 Wie selbst einräumt, bleibt bei der von ihr gewählten Vorgehensweise – insbesondere der Einschränkung der Auswahl der potentiellen Vergleichsunternehmen auf deutsche Erstversicherungsunternehmen – der für die GKA charakteristische hohe Anteil an Industrieversicherungsgeschäft mit dem aus ihm resultierenden „zusätzlichen qualitativen Risikoaspekt“ unberücksichtigt (Gutachten S. 85, 96, 101).

Schon deshalb ist eine Vorzugswürdigkeit des von [redacted] ermittelten Wertes nicht ersichtlich.

3.3.2 Nach den Vorgaben des IDW S1 ist (lediglich) vorgesehen, dass der objektivierte Unternehmenswert aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner ermittelt wird (vgl. IDW S1 2008 Tz. 31). Die von [redacted] daraus abgeleitete Einschränkung auf die Sicht eines inländischen Anlegers, der „primär in Deutschland“ investiere, ist daher weder zwingend, noch bestehen Anhaltspunkte für die Vorzugswürdigkeit der von [redacted] vor diesem Hintergrund vorgenommenen Einschränkung der Auswahl der für die Ermittlung des Betafaktors herangezogenen Vergleichsunternehmen auf inländische Erstversicherungsunternehmen, zumal die GKA – auch nach den Feststellungen von [redacted] – stichtagsbezogen rd. 32,1 % der Brutto-Beiträge im Ausland verdiente (Gutachten [redacted] S. 21). Wie bereits ausgeführt wurde, ist die Möglichkeit der Heranziehung einer europäischen/internationalen Peer Group in der Bewertungspraxis gebräuchlich und wird von der obergerichtlichen Rechtsprechung sowohl allgemein als auch speziell in Bezug auf die Bewertung von Versicherungsunternehmen anerkannt. Dies gilt umso mehr, als für die notwendige Vergleichsbetrachtung nur eine geringe Anzahl börsennotierter Versicherungsunternehmen mit aussagekräftigem Betafaktor existierte und sich darunter die wesentlichen Konkurrenten des zu bewertenden Unternehmens – nach Einschätzung der Antragsgegnerin die AGCS und die HDI Industrie Versicherung AG, nach den Feststellungen der Sachverständigen (vgl. Gutachten [redacted] S. 25) überdies die Axa Colonia Versicherung, die R+V Allgemeine Versicherung, die HDI Haftpflichtversicherung, die HUK-Coburg, die Allianz Global-AG und die Württembergische Versicherungs-AG – allesamt nicht befanden. Gleichzeitig ist es in der Bewertungspraxis keineswegs üblich, die Peer Group-Recherche auf das Inland zu beschränken, wie auch die Privatgutachterin [redacted] nochmals zu Recht hervorgehoben hat (Rn. 58 ff.). Sie hat basierend auf einer Analyse von insgesamt 18 Referenzgutachten zur Bewertung von deutschen Versicherungsunternehmen der Jahre 2005 bis 2014 aufgezeigt, dass allein von [redacted] – bezogen auf die vorliegende Bewertung der GKA sowie die Bewertungen eines ebenfalls international tätigen Versicherungskonzerns und dessen Beteiligungsgesellschaft mit jeweils vergleichbarem Stichtag im Juli 2006 – eine nationale Peer Group gebildet. In zwei weiteren Bewertungsfällen von Versicherungsunternehmen mit Bewertungsstichtag im Jahr 2005 wurde das unternehmenseigene Beta verwendet. In

den genannten Bewertungsfällen mit Stichtagen im Juli 2006 hat das Landgericht Köln - 2. Kammer für Handelssachen - keinen Anlass gesehen, seiner Schätzung des Unternehmenswerts den von auch dort – mit identischer Begründung – anhand einer nationalen Peer Group gebildeten Betafaktor zugrunde zu legen. Dieser hätte auch dort zu (deutlich) geringeren Betafaktoren sowohl für die Lebens-, Kranken- als auch die Sachversicherungsgesellschaften (zwischen 0,6 und 0,5) als im Bewertungsgutachten (einheitlich 0,95) geführt. Dem ist der Senat mit Beschlüssen vom 20.06.2022 (I-26 W 1/20 (AktE), n.v. und I-26 W 3/20 (AktE) Rn. 94 ff., 97, aaO) ausdrücklich gefolgt.

3.3.3 Mit Recht rügt die Antragsgegnerin, dass der von ermittelte Betafaktor – abgeleitet aus der von errechneten „Spannweite“ – maßgeblich dadurch beeinflusst ist, dass von den fünf in der „weiten Peer Group“ verbliebenen Unternehmen zwei (Allianz Lebensversicherungs AG und Württembergische Lebensversicherung AG) kein Sachversicherungsgeschäft (0 %) aufwiesen. Die beiden letztlich in der „engen Peer Group“ verbliebenen Unternehmen (AMB Generali, DBV-Winterthur) betrieben - mit rd. 26 % bzw. rd. 20 % - nur in geringem Umfang Sachversicherungsgeschäft. Auch danach ist vor dem Hintergrund des Geschäftsmodells der GKA (Anteil Sachversicherungsgeschäft: 100 % (!)) eine Vorzugswürdigkeit des von ermittelten Betafaktors nicht ersichtlich. Auf die Einschätzung von überdies seien vier der fünf von herangezogenen Betafaktoren auch statistisch nicht signifikant (Rn. 144 ff.), kommt es danach nicht entscheidend an.

3.3.4 Auch spricht es gegen die Vorzugswürdigkeit des von ermittelten Betafaktors, dass die Allianz SE - als einen der seinerzeitigen Hauptwettbewerber der Gesellschaft - aufgrund des geringeren Anteils des Inlandsgeschäftes (29,6 %) aus der „engen Peer Group“ ausgeschlossen hat. Unter Berücksichtigung der von vorgenommenen Einschränkung der Peer Group auf deutsche Erstversicherungsunternehmen wies die Allianz SE - abgesehen von der Mannheimer Holding AG, deren Betafaktor mangels statistischer Signifikanz von nicht berücksichtigt wurde - mit 67,7 % den höchsten Sachversicherungsanteil auf. Vor diesem Hintergrund hat sie innerhalb der von gebildeten Vergleichsgruppe die größte Ähnlichkeit mit dem Geschäftsmodell der GKA (Sachversicherungsanteil 100 %). Von daher überzeugt es

auch nicht, dass der Allianz SE als Vergleichsunternehmen in der von ihr gebildeten „weiten Peer Group“ in einer „Gesamtwürdigung“ - allein mit Blick auf ihren „hohen Anteil“ am Auslandsversicherungsgeschäft (70,4 %) und den „relativ hohen“ Anteil sonstiger Geschäftsbereiche (laut Berechnungen von 17,1 %) - die „geringste Ähnlichkeit mit der GKA“ beigemessen hat.

3.3.5 Das von selbst zum Zwecke der Bewertung entwickelte, im Ergänzungsgutachten (dort S. 68 ff.) erläuterte Scoring-Modell rechtfertigt keine abweichende Bewertung. Dass die darin getroffene Auswahl und Gewichtung von Kriterien - u.a. der Gewichtung des Anteils des Prämienvolumens mit dem Faktor 3 - zu gegenüber der Vorgehensweise von vorzugswürdigen Ergebnissen führen würde, ist nicht ersichtlich. Dagegen spricht bereits, dass das von entworfene Modell - bei der von ihr präferierten Beschränkung auf deutsche Vergleichsunternehmen - gerade zum Ausschluss der Allianz SE - und damit des einzigen deutschen börsennotierten Unternehmens mit vergleichbarem Geschäft - aus der engen Peer Group führte.

3.3.6 Zu Recht weist die Antragsgegnerin darauf hin, dass der von ermittelte Betafaktor auch mit Branchenanalysen nicht in Einklang zu bringen ist. Wie bereits ausgeführt, bestätigen diese vielmehr die Plausibilität des von ermittelten, deutlich höheren Wertes.

3.3.7 Entgegen der Einschätzung von kann der mit 0,7 ermittelte Betafaktor, der - in Kombination mit der von auf 5 % herangesetzten Marktrisiko­prämie zu einem Risikozuschlag von (nur) 3,5 % führt - auch vor dem Hintergrund anderer Senatsentscheidungen nicht als sachgerecht angesehen werden. Wie bereits ausgeführt wurde, steht vielmehr der von ermittelte Betafaktor im Einklang mit Peer Group-Betafaktoren, die in anderen Spruchverfahren zur Ermittlung des Risikozuschlags anhand des (Tax)CAPM bei der Bewertung von Versicherungsunternehmen herangezogen wurden. Die von angeführte Senatsentscheidung vom 17.11.2008 (I-26 W 6/08 (AktE) Rn. 19 ff., juris) - betreffend einen Bewertungsfall aus dem Jahr 1997 (I) - ist vorliegend schon angesichts der Situations- und Zeitpunktbezogenheit jeder Bewertung ersichtlich nicht einschlägig. Insbesondere lassen die auf den Ansatz des Risikozuschlags bezogenen Ausführungen aber auch deshalb keinen Rückschluss auf die Höhe des Risikozuschlags im vorliegenden Fall zu, weil sie sich - entsprechend der

früher üblichen Methodik – auf aus Erfahrungswerten gegriffene Zuschläge beziehen, während der Risikozuschlag bei der vorliegenden Bewertung von allen sachverständigen Bewertern - entsprechend der inzwischen gängigen Methodik - unter Rückgriff auf das Tax-CAPM aus Kapitalmarktdaten abgeleitet wurde. Wie sich im Übrigen aus den Gründen der Entscheidung ergibt, lagen die spartenspezifischen Risikozuschläge schon seinerzeit bei Lebensversicherungsgesellschaften merklich niedriger als bei Sachversicherungsunternehmen (vgl. Senat, aaO).

3.3.8 Schließlich ist zu berücksichtigen, dass der von [] ermittelte Ertragswert – insbesondere basierend auf der Verwendung des deutlich niedrigeren Betafaktors – in einem nicht lösbaren Widerspruch zu der seinerzeitigen Marktbewertung wie auch den aktuellen Börsenkursen stehen würde (vgl. dazu bereits Senat, Beschlüsse v. 20.06.2022 – I-26 W 3/20 (AktE) aaO Rn. 98; v. 5.09.2019 - I-26 W 8/17 (AktE) Rn. 68, BeckRS 2019, 48249; OLG Frankfurt, Beschluss v. 5.12.2013 - 21 W 36/12 Rn. 95, NZG 2014, 464 ff.). Der von [] ermittelte Betafaktor liegt mit 1,1 deutlich über dem von [] ermittelten Wert und weist - im Gegensatz zu diesem – im Einklang mit der genannten Branchenanalyse darauf hin, dass das operative Risiko der GKA im Jahr 2006 eher über dem Durchschnitt lag. Anhaltspunkte dafür, weshalb das zukünftige Risiko der GKA – abweichend vom allgemeinen Marktrisiko – mit 0,7 weit darunter liegen sollte, sind nicht ersichtlich.

3.3.9 Für eine Anhörung der Sachverständigen, wie von einzelnen Antragstellern gefordert, besteht kein Anlass. Die Sachverständige hat sich mit den gegen ihre Wertermittlung vorgetragenen Einwendungen u.a. der Antragsgegnerin und des Privatgutachters [] - insbesondere bezüglich der Ermittlung des Betafaktors – sowohl im Rahmen ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 20.07.2017 (126 Seiten zuzüglich Anlagen) als auch in ihrer „2. Stellungnahme“ vom 15.10.2018 (64 Seiten zuzüglich Anlagen) ausführlich befasst und im Ergebnis keinen Anlass für eine abweichende Bewertung gesehen. Insbesondere hat sie jeweils die von ihr vorgenommene Beschränkung der Zusammenstellung der Peer Group auf inländische Unternehmen verteidigt. Danach besteht weder weiterer Aufklärungsbedarf, noch sind neue tatsächliche Erkenntnisse von einer mündlichen Anhörung zu erwarten.

Nach alledem ist der von § angesetzte Betafaktor nicht zu beanstanden und der Wertermittlung zugrunde zu legen.

4. Auf die weiteren Einwendungen der Antragsgegnerin gegen die vom Landgericht vorgenommenen Anpassungen der Kapitalisierungsparameter und Planergebnisse kommt es danach nicht an. Wie die Antragsgegnerin bereits erstinstanzlich plausibel dargelegt hat und durch die im Beschwerdeverfahren vorgelegten - der Höhe nach unstreitigen - Sensitivitätsberechnungen der Privatgutachterin bestätigt wird, führt schon die isolierte Rückgängigmachung der von I vorgenommenen, unternehmenswertsteigernden Korrektur des Betafaktors zu einem um 3,07 € je Aktie geringeren Anteilswert. Die rechnerisch verbleibende Differenz von 8,19 € je Aktie liegt nur um 0,19 € - entsprechend einer Abweichung um 2,3 % - und damit geringfügig über der auf 8,00 € je Stückaktie erhöhten Barabfindung. In Anbetracht dessen scheidet eine Unangemessenheit der gewährten Barabfindung aus. Für eine gerichtliche Festsetzung ist kein Raum, ohne dass es auf die weiteren, auf die Wertermittlung gestützten unternehmenswerterhöhenden Korrekturen der Kapitalisierungsparameter sowie die Plananpassungen, u.a. betreffend die Herabsenkung der Schadenquote im Zeitraum der ewigen Rente, noch entscheidend ankäme. Ebenso kann dahinstehen, ob die kombinierte Rückgängigmachung der vorgenommenen Korrekturen - wie von t (dort Rn. 381) errechnet - zu einem (deutlich) unterhalb der gewährten Kompensation liegenden Wert führen würde.

Die auf Erhöhung der gewährten Barabfindung gerichteten Anträge waren daher vollumfänglich zurückzuweisen.

III.

Die Durchführung einer mündlichen Verhandlung ist nicht veranlasst. Die Entscheidung des Senats beruht im Wesentlichen auf der Würdigung (bewertungs)rechtlicher Fragestellungen und Sachverhalte, die bereits erstinstanzlich zwischen den Verfahrensbeteiligten ausführlich thematisiert wurden. Insbesondere wurden zu den erhobenen Einwendungen zwei ergänzende Stellungnahmen eingeholt, zu denen den Beteiligten nochmals rechtliches Gehör gewährt worden ist. Die von der Antragsgegnerin im Beschwerdeverfahren vorgelegte weitere privatgutachterliche Stellungnahme hatte keine entscheidungserheblichen Auswirkungen.

Die in der Beschwerdeinstanz entstandenen Gerichtskosten einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters hat die Antragsgegnerin zu tragen. Sie ganz oder teilweise gemäß § 15 Abs. 1 SpruchG den Antragstellern aus Billigkeitsgründen aufzuerlegen, ist nicht veranlasst. Gleichzeitig entspricht es angesichts des Verfahrensausgangs nicht der Billigkeit, dass die Antragsgegnerin die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller im Beschwerdeverfahren trägt. Dies gilt erst Recht für die außergerichtlichen Kosten der Antragstellerin zu 58) sowie der Antragsteller zu 59) und 31), deren Rechtsmittel jeweils 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 Entscheidung ist rechtskräftig.