

82 O 49/14



LANDGERICHT KÖLN

BESCHLUSS

In den Verfahren gemäß § 1 Nr. 3 SpruchG i.V.m. § 327a AktG

hat die 2. Kammer für Handelssachen des LG Köln durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht den Handelsrichter und den Handelsrichter am 28.10.2022 beschlossen:

Die Anträge der Antragsteller zu 39, 94, 95, 114, 115, 120 und 121 werden als unzulässig zurückgewiesen.

Die angemessene Barabfindung gemäß den §§ 327a ff. AktG für die am 4.12.2013 von der Hauptversammlung der Generali Deutschland Holding AG beschlossene Übertragung der Aktien ihrer Minderheitsaktionäre auf wird auf einen Betrag i.H.v. EUR 135,99 je Aktie festgesetzt.

Die weitergehenden Anträge werden zurückgewiesen.

Die Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung und der Kosten des gemeinsamen Vertreters der nicht antragstellenden ausgeschiedenen Aktionäre hat die Antragsgegnerin zu tragen. Sie trägt ferner die außergerichtlichen Kosten der Verfahrensbeteiligten einschließlich der eigenen außergerichtlichen Kosten mit Ausnahme der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu 39, 94, 95, 114, 115, 120 und 121.

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

Die Beschwerde wird zugelassen.

GRÜNDE

- 1 Die Hauptversammlung der Generali Deutschland Holding AG (nachfolgend „**GDH**“), Köln, vom 4. Dezember 2013 (nachfolgend „**Bewertungsstichtag**“) hat die Übertragung der Aktien ihrer Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin /
S (nachfolgend „**Hauptaktionärin**“) gegen Gewährung einer Barabfindung i.H.v. EUR 107,77 je Aktie gemäß den §§ 327a ff. AktG beschlossen. Der Übertragungsbeschluss wurde am 7. Mai 2014 in das Handelsregister der GDH beim Amtsgericht Köln (HRB 66277) eingetragen. Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister sind kraft Gesetzes alle Aktien der Minderheitsaktionäre der GDH in das Eigentum der Hauptaktionärin übergegangen. Die Eintragung in das Handelsregister wurde am 9. Juni 2014 im Registerportal der Länder bekannt gemacht.
- 2 Das Grundkapital der GDH betrug EUR 137.420.784,64 zum Bewertungsstichtag 4.12.2013. Es war eingeteilt in 53.679.994 auf den Inhaber lautende Stammaktien. Die Antragsgegnerin und Hauptaktionärin hielt unmittelbar und mittelbar 96,06 % des Grundkapitals der GDH, das entsprach 51.563.584 der insgesamt 53.679.994 auf den Inhaber lautenden Stückaktien der GDH. Die übrigen 2.116.410 Aktien der GDH befanden sich im Streubesitz. Eigene Aktien wurden nicht gehalten.
- 3 Die Aktien der GDH waren im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse im Börsensegment General Standard sowie an den Börsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg und München zugelassen. Sie würden ferner im elektronischen Handelssystem XETRA sowie darüber hinaus im Freiverkehr an den Wertpapierbörsen Hannover und Stuttgart gehandelt.
- 4 Zum Bewertungsstichtag war Gegenstand des Unternehmens, sich im In- und Ausland an anderen Unternehmen zu beteiligen sowie der Betrieb des Rückversicherungsgeschäfts. Die Gesellschaft war zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die im Zusammenhang mit dem Unternehmensgegenstand stehen oder geeignet erscheinen, ihm zu dienen. Das Geschäftsjahr lief vom 1. Januar bis zum 31. Dezember eines Jahres.
- 5 Die GDH-Gruppe war mit rund EUR 17,2 Mrd. Beitragseinnahmen und mehr als 13,5 Mio. Kunden im Jahr 2012 der zweitgrößte Erstversicherungskonzern im deutschen Versiche-

rungsmarkt. Die Unternehmen der Gruppe boten das gesamte Spektrum der Versicherungs- und Finanzdienstleistungen an über Lebens-, Kranken-, Schaden-, und Unfallversicherungen und ausgewählte Bankprodukte sowie weitere Dienstleistungen.

- 6 Die GDH war Obergesellschaft eines Versicherungskonzerns mit zahlreichen inländischen Tochtergesellschaften und bestimmte in ihrer Funktion als Management-Holding die strategische Entwicklung der Generali Deutschland-Gruppe. Darüber hinaus gewährte sie ihren Tochtergesellschaften Rückversicherungsschutz und proportionale und nicht proportionale Deckungen.
- 7 Die GDH umfasste folgende Gesellschaften:

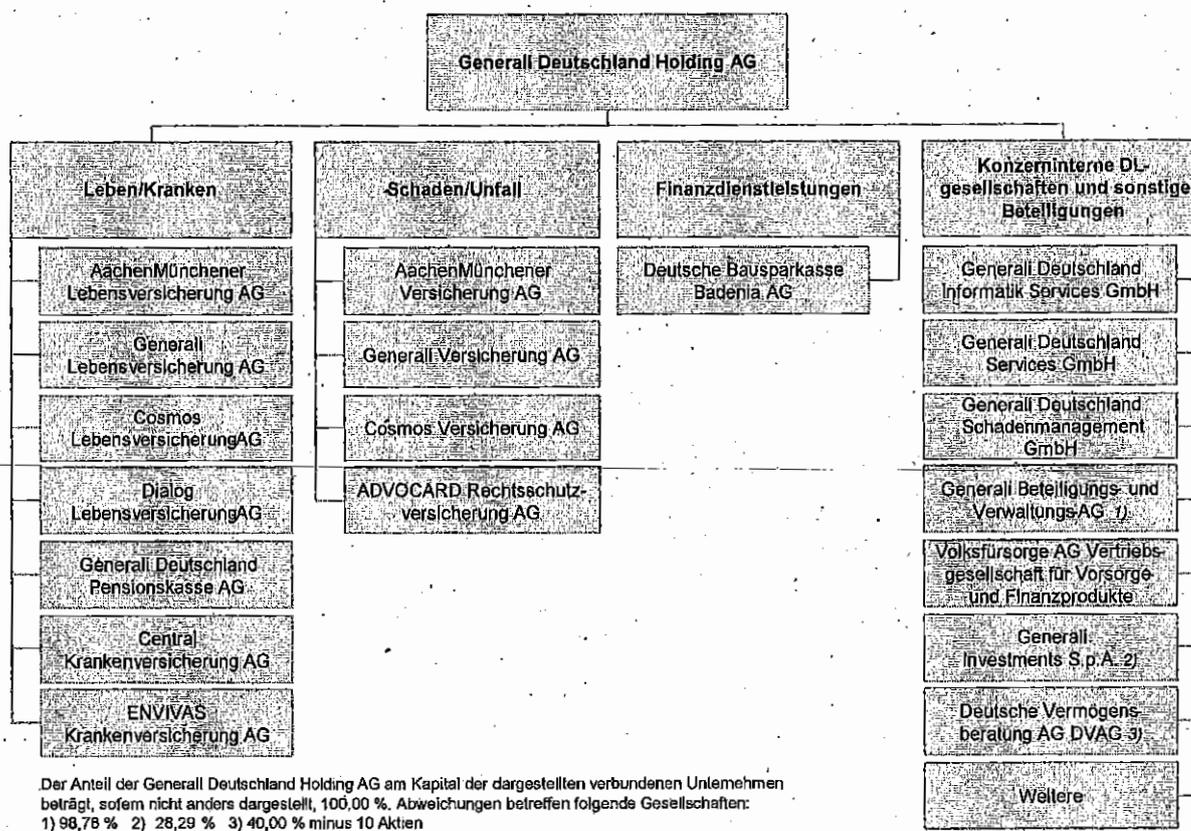


Abbildung 1 - Struktur GDH

- 8 Die Zahlen der GDH in den Geschäftsjahren 2010 bis 2012 sehen wie folgt aus (vgl. S. 14 Übertragungsbericht):

Jahr	Gesamtbeiträge in Mrd. €	Konzernergebnis in Mio. €
2010	16,27	402
2011	16,16	416
2012	17,23	503

Tabelle 1 - Gesamtbeiträge und Konzernergebnisse GDH

- 9 Die Hauptaktionärin bot den Aktionären der GDH eine Barabfindung i.H.v. EUR 107,77 im Rahmen des von ihr initiierten Zwangsausschlusses gemäß den §§ 327a ff. AktG an. Gutachterin des Übertragungsberichts war (nachfolgend „**Bewertungsgutachter**“ oder „
“). Diese ermittelte in ihrer gutachterlichen Stellungnahme (nachfolgend „**Bewertungsgutachten**“) zum Stichtag 4. Dezember 2013 einen Unternehmenswert der GDH i.H.v. EUR 5.785,2 Mio. Das entspricht einer Barabfindung von EUR 107,77 je Aktie der GDH. Der vorgenannte Unternehmenswert der GDH wurde auf der Basis von branchenspezifischen Multiplikatoren aus dem am Markt beobachtbaren Börsenkursen der Peer Group-Unternehmen (so genannte Trading-Multiples) plausibilisiert. Verwendet wurden sogenannte Price/Book-Multiplikatoren (Marktkapitalisierung/Eigenkapital). Ermittelt wurden Multiplikatoren im Median zwischen 0,8X und 1,0X. Damit ergab sich für die GDH eine Wertbandbreite des Unternehmenswerts für die Jahre 2010-2012 zwischen EUR 3,3 Mrd. und EUR 4,5 Mrd.
- 10 Mit Beschluss vom 15. Juli 2013 (Az: 91 O 80/13) bestellte das Landgericht Köln (11. Kammer für Handelssachen) die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
und
zu sachverständigen Prüfern (nachfolgend „**Prüfer**“). Der Prüfer bestätigt in seinem Gutachten vom 23. Oktober 2013 (nachfolgend „**Prüfbericht**“) die angebotene Barabfindung i.H.v. EUR 107,77 als angemessen.
- 11 Die Antragsteller beanstanden zunächst die Ordnungsgemäßheit des Übertragungsberichts. Einzelheiten zur Bewertung seien nicht nachvollziehbar. Ferner beanstanden die Antragsteller den Prüfbericht. Eine eigenständige Prüfungsleistung bzw. Bewertung sei nicht erkennbar. Das sei in der Prüfungszeit von ca. drei Monaten vom 15. Juli 2013 bis zum 21. Oktober 2013 auch gar nicht möglich gewesen. Zudem sei die Planung von dem Vorstand der GDH erst am 17. Oktober 2013 und damit vier Tage vor der Fertigstellung des Prüfberichts am 21. Oktober 2013 beschlossen worden. Der Prüfbericht sei oberflächlich und nichtssagend. Beanstandungen bzw. kritische Anmerkungen zur Bewertung fehlten vollständig. An der Unabhängigkeit der bestellten Prüfer sei zu zweifeln.
- 12 Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der ausgeschiedenen nicht antragstellenden Aktionäre (nachfolgend „**gemeinsamer Vertreter**“) rügen eine fehlerhafte Unternehmensbewertung durch
mit Billigung des Prüfers. Zunächst wird die Bewertung nach den „Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ in der

Fassung vom 2. April 2008 (nachfolgend „**IDW S1 2008**“) als methodisch fehlerhaft beanstandet. Diese Methode sei praxisfern. Nach den zutreffenden DVFA-Empfehlungen der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management sei der Verkehrswert des Unternehmens zusätzlich auf der Grundlage anderer Bewertungsmethoden zu prüfen.

- 13 Die Antragsteller kritisieren den von I angewendeten „sum-of-the-parts- Ansatz“ (nachfolgend „**SOTP-Ansatz**“). Das eröffne zahlreiche Spielräume. Diese Art der Bewertung entspreche auch nicht der Bewertungspraxis. Eine konzernbezogene Schätzung fehle. Dadurch sei die Vergleichbarkeit der Bewertung mit den Geschäftsberichten der GDH-Gruppe auf Konzernebene erschwert. Bereits ein Vergleich der in dem Bewertungsgutachten ausgewiesenen Vorsteuergewinne der separat bewerteten Gesellschaften mit den Konzerngewinnen vor Steuern laut Konzernbericht bestätige die erhebliche Diskrepanz. Zudem seien Verrechnungen auf Konzernebene im Hinblick auf die abgeschlossenen Gewinnabführungsverträge unberücksichtigt geblieben. Das gleiche gelte für Synergie- und Steuereffekte auf Konzernebene.
- 14 Die Vergangenheitsanalysen des Bewertungsgutachters und des Prüfers seien fehlerhaft. Die Ergebnisse seien nicht hinreichend auf die Planungstreue mit den früheren Planungen verglichen worden. Einmalige Einflüsse auf den Ertrag, wie z.B. Großschäden, seien nicht eliminiert worden. Zudem seien im Hinblick auf die Ergebnisse für 2012 erhebliche Plan-Ist-Abweichungen erkennbar, die nicht hinreichend gewürdigt worden seien. Die Geschäftsentwicklung der GDH in den ersten drei Quartalen 2013 sei ebenfalls nicht hinreichend gewürdigt worden.
- 15 Die Planungen seien für Abfindungszwecke zweckgerichtet angepasst worden. Sie beruhten auf dem bilanziellen Vorsichtsprinzip nach HGB, obwohl wahre Werte gefragt seien. Die Planungen für die Zeit nach dem Jahr 2016 (nachfolgend auch „**Phase II**“ oder „**ewige Rente**“ seien zudem vollständig von der I erstellt worden. Die Detailplanungsphase (nachfolgend auch „**Phase I**“) sei zu kurz gewählt worden.
- 16 Die gesamte Planungsrechnung sei zudem zu pessimistisch. Die unterstellten Beitragsrückgänge für die GDH-Gruppe seien nicht plausibel erläutert worden.
- 17 Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter beanstanden ferner die unterstellten Ausschüttungsquoten von 80 % (Phase I) und 50 % (Phase II). Tatsächlich seien die Aus-

schüttungsquoten in den früheren Jahren wesentlich geringer ausgefallen. Die Ausschüttungsquoten widersprüchen dem Grundsatz der bestmöglichen Verwertung des Unternehmens.

- 18 Die Besteuerung der Erträge auf der Ebene der Anteilseigner sei falsch, insbesondere die Besteuerung des Wertbeitrags aus Veräußerungsgewinnen bzw. freier Thesaurierung in Höhe eines Abgeltungssteuersatzes von 12,5 % zuzüglich Solidaritätszuschlag. Der Zuwachs des inneren Werts des Unternehmens durch Thesaurierung sei kein steuerpflichtiger Vorteil. Zudem entfalle die Abgeltungssteuer nur auf Aktien, die nach dem 31. Dezember 2008 erworben worden seien. Abgesehen davon komme es insoweit auch zu einer Doppelbesteuerung, da die angebotene Abfindung in Höhe von EUR 107,77 wiederum der Abgeltungssteuer unterliege.
- 19 Bei der Bewertung der GDH seien Synergien nicht berücksichtigt worden, obwohl diese den Unternehmenswert beeinflussten. Es sei nicht erkennbar, welche bestehenden Synergie-Effekte im GDH-Konzern bei der Bewertung berücksichtigt worden seien.
- 20 Der Pensionsaufwand sei nicht relevant, da der Aufwand bereits in den geplanten Löhnen und Gehältern berücksichtigt sei.
- 21 Die solvabilitätsbedingten Thesaurierungen seien überhöht. Die vorhandene Gruppen-Solvabilität der GDH von 173 % sei ausreichend, so dass die Gruppenunternehmen nicht jeweils über entsprechende eigene Solvabilität verfügen müssten. Ferner seien die solvabilitätsbedingten Thesaurierungen neben den übrigen Thesaurierungen weder erforderlich noch seien diese ertragssteigernd berücksichtigt worden. Auf jeden Fall müssten sie den Aktionären ebenfalls unmittelbar zugerechnet werden, was nicht geschehen sei.
- 22 Die Kapitalanlageergebnisse seien fehlerhaft ermittelt worden. Der dabei verwendete Asset-Mix sei problematisch, da der Anteil von höher rentierlichen Anlagen wie Aktien, Immobilien u. a. konstant niedrig sei. Nach der Planung lägen die Marktwerte der Kapitalanlagen in zahlreichen Fällen sogar unter ihren Buchwerten, was nicht plausibel sei. Steigende Zinsen seien nur deshalb unterstellt worden, um die Bewertungsreserven des vorhandenen Kapitalanlagenbestandes im Laufe der Jahre „verschwinden“ zu lassen. Es sei nicht plausibel, wenn die Rendite der Kapitalanlagen geringer ausfalle als die für die Bewertung der GDH verwendete Marktrendite vor Steuern. Zumindest in der ewigen Rente seien erheblich höhere Kapitalanlagenrenditen angemessen, da langfristig nicht mit der Fortsetzung des derzeit niedrigen Zinsniveaus zu rechnen sei. Auffällig sei zudem, dass es

- bei der Planung der Kapitalanlageergebnisse der Lebensversicherungsgesellschaften nicht unerhebliche Planungsdiskrepanzen gebe. Teilweise seien die Entwicklungen sogar gegenläufig. Die Ergebnisse in der ewigen Rente gegenüber 2016 seien bei zwei Gesellschaften (Generali Leben und Generali Pensionskasse) rückläufig. Bei der AML und der Dialog Lebensversicherung (nachfolgend „**Dialog Leben**“) seien jedoch kräftige bzw. moderate Anstiege zu verzeichnen. Erst recht seien Unterschiede in der ewigen Rente nicht zu erklären.
- 23 Zudem erheben die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter zahlreiche Einwände gegen die Ertragsplanungen der Gesellschaften im Segment Leben/Kranken. Sie beanstanden die Beitragsentwicklung, die Aufwendungen für Versicherungsfälle, die Entwicklung der Zinszusatzreserve, die Schaden-Kosten-Quote sowie weitere Aufwendungen. Gegen die Ertragsplanungen der Gesellschaften im Segment Sachversicherungen werden die Schwankungsrückstellung, die Schadenrückstellungen, sowie die Annahmen zur Aachen Münchener Versicherung AG und zur Advocard Rechtsschutzversicherung AG beanstandet. Schließlich werden die Ertragsplanungen der Deutschen Bausparkasse Badenia AG sowie der Holdinggesellschaften Generali Beteiligungs- und Verwaltung AG und Generali Deutschland Holding AG kritisiert,
- 24 Nahezu sämtliche Antragsteller sowie der gemeinsame Vertreter halten den für die Bewertung der GDH verwendeten Kapitalisierungszinssatz für überhöht. Schon der Basiszinssatz von 2,75 % sei überhöht. Maßgebend sei der Zinssatz für Anleihen zum Stichtag, der deutlich unter 2,75 % liege. Für die vorgenommene Aufrundung des Basiszinssatzes auf 2,75 % gebe es keine Grundlage. Periodenspezifische Basiszinssätze seien nicht berücksichtigt worden. Ferner seien nicht die Stichtagsdaten verwendet worden, sondern die der Deutschen Bundesbank für den Zeitraum vom 17. Juli 2013 bis 16. Oktober 2013. Schließlich müsse der Basiszinssatz um die Kosten für CDS (Credit Default Swaps) von Bundesanleihen gekürzt werden, da auch Staatsanleihen heute nicht mehr sicher seien.
- 25 Der Basiszinssatz sei nicht um einen Risikozuschlag zu erhöhen. Dieser sei nicht berechtigt, da sich Risiken und Chancen der GDH ausgleichen. Insbesondere bei Versicherungsunternehmen gebe es keine Grundlage für einen Risikozuschlag, da das Versicherungsgeschäft quasi sicher sei. Für versicherungsspezifische Risiken würden Rückstellungen gebildet. Unabhängig davon seien in der Rechtsprechung allenfalls Risikozuschläge zwischen 0,5 % und 2 % akzeptiert worden.

- 26 Die Schätzung des Risikozuschlags auf der Grundlage des TAX-CAPM sei nicht zu rechtfertigen. Dieses Modell sei realitätsfern und beruhe auf zahlreichen subjektiven Annahmen des Bewerter. Spätestens seit Einführung der Abgeltungssteuer im Jahre 2009 sei die Berücksichtigung von Steuern nicht mehr berechtigt. Zudem führe das TAX-CAPM de facto zu einer Doppelbesteuerung der Anteilseigner.
- 27 Die verwendete Marktrisikoprämie i.H.v. 5,25 % sei völlig überhöht und unrealistisch. Sie liege um ca. 200 % über dem aktuellen Basiszinssatz. Eine solche Überrendite habe nie erzielt werden können. Zudem sei die Marktrisikoprämie falsch ermittelt worden. Der Empfehlung des FAUB sei nicht zu folgen. Sie beruhe auf veralteten Kapitalmarktuntersuchungen von Prof. Stehle, der seine Angaben inzwischen selbst nach unten korrigiert habe. Professor Stehle sei zudem nicht unabhängig. Die für die Schätzung der Marktrisikoprämie verwendeten Referenzdaten aus der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg seien für die Zukunft nicht mehr repräsentativ. Die Verwendung arithmetischer Mittelwerte führe zu starken Verzerrungen. Richtig sei eine geometrische Mittelwertbildung. Seriöse empirische Studien und Bewertungen in anderen Verfahren hätten zu Marktrisikoprämien von höchstens 3 % geführt. Auch die Prüfer hätten in einem früheren Verfahren eine Marktrisikoprämie von 3 % gebilligt. Gemessen an einer Nachsteuerrendite von 7,27 % müsse sich der DAX alle 10 Jahre verdoppeln, was unrealistisch sei.
- 28 Der eigene Betafaktor der GDH von durchschnittlich 0,7 sei für die Risikobewertung durchaus geeignet gewesen. Die für die Nichtanwendung dieses Betafaktors genannten Gründe seien nicht überzeugend. Ein Bestimmtheitsmaß und ein t-Test fehlten. Auch bei geringerem Handel könne das Beta des Unternehmens zutreffend abgebildet werden. Die GDH sei als Versicherungskonzern üblicherweise einem geringeren Risiko ausgesetzt als die einzelnen Gruppengesellschaften. Es sei durchaus realistisch, dass ein vornehmlich in Deutschland tätiges Versicherungsunternehmen, das seit vielen Jahren über einen Hauptaktionär verfüge, über ein unterdurchschnittliches Risiko verfüge. Die herangezogene Peer Group sei hingegen nicht repräsentativ. Die Unternehmen seien willkürlich ausgewählt worden, um ein möglichst hohes Beta zu generieren. Diese Unternehmen seien vornehmlich im Ausland und damit in strukturell schwächeren Wirtschaftsräumen Italien oder Spanien tätig. Es seien genügend vergleichbare deutsche Versicherungsunternehmen vorhanden gewesen, wie z.B. die Talanx AG. Die Strukturen der ausländischen Unternehmen seien nicht mit denen der GDH vergleichbar. Beispielsweise sei dort kein

- Hauptaktionär mit einem Aktienanteil über 90 % vorhanden gewesen. Zudem sei eine Umrechnung der abgegriffenen Betafaktoren in verschuldete Betafaktoren unterblieben.
- 29 Schließllich seien die Wachstumsabschläge mit Werten zwischen 0,5 % und 1 % wesentlich zu gering ausgefallen. Das bedeute, dass das Unternehmen in der Zukunft real schrumpfe, da nicht einmal die Inflationsrate erreicht werde. Die festgesetzten Wachstumsabschläge widersprüchen eklatant einem Kapitalisierungszinssatz von 8 %. Diese Rendite könne bei einem Wachstumsabschlag von 0,5 % nicht erreicht werden. Unabhängige Untersuchungen seien zu dem Ergebnis gekommen, dass Wachstumsraten unter der Inflationsrate nicht möglich bzw. nicht realistisch seien. Zudem stünden die Wachstumsabschläge im Widerspruch zu den Ertragssteigerungen in der Vergangenheit, die innerhalb eines Zeitraums von 25 Jahren bei durchschnittlich 28 % Steigerung gelegen hätten. Zudem bedinge ein höherer Betafaktor auch einen höheren Wachstumsabschlag.
- 30 Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter beanstanden des Weiteren, dass zahlreiche Sonderwerte lediglich mit dem Net Asset Value berücksichtigt worden seien. Auch sonstiges nicht betriebsnotwendiges Vermögen sei in dem Bewertungsgutachten nicht aufgeführt worden, wie z. B. Immobilien, Körperschaftsteuerguthaben, Kunstgegenstände und Marken.
- 31 Der im Bewertungsgutachten berechnete durchschnittliche Börsenkurs von EUR 100,00 je GDH-Stückaktie sei zu niedrig. In dem Zeitraum von 2013-2014 sei dieser tatsächlich wesentlich höher gewesen.
- 32 Die Schätzung des Liquidationswertes sei im Hinblick auf den Wert der gewerblichen Schutzrechte, Lizenzen und Marken erforderlich gewesen.
- 33 Die Antragsteller rügen ferner, dass die von der Hauptaktionärin gezahlten Vorerwerbspreise für GDH-Aktien nicht hinreichend berücksichtigt worden seien, insbesondere in den Jahren 1998 und 2006.
- 34 Darüber hinaus beanstanden die Antragsteller, dass die Marktplausibilisierung des geschätzten Ertragswertes der GDH anhand der ausgewählten Multiplikatoren willkürlich sei. Es gebe wesentlich aussagekräftigere Multiplikatoren, die auf Beiträgen oder Ergebnissen basierten. Eine Marktbewertung entsprechend den Grundsätzen der DVFA sei geboten.

- 35 Schließlich sei eine Nachverzinsung bzw. die Berücksichtigung einer Dividende für 2014 für den Zeitraum bis zur Eintragung des Squeeze Out-Beschlusses in das Handelsregister geboten.
- 36 Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter beantragen,
die angebotene Abfindung in Höhe von EUR 107,77 je Stückaktie der GDH gerichtlich höher festzusetzen.
- 37 Einige Antragsteller beantragen darüber hinaus,
die Verzinsung der Barabfindung anzuordnen;
den Antragstellern gemäß § 7 Abs. 7 SpruchG sämtliche Unterlagen auszuhändigen, die Grundlage der Unternehmensbewertung waren.
- 38 Die Antragsgegnerin beantragt,
die Anträge zurückzuweisen.
- 39 Die Antragsgegnerin ist der Meinung, dass die angebotene Abfindung in Höhe von EUR 107,77 je Stückaktie der GDH angemessen sei. Unklare Einzelpunkte seien ggf. durch die Anhörung der Prüfer zu klären. Ein neues Gutachten sei nicht erforderlich.
- 40 Die Antragsgegnerin beanstandet einige Anträge als unzulässig wegen einer fehlenden Unterzeichnung des Antrags oder eines fehlenden Nachweises der Antragsberechtigung. Die Antragsgegnerin bestreitet, dass die Antragsteller zum maßgebenden Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze Out-Beschlusses (September 2014) Aktionäre der GDH waren. Im Einzelnen hat die Antragsgegnerin ihre Zulässigkeitsbedenken tabellenmäßig aufgelistet (Bl. 2215 ff. der Akte).
- 41 Die Antragsgegnerin bestreitet zunächst einen Anspruch der Antragsteller gemäß § 7 Abs. 7 SpruchG auf Aushändigung sämtlicher bei der Unternehmensbewertung der GDH herangezogenen Unterlagen. Der Vortrag der Antragsteller lasse nicht erkennen, dass die Unterlagen entscheidungserheblich seien. Ein allgemeines Interesse an den Unterlagen sei unerheblich (OLG Düsseldorf, Beschl. v. 5. Mai 2008, I-26 WE 16/06, juris, Rz. 23, 25). Die Vorlage von Arbeitsunterlagen gemäß § 51b WPO könne nicht verlangt werden, da die Antragsgegnerin über diese Unterlagen nicht verfüge. Die übrigen Unterlagen wie der Übertragungsbericht, der Prüfbericht sowie die im Vorfeld der Hauptversammlung ausgelegten Unterlagen seien den Aktionären auf Anfrage zugeleitet worden bzw. seien über die Homepage der GDH zugänglich.

- 42 Der Übertragungsbericht ist nach der Auffassung der Antragsgegnerin nicht zu beanstanden. Dieser müsse nicht sämtliche Einzelheiten der Bewertung enthalten, sondern müsse lediglich eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen.
- 43 Der Prüfbericht entspreche den gesetzlichen Anforderungen. Es handele sich um einen Ergebnisbericht über die Prüfung eines Bewertungsgutachtens, nicht hingegen um eine völlig eigenständige Bewertung des Unternehmens. Diesen Anforderungen werde der Prüfbericht gerecht. An der Unabhängigkeit der gerichtlich bestellten Prüfer sei nicht zu zweifeln, da diese eigenständig von dem zuständigen Gericht ausgewählt und bestellt worden seien. Die Erstellung des Prüfgutachtens innerhalb von drei Monaten sei aufgrund der parallel zur Bewertung durchgeführten Prüfungsarbeiten möglich gewesen. Da den Prüfern Vorabentwürfe des Bewertungsgutachtens übermittelt worden seien, habe auch die abschließende Prüfung nach der Beschlussfassung der Planung zum 17. Oktober 2013 bis zum 21. Oktober 2013 erfolgen können. Der Prüfbericht enthalte keine Beanstandungen zur Bewertung, da etwaige Unstimmigkeiten aufgrund der Parallelbearbeitung unmittelbar geklärt worden seien.
- 44 Die von angewendete Bewertungsmethode IDW S 1 2008 sei in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und in der Praxis gebräuchlich. Sie sei daher für die fundamental-analytische Ermittlung des Unternehmenswerts nach dem Ertragswertverfahren zulässig (OLG Stuttgart, Beschl. v. 5. Juni 2013 – 20 W6/10, uris Rz. 143 ff.). Die von den Antragstellern geforderte zusätzliche Marktbewertung sei vorliegend auch erfolgt. Der IDW S1 2008-Wert sei anhand von marktgerechten Multiplikatoren überprüft und bestätigt worden.
- 45 Für alle wesentlichen Gesellschaften der GDH-Gruppe sei auf der Basis von Einzelplanungen der Ertragswert jeweils einzeln ermittelt worden. Die Unternehmenswerte der Gruppengesellschaften führten in der Summe zu dem Unternehmenswert der GDH einschließlich der Werte der Konzernunternehmen, die zum Net Asset Value bewertet worden seien.
- 46 Die Basis für die jeweiligen Ertragswertermittlungen bildeten die im Zeitraum von Juni bis September 2013 erstellten und von den Organen der betreffenden Gesellschaften verabschiedeten Hochrechnungen für das Geschäftsjahr 2013 und HGB-Planungsrechnungen der jeweiligen Gesellschaften für die Jahre 2014-2016. Die Gesamtplanung sei vom Vorstand der GDH am 7. Oktober 2013 verabschiedet worden auf der Grundlage von HGB-

Zahlen. IFRS-Konzernabschlüsse seien ausschließlich für Zwecke der Finanzberichterstattung für abgeschlossene Geschäftsjahre erstellt worden. Mit der Planung der Gruppengesellschaften auf HGB-Basis sei eine Vergleichbarkeit mit früheren Abschlüssen gewährleistet. Zudem entspreche die Planung versicherungstechnischen Anforderungen zu der Berücksichtigung der Überschussbeteiligung der Versicherungsnehmer, den Solvabilitätsanforderungen und den gesetzlichen Ausschüttungssperren. Unterschiede zwischen der IFRS- und der HGB-Rechnungslegung seien zwar nicht zu leugnen, da das Vorsteuerergebnis im Geschäftsjahr 2012 um rund EUR 120,8 Mio. unter dem IFRS-Vorsteuerergebnis von EUR 608,1 Mio. gelegen habe. Im Geschäftsjahr 2011 habe es allerdings einen umgekehrten Effekt gegeben. Steuerliche Aspekte im Konzern seien trotz der Einzelbewertung der Gruppengesellschaften berücksichtigt worden. Konzernspezifische Synergien seien in der GDH-Gruppe berücksichtigt worden.

- 47 Die Vergangenheitsanalyse des Bewertungsgutachters sei nicht zu beanstanden. Soweit Schäden nicht eliminiert worden seien, fehle ein Bezug zu den Planungsrechnungen. Soweit Plan-/Ist-Abweichungen von den Antragstellern moniert worden seien, sei zu berücksichtigen, dass die Ertragslage von Versicherungsunternehmen aufgrund der Entwicklung der Kapitalmärkte sowie Großschäden erheblich schwanke. Bei den einzelnen Ergebniskomponenten, z.B. Beitragseinnahmen, liege allerdings nur eine geringe Plan-/Ist-Abweichung vor. Auch die Geschäftsentwicklung bis September 2013 sei hinreichend berücksichtigt worden.
- 48 Von einer zweckgerechten Anpassung der Planungen könne keine Rede sein. Diese seien im Rahmen des regelmäßigen internen Planungs- und Berichterstattungsprozesses der GDH-Gruppe erstellt worden. Der Planungen nach 2016 durch die seien auf der Grundlage der Erkenntnisse aus Expertengesprächen mit den einzelnen Gesellschaften erstellt worden. Die Detailplanungsphase sei mit drei Jahren ausreichend bemessen worden.
- 49 Die Planungsrechnungen seien in jeder Hinsicht belastbar. Die Beitragsrückgänge bei Gesellschaften mit identischem Geschäftsfeld, z. B. bei den Lebensversicherungen, beruhen u.a. auf der teilweise abweichenden Ausrichtung der Unternehmen (Einmalbeitrags-Geschäft und Tagesgeldprodukte). Der Beitragsrückgang im Bereich der Krankenversicherung gehe auf Sanierungsmaßnahmen und Maßnahmen des Gesetzgebers zurück. Die unterstellten Beitragsrückgänge stimmten auch mit der tatsächlichen Geschäftsentwicklung überein, was durch eine vergleichende Darstellung sowie Pressemitteilungen

- belegt werde (Anlagen AG 3 bis AG 5). Die geplante Beitragsentwicklung für die Sachversicherungsunternehmen sei nach der Auffassung des Bewertungsgutachters und des Prüfers sogar ambitioniert. Ein Vergleich zwischen der Planung und der tatsächlichen Entwicklung für 2014 zeige, dass die tatsächlich erzielten Ergebnisse auf HGB-Basis um 3,1 % unter den Planergebnissen gelegen hätten (Anlage AG 6).
- 50 Die unterstellten Ausschüttungsquoten von 80 % und 50 % seien nicht überhöht. In den Jahren 2011-2013 habe die Ausschüttungsquote durchschnittlich mehr als 80 % betragen. Ausschüttungsquoten in früheren Jahren berücksichtigten aber nicht die solvabilitätsbedingten Thesaurierungen. Die Ausschüttungsquote von 50 % für die ewige Rente sei marktgerecht.
- 51 Der Abzug der persönlichen Steuern in typisierter Form auf der Ebene der Anteilseigner sei berechtigt. Insbesondere der Ansatz einer effektiven Abgeltungssteuer i.H. v. 12,5 % zuzüglich Solidaritätszuschlag auf thesaurierte Gewinne sei sachgerecht. Bei einer unterstellten Haltedauer von 30 Jahren und einer Abgeltungssteuer von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag (insgesamt 26,375 %) liege die effektive Abgeltungssteuer aufgrund von Stundungseffekten bei den genannten 12,5 % zuzüglich des halben Solidaritätszuschlages. Diese Vorgehensweise werde von der Rechtsprechung gebilligt. Eine Unterscheidung zwischen Aktien, die vor und nach dem 31. Dezember 2008 erworben worden seien, sei nicht praktikabel. Eine Doppelbesteuerung sei nicht zu befürchten, da die für die Thesaurierung unterstellte Abgeltungssteuer tatsächlich nicht anfalle.
- 52 Der durchgeführte Squeeze Out habe nicht zu Synergien geführt. Abgesehen davon seien echte Synergie-Effekte für die Abfindung irrelevant. Synergien im GDH-Teilkonzern seien bereits seit dem Zusammenschluss im Jahre 1998 generiert worden. Soweit diese Effekte andauerten, etwa Kostenvorteile bei der nationalen Zusammenarbeit der Gruppenunternehmen, seien diese in den Planungen und in den Erträgen berücksichtigt worden.
- 53 Pensionsrückstellungen seien zu passivieren. Der dafür erforderliche Aufwand falle tatsächlich an.
- 54 Die in die Unternehmensbewertung eingegangenen solvabilitätsbedingten Thesaurierungen seien angemessen. Insoweit handele es sich um ausreichende Eigenmittel der Versicherungen. Sie seien trotz der sonstigen Thesaurierungen der GDH erforderlich. Die Solvabilitätsspannen der Gruppenunternehmen der GDH seien noch deutlich geringer

als die Solvabilitätsspannen der Branchenunternehmen (Anlage AG 7). Entgegen der Auffassung der Antragsteller seien die Solvabilitätsanforderungen auch von den Gruppenunternehmen zu erfüllen und nicht lediglich von der GDH als Obergesellschaft. Die solvabilitätsbedingten Thesaurierungen seien auch entgegen der Darstellung der Antragsteller vollständig bei der Ertragslage berücksichtigt worden.

55 Die Schätzung der Kapitalanlageergebnisse sei vertretbar. Die Planung sei für jede Gesellschaft individuell erfolgt; dabei seien jedoch konzernweit einheitliche Kapitalmarktszenarien zugrunde gelegt worden. Zum Ende des Planungszeitraums seien die Marktwerte entsprechend ihrer Assetklassen (einschließlich stiller Reserven) verzinst worden. Der Anteil von höher rentierlichen Anlagen nehme nach der Planung beständig zu, soweit § 54 Abs. 1 VAG dies zulasse. Das Absinken der Marktwerte der Kapitalanlagen unter die Buchwerte bis zur Bildung stiller Lasten sei auf den in der Planung zugrunde gelegten Anstieg des Zinsniveaus zurückzuführen. Die Ursachen für den Rückgang der stillen Reserven seien im Bewertungsgutachten ausführlich beschrieben. Die Annahme steigender Zinsen sei nicht nur nachteilig für die Minderheitsaktionäre, sondern auch vorteilhaft, da daraus steigende Renditen folgten. Die für die Bewertung der GDH verwendete Marktrisikoprämie sei auch für die Aktienanlage zugrunde gelegt worden. Die Planungsdiskrepanzen bei den Kapitalanlagen der Lebensversicherer seien mit unterschiedlichen Asset-Allokationen, der Zu- und Abschreibung von Anlagen sowie der Realisierung von Gewinnen und Verlusten zu erklären. Das gelte auch für die Phase der ewigen Rente.

56 Die Einwendungen zu den Bewertungen der Gruppenunternehmen seien weitgehend pauschal und ins Blaue hinein erhoben worden. Soweit auf Zahlen einzelner Vergangenheitsjahre Bezug genommen werde, werde aber nicht die Entwicklung im gesamten Vergangenheitszeitraum berücksichtigt.

57 Die verwendeten Kapitalisierungszinssätze seien entgegen der Auffassung der Antragsteller nicht zu hoch angesetzt worden. Der Basiszinssatz sei auf der Grundlage der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank in Übereinstimmung mit der ständigen Rechtsprechung ermittelt worden. Die gegen den Basiszinssatz vorgebrachten Rügen würden ohnehin, soweit deren Berechtigung unterstellt würde, zu einem geringeren Unternehmenswert der GDH-Gruppe führen wegen der gleich hohen Auswirkungen auf die Kapitalanlageergebnisse. Ferner müsste die Zinszusatzreserve gemäß § 5 DeckRV erhöht werden. Per Saldo würde der Unternehmenswert bei einer Senkung des Basiszinssatzes geringer ausfallen. Die Verwendung der Zinsstrukturdaten für den Zeitraum vom 17. Juli

2013 bis zum 16. Oktober 2013 sei sachgerecht, da eine andere Vorgehensweise im Hinblick auf die Vorbereitung der Hauptversammlung nicht praktikabel gewesen sei. Zudem hätte eine Neuberechnung des Basiszinssatzes zum Stichtag der Hauptversammlung nicht zu einer Verringerung des Basiszinssatzes geführt, sondern zu einer leichten Erhöhung auf bis zu 2,756 %. Der Basiszins sei nicht um die CDS-Kosten zu reduzieren, da dann konsequenterweise die Marktrisikoprämie wieder um den Abzugsbetrag zu erhöhen sei. Die Aufrundung des Basiszinssatzes auf 2,75 % stehe im Einklang mit den Hinweisen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (nachfolgend „**FAUB**“) des Instituts der Wirtschaftsprüfer (nachfolgend „**IDW**“). Die Aufrundung sei darüber hinaus üblich.

- 58 Die geschätzten Risikozuschläge seien ebenfalls angemessen. Ertragsprognosen seien risikobehaftet. Aufgrund der Risikoaversion von Anteilseignern werde insofern ein Risikozuschlag gefordert. Das gelte auch für Versicherungsunternehmen trotz der zahlreichen Möglichkeiten zur Bildung von Rückstellungen. Vor den operativen Risiken könne sich auch eine Versicherung nicht schützen. Frühere Rechtsprechung zu dem Wegfall des Risikozuschlags oder zu seiner Begrenzung auf 2 % sei auf der Grundlage des neuen Bewertungsstandard IDW S 1 2008 nicht mehr berechtigt, da heute sämtliche Risiken über den Risikozuschlag abgebildet würden und nicht mehr über die Planung, wie es früher teilweise der Fall gewesen sei. In der aktuellen Rechtsprechung würden dementsprechend auch wesentlich höhere Risikozuschläge von 7 % und mehr akzeptiert.
- 59 Die Schätzung des Risikozuschlags auf der Grundlage des TAX-CAPM sei in der Rechtsprechung und der Bewertungspraxis akzeptiert. Grundlage seien Kapitalmarktdaten für das allgemeine Marktrisiko und das spezifische Unternehmensrisiko (Betafaktor). Die Bewertungsannahmen zum TAX-CAPM seien intersubjektiv nachprüfbar. Ein besseres Modell habe bislang nicht gefunden werden können. Das Modell sei im Vergleich zu einer freien Schätzung des Risikozuschlags vorzugswürdig. Zutreffend sei auch die Berücksichtigung von Steuereffekten bei Aktienrenditen. Die Berücksichtigung der Steuereffekte sei insbesondere wegen der vielfachen Änderung der Steuerregime in Deutschland geboten. Nur so könne auch dem Stundungssteuereffekt der seit dem Jahr 2009 geltenden Abgeltungssteuer Rechnung getragen werden.
- 60 Die in die Berechnung des Risikozuschlags eingegangene Marktrisikoprämie von 5,25 % nach Steuern sei keinesfalls überhöht. Sie liege im unteren Bereich der vom FAUB empfohlenen Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 % nach Steuern. Die tendenzielle Erhöhung des

Marktrisikozuschlags sei auch im Hinblick auf einen sinkenden Basiszinssatz geboten, um das Renditedefizit auszugleichen. Aufgrund der Finanzmarktkrise seit 2008 sei die Renditeerwartung der Kapitalmarktteilnehmer gestiegen, was durch empirische Studien belegt werde. Eine allgemein anerkannte Methode zu Bestimmung der Marktrisikoprämie gebe es nicht. Die verwendete Methode sei jedenfalls vertretbar. Die Gerichte seien nicht dazu aufgerufen, wirtschaftswissenschaftliche Streitpunkte zu entscheiden. Zudem seien die Einwendungen der Antragsteller zu der Marktrisikoprämie in der vorgenannten Größenordnung von nahezu sämtlichen Obergerichten zurückgewiesen worden. Die Angriffe gegen die Untersuchungen von Professor Stehle zur Marktrisikoprämie seien unberechtigt. Er habe seine früheren Untersuchungen auch nicht nachträglich revidiert, sondern er halte nach wie vor an einer Marktrisikoprämie zwischen 5 % bis 5,5 % nach Steuern fest (Anlage AG 10). Die Verwendung des arithmetischen Mittels sei sachgerecht, da dieses weniger verzerrt sei als das geometrische Mittel. Es sei zudem durch zahlreiche empirische Studien bestätigt worden. Die von den Antragstellern zitierten Studien, die zu vergleichsweise geringen Renditevorsprüngen von Aktien gegenüber Anleihen gelangten, oder sogar negative Renditen zeigten, seien für die Zwecke der Unternehmensbewertung ungeeignet. Insoweit seien lediglich vergleichsweise kurze Zeiträume und zufällige bzw. ungünstige Endzeitpunkte berücksichtigt worden. Damit werde die erhebliche Volatilität des Aktienmarktes nicht angemessen gewürdigt. Das gelte auch für die Studie der Deutschen Bank vom 12. September 2011. Das Gutachten von Professor Großfeld in einem anderen Spruchverfahren, das zu einer geringeren Marktrisikoprämie gelangte, betreffe unterschiedliche Zeitintervalle und sei hier nicht verwendbar. Tatsächlich habe sich der DAX von 1000 Punkten auf nun 9500 Punkte gesteigert. Er habe sich damit in 25 Jahren mehr als verneunfacht. Das entspreche einer jährlichen Rendite von etwa 9 % bei geometrischer Ermittlung.

- 61 Das eigene Beta der GDH sei nicht aussagekräftig gewesen, was bereits im Bewertungsgutachten und Prüfgutachten ausgeführt worden sei. Bei der Auswahl der Peer Group seien ausländische börsennotierte Versicherungsunternehmen mit ähnlichen Tätigkeitsfeldern, Größen und Geschäftsmodellen herangezogen worden, wobei drei unterschiedliche Peer Groups für die Sektoren Leben/Kranken, Schaden/Unfall und Finanzdienstleistungen gebildet worden seien. Um die statistische Validität zu erhöhen, seien wöchentliche Betafaktoren der Vergleichsunternehmen für fünf unabhängige Jahresscheiben ermittelt worden. Dabei sei der marktbreiteste nationale Aktienindex verwendet worden.

Inländische Versicherungskonzerne wie die Talanx AG, die Württembergische Lebensversicherung AG u. a. seien nicht repräsentativ, sondern allenfalls die Allianz SE, die auch in die Peer Group aufgenommen worden sei. Der Betafaktor der Peer Group habe zwischen 1,23 und 1,19 im 3- und 5-Jahres-Durchschnitt gelegen. Die herangezogenen Betafaktoren deckten sich mit Untersuchungen der Handelshochschule Leipzig für die langfristige Entwicklung von Branchen-Betas in Deutschland, die für Versicherungsunternehmen Betafaktoren zwischen 1,0 und 1,2 ermittelt habe (Anlage AG 13). Eine Umrechnung der abgefragten Betafaktoren in verschuldete Betafaktoren sei unterblieben, da Versicherungsunternehmen aufgrund ihrer Rückstellungen kein nennenswertes Kapitalstrukturrisiko aufwiesen.

- 62 Die von I geschätzten Wachstumsabschläge auf den Kapitalisierungszinssatz zwischen 0,5 % bis 1 % seien realistisch. Dabei sei zunächst zu berücksichtigen, dass die neben den Ausschüttungen verbleibenden Thesaurierungen den Aktionären fiktiv als zusätzliche Erträge zugerechnet worden seien. Damit stünden diese Thesaurierungen nicht mehr für das Wachstum zur Verfügung. Würde statt der unmittelbaren Zurechnung der Thesaurierungen eine andere Berechnung vorgenommen, ergebe sich beispielsweise für die AML Leben ein Wachstumsabschlag von 4,67 % (Anlage AG 14). Abgesehen davon sei bei nahezu allen gesondert bewerteten Unternehmen der GDH-Gruppe ein deutlicher Ergebnissprung bei der ewigen Rente von rund 43,4 % berücksichtigt worden, wodurch bereits den Wachstumspotenzialen der Gesellschaften Rechnung getragen worden sei. Zudem werde bei Versicherungsunternehmen nur das nominale Eigenkapital aufrechterhalten. Selbst vorgesehene Thesaurierungen zur Aufrechterhaltung der Solvabilitätsquote reichten nicht aus, um das reale – um die Inflation bereinigte – Eigenkapital vollständig aufrechtzuerhalten. Darüber hinaus sei das Versicherungsgeschäft seit der Liberalisierung der Versicherungsmärkte in Europa im Jahr 1994 deutlich wettbewerbsintensiver geworden. Zusätzliches Geschäft müsse mit immer mehr Eigenkapital unterlegt werden. Im Durchschnitt der Jahre 2010-2012 sei eine über 60 % höhere Eigenkapitalquote erforderlich geworden. Schließlich sei ein Wachstumsabschlag bis zu 1 % für Versicherungsunternehmen von der Rechtsprechung als realistisch gebilligt worden.
- 63 Die Sonderwerte der GDH seien realistisch erfasst worden. Wesentliche Beteiligungen der GDH seien separat bewertet worden. Diese Gesellschaften repräsentierten über 90 % des Unternehmenswerts der GDH-Gruppe. Die übrigen 23 Konzernunternehmen seien teilweise nicht operativ tätig bzw. verfügten über keine Unternehmensplanung, so dass

ihre Bewertung mit dem anteiligen Eigenkapital zutreffend sei. Zudem seien die Sonderwerte in Höhe von EUR 505,4 Mio. mittels einer Vergleichsrechnung plausibilisiert worden. Unter Einbeziehung der Kapitalisierungszinssätze seien aus dem vorgenannten Wert Sollerträge generiert worden, die oberhalb der tatsächlich in den Jahren 2010-2012 zugeflossenen Ausschüttungen und Dividenden lägen.

- 64 Nicht betriebsnotwendiges Vermögen sei nicht vorhanden. Immobilien der GDH seien betriebsnotwendiges Vermögen ebenso wie die Marken. Der vorhandene Kunstbestand sei wirtschaftlich unbedeutend. Körperschaftsteuerguthaben seien adäquat berücksichtigt worden.
- 65 Der Liquidationswert der GDH sei vorliegend unerheblich, da das Unternehmen fortgeführt werden soll.
- 66 Der durchschnittliche Börsenkurs der GDH-Aktie sei zutreffend nach den Grundsätzen der Stollwerck-Entscheidung des BGH ermittelt worden. Auf nachgelagerte Zeiträume bis ins Jahr 2014 komme es nicht an.
- 67 Auch Vorerwerbspreise seien für die Abfindung nach ständiger Rechtsprechung unerheblich. Unabhängig davon lägen die zugrunde liegenden Stichtage weit auseinander und die jeweiligen Werte seien niedriger als die nun geschätzte Abfindung.
- 68 Schließlich sei der Ertragswert der GDH anhand von branchenspezifischen Multiplikatoren plausibilisiert worden. Verwendet worden seien Price/Book (PB)-Multiplikatoren. Dabei werde die Marktkapitalisierung der Unternehmen der Peer Group in Relation zum Buchwert des IFRS-Konzern-Eigenkapitals gesetzt. Die Multiplikatoren zwischen 0,8 und 1,0 lieferten für die GDH eine Wertbandbreite von EUR 3,3 Mrd. bis ca. EUR 4,5 Mrd. Diese Werte lägen erheblich unter dem fundamentalen Wert der GDH von EUR 5,7 Mrd. Beitrags- oder Ergebnis-Multiplikatoren seien für Versicherungsunternehmen nicht brauchbar. Die Profitabilität von Beitragseinnahmen sei in hohem Maß von unternehmensspezifischen Faktoren abhängig. Ergebnis-Multiplikatoren könnten bei der vorliegenden HGB-Planung nicht ohne Weiteres verwendet werden.
- 69 Die erkennende Kammer hat in dieser Sache im Jahr 2015 mündlich verhandelt. Auf dieser Grundlage ist mit Beschluss vom 17. August 2015 ein Sachverständigengutachten zur Prüfung der Angemessenheit der gewährten Barabfindung i.H.v. EUR 107,77 beauftragt worden. Danach hat der Sachverständige eine eigenständige Bewertung des Unternehmenswerts der GDH vorzunehmen. Dabei sind die Einwände der Antragsteller und des

gemeinsamen Vertreters sowie die dazu abgegebenen Erklärungen der Antragsgegnerin im Rahmen der Gesamtbegutachtung angemessen zu berücksichtigen und zu erörtern. Für den Fall, dass Unternehmenswerte der GDH gemäß IDW S 1 ermittelt werden, ist der Sachverständige gebeten worden, das Ergebnis mittels eines marktnahen Verfahrens im Hinblick auf den Verkehrswert des Unternehmens im Rahmen einer gewissen Bandbreite zu plausibilisieren. Ferner ist der Sachverständige beauftragt worden, die Risikoeinschätzung gemäß CAPM kritisch zu prüfen und mit variierenden Kapitalisierungszinssätzen bzw. Zu- und Abschlägen von +/- 2 % in Schritten von 0,5 % zu rechnen, um dem Gericht die Sensitivität von prozentualen Veränderungen zu veranschaulichen sowie eine Bandbreite möglicher Werte zur Verfügung zu stellen. Zum Sachverständigen ist
verant-
wortlicher Prüfer: , beauftragt worden.

- 70 Der Sachverständige hat das Gutachten am 23. Juni 2020 vorgelegt. Nach seiner Untersuchung beträgt der Unternehmenswert der GDH EUR 7.130 Mio. bzw. EUR 7.340 Mio. zum 4. Dezember 2013. Danach wird der von ermittelte Wert i.H.v. EUR 5.785 Mio. um EUR 1.345 Mio. bzw. EUR 1.555 Mio. überschritten. Daraus ergibt sich ein Wert je Aktie der GDH i.H.v. EUR 132,83 bzw. EUR 136,74. Dieser Wert liegt um 23,3 % bzw. 26,9 % über dem von ermittelten Barabfindungswert i.H.v. EUR 107,77.
- 71 Die Verfahrensbeteiligten haben zahlreiche Einwände gegen dieses Gutachten vorgebracht. Die erkennende Kammer hat mit Beschluss vom 8. Dezember 2020 die Einholung eines Ergänzungsgutachtens des Sachverständigen unter Berücksichtigung der schriftlich formulierten Einwände angeordnet. Der Sachverständige hat am 23. Dezember 2021 das geforderte Ergänzungsgutachten vorgelegt. Daraus ergeben sich marginale Anpassungen der Barabfindung im tenorierten Umfang. Die Verfahrensbeteiligten haben dazu nochmals Stellung genommen.
- 72 Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten des Sach- und Streitstandes wird auf den Inhalt der wechselseitigen Schriftsätze der Verfahrensbeteiligten sowie auf die dazu eingereichten Anlagen Bezug genommen.

II.**A. Zulässigkeit der Anträge**

- 73 Die Anträge sind überwiegend zulässig. Lediglich die Anträge der Antragsteller zu 39, 94, 95, 114, 115, 120 und 121 sind unzulässig. Diese Antragsteller haben ihre Antragsberechtigung nicht nachgewiesen. Die Antragsgegnerin hat in der Antragsabweisung (Bl. 2215 ff. der Akte) die Antragsberechtigung zahlreicher Antragsteller, u. a. die der Antragsteller zu 39, 94, 95, 114, 115, 120 und 121, gerügt. Sie hat insbesondere gerügt, dass der Nachweis der Aktionärserschaft zum Stichtag nicht vorgelegt worden sei.
- 74 Die vorgenannten Antragsteller haben jedoch keinen Nachweis mehr vorgelegt. Zwar hat der Antragsteller zu 39 nachfolgend schriftlich mitgeteilt, dass sowohl die zuvor fehlende Unterschrift nachgeholt worden als auch ein Nachweis beigelegt sei. Tatsächlich war ein Nachweis aber nicht beigelegt.
- 75 Ein weiterer Hinweis an die vorgenannten Antragsteller war nicht erforderlich. Die Kammer hatte in ihrem Beschluss vom 14.8.2014 (Bl. 2001 ff. der Akte) mitgeteilt, dass Nachweise der Antragsteller zu 94-95, 114-115 und 120-121 nicht vorliegen. Zugleich hat die Kammer darauf hingewiesen, dass die Nachweise jedenfalls dann vorzulegen sind, falls die Antragsgegnerin die Antragsberechtigung bestreitet. Insoweit waren die Antragsteller, deren Anträge unzulässig sind, hinreichend darüber informiert, dass sie ihre Antragsberechtigung durch die Vorlage aussagekräftiger Urkunden nachweisen müssen.

B. Anforderung weiterer Unterlagen

- 76 Hinsichtlich der beantragten Vorlage von Arbeitsunterlagen des Erstgutachters und/oder des Prüfers scheidet die Vorlagepflicht der Antragsgegnerin bereits daran, dass sie nicht über die Arbeitspapiere verfügt und die beteiligten Gutachter nicht verpflichtet sind, der Antragsgegnerin die Arbeitspapiere zwecks Vorlage gegenüber dem Gericht bzw. den Antragstellern zu überlassen.
- 77 Die Antragsgegnerin ist auch nicht gemäß § 7 Abs. 7 SpruchG zur Vorlage sämtlicher bewertungsrelevanter Dokumente verpflichtet. Zwar bestimmt § 7 Abs. 7 SpruchG, dass der Antragsgegner dem Gericht auf Verlangen Unterlagen vorzulegen hat; dies gilt aber nur für solche, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind

- 78 Die Entscheidungserheblichkeit des Inhalts der vorgenannten Unterlagen ist von den Antragstellern jedoch weder dargetan worden noch sonst ersichtlich. Da das Merkmal der Entscheidungserheblichkeit die Vorlagepflicht sachgerecht begrenzen soll, kann es nicht schon dann erfüllt sein, wenn die betreffenden Unterlagen überhaupt mit der Bewertung zu tun haben, da dies im Ausgangspunkt auf sämtliche unternehmensbezogenen Dokumente zutrifft

OLG Düsseldorf, Beschl. v. 4.7.2012 – I-26 W 8/10 (AktE) –, juris Rn. 76; OLG Stuttgart, Beschl. v. 19.11.2011, Az. 20 W 3/09, juris Rn. 80.

- 79 Das Einsichtsrecht bedeutet auch nicht, dass sämtliche Unterlagen zugänglich gemacht werden müssen, die der Übertragungsprüfer bei seiner Begutachtung verwertet hat. Ein Anspruch besteht nicht, wenn das Gericht – wie hier – die Vorlage der Unterlagen nicht für erforderlich hält

OLG Düsseldorf, Beschl. v. 4.7.2012 – I-26 W 8/10 (AktE) –, juris Rn. 76.

- 80 Im Übrigen ist zu bedenken, dass die Unternehmensplanung und die Grundlagen der Bewertung ihren wesentlichen Inhalten nach bereits im Erstbewertungsgutachten und im Übertragungsbericht wiedergegeben sind. Darüber hinaus hat der Prüfer die ihm vorgelegten Unternehmensplanungen auch dahingehend überprüft, ob die den Unternehmensbewertungen zugrunde gelegten Unternehmensplanungen die Geschäftsentwicklung der GDH in plausibler und begründbarer Weise abbilden. In kaum zu steigender Gründlichkeit hat sich auch der Sachverständige mit den Planungsunterlagen der GDH auseinandergesetzt und diese dargestellt.

C. Begründetheit der Anträge

- 81 Die Anträge sind begründet.
- 82 Die Barabfindung ist nach dem Ergebnis der Beweisaufnahme gerichtlich höher auf einen Betrag EUR 135,99 festzusetzen.

I. Rechtliche Anforderungen

- 83 Nach § 327f Satz 2 AktG hat das Gericht im Spruchverfahren die angemessene Barabfindung zu bestimmen, wenn die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung nicht angemessen ist. Nähere Regelungen dazu, was die angemessene Barabfindung ist, enthält das Gesetz nicht.

- 84 Verliert der Minderheitsaktionär seine mitgliedschaftliche Stellung, muss er nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts für den Verlust seiner Rechtsposition und die Beeinträchtigung seiner vermögensrechtlichen Stellung wirtschaftlich voll entschädigt werden
- vgl. BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 - 1 BvR 1613/94 -, BVerfGE 100, 289-313, juris Rn. 47 ff.; BGH, Beschl. v. 12.1. 2016 - II ZB 25/14 -, BGHZ 208, 265-278, juris Rn. 21.
- 85 Dabei hat die Entschädigung den „wirklichen“ oder „wahren“ Wert des Anteilseigentums widerzuspiegeln
- vgl. BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 - 1 BvR 1613/94 -, BVerfGE 100, 289-313, juris Rn. 47 ff.; BGH, Beschl. v. 12.1. 2016 - II ZB 25/14 -, BGHZ 208, 265-278, juris Rn. 21.
- 86 Wenn die Abfindung nicht nach dem Anteilswert, der in der Regel dem Börsenwert der gehaltenen Aktien zu entnehmen ist, bestimmt wird, ist der Anteil des Minderheitsaktionärs am Unternehmenswert zugrunde zu legen. Der Unternehmenswert ist dabei im Wege einer Schätzung zu ermitteln (vgl. § 738 Abs. 2 BGB)
- BGH, Beschl. v. 12. März 2001 - II ZB 15/00, BGHZ 147, 108, 116; BGH, Beschl. v. 29. September 2015 - II ZB 23/14 -, BGHZ 207, 114-135, Rn. 33
- 87 Zu dieser Schätzung ist bei einem werbenden Unternehmen die Ertragswertmethode eine grundsätzlich geeignete Methode
- BGH, Beschl. v. 9. November 1998 - II ZR 190/97, BGHZ 140, 35, 36; BGH, Beschl. v. 6. November 2013 - XII ZB 434/12, NJW 2014, 294 Rn. 35; BGH, Beschl. v. 29. September 2015 - II ZB 23/14 -, BGHZ 207, 114-135, Rn. 33
- 88 Das schließt aber nicht aus, nach den konkreten Umständen des einzelnen Falles eine andere Methode zur Schätzung des Unternehmenswertes anzuwenden, beispielsweise ihn durch eine marktorientierte Methode nach dem Börsenwert des Unternehmens zu bestimmen
- BGH, Beschl. v. 29. September 2015 - II ZB 23/14 -, BGHZ 207, 114-135, Rn. 33; BVerfG, ZIP 2011, 1051 Rn. 23; ZIP 2012, 1408 Rn. 18; OLG Frankfurt, AG 2010, 752 ff.; NZG 2014, 464, 465 f.; OLG Stuttgart, AG 2013, 724, 726,
- 89 oder den Unternehmenswert mittels dem der Ertragswertmethode ähnlichen Discounted-Cash-Flow-Verfahren (nachfolgend „**DCF-Verfahren**“) zu ermitteln oder etwa in besonderen Fällen nach dem Liquidationswert
- BGH, Urt. v. 13. März 2006 - II ZR 295/04, ZIP 2006, 851 Rn. 13; BGH, Beschl. v. 29. September 2015 - II ZB 23/14 -, BGHZ 207, 114-135, Rn. 33.

90. Entscheidend ist, dass die jeweilige Methode in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist

BGH, Beschl. v. 29. September 2015 – II ZB 23/14 –, BGHZ 207, 114-135; Rn. 33.

97. Das Bewertungsziel der angemessenen Abfindung gemäß § 305 AktG ist der Verkehrswert des Unternehmens

BGH, Beschl. v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, AG 2016, 135-142, juris Rn. 44 ff. (zu §§ 327a ff. AktG); BGH, Beschl. v. 12.1.2016 – II ZB 25/14, AG 2016, 359-362, juris Rn. 21 (zu §§ 327a ff. AktG); BGH, Urt. v. 24.5.1993 – II ZR 36/92, NJW 1993, 2101, juris Rn. 17 ff. (zu § 738 BGB); BGH, Beschl. v. 123.2001 – II ZB 15/00, juris Rn. 20; OLG Frankfurt a. M., Beschl. v. 26.8.2009 – 5 W 35/09, juris Rn. 11 (zu §§ 327a ff. AktG); OLG Frankfurt a. M., Beschl. v. 26.8.2009 – 5 W 49/09, juris Rn. 16 (zu §§ 327a ff. AktG); OLG München, Beschl. v. 14.5.2007 – 31 Wx 87/06, AG 2007, 701, juris Rn. 74 (zu §§ 327a ff. AktG); OLG Stuttgart, Beschl. v. 3.4.2012 – 20 W 7/09, juris Rn. 73 (zu §§ 327a ff. AktG); OLG Stuttgart, Beschl. v. 4.5.2011 – 20 W 11/08, AG 2011, 560-564, juris Rn. 69 (zu §§ 327a ff. AktG); OLG Stuttgart, Beschl. v. 8.7.2011 – 20 W 14/08, AG 2011, 795-801, juris Rn. 118 (zu §§ 327a ff. AktG); OLG Stuttgart, Beschl. v. 14.9.2011 – 20 W 4/10, AG 2012, 221-224, juris Rn. 64 (zu §§ 207 ff. UmwG; Formwechsel); OLG Stuttgart, Beschl. v. 14.9.2011 – 20 W 6/08, AG 2012, 49-54, juris Rn. 67 (zu §§ 304, 305 AktG); OLG Stuttgart, Beschl. v. 17.10.2011 – 20 W 7/11, juris Rn. 178; OLG Karlsruhe, Beschl. v. 15.11.2012 – 12 W 66/06, AG 2013, 353-356, juris Rn. 39 (zu §§ 327a ff. AktG); LG Köln, Beschl. v. 24.7.2009 – 82 O 10/08, AG 2009, 835-840, juris Rn. 145; (zum Delisting); LG Köln, Beschl. v. 13.3.2009 – 82 O 93/08, juris Rn. 50 (zu §§ 304 ff. AktG); LG Frankfurt a.M., Beschl. v. 22.6.2005 – 3/8 O 171/02, AG 2005, 930-934, juris Rn. 80 (zu §§ 327a ff. AktG); LG Hamburg, Beschl. v. 15.10.2015 – 403 HKO 42/14, juris Rn. 27 (zu §§ 327a ff. AktG); LG Hannover, Beschl. v. 27.4.2011 – 23 AktE 130/06, juris Rn. 122 (zum Delisting).

92. Der Verkehrswert der selbständigen handelbaren Aktie im Sinne ihres Desinvestitionswertes (Börsenkurs) bildet jedenfalls die Untergrenze der Abfindung

BVerfG, Beschl. v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, AG 1999, 566-569, juris, Rn. 63 ff.; BVerfG, Nichtannahme-Beschl. v. 26.4.2011 – 1 BvR 2658/10, AG 2011, 511-512, juris Rn. 21; BGH, Beschl. v. 12.1.2016 – II ZB 25/14, AG 2016, 359-362, juris, Rn. 22; BGH, Beschl. v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, AG 2016, 135-142, juris Rn. 29, 33; BGH, Beschl. 12.3.2001 – Az. II ZB 15/00, AG 2001, 417, 419; juris Rn. 17 ff.; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 7.12.2011 – I-26 W7/09 (AktE), juris Rn. 119 m.w.N.; OLG Frankfurt, Beschl. v. 5.3.2012 – 21 W 11/11, juris Rn. 69; OLG Frankfurt, Beschl. v. 28.3.2014 – 21 W 15/11, juris Rn. 219; OLG München, Beschl. v. 14.7.2009 – 31 Wx 121/06, juris Rn. 8; OLG Stuttgart, Beschl. v. 19.1.2011 – 20 W 3/09 – juris Rn. 86.

- 93 Die Bestimmung des Bewertungsziels ist eine Rechtsfrage. Gleiches gilt für die Prüfung, ob die Bewertungsmethode und die dabei angewendeten Berechnungsgrundlagen geeignet sind, das Bewertungsziel zu erreichen

BGH, Beschl. v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, AG 2016, 135-142, juris Rn. 44 ff.; BGH, Beschl. v. 12.1.2016 – II ZB 25/14, AG 2016, 359-362; juris Rn. 21.

- 94 Der Grenzpreis des Minderheitsaktionärs, zu dem er ohne Nachteile aus der Gesellschaft ausscheiden kann,

OLG Celle, Beschl. v. 31.7.1998 – 9 W 128/97, juris Rn. 27; OLG Frankfurt, Beschl. v. 16.7.2010 – 5 W 53/09, juris Rn. 22; OLG Frankfurt, Beschl. v. 15.2.2010 – 5 W 52/09, juris Rn. 54; OLG Frankfurt, Beschl. v. 26.8.2009 – 5 W 35/09, juris Rn. 8; OLG Frankfurt, Beschl. v. 20.11.2019 – 21 W 77/14 –, juris Rn. 24; OLG Karlsruhe, Beschl. v. 15.11.2012 – 12 W 66/06, juris Rn. 28; OLG München, Beschl. v. 19.10.2006 – 31 Wx 92/05, juris Rn. 11; OLG München, Beschl. v. 30.11.2006 – 31 Wx 59/06, juris Rn. 16; OLG München, Beschl. v. 5.5.2015 – 31 Wx 366/13 –, juris Rn. 19; OLG Stuttgart, Beschl. v. 17.3.2010 – 20 W 9/08, juris Rn. 72; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 2.7.2018 – I-26 W 4/17(AktE) –, juris Rn. 37; LG Düsseldorf, Beschl. v. 30.8.2012 – 31 O 4/06, juris Rn. 20; LG Frankfurt, Beschl. v. 4.8.2010 – 3-5 O 73/04, juris Rn. 25; LG Hamburg, Beschl. v. 3.4.2007 – 414 O 26/97, juris Rn. 10; LG München, Beschl. v. 21.6.2013 – 5 HKO 19183/09, juris Rn. 136,

- 95 ist entgegen der dezidierten Auffassung der Antragsgegnerin nicht Bewertungsziel. Es würde fundamental gesellschaftsrechtlichen Grundsätzen gemäß § 738 Abs. 2 BGB widersprechen, das Gesellschaftsvermögen nicht entsprechend den Beteiligungsquoten, sondern entsprechend den Entscheidungswerten der Gesellschafter zu verteilen. Das würde zwangsläufig dazu führen, dass Gesellschafter im Falle der Auflösung der Gesellschaft bzw. des Ausscheidens eines Gesellschafters unterschiedlich partizipieren, ohne dass dafür ein sachlicher Grund erkennbar wäre. Bereits in der Feldmühle-Entscheidung ist klargestellt worden, dass die rechtliche Eingriffsbefugnis, eine Strukturmaßnahme, z.B. den Abschluss eines Unternehmensvertrages, durchzuführen zu dürfen, nicht zu einer vermögensrechtlichen Besserstellung des Mehrheitsaktionärs führen darf

BVerfG, Urt. v. 7.8.1962 – 1 BvL 16/60 –, BVerfGE 14, 263-288, juris Rn. 68.

- 96 Ansonsten hätte es der Mehrheitsgesellschafter in der Hand, neben den finanziellen Vorteilen, die sich aus der Strukturmaßnahme, z.B. dem Squeeze out, selbst ergeben, zusätzliche finanzielle Vorteile gegenüber Minderheitsaktionären bei der Verteilung des Gesellschaftsvermögens zu erzielen. Daher kann der Maßstab für den Wert des Unternehmens nur dessen Verkehrswert sein, der sich bei einer Veräußerung des Unternehmens im Ganzen an Dritte ergibt.

Hüttemann in: Fleischer/Hüttemann (Hg.) Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., § 1 Rn. 1.27.

- 97 Es ist nicht zweifelhaft, dass der Bundesgerichtshof auch in den jüngsten Entscheidungen an dem Verkehrswert des Unternehmens als Bewertungsziel festgehalten hat, auch wenn er gelegentlich untechnische Grenzpreisüberlegungen artikuliert bzw. IDW S 1-Bewertungen bislang akzeptiert hat

BGH, Beschl. v. 4.3.1998 – II ZB 5–97, AG 1998, 286 ff., juris, Rn. 12; relativierend BGH, Beschl. v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, AG 2016, 135-142, juris Rn. 44 („Mit der Anwendung neuerer Methoden wird auch nicht gegen das Bewertungsziel verstoßen; mit der Ertragswertmethode den Grenzpreis zu ermitteln, zu dem das Unternehmen am Stichtag an einen Dritten verkauft werden könnte“).

- 98 Der Bundesgerichtshof hat unmissverständlich ausgeführt, dass zumindest theoretisch der Marktpreis zu ermitteln ist, den ein Dritter für das Unternehmen bezahlen würde

BGH, Beschl. v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, AG 2016, 135-142, juris Rn. 44.

- 99 Der Verkehrswert des Unternehmens ergibt sich aus dem hypothetischen Preis, der unter gewöhnlichen Bedingungen voraussichtlich bei einer Veräußerung des Unternehmens als fortgeführte Einheit zum Stichtag zu erzielen wäre

BGH, Urt. v. 22.10.1973 – II ZR 37/72, NJW 1974, 312, juris Rn. 11 (zu § 738 BGB);
BGH, Beschl. v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, NZG 2016, 139–144, juris Rn. 44.

- 100 Der Verkehrswert des Unternehmens ist nicht identisch mit dem Grenzpreis des Minderheitsaktionärs (auch „Entscheidungswert“ genannt), zu dem er ohne Nachteile aus dem Unternehmen ausscheiden kann. Der Entscheidungswert der Minderheitsaktionäre ist in der Regel ein Verkäuferwert, der in der Wirtschaftswissenschaft als nicht neutral kritisiert wurde und wird

Peemöller in Peemöller (Hrsg.), Unternehmensbewertung, 6. Auflage 2015, S. 11; Hayn, Unternehmensbewertung: Die funktionalen Wertkonzeptionen, DB 2000, 1346, 1348.

- 101 Der Entscheidungswert der Minderheitsaktionäre ist in der Regel nicht identisch mit dem für das fortgeführte Unternehmen zu erzielenden Marktpreis

Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 5. Aufl. 2007, S.102; Franken/Schulte in Fleischer/Hüttemann (Hg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2015, § 10, Rn. 20 m.w.N.; Ernst/Schneider/Thielen, Unternehmensbewertung 2012, S. VII (Vorwort).

- 102 Der Unterschied zwischen Wert und Preis ist in der Ökonomie unstrittig. Werte sind entscheidungsorientierte Größen und individuell geprägt. Preise oder auch Tauschwerte sind transaktionsorientiert und objektiv geprägt

Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW), Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, Rn. 13, WPg 2008, Supplement 3/2008, S. 68 ff., FN-IDW 7/2008, S. 271 ff., IDW Life 8/2016, S. 731; Franken/Schulte in Fleischer/Hüttemann (Hg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2015, § 10, Rn. 20; Henselmann in Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch 2012, S. 93; Kraus-Grünwald, BB 1995, 1839 (1839); Westerfelhaus, DStR 2000, 1449 (1451); Oehlich, NJOZ 2009, 4346 (4352); Hering/Obrich, BB 2003, 1519 f.

- 103 Der Verkehrswert des Unternehmens ist auch nicht identisch mit dem objektivierten Unternehmenswert gemäß IDW S 1. Zwar wird der objektivierte Unternehmenswert gemäß IDW S 1 in der Rechtsprechung verschiedentlich ausdrücklich als Bewertungsziel genannt

OLG Düsseldorf, Beschl. v. 8.8.2013 – 26 W 15/12 (AktE), ZIP 2013, 1816-1820, juris Rn. 28; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 31.10.2013 – I-26 W 28/12 (AktE), juris Rn. 36. Ähnlich OLG Düsseldorf, Beschl. v. 27.5.2009 – I-26 W 5/07, WM 2009, 2220-2228, juris Rn. 103; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 28.8.2014 – I-26 W 9/12 (AktE), juris Rn. 126; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 2.7.2018 – I-26 W 4/17 (AktE), AG 2019, 92-96, juris Rn. 36.

- 104 Das wird jedoch nicht näher begründet. Tatsächlich handelt es sich bei dem objektivierten Unternehmenswert um einen typisierten subjektiven Wert von einflusslosen Anteilseignern, der theoretisch sogar unter den Grenzpreisen von Minderheitsaktionären liegen kann

Ballwieser, WPg 1995, 119 (127); Hayn, DB 2000, 1346 (1348).

- 105 Der in der Rechtsprechung nahezu ausnahmslos akzeptierte objektivierte Unternehmenswert gemäß IDW S 1 ermittelt definitionsgemäß einen Wert des Unternehmens „wie es steht und liegt“ und nicht einen am Markt voraussichtlich erzielbaren Preis entsprechend dem fair value-Konzept. Der IDW S 1 liefert ein Wertkonzept, kein Preiskonzept

IDW S 1 (2008) Rn. 13, WPg Supplement 3/2008, 68 ff., FN-IDW 2008, S. 271 ff.

- 106 Soweit der Verkehrswert des Unternehmens in der Betriebswirtschaftslehre vereinzelt als nicht geeignete Wertkategorie bezeichnet wird, da kein geeignetes Modell zur Simulation des Marktpreises eines ganzen Unternehmens existiere,

Ruthardt/Hachmeister, ZfbF 2018, 47 (58); Ruthardt/Hachmeister, NZG 2014, 885 (889); Popp/Ruthardt, AG 2015, 857 (863); Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl. 2018, S. 55,

107 wird verkannt, dass keine Simulation von Marktpreisen gefordert ist, sondern theoretisch ein Marktpreis durch eine heuristische Annäherung an den Verkehrswert im Sinne des Fair value-Konzepts ermittelt werden soll.

108 Die volle wirtschaftliche Entschädigung von Minderheitsaktionären zum wahren Wert ihrer aktienrechtlichen Beteiligung kann nur in der gleichwertigen Beteiligung an dem Gesellschaftsvermögen bestehen. Das Gesellschaftsvermögen wird – ebenso wie andere Vermögensgegenstände – durch seinen Verkehrswert repräsentiert

Allgemein vgl. BVerfG, Beschl. v. 7.11.2006 – 1 BvL 10/02, juris Rn. 104, BVerfGE 117, 1-70.

109 Eine darunterliegende Abfindung würde Minderheitsaktionäre benachteiligen und den Mehrheitsaktionär begünstigen. Der „Entschädigungsgedanke“ hat sich sprachlich eingebürgert, er hat aber keine sachliche Substanz, da das Bundesverfassungsgericht bereits in der Feldmühle-Entscheidung klargestellt hat, dass kein Grund für eine finanzielle Besserstellung des Mehrheitsaktionärs besteht

BVerfG, Entscheidung vom 7.8.1962 – 1 BvL 16/60, BVerfGE 14, 263-288, juris-Rn. 65.

110 Da es sich bei der Bestimmung des Bewertungsziels und der geeigneten Bewertungsmethode um Rechtsfragen handelt, kann nicht entscheidend sein, ob es sich um eine in der Praxis anerkannte und gebräuchliche Bewertungsmethode handelt. Die Eignung der Methode zur Erreichung des Bewertungsziels ist trotz aller Gebräuchlichkeit in der Bewertungspraxis rechtlich zu prüfen. Unabhängig davon ist jedenfalls der objektivierte Unternehmenswert gemäß IDW S 1 in der ökonomischen Theorie nicht als geeignete Bewertungsmethode zur Bestimmung eines angemessenen Unternehmenswerts anerkannt.

Hayn, DB 2000, 1346 (1348); Ballwieser, WPg 1995, 119 (127); Schildbach, BFuP 1993, 25 (25 ff.); Busse von Colbe, ZGR 1994, 595 (596 ff.); Maul, DB 1992, 1253-1259; Hering/Brösel, WPg 2004, 939; Peemöller in Peemöller (Hrsg.), Unternehmensbewertung, 6. Auflage 2015, S. 11.

111 Richtig ist, dass die ständige Rechtsprechung die Ertragswertmethode grundsätzlich als eine geeignete Methode zur Feststellung des Unternehmenswerts bezeichnet

BGH, Beschl. v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, AG 2016, 135-142, juris Rn. 33 ff.; BGH, Beschl. v. 12.1.2016 – II ZB 25/14, AG 2016, 359-362, juris Rn. 21, jeweils m.w.N.; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 2.7.2018 – I-26 W 4/17(AktE) –, juris Rn. 36 m.w.N.

112 Auch die betriebswirtschaftliche Literatur geht davon aus. Allerdings darf dann die Ertragswertmethode nicht einseitig zur Feststellung von Verkäufer-Entscheidungswerten

angewendet werden, sondern der Ertragswert muss markttypisch ermittelt oder mithilfe weiterer Verfahren bzw. Schätzungen zu einem hypothetischen Erwerbspreis für das Unternehmen verdichtet werden, wovon ursprünglich auch der erste Bewertungsstandard IDW HFA 2/83 ausging

IDW Stellungnahme HFA 2/1983: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, WP 1983, 468 (471).

- 113 Es geht dabei nicht darum, den höheren subjektiven Grenzpreis eines potenziellen Investors zu ermitteln und diesen zur Grundlage der Abfindung zu machen, wie teilweise vertreten wird.

OLG Düsseldorf, Beschl. v. 2.7.2018 – I-26 W 4/17 (AktE), AG 2019, 92-96, juris Rn. 37.

- 114 Das wäre ebenso einseitig wie der umgekehrte Vorgang, den niedrigsten Verkäufer-Grenzpreis zur Grundlage der Abfindung zu machen, wie es bei einer Bewertung gemäß IDW S 1 geschieht. Die Verkehrswertbandbreite wird sich im Zweifel im Einigungsbereich der subjektiven Entscheidungswerte des Verkäufers und potenzieller Investoren des Unternehmens bewegen

Franken/Schulte in Fleischer/Hüttemann (Hg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2015, § 10, Rn. 20 m.w.N.

- 115 Die Kammer teilt dabei nicht die Auffassung des OLG Düsseldorf, dass es insoweit um einen „Kaufrechts-Ansatz“ geht, der abfindungsrechtlich nicht gefordert sei

OLG Düsseldorf, Beschl. v. 2.7.2018 – I-26 W 4/17 (AktE), AG 2019, 92-96, juris Rn. 37.

- 116 Richtig ist zwar, dass die Abfindung keine Gegenleistung für die Durchführung der Strukturmaßnahme ist. Das ist aber unerheblich, wenn das Bewertungsziel der Marktpreis des Gesellschaftsvermögens im Sinne des Verkehrswertes des Unternehmens ist. Dann kommt es nicht darauf an, welche Gegenleistung ein Mehrheitsaktionär an die Minderheitsaktionäre für den Verlust der Aktienrechte als Gegenleistung kaufrechtlich anbieten würde bzw. müsste. Das ist schon deshalb unerheblich, da der Gesetzgeber die Möglichkeiten gemäß den §§ 305 ff. AktG unabhängig von kaufrechtlichen Offerten des Mehrheitsaktionärs geschaffen hat. Vielmehr kommt es auf den Wert des Gesellschaftsvermögens zum Stichtag an, d. h. auf den bei der Veräußerung des Unternehmens im Ganzen unter gewöhnlichen Verhältnissen am Markt zu erzielenden Preis.

117 Die Kritik, dass auch Multiplikator-Bewertungen keine zweifelsfreien Unternehmenswerte bzw. Unternehmenspreise hervorbringen, ist zwar zutreffend, letztlich aber unerheblich. Multiplikator-Verfahren sind in der Praxis der Unternehmenstransaktionen sehr verbreitet. Zudem handelt es sich auch nur um eine Plausibilisierung und Validierung eines bereits nach IDW S 1 ermittelten objektivierten Unternehmenswerts

IDW S 1 (2008) Rn. 13, WPg Supplement 3/2008, 68 ff., FN-IDW 2008, S. 271 ff.

118 Für die Annäherung an realistische Unternehmenspreise ist die Verwendung mehrerer Methoden in der Praxis üblich und wird zudem in der Wissenschaft empfohlen (Methodenpluralismus)

Peemöller/Kunowski in Peemöller (Hg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl. 2015, S. 281 ff.; Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA), Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung, 2012, S. 7; Fleischer, AG 2016, 185 (192).

119 Der Börsenkurs repräsentiert den Desinvestitionswert der Minderheitsaktie. Die Börsenkapitalisierung repräsentiert dementsprechend nicht den Verkehrswert des Unternehmens. Die Märkte und die Wertbildungsfaktoren beim Handel mit Unternehmen und Aktien unterscheiden sich erheblich

Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327 a AktG, 2014, Seite 358 ff. m.w.N.

120 Die insbesondere von der Antragsgegnerin angegriffenen DVFA-Empfehlungen greifen die vorstehenden Gedanken auf, d. h. den Methodenpluralismus und die Verwendung von in der Wissenschaft und Praxis verbreiteten Kapitalwertkalkülen (Ertragswertverfahren; DCF-Verfahren) sowie Multiplikator-Verfahren.

121 Das wird von dem Sachverständigen bestätigt und auch von der Antragsgegnerin nicht bestritten. Soweit der rechtliche Ausgangspunkt der DVFA-Empfehlungen – Verkehrswert des Unternehmens im Sinne eines unter normalen Bedingungen erzielbaren Preises aus der Sicht markttypischer Erwerber – in der Spruchpraxis bislang nicht verbreitet ist, liegt eine Rechtsfrage vor, die unabhängig von der bisherigen Praxis, insbesondere der Anwendung des IDW S 1, zu entscheiden ist. Insofern kommt es auf die Anerkennung und die Gebräuchlichkeit nicht an, sondern lediglich auf Normkonformität.

II. Ergebnisse des Bewertungsgutachters

- 122 Der von ermittelte Unternehmenswert wurde auf der Grundlage des IDW S 1 2008 ermittelt. Gegenstand der Bewertung ist die Ertragskraft des Unternehmens im Sinne eines objektivierten Unternehmenswerts. Dieser beträgt nach dem Bewertungsgutachten EUR 5.785,2 Mio.
- 123 Im Rahmen der SOTP-Bewertung der GDH wurden von der separate Ertragswerte für die wesentlichen operativen Tochtergesellschaften sowie für zwei Zwischenholdings ermittelt. Beteiligungen, für die aufgrund fehlender Informationen bzw. geringer Bedeutung keine Planungen erstellt werden konnten bzw. diese nicht vorlagen, wurden mit dem anteiligen Eigenkapital (Net Asset Value = NAV) als Sonderwerte berücksichtigt.
- 124 Grundlage der Detailplanungsphase (Phase I) waren die Planungsrechnungen für die Jahre 2014-2016 sowie die Hochrechnung für das Jahr 2013. Bei den Lebensversicherungen wurden im Hinblick auf das niedrige Zinsniveau Planungsszenarien erstellt und die für die Aktionäre vorteilhaftesten Szenarien zugrunde gelegt.
- 125 Die geschätzten Nettoeinnahmen der GDH wurden gemäß IDW S 1 2008 diskontiert. Dabei wurden ein Basiszinssatz i.H.v. 2,75 % und eine Marktrisikoprämie von 6,0 % vor persönlicher Steuer und 5,25 % nach persönlicher Steuer für sämtliche Sparten berücksichtigt. Der Basiszinssatz wurde auf der Grundlage von Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für den Dreimonatszeitraum vom 17. Juli 2013 bis zum 16. Oktober 2013 geschätzt. Die ermittelten Werte von 2,67 % (für eine typisierte Wachstumsrate von 0,5 %) und 2,68 % (für eine typisierte Wachstumsrate von 1,0 %) wurden im Hinblick auf Marktschwankungen und mögliche Schätzungsfehler auf 2,75 % aufgerundet. Nach Abzug der Abgeltungssteuer resultierte ein Basiszinssatz nach Steuer in Höhe von 2,02 %.
- 126 Die von ermittelte Marktrisikoprämie nach persönlicher Steuer i.H.v. 5,25 % lag in der vom FAUB gemäß Veröffentlichung vom 19. September 2012 empfohlenen Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 % nach persönlichen Steuern.
- 127 Der geschätzte Betafaktor der herangezogenen Peer Group-Unternehmen bewegte sich zwischen 0,95 (Bausparkasse) und 1,15 (Lebens-/Krankenversicherung). Der beobachtbare Betafaktor der GDH lag im Fünfjahreszeitraum der Jahre von 2008 bis 2013 bei Werten zwischen 0,58 um 0,82, im Durchschnitt bei 0,71. Die Verwendung dieses Betafaktors wurde von abgelehnt wegen eines zu geringen Free-Floats der Aktien und einer bereits seit längerem im Markt bestehenden Erwartung eines Squeeze Outs.

Für die Peer Group-Analyse wurden insgesamt drei Peer Group-Gruppen gebildet. Dabei wurden im Wesentlichen ausländische Gesellschaften berücksichtigt.

128 Die Wachstumsabschläge auf den Zinssatz der ewigen Rente (Phase II) lagen zwischen 0,5 % (Bausparkasse, Lebens-/Krankenversicherung) und 1,0 % (Sachversicherung). Die in die Fortführungsphase (Phase II) eingegangenen Thesaurierungen sind nicht in den Wachstumsabschlag eingegangen, da diese den Aktionären fiktiv unmittelbar zugerechnet wurden. Im Übrigen wurde unterstellt, dass aufgrund des stark regulierten und kompetitiven Marktes, des erwarteten Kostendrucks und der herausfordernden Finanzmarktbedingungen eine Überwälzung von inflationsbedingten Kostensteigerungen nur sehr eingeschränkt möglich sein wird. Insoweit sei ein Abschlag von 1,0 % für die Sachversicherungen realistisch. Für die Lebens-/Krankenversicherungen betrage der Wachstumsabschlag lediglich 0,5 % im Hinblick auf den nahezu ausschließlichen nominalen Charakter der Erträge, die hohe Marktdurchdringung und die Abnahme der Attraktivität von Lebensversicherungen als Form der Kapitalanlage.

129 Daraus folgen laut Bewertungsgutachter Risikozuschläge (Betafaktor x Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern) zwischen 4,99 % (Finanzdienstleister), 5,25 % (Schaden/Unfall), 5,59 % (Konzernunternehmen) und 6,04 % (Kranken/Leben).

130 Die Eigenkapitalkosten liegen im Detailplanungszeitraum entsprechend der vorgenannten Reihenfolge bei 7,01 %, 7,27 %, 7,62 % und 8,06 %. Für die ewige Rente liegen die Eigenkapitalkosten entsprechend der vorgenannten Reihenfolge bei 6,27 %, 6,51 %, 7,02 % und 7,56 %.

131 Der geschätzte fundamentale Unternehmenswert in Höhe von EUR 5.785,2 Mio. liegt über der volumengewichteten Börsenkapitalisierung der GDH im Durchschnitt der letzten drei Monate vor Bekanntgabe der Konzernierungsmaßnahme (8. April 2013 bis 8. Juli 2013). Dieser Kurs lag laut Mitteilung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (nachfolgend „BaFin“) vom 25. Juli 2013 bei EUR 100,00 je Stückaktie. Anpassungen wegen der Kursentwicklung der GDH-Aktien für den Zeitraum von fünf Monaten bis zur Hauptversammlung am 4. Dezember 2013 wurden nicht vorgenommen.

III. Prüfbericht des sachverständigen Prüfers

132 Nach Angaben des Prüfers erstreckte sich die Prüfung darauf, ob die für die Berechnung der Barabfindung zugrunde gelegten Methoden den allgemein anerkannten Grundsät-

zen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen entsprechen, die hierbei zugrunde gelegten Daten fachgerecht abgeleitet sind und die Zukunftseinschätzung plausibel erscheint. Es sei nicht die Aufgabe des Prüfers, die für die Ableitung der Barabfindung erforderlichen Unternehmensbewertungen selbst durchzuführen.

- 133 Vor diesem Hintergrund hat der Prüfer eine Bewertung der GDH nach dem Bewertungsstandard IDW S1 2008 für zutreffend erachtet auf der Grundlage der Planungsrechnungen für die Jahre 2014-2016 (einschließlich der Hochrechnung für das Jahr 2013). Insbesondere wurden die Ausführungen im Bewertungsgutachten zu den Kapitalisierungszinssätzen für zutreffend erachtet.
- 134 Die Empfehlung des FAUB zu einer Risikoprämie von 5 % bis 6 % nach Steuern sei nicht zu beanstanden und für Bewertungsstichtage nach dem 1. Januar 2009 auch von der Rechtsprechung gebilligt worden. Vor diesem Hintergrund sei die vom Bewertungsgutachter angesetzte Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,25 % vertretbar.
- 135 Das eigene Beta der GDH von durchschnittlich 0,71 sei aufgrund des geringen Handels und des vom Markt erwarteten Squeeze Outs nicht relevant. Die mangelnde Liquidität der GDH-Aktie ergebe sich aus der erheblichen Differenz der Angebots- und Verkaufsoffer (Spreads) von durchschnittlich 2,23 %, an einzelnen Tagen sogar bis zu 45 %. Danach sei ein geregelter, auf Rationalität fußender Handel nicht anzunehmen. Die Auswahl der herangezogenen Peer Group sei nachvollzogen und für sachgerecht erachtet worden, auch angesichts der Tatsache, dass im Bereich Leben/Kranken kein deutsches Vergleichsunternehmen einbezogen wurde, da die Risikosituation im Wesentlichen durch den geographischen Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit beeinflusst werde. Die im Bewertungsgutachten ermittelten Betafaktoren von 1,15 für Leben/Kranken, 1,00 für Schaden/Unfall und 0,95 für Finanzdienstleistungen seien angemessen. Schließlich sind vom Prüfer die Wachstumsabschläge zwischen 0,5 (Leben/Kranken; Finanzdienstleister), 0,60 % (Konzernunternehmen) und 1,0 % (Schaden/Unfall) auf die ewige Rente gebilligt worden.

IV. Gerichtliches Sachverständigengutachten

- 136 Die Kammer stützt ihre Entscheidung auf das umfangreiche und überzeugende Gutachten des gerichtlichen Sachverständigen (nachfolgend „**Sachverständiger**“ oder „**Gutachter**“). Der Sachverständige hat eine eigenständige Unternehmensbewertung zur GDH vorgelegt und sich dabei ausführlich mit den Einwänden der Verfahrensbeteiligten ausei-

mandergesetzt. Das aus zwei Bänden bestehende Hauptgutachten umfasst ca. 700 Seiten. Das Ergänzungsgutachten umfasst weitere 140 Seiten. Das Hauptgutachten gliedert sich in folgende Prüfungspunkte auf:

- 137 A. Auftrag und Auftragsdurchführung
 B. Beweisbeschluss vom 17. August 2015
 C. Zusammenfassung der Ergebnisse
 D. Bewertungsgrundsätze und -methoden
 E. Beschreibung des Bewertungsobjekts
 F. Ermittlung des Unternehmenswerts
 G. Analyse des Börsenkurses
 H. Stellungnahme zu den wesentlichen Einwendungen und Erwiderungen
 I. Ergebnisse.

1. Zusammenfassung der Ergebnisse

138 Der Sachverständige hat die Ergebnisse seiner Untersuchungen zusammengefasst. Entsprechend der Beauftragung durch das Gericht hat er eine eigenständige Bewertung der GDH vorgenommen.

139 Die nachfolgende Tabelle stellt die Ergebnisse der Unternehmensbewertung der GDH dar, wobei im Hinblick auf verschiedene Aktiegattungen der Deutsche Vermögensberatung AG (nachfolgend „**DVAG**“) unterschiedliche Unternehmenswerte je Aktie im Vergleich zur Bewertung der ausgewiesen werden:

GDH	[REDACTED]	[REDACTED]			[REDACTED]		
		DVAG/GFM mit	Differenz absolut	Differenz relativ	DVAG/GFM ohne	Differenz absolut	Differenz relativ
Unternehmenswert Vergleich		Gewinn-allokation			Gewinn-allokation		
Unternehmenswert zum 4. Dezember 2013 (in Mio. €)	5.785	7.130	1.345	23,2%	7.340	1.555	26,9%
Unternehmenswert je Aktie in €	107,77	132,83	25,06	23,3%	136,74	28,97	26,9%
Börsenkurs in €	100,00	100,00			100,00		
Barabfindung gem. § 327b AktG (Wert je Aktie)	107,77	132,83	25,06	23,3%	136,74	28,97	26,9%

Abbildung 2 - Ergebnisse Gutachten

140 Unter Berücksichtigung der Unterschiede in der Gewinnallokation der verschiedenen Aktiengattungen der DVAG und der Generali Fund Management S. A. (nachfolgend „GFM“) beträgt der Unternehmenswert der GDH laut Gutachten zum Stichtag 4. Dezember 2013 EUR 7.130 Mio. Ohne Berücksichtigung der Unterschiede, d. h. bei quotaler Aufteilung des Unternehmenswerts der DVAG, beträgt der Wert hingegen höhere EUR 7.340 Mio. Daraus ergeben sich Werte je GDH-Aktie i.H.v. EUR 132,83 bzw. EUR 136,74. Das entspricht Steigerungen von 23,3 % bzw. 26,9 % gegenüber der festgesetzten Barabfindung i.H.v. EUR 107,77.

141 Die nachfolgende Abbildung zeigt die wesentlichen Effekte, die zur Erhöhung des Unternehmenswerts um 23,3 % bzw. 26,9 % geführt haben:

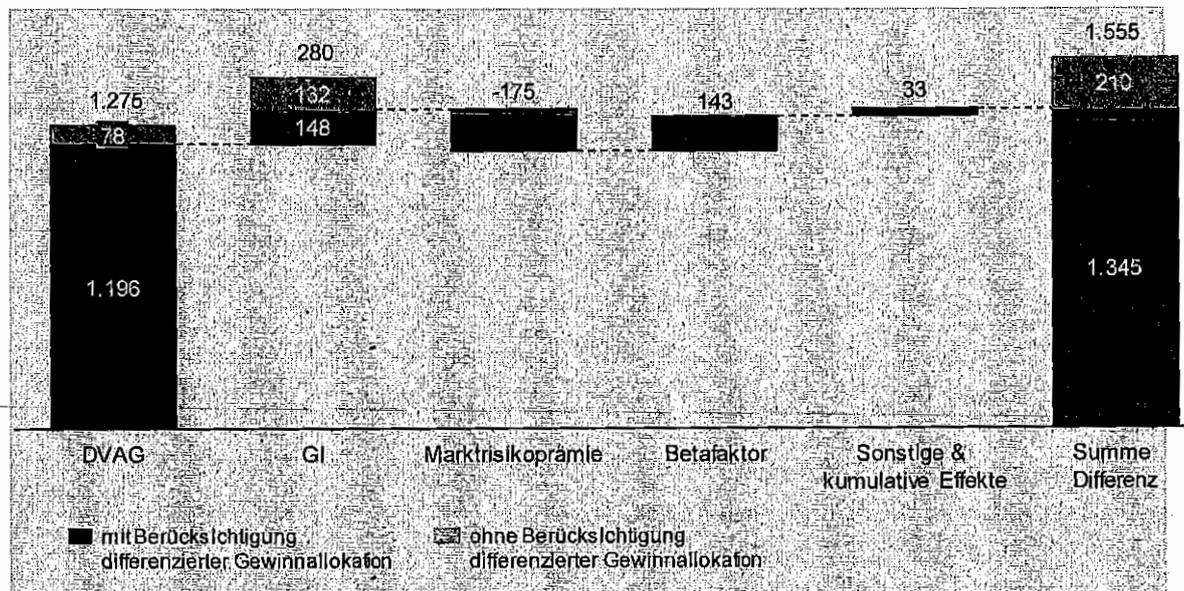


Abbildung 3 - Wesentliche Effekte

142 Bei den separat bewerteten Konzernunternehmen der GDH sind die unternehmenseigenen Planungen sowie die Entwicklung der Kapitalanlageergebnisse im Detailplanungszeitraum nachvollzogen und analysiert worden. Insoweit hat sich für den Sachverständigen kein Anpassungsbedarf ergeben.

143 Die größte Anpassung bei der gutachterlichen Einschätzung ergibt sich aus der stark abweichenden Bewertung der DVAG mit ihrem anteiligen Ertragswert. Während die DVAG in den Bewertungsgutachten mit ihrem anteiligen Eigenkapital i.H.v. EUR 258 Mio. als Sonderwert in die Bewertung eingegangen war, hat der Sachverständige einen anteiligen Unternehmenswert der DVAG i.H.v. EUR 1.454 Mio. festgestellt. Der ursprüngliche Wertansatz für die DVAG wird folglich um EUR 1.196 Mio. bzw. EUR 1.275 Mio. übertrof-

- fen. Weiterer, gleichwohl untergeordneter Anpassungsbedarf, ergibt sich laut Sachverständigen aus der Bewertung der Generali Investments S.p.A. (nachfolgend „GI“) auf der Basis einer vergleichenden Marktbewertung und den Anpassungen zur Marktrisikoprämie, zu Betafaktoren in den Sparten und zu kumulativen Effekten.
- 144 Darüber hinaus wird die GI-Gruppe von dem Sachverständigen abweichend bewertet. Der anteilige Wert des Eigenkapitals i.H.v. EUR 60 Mio. hat sich auf EUR 208 Mio. bzw. EUR 340 Mio. erhöht.
- 145 Die Marktrisikoprämie ist auf 5,5 % nach persönlichen Ertragsteuern angepasst worden. Das entspricht dem Mittelwert der vom FAUB zum Bewertungsstichtag empfohlenen Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 %. Korrespondierend dazu ist die Marktrisikoprämie vor persönlichen Ertragsteuern i.H.v. 6,5 % zugrunde gelegt worden, die auch für die Berechnung der Kapitalanlageergebnisse einzelner Assetklassen herangezogen worden ist. Die Veränderungen bei der Marktrisikoprämie haben sich gegenläufig ausgewirkt. Im Ergebnis hat sich der Effekt im Saldo mit EUR 175 Mio. wertmindernd ausgewirkt.
- 146 Der Betafaktor der GDH ist angepasst worden. Sowohl der eigene originäre Betafaktor der GDH sowie ergänzend der Betafaktor des Mutterkonzerns der GDH, der Generali S. p. A., sind berücksichtigt worden. Ferner sind darauf aufbauend Betafaktoren einer Peer Group, getrennt nach den einzelnen Sparten des GDH-Konzerns und für die DVAG, ermittelt worden. Als plausibel ist ein Betafaktor der GDH in einer Bandbreite zwischen 0,9 und 1,0 erachtet worden. Für Beteiligungsgesellschaften der GDH sind davon abweichend spezifische Betafaktoren zur Anwendung gekommen, und zwar für die Sparte Lebens- und Krankenversicherung 1,2 (1,15), Schaden- und Unfallversicherung 0,9 (1,0) und für die Bausparkasse 0,9 (1,0). Für die Bewertung der Holding-, Vertriebs- und Servicegesellschaften ist ein Betafaktor von 1,0 als sachgerecht angesehen worden. Der Betafaktor für die DVAG beträgt laut Gutachten hingegen lediglich 0,7. Die Anpassung der spartenspezifischen Betafaktoren führt dazu, dass die Unternehmenswerte der Konzerngesellschaften im Vergleich zu der von der vorgenannten Bewertung c. p. insgesamt um EUR 143 Mio. steigen.
- 147 Zur Plausibilisierung hat der Sachverständige eine simulationsbasierte Unternehmensbewertung durchgeführt. Dabei haben sich Werte ergeben, die leicht unterhalb der einwertigen Unternehmensbewertung liegen, aber dennoch plausibel sind.

148 Ergänzend hat der Sachverständige eine vergleichende Marktbewertung durchgeführt. Dazu sind Kurs-Gewinn-Multiplikatoren von vergleichbaren Unternehmen herangezogen worden. Verwerfungen zu den ermittelten Ergebnissen sind von dem Sachverständigen nicht festgestellt worden.

2. Bewertungsgrundsätze und -methoden

a. Allgemeine Bewertungsgrundsätze

149 Das Gutachten basiert auf den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen gemäß IDW S 1 vom 2. April 2008. Danach wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet für die Unternehmenseigner finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften. Der Unternehmenswert kann entweder nach dem Ertragswertverfahren oder dem DCF-Verfahren ermittelt werden.

150 Beide Bewertungsverfahren sind grundsätzlich gleichwertig. In beiden Verfahren wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse des betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Zur Ableitung eines Barwertes der künftigen Überschüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentiert. Vermögensgegenstände (einschließlich Schulden), die einzeln veräußert werden können, ohne dass dafür die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, sind als nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu berücksichtigen. Notwendiges und nicht betriebsnotwendiges Vermögen ergeben grundsätzlich den Unternehmenswert.

151 In der deutschen Bewertungspraxis ist das Ertragswertverfahren von der Rechtsprechung anerkannt. Für vermögensverwaltende Gesellschaften ist der **Net Asset Value** (nachfolgend „NAV“) ein üblicher Bewertungsansatz. Der NAV ist für vermögensverwaltende Gesellschaften in der Rechtsprechung ebenfalls anerkannt

Bayerisches Oberstes Landesgericht, Beschluss vom 18. Mai 2022 – 101 ZBR 97/20 –, Rn. 42, juris; OLG München, Beschl. v. 13.11.2018 - 31 Wx 372/15; OLG München, Beschl. v. 12. Juli 2019 – 31 Wx 213/17 –, Rn. 52, juris; OLG Frankfurt, Beschl. v. 08.09.2016 - 21 W 36/15; OLG Karlsruhe, Beschl. v. 25. Mai 2020 – 12 W 17/19 –, Rn. 44, juris; LG Flensburg, Beschl. v. 11.4.2011, Az. 6 O 21/09; LG Leipzig, Beschl. v. 8.3.2013, Az. 02 HK OH 80/08; LG Frankfurt, Beschl. v. 16.12.2014, Az. 3-05 O 164/13; Schleswig-Holsteinisches OLG, Beschl. v. 17.9.2013 – 9 Wx 86/11; OLG Dresden, Beschl. v. 31.1.2014, Az. 11 W 505/13; LG Hamburg, Beschl. v. 29.6.2015, 412 HKO 178/12; LG Stuttgart, Beschl. v. 30.6.2016, Az. 31 O 122/12 und OLG Frankfurt, Beschl. v. 8.9.2016, Az. 21 W 36/15 ; LG München I, Beschl. v. 30.11.2016 –

5HK 22066/02; Böttcher/Habighorst/Schulte/Jaspers/Posch, UmwandlungsR, 2. Aufl. 2019, § 11 SpruchG Rn. 88a; Creutzmann, BewertungsPraktiker 3/2017, S. 74 ff.; vgl. Creutzmann, Net Asset Value in Theorie und Praxis, in BewertungsPraktiker, Juni 2013, S. 64-69 sowie auch Creutzmann, Besonderheiten beim Net Asset Value, in BewertungsPraktiker, September 2017, S. 74-79.

- 152 Deren Wert ergibt sich aus dem Ertragswert ihrer Kapitalanlagen, die maßgeblich in ihren Marktwerten (Verkehrswerten) zum Ausdruck kommen. Der NAV ergibt sich aus der Differenz der Marktwerte des Vermögens abzüglich der Marktwerte der Verbindlichkeiten und des Barwerts der zukünftigen Verwaltungskosten der Gesellschaft. Er entspricht dem Reinvermögen eines Unternehmens unter Einschluss der stillen Reserven.
- 153 Zur Ermittlung des Ertragswerts sind erwartete Nettoeinnahmen des Unternehmens abzuzinsen. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Die finanziellen Überschüsse werden auf der Grundlage der von den Unternehmen zur Verfügung gestellten Ertragsplanungen ermittelt, die anhand der in der Vergangenheit erwiesenen Ertragskraft plausibilisiert werden.

OLG Düsseldorf, Beschl. v. 25.02.2020 - I-26 W 7/18 [AktE], AG 2020, 593, 594, juris Rn. 43 f.; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 02.07.2018 - I-26 W 6/16 [AktE], AG 2019, 884, 885 juris Rn. 39 f.; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 9. Mai 2022 - I-26 W 3/21 (AktE) -, Rn. 33, juris; OLG Zweibrücken, Beschl. v. 02.10.2017 - 9 W 3/14, AG 2018, 200, 203, juris Rn. 19 f.; OLG Frankfurt a.M., Beschl. v. 05.03.2012 - 21 W 11/11, AG 2012, 417, 418 Rn. 22 f.).

(OLG Düsseldorf, Beschluss vom 9. Mai 2022 - I-26 W 3/21 (AktE) -, Rn. 33, juris)

- 154 Der zur Ermittlung von Barwerten erforderliche Kapitalisierungszinssatz wird anhand von Renditen abgeleitet, die am Kapitalmarkt erzielbar sind. Üblicherweise wird dabei die persönliche Ertragsteuer der Anteilseigner zur Ermittlung objektiver Unternehmenswerte berücksichtigt. Dabei sind sachgerechte Annahmen über die persönliche Besteuerung der Nettoeinnahmen aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativrendite zu treffen.
- 155 Das nicht betriebsnotwendige Vermögen des Unternehmens fließt mit seinem Liquidationserlös nach Absetzung der Kosten der Liquidation sowie dem steuerlichen Folgen in den Barwert ein. Gefordert ist insoweit eine bestmögliche Verwertung gemäß den Verkehrswerten des nicht betriebsnotwendigen Vermögens.
- 156 Bei der Bewertung des gesamten Unternehmens ist dem Zukunftserfolgswert bei der Fortführung des Unternehmens der Liquidationswert bei der Zerschlagung des Unter-

nehmens und seiner Vermögensgegenstände unter Berücksichtigung steuerlicher Auswirkungen und der Kosten gegenüberzustellen. Falls die Liquidation zu einem höheren Unternehmenswert führt, ist dieser grundsätzlich vorzugswürdig.

- 157 Im Rahmen der Unternehmensbewertung kommt dem Substanzwert kein selbstständiger Aussagewert zu. Der Substanzwert ist lediglich ein Teilrekonstruktionswert ohne immaterielle Werte. Dieser hat keinen selbstständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwertes des fortzuführenden Unternehmens.

b. Sum of the parts-Ansatz

- 158 Der Sachverständige hat den Ertragswert der GDH zutreffend auf der Grundlage eines Sum of the parts-Ansatzes (nachfolgend „**SOTP**“) ermittelt für die vier Lebensversicherungsgesellschaften, die Generali Pensionskasse, die zwei Krankenversicherungsgesellschaften, die vier Schaden- und Unfallversicherungsgesellschaften, die Deutsche Bausparkasse Badenia AG (nachfolgend „**Badenia**“), die Volksfürsorge AG Vertriebsgesellschaft für Vorsorge- und Finanzprodukte (nachfolgend „**VFS**“), die drei Konzerndienstleistungsgesellschaften Generali Informatik Services GmbH (nachfolgend „**GDIS**“), die Generali Deutschland Services GmbH (nachfolgend „**GDS**“) die Generali Deutschland Schadenmanagement GmbH (nachfolgend „**GDSM**“) die Generali Beteiligungs- und Verwaltungs-AG (nachfolgend „**GBV**“) als Zwischenholding und die GDH als Holdinggesellschaft.

- 159 In Übereinstimmung mit dem Vorgehen des Bewertungsgutachters sind von dem Sachverständigen verbundene Unternehmen und Beteiligungen der separat bewerteten Konzernunternehmen in den Kapitalanlageergebnissen der Gesellschaften erfasst worden. Eine Ausnahme davon stellen die verbundenen Unternehmen und Beteiligungen der beiden Holdinggesellschaften GBV und GDH dar, die jeweils gesondert bewertet und als Sonderwerte berücksichtigt worden sind.

- 160 Die DVAG ist aufgrund ihrer hohen Bedeutung für den Unternehmenswert der GDH nach dem Ertragswertverfahren bewertet worden. Die nicht existente Unternehmensplanung für die DVAG ist von dem Sachverständigen eigenständig abgeleitet worden. Dabei hat er insbesondere auf die Annahme zurückgegriffen, die den unternehmenseigenen Planungen der Versicherungsgesellschaften der GDH, für die die DVAG als maßgeblicher Vertriebspartner fungiert, zugrunde lagen. Darüber hinaus ist auf die zum Bewertungsstichtag öffentlich verfügbaren Informationen, insbesondere die Geschäftsberichte der

DVAG im Zeitraum von 2000-2012, zurückgegriffen worden. Da die DVAG mit verschiedenen Aktiengattungen ausgestattet war, ist der Ertragswert für beide Varianten ermittelt worden.

161 Die GI ist ebenfalls nach dem SOTP-Ansatz ermittelt worden. Die Beteiligungen der GI sind separat bewertet und die sich ergebenden anteiligen Werte der GI zugerechnet worden. Zu den wesentlichen Gesellschaften der GI-Gruppe gehören die Generali Investments Europe S. P. A. (nachfolgend „**GIE**“), die Generali Investments Deutschland Kapitalanlagegesellschaft mbH (nachfolgend „**GID**“) und die Generali Fund Management S. A. (nachfolgend „**GFM**“). Für diese drei Gesellschaften sind aufgrund ihrer Wertrelevanz vergleichbare Marktbewertungen anhand von Börsen- und Transaktions-Multiplikatoren vorgenommen worden. Im Übrigen ist aufgrund der untergeordneten Bedeutung für die Gesellschaften vereinfachend der anteilige Buchwert des Eigenkapitals angesetzt worden. Auch insoweit sind aufgrund verschiedener Aktiengattungen unterschiedliche Unternehmenswerte ermittelt worden.

162 Die übrigen gesondert bewerteten verbundenen Unternehmen und Beteiligungen sind überwiegend mit dem anteiligen Buchwert des Eigenkapitals in die Bewertung der GDH-Gruppe einbezogen worden. In der Bewertung der wird dieser Bewertungsansatz als NAV-Ansatz bezeichnet. Tatsächlich sind laut Gutachter von der aber nicht, wie üblich, Marktwerte der Assets angesetzt worden, sondern Buchwerte. Diese sind für die Bewertung der übrigen gesondert bewerteten verbundenen Unternehmen und Beteiligungen übernommen worden, wobei allerdings Marktwerte angesetzt worden sind, soweit diese vorlagen.

c. **Embedded Value-Ansatz**

163 Die von Antragstellern geforderte Bewertung der GDH nach dem sogenannten Embedded Value (nachfolgend „**EmV**“) bzw. Market Consistent Embedded Value (nachfolgend „**MCEV**“) ist nicht geboten. Einige Antragsteller weisen darauf hin, dass für die Bewertung von Versicherungen das EmV ein marktübliches Verfahren sei. Versicherungsunternehmen zeichneten sich durch langfristige Verträge aus, deren Ergebnisbeiträge in einer nur kurzen Detailplanung nicht angemessen zum Ausdruck kämen. Zumindest sei zu klären, ob sich über den EmV eine höhere Abfindung ergebe. Die Antragsgegnerin teilt diese Auffassung nicht, sondern verweist auf die Üblichkeit einer Bewertung nach Ertragswerten auch bei Versicherungsunternehmen.

- 164 Der Sachverständige hat dazu erläutert, dass der EmV-Ansatz eine Methode sei, die bei der Bewertung von Versicherungsunternehmen Anwendung finde. Der EmV entspreche dem Barwert künftiger Erträge der im Bestand befindlichen Versicherungspolice. Das Neugeschäft werde beim traditionellen EmV-Ansatz nicht mitberücksichtigt. Das Lebensversicherungsgeschäft weise, im Vergleich zu anderen Versicherungssparten, wesentlich längere Vertragslaufzeiten auf. Das Neugeschäft verursache anfänglich Verluste aus Abschlusskosten. Stornos führten zu reduzierten Erträgen und Kosten in der Zukunft. Der EmV-Ansatz berücksichtige den typischen Verlauf des Überschusses aus einem Lebensversicherungsvertrag, indem nicht nur der Überschuss eines Jahres, sondern der Barwert aller künftigen Überschüsse bis zum Bestandsauslauf projiziert und diese mit einem Diskontierungssatz auf den Bewertungsstichtag abgezinst würden (vgl. Institut für Versicherungswesen Köln, Ist der MCEV in der Lebens- und Schadenversicherung geeignet für die Unternehmenssteuerung oder nicht?“ S. 7 f.).
- 165 Der MCEV stelle eine Weiterentwicklung des traditionellen EmV-Ansatzes dar. Beim MCEV werde der Diskontierungssinssatz auf der Basis von beobachtbaren Marktdaten zum Bewertungsstichtag ermittelt, Garantien und Optionen explizit mit kapitalmarktkonsistenten Techniken bewertet und für die Ableitung der Zahlungsströme stochastische Simulationen verwendet. Auch der Appraisal Value (nachfolgend „AV“) stelle eine Weiterentwicklung des EmV dar. So übernehme der AV zwar grundsätzlich die Bewertungsannahmen des EmV, ergänze diesen jedoch um die Berücksichtigung der Wertbeiträge aus der Zeichnung von künftigen Neugeschäft.
- 166 Im Ergebnis hält der Sachverständige die Verwendung des EmV-, des MCEV und oder des AV-Ansatzes im streitgegenständlichen Bewertungsfall aber nicht für erforderlich bzw. sachdienlich. Insgesamt sei festzuhalten, dass für die Ermittlung des EmV bzw. des AV die künftigen finanziellen Überschüsse aus dem Versicherungsbestand bzw. dem Neugeschäft zu prognostizieren seien. Zur Prognose dieser finanziellen Überschüsse seien – wie auch bei der Anwendung des Ertragswertverfahrens – versicherungsspezifische Annahmen und Prämissen zu treffen, die mit einer entsprechenden Unsicherheit behaftet sind. Ein Vorteil aus der Anwendung des EmV- bzw. des AV-Ansatzes gegenüber dem Ertragswertverfahren sei daraus nicht abzuleiten.
- 167 Der EmV sei auch vor dem Hintergrund der fehlenden Einbeziehung der Wertbeiträge aus dem Neugeschäft nicht als sinnvoller Vergleichsmaßstab für den Unternehmenswert anzusehen. Werde hingegen das Neugeschäft einbezogen und der AV ermittelt, so führe

dieser bei konsistenter Anwendung, d.h. bei identischen Annahmen und Prämissen, auch zu demselben Ergebnis wie der Ertragswert (vgl. hierzu auch die Ausführungen und Berechnungsbeispiele in Straßer, DCF-Bewertung von Versicherungsunternehmen, 2009, S. 89). Bei der Anwendung dieses Verfahrens hätte sich auch keine höhere Abfindung ergeben. Zudem sei darauf hinzuweisen, dass der EmV bzw. der AV nur für die Bewertung von Lebens- und Krankenversicherungsgesellschaften sinnvoll angewendet werden könnte, während Schaden- und Unfallversicherungsgesellschaften üblicherweise nicht mit den genannten Verfahren bewertet werden.

168 Vor diesem Hintergrund sowie unter Berücksichtigung der Planungssystematik der GDH und der zur Verfügung stehenden mittelfristigen Planungsunterlagen auf Einzelgesellschaftsebene hat der Sachverständige darauf verzichtet, den EmV bzw. den AV zu ermitteln und stattdessen den Ertragswert zugrunde gelegt.

169 Diese Vorgehensweise des Sachverständigen ist in jeder Hinsicht nachvollziehbar. Es entspricht zudem ständiger Rechtsprechung, auch Versicherungsunternehmen einheitlich nach Ertragswerten zu bewerten

OLG Düsseldorf, Beschl. v. 11. Mai 2020 – I-26 W 14/17 (AktE) –, Rn. 35, juris; OLG Frankfurt, Beschl. v. 26. August 2009 – 5 W 35/09 –, Rn. 9, juris; OLG Stuttgart, Beschl. v. 8. März 2006 – 20 W 5/05 –, Rn. 69, juris.

170 Letztlich gehen Erträge aus langfristigen Versicherungsverträgen in die Gesamtbewertung ein, auch wenn sie im Detailplanungszeitraum nicht vollständig abgebildet werden können. Das Ertragswertverfahren ist vorliegend auch deshalb vorzugswürdig, da insoweit die Planungssystematik der GDH und die Bewertungssystematik des Bewertungsgutachters und des Prüfers eingehalten werden und miteinander verglichen werden können.

d. Vergleichende Marktbewertung

171 Der Sachverständige hat erläutert, dass es in der Bewertungspraxis üblich sei, den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert mit Hilfe einer vergleichenden Marktbewertung, dem sogenannten Multiplikatorverfahren, zu plausibilisieren. Dem Multiplikatorverfahren liegt der Gedanke zugrunde, eine bei Vergleichsunternehmen beobachtbare Bewertungsrelation auf das zu bewertende Unternehmen zu übertragen. Die Multiplikatoren können aus dem Kapitalmarkt vergleichbarer börsennotierter Unterneh-

men (Trading Multiples) oder auf der Basis von Transaktionspreisen (Transaction Multiples) abgeleitet werden. Auf dieser Grundlage hat der Sachverständige eine Marktbewertung der GDH im Gutachten vorgenommen.

e. Börsenkurs

172 In Übereinstimmung mit der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts und des Bundesgerichtshofs hat der Sachverständige den Börsenwert der GDH auf der Grundlage eines gewichteten Durchschnittskurses innerhalb eines Dreimonatszeitraums vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ermittelt

vgl. dazu BGH; Beschl. v. 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – „Stollwerck“).

3. Beschreibung des Bewertungsobjekts

a. Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

173 Im Gutachten wird zunächst ausführlich das Bewertungsobjekt beschrieben. Aufgeführt werden insbesondere auch die bestehenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge zwischen der GDH als Mutterkonzern der Generali Deutschland-Gruppe und nachfolgenden Konzernunternehmen sowie die Dienstleistungs- und Funktionsausgliederungsverträge mit einzelnen-Tochtergesellschaften.

174 Die Geschäftstätigkeit der Generali Deutschland-Gruppe lässt sich in die drei folgenden Segmente unterteilen:

- *Lebens-/Krankenversicherung*
- *Schaden-/Unfallversicherung*
- *Finanzdienstleistungen*

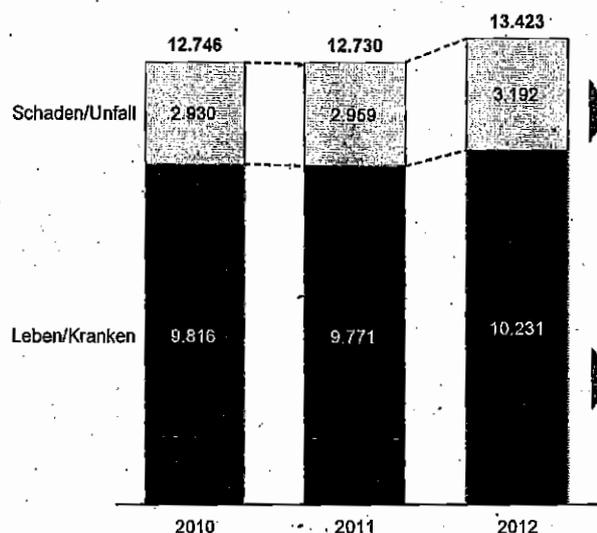
175 Hinzu kommen konzerninterne Dienstleistungsgesellschaften und sonstige Beteiligungen. Ende 2012 gehörten 83 verbundene Unternehmen zur Generali Deutschland-Gruppe, von denen 57 in den Konzernabschluss zum 31.12.2012 einbezogen waren. Zum 31.12.2012 bestanden körperschaft- und gewerbsteuerliche Organschaften mit der AachenMünchener Lebensversicherungs-AG (nachfolgend „**AML**“), der AachenMünchener Versicherung AG (nachfolgend „**AMV**“), der Central Krankenversicherung AG (nachfolgend „**Central**“), der Cosmos Lebensversicherungs-AG (nachfolgend „**Cosmos Leben**“), der Cosmos Versicherung AG (nachfolgend „**Cosmos Sach**“), GDIS, GDSM, GDS,

GBV sowie der diesen Unternehmen nachgelagerten Gesellschaften. Die GDH war zudem Organträgerin des umsatzsteuerlichen Organkreises, zu dem diverse Gesellschaften des Generali Deutschland-Teilkonzerns gehörten.

b. Wirtschaftliche Grundlagen

- 176 Der Sachverständige hat die wirtschaftlichen Grundlagen, insbesondere die Unternehmensentwicklung, die Geschäftstätigkeit, die Markt- und Wettbewerbssituation einschließlich der volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, die Kapitalmarktbedingungen und die einzelnen Geschäftssparten ausführlich dargestellt.
- 177 Danach hat sich die Generali Deutschland-Gruppe durch internes Wachstum sowie durch den Erwerb von weiteren Gesellschaften zum zweitgrößten inländischen Erstversicherungsunternehmen entwickelt. Die GDH ist eine reine Holdinggesellschaft der Generali Deutschland-Gruppe. Zu den Aufgaben der GDH zählen neben der Leitung der Generali Deutschland-Gruppe die Bestimmung der strategischen Entwicklung des Konzerns als auch die Funktion der zentralen Rückversicherung der Generali Deutschland-Gruppe, in der sie die Vertragsrückversicherung für die Konzerngesellschaften sowie das Management für Fremdrückversicherungen der Generali Deutschland-Gruppe wahrnimmt. Die Entwicklung der verdienten Beiträge für eigene Rechnung im Zeitraum von 2010 bis 2012 sowie eine Aufteilung der Beiträge nach deren operativ tätigen Tochtergesellschaften ergibt sich aus der nachfolgenden Abbildung aus dem Gutachten **(die Quellenangaben zu sämtlichen nachfolgend verwendeten Grafiken und Tabellen können dem Sachverständigengutachten entnommen werden und werden hier nicht gesondert aufgeführt)**

Verdiente Beiträge f.e.R. nach Sparten in Mio. € ...



... und nach Gesellschaften in % (2012)

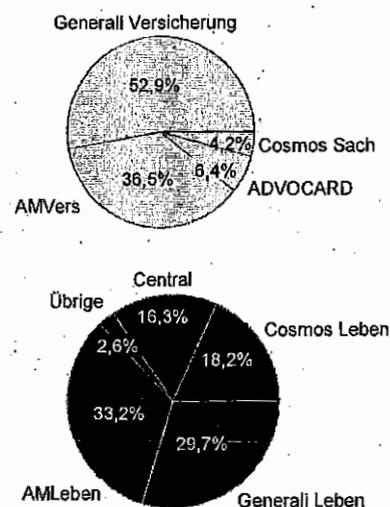


Abbildung 4 - Verdiente Beiträge f. e. R. im Zeitraum nach Segmenten und Gesellschaften

- 178 Daraus ist ersichtlich, dass das Segment Leben/Kranken im Geschäftsjahr 2012 mit EUR 10.231 Mio. und damit zu rund 76,2 % der verdienten Beiträge für eigene Rechnung der Generali Deutschland-Gruppe beitrug. Auf das Geschäftssegment Schaden/Unfall entfielen mit EUR 3.192 Mio. und damit ca. 23,8 % der verdienten Beiträge. Das Segment Finanzdienstleistungen bestand im Wesentlichen aus der Badenia mit dem Fokus auf das Bausparen sowie Immobilien-Finanzierungen. Auch das Management von Kapitalanlagen fällt in diesem Bereich. Die Erträge im Segment Finanzdienstleistungen waren im Vergleich zu den Erträgen und Beiträgen der beiden anderen Segmente Leben/Kranken und Schaden/Unfall von untergeordneter Bedeutung.

c. Lebensversicherung

- 179 Neben den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen (BIP-Wachstum) sowie den Rahmenbedingungen auf den Kapitalmarkt hat der Sachverständige zunächst die Marktanteile im deutschen Lebensversicherungsmarkt dargestellt:

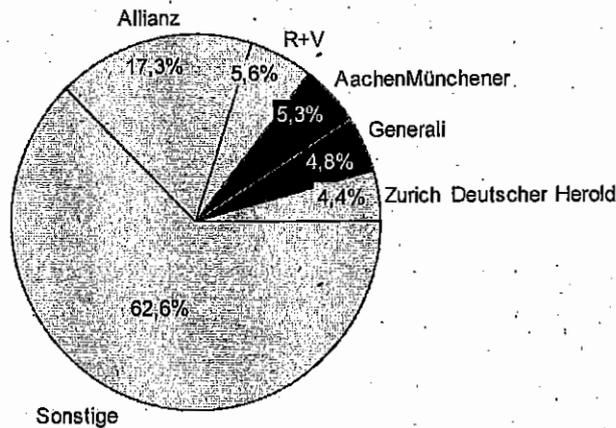
Marktanteile in der Lebensversicherung nach verdienten Brutto-Beiträgen in 2012 (in %)


Abbildung 5 - Marktanteile der Lebensversicherer nach verdienten Brutto-Beiträgen in 2012 (in %)

180 Zudem hat der Gutachter die Entwicklung im deutschen Versicherungsmarkt nach Sparten erläutert. Dazu wurde zunächst die Entwicklung der gebuchten Bruttobeiträge in der Lebensversicherungssparte dargestellt:

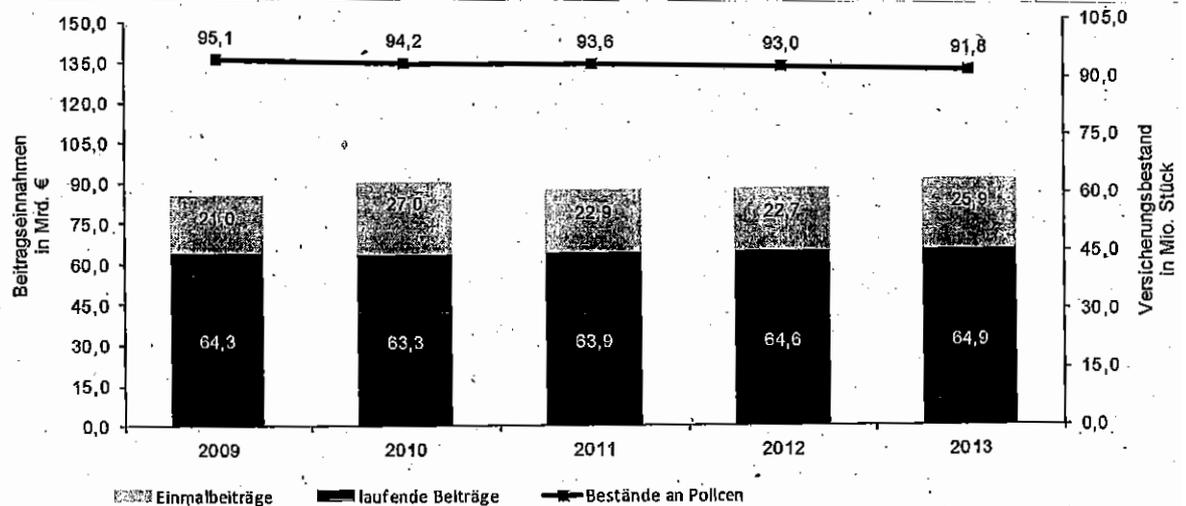
Beitragseinnahmen in der Lebensversicherungssparte


Abbildung 6 - Gebuchte Bruttobeiträge (in Mrd. €) und Versicherungsbestand (in Mio. Stück) in der Lebensversicherungssparte

181 Im Gutachten wird ferner die Entwicklung des Neugeschäfts für laufende und einmalige Beiträge erläutert. Danach haben Einmalbeiträge im Durchschnitt mit 13,1 % pro Jahr zugenommen, während die laufenden Beiträge durchschnittlich um 2,6 % Jahr abgenommen haben, und zwar wie folgt:

Jahr	Laufende Beiträge		Einmalbeiträge		Gesamt	
	Mrd. €	Veränd. in %	Mrd. €	Veränd. in %	Mrd. €	Veränd. in %
2006	154,3	n.a.	12,5	n.a.	166,8	n.a.
2007	148,6	-3,7	12,7	1,6	161,3	-3,3
2008	162,1	9,1	12,9	1,6	175,0	8,5
2009	135,3	-16,5	20,8	61,2	156,1	-10,8
2010	135,8	0,4	26,8	28,8	162,6	4,2
2011	151,1	11,3	22,6	-15,7	173,7	6,8
2012	146,5	-3,0	22,5	-0,4	169,0	-2,7
2013	123,6	-15,6	25,7	14,2	149,3	-11,7
Ø		-2,6		13,1		-1,3

Tabelle 2 - Beitragssumme des Neugeschäfts nach laufenden und Einmalbeiträgen, absolut in Mrd. € und Veränderung gegenüber Vorjahr in %

- 182 Daneben hat der Sachverständige konstatiert, dass im Betrachtungszeitraum von 2009-2013 der Anteil der Beiträge für Kapitalversicherungen an den gesamten Beitragseinnahmen kontinuierlich zurückging, wofür vor allem die rückläufige Entwicklung des Garantiezinses im Zeitverlauf verantwortlich gewesen sei. Gleichzeitig sei der Anteil an Renten- und Pensionsversicherungen, die auch die Berufsunfähigkeits- und Pflegeversicherung miteinschließen, von 33,3 % im Jahre 2009 auf 39,4 % im Jahr 2013 angestiegen, und zwar wie folgt:

Struktur der Beiträge in der Lebensversicherung nach Versicherungsarten

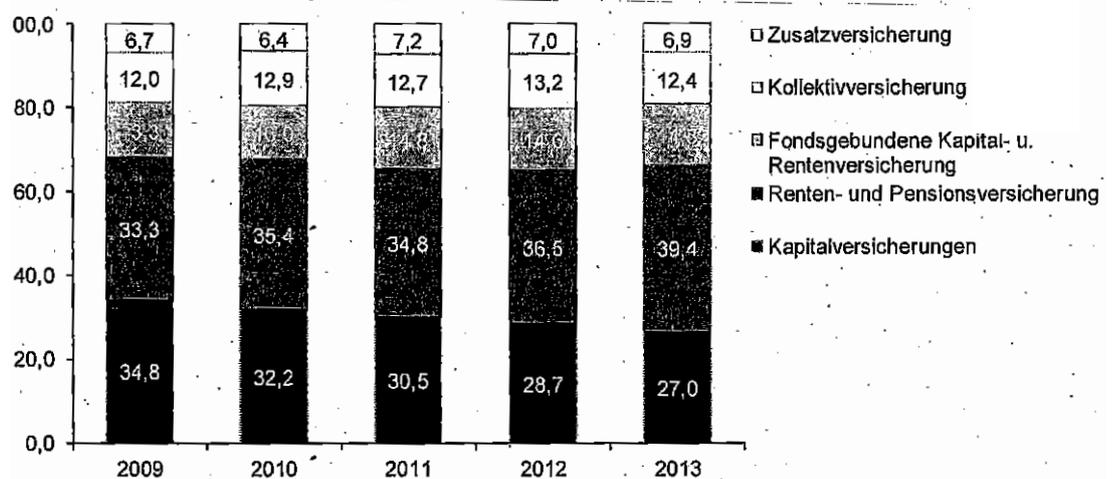


Abbildung 7 - Struktur der Beiträge in der Lebensversicherung nach Versicherungsarten

- 183 Den Rückgang der Kapitalversicherungen beruht laut Sachverständigen auf der rückläufigen Entwicklung des Garantiezinses. Die laufende Verzinsung aus Kapitalanlagen von Lebensversicherern in Deutschland habe sich kontinuierlich verringert auf 3,9 % im Jahre 2013. Dementsprechend habe der Garantiezins der Lebensversicherer im Jahr 2012 bei

lediglich noch 1,75 % gelegen. Gleichzeitig seien die Verwaltungskostenquoten kontinuierlich auf 2,3 % im Jahre 2013 verringert worden. In etwa gleich geblieben seien die Überschussverwendungsquoten, die sich aus der Zuführung zur Rückführung für Beitragsrückerstattung (nachfolgend „RfB“) und den Direktgutschriften zusammensetzen, im Mittelwert bei 91,7 %, gemessen in Prozent des Rohüberschusses. In Prozent der verdienten Bruttobeiträge betrage der Mittelwert 14,6 %.

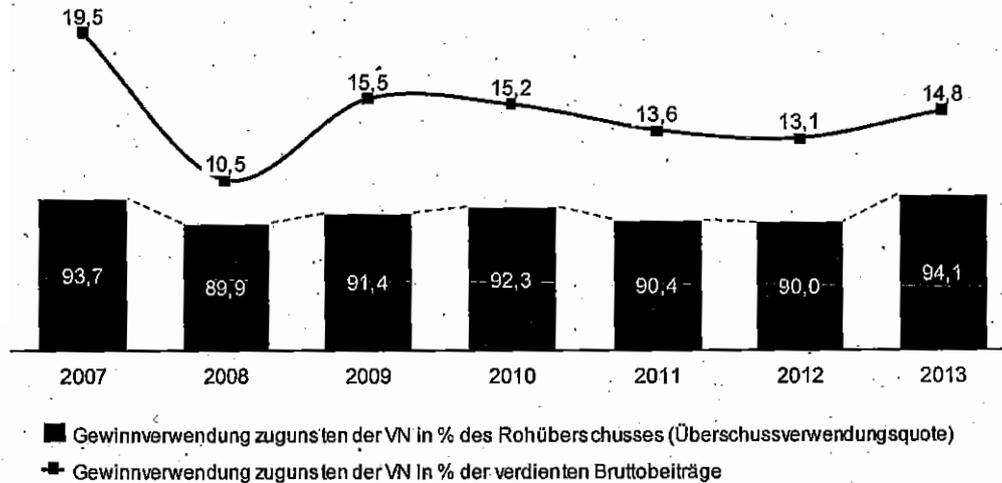


Abbildung 8 - Gewinnverwendung zugunsten von Versicherungsnehmern in der Lebensversicherung in %

184 Die Solvabilitätsquoten als Quotient der Eigenmittel des Versicherungsunternehmens zum regulatorischen vorzuhaltenden Sollbetrag der Eigenmittel haben sich laut Gutachter von 153 % im Jahre 2003 auf 188,0 % im Jahre 2012 erhöht, und zwar wie folgt:

Eigenkapitalausstattung – Solvabilitätsquote von Lebensversicherern in Deutschland (in %)

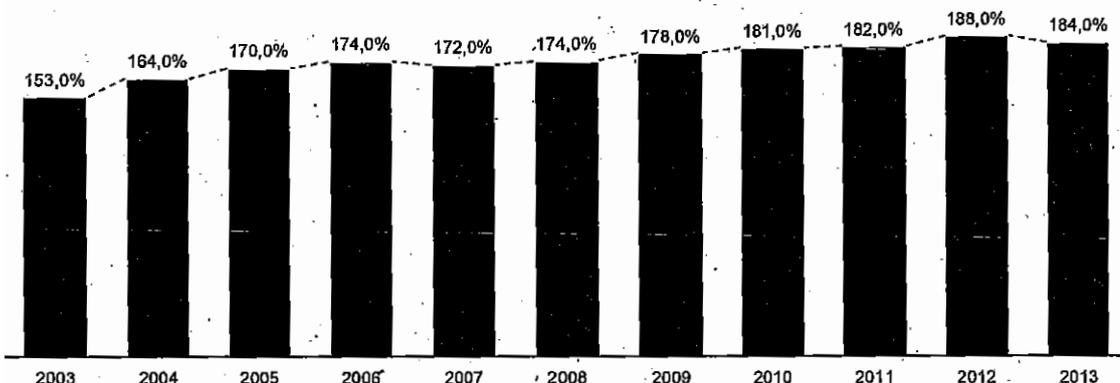


Abbildung 9 - Eigenkapitalausstattung – Solvabilitätsquote von Lebensversicherern in %

185 Abschließend weist der Sachverständige darauf hin, dass sich das traditionelle Lebensversicherungsmodell in Deutschland in einem Wandlungsprozess befinde. Der Markt sei von einer anhaltend geringen Umlaufrendite, einem historisch niedrigen Leitzins und von

einer expansiven Geldpolitik der Notenbanken geprägt. Die finanzwirtschaftlichen Erfolgsfaktoren der Lebensversicherer seien zunehmend unsicherer geworden.

d. Krankenversicherung

186 Die Marktanteile in der Krankenversicherung nach verdienten Brutto-Beiträgen teilten sich in Deutschland im Jahre 2005 wie folgt auf:

Marktanteile in der Krankenversicherung nach verdienten Brutto-Beiträgen In 2012 (in %)

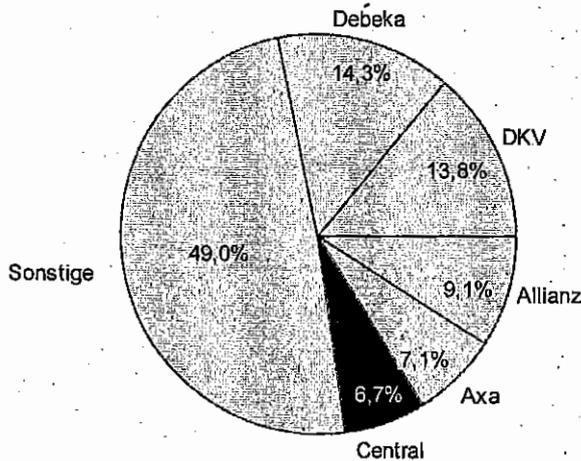


Abbildung 10 - Marktanteile der Krankenversicherer nach verdienten Brutto-Beiträgen in 2012 (in %)

187 Bei der Analyse der Entwicklung der Krankenversicherungssparte wird im Gutachten zunächst festgestellt, dass bei etwa gleich bleibendem Versicherungsbestand die Beitragseinnahmen kontinuierlich von 2009-2013 von EUR 31,5 Mio. auf EUR 35,9 Mio. gestiegen waren, und zwar wie folgt:

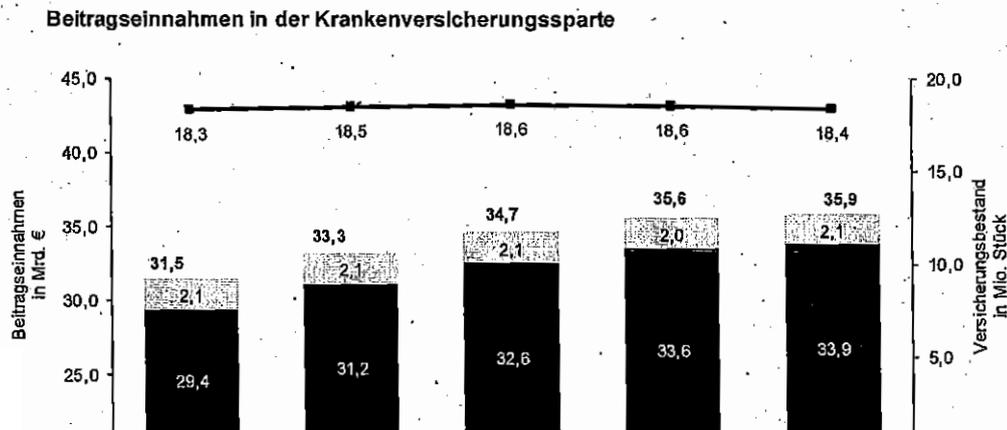


Abbildung 11 - Gebuchte Bruttobeiträge (in Mrd. €) und Versicherungsbestand (in Mio. Stück) in der Krankenversicherungssparte

188 Im gleichen Zeitraum war ein kontinuierlicher Rückgang der Netto-Neuzugänge zur PKV zu beobachten. Die Abschlusskosten und Verwaltungsaufwandsquoten waren im zeitlichen Verlauf ebenfalls kontinuierlich gesunken. Die Überschussverwendungsquoten von privaten Krankenversicherern in Deutschland waren von 91,5 % im Jahre 2003 auf 88,7 % im Jahre 2013 gesunken.

e. Schaden-Unfallversicherungen

189 Die Marktanteile in der Schaden- und Unfallversicherung verteilen sich laut Gutachten, bezogen auf das Jahr 2012, wie folgt:

Marktanteile in der Schaden- und Unfallversicherung nach verdienten Brutto-Beiträgen in 2012 (in %)

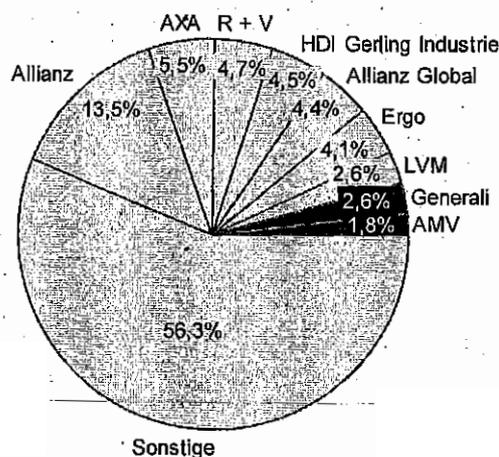


Abbildung 12 - Marktanteile der Schaden- und Unfallversicherer nach verdienten Brutto-Beiträgen in 2012 (in %)

190 Danach war die Generali Versicherung im Jahre 2012 der achtgrößte Schaden- und Unfallversicherer nach verdienten Bruttobeiträgen und wies einen Marktanteil von 2,6 % auf. Der Marktanteil der AVM lag bei 1,8 %. Der Sachversicherungsmarkt ist gesättigt und unterliegt einem starken Wettbewerb. Die Sparte Schaden/Unfall wurde insbesondere belastet durch eine erhöhte Gefahr von Naturkatastrophen als Folge des Klimawandels.

4. Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der GDH

a. Vermögens- und Finanzlage

191 Die Vermögens- und Kapitalstruktur des GDH-Konzerns stellt sich zu den jeweiligen Bilanzstichtagen der Jahre 2010-2012 nach IFRS wie folgt dar:

GDH-Konzern Bilanz	31.12.2010		31.12.2011		31.12.2012	
	Mio. €	in %	Mio. €	in %	Mio. €	in %

Eigengenuzter Grundbesitz/Sachanlagen	994	0,9	943	0,8	917	0,7
Immaterielle Vermögensgegenstände	387	0,4	373	0,3	354	0,3
Aktivierete Abschlusskosten	7.735	7,0	7.701	6,9	7.435	6,0
Kapitalanlagen	81.874	3,9	83.817	2,4	92.015	9,8
Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von Lebensversicherungspolice	12.850	11,7	12.609	11,2	14.907	12,0
Forderungen	2.290	2,1	2.226	2,0	2.311	1,9
Steuererstattungsansprüche	276	0,3	251	0,2	311	0,3
Anteile der Rückversicherer an den versicherungstechnischen Rückstellungen	1.550	1,4	1.703	1,5	1.648	1,3
Sonstige Vermögenswerte	372	0,3	378	0,3	341	0,3
Vorräte	17	0,0	14	0,0	67	0,1
Zur Veräußerung gehaltene langfristige Vermögenswerte und aufgegebenes Geschäftsbereiche	177	0,2	130	0,1	120	0,1
Laufende Guthaben bei Kreditinstituten, Schecks und Kassenbestand	1.582	1,4	2.117	1,9	3.432	2,8
Summe Aktiva	110.104	100,0	112.261	100,0	123.857	100,0
Konzern-Eigenkapital	4.028	3,7	4.132	3,7	5.065	4,1
Vt. Rückstellungen	79.877	72,5	82.438	73,4	89.696	72,4
davon: Deckungsrückstellungen	69.970	63,5	72.891	64,9	75.736	61,1
Vt. Rückstellungen im Bereich der Fondsgebundenen Lebensversicherung	12.674	11,5	12.274	10,9	14.631	11,8
Andere Rückstellungen	2.840	2,6	2.722	2,4	2.710	2,2
Verbindlichkeiten	10.409	9,5	10.624	9,5	11.430	9,2
Steuerschulden	275	0,2	70	0,1	324	0,3
Übrige Passiva	1	0,0	1	0,0	1	0,0
Summe Passiva	110.104	100,0	112.261	100,0	123.857	100,0

Tabelle 3 - GDH-Konzern – Vermögens- und Finanzlage

- 192 Hervorzuheben ist der Anstieg der Kapitalanlagen im Beobachtungszeitraum von EUR 81.874 Mio. auf EUR 92.015 Mio. Ursächlich hierfür war insbesondere der Wertzuwachs bei festverzinslichen Wertpapieren im Jahr 2012.
- 193 Das in den Passiva ausgewiesene Eigenkapital erhöhte sich im Betrachtungszeitraum durchschnittlich um ca. 12,1 % pro Jahr. Die Zunahme resultierte in erster Linie aus der Zunahme der Neubewertungsrücklage der festverzinslichen Wertpapiere.
- 194 Im Zeitraum von 2010-2012 stiegen zudem die versicherungstechnischen Rückstellungen um durchschnittlich 6 % pro Jahr. Mit einem konstanten Anteil von 72,4 %, gemessen an der Bilanzsumme, bildeten sie den größten Posten auf der Passivseite der GDH. Die Deckungsrückstellungen mit 84,4 % hatten den größten Anteil an den versicherungstechnischen Rückstellungen.

b. Ertragslage

- 195 Die Ertragslage nach IFRS stellt sich für die Jahre 2010-2012 folgend dar:

GDH-Konzern	Ist	Ist	Ist
Ertragslage	2010	2011	2012
	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Gebuchte Bruttobeiträge	13.036	13.254	13.798

Verdiente Beiträge f. e. R.	12.746	12.730	13.423
Erträge (netto) aus Kapitalanlagen	3.866	3.221	3.725
Sonstige Erträge	414	454	495
Leistungen f. e. R.			
Leben/Kranken	-10.948	-10.564	-11.172
Schaden/Unfall	-1.924	-1.942	-2.089
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.	-2.662	-2.589	-2.788
Sonstige Aufwendungen	-879	-874	-972
Ergebnis vor Abschreibungen auf Goodwill	612	436	622
Abschreibungen auf Goodwill	0	-1	0
Ergebnis vor Finanzierungsaufwendungen und Steuern	612	435	622
Finanzierungsaufwendungen	-16	-17	-17
Steuern	-194	-3	-101
Konzernergebnis aus laufender Geschäftstätigkeit	402	416	504

Tabelle 4 - GDH-Konzern – Gewinn- und Verlustrechnung

196 Daraus folgt laut Gutachten, dass die gebuchten Bruttobeiträge zwischen 2010-2012 um 2,9 % pro Jahr gesteigert wurden. Im Jahr 2012 wurden 76,2 % der Bruttobeiträge aus dem Segment Leben/Kranken beigesteuert. Der Anstieg der gebuchten Bruttobeiträge war im Wesentlichen auf einen Zuwachs der Einmalbeiträge aus dem Neugeschäft der Cosmos Leben im Teilsegment Leben/Kranken zurückzuführen. Daneben trug das selbst abgeschlossene Versicherungsgeschäft im Segment Schaden/Unfall zum Anstieg der gebuchten Bruttobeiträge bei.

197 Insgesamt resultierte nach Abzug der Finanzierungsaufwendungen und Steuern in 2011 ein Konzernergebnis aus laufender Geschäftstätigkeit i. H. v. EUR 402 Mio., das im darauffolgenden Jahr vor allem aufgrund der Steuererstattung auf EUR 416 Mio. angestiegen ist. In 2012 konnte das Ergebnis aus laufender Geschäftstätigkeit aufgrund der höheren verdienten Nettobeiträge im Vergleich zum Vorjahr um EUR 88 Mio. auf EUR 504 Mio. deutlich ausgebaut werden.

V. Ermittlung der Unternehmenswerte der Konzerngesellschaften

198 Mittels des SOTP-Ansatzes hat der Sachverständige den Unternehmenswert der GDH auf der Grundlage der Unternehmenswerte der Konzernunternehmen ermittelt. Für die meisten Konzernunternehmen hat er eigene Ertragswerte ermittelt, und zwar wie folgt:

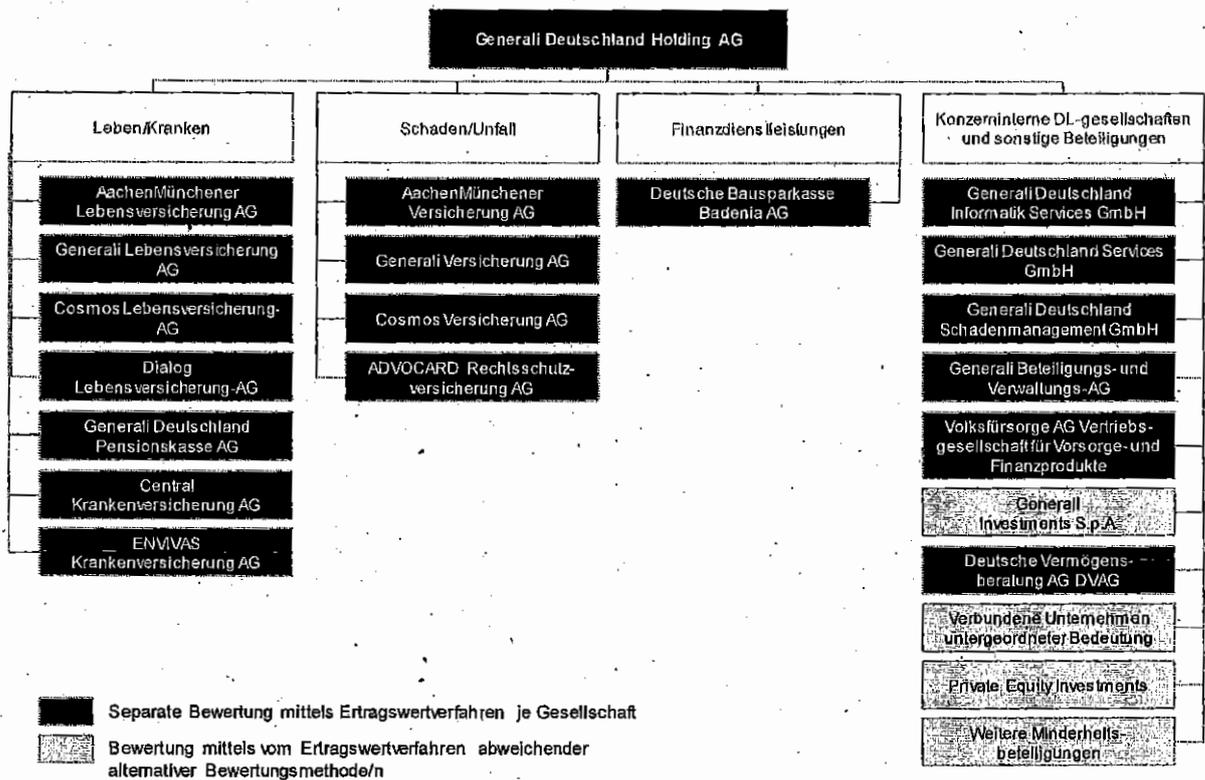


Abbildung 13 - Überblick über das Bewertungsvorgehen

- 199 Die Ertragswerte für die einzelnen operativen Gesellschaften sind auf der Grundlage der Planungsrechnungen dieser Gesellschaften ermittelt worden. Die Planungsrechnungen bestehen jeweils aus Plangewinn- und Verlustrechnungen sowie Plan-Bilanzen und wurden im Rahmen des regelmäßigen internen Planungs- und Berichterstattungsprozesses des GDH-Konzerns auf der Basis des internen Controlling- und Planungsformats erstellt. Neben einer aktuellen Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2013 umfassen die Planungsrechnungen darüber hinaus grundsätzlich jeweils den mittelfristigen Zeitraum von 2014 bis 2016. Die der Bewertung zugrunde liegenden Hochrechnungen bzw. Planungsrechnungen wurden im Zeitraum von Juni bis September 2013 erstellt und vom Vorstand der GDH am 17. Oktober 2013 verabschiedet.
- 200 Für die DVAG lag dem Gutachter keine Unternehmensplanung vor. Deshalb hat er zum Zwecke der Bewertung auf öffentliche Information zurückgegriffen. Diese umfassen im Wesentlichen die Geschäftsberichte der DVAG sowie die im Bundesanzeiger veröffentlichten Konzernjahresabschlüsse von 2008-2012. Darüber hinaus hat er bei der Unternehmensbewertung der DVAG auf die Jahresabschlüsse sowie die Planungsrechnungen für die AMV, AML und Central zurückgreifen können. Aufbauend hierauf hat er sowohl Ist- als auch Planzahlen zu den Provisionsaufwendungen im Zeitraum von 2009 bis 2016 im Zusammenhang mit der DVAG analysiert und bei seinem Bewertungskalkül der DVAG

berücksichtigt. Sowohl seine GuV- als auch seine Bilanzplanung setzen dabei auf den veröffentlichten Konzernjahresabschluss der DVAG zum 31. Dezember 2012 auf.

- 201 Für die GI lagen dem Sachverständigen ebenfalls keine Planungsunterlagen vor. Eine für die Anwendung des Ertragswertverfahrens erforderliche Planungsrechnung hat der Sachverständige auf der Basis ihm vorliegenden Informationen nicht generieren können. Daher ist im Falle der GI auf eine vergleichende Marktbewertung mit branchenüblichen Multiplikatoren abgestellt worden.
- 202 Die Planungsrechnung der einzelnen operativen Gesellschaften sind von dem Sachverständigen zunächst auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse für die Geschäftsjahre 2010-2012 plausibilisiert worden. Auf eine Bereinigung der Ergebnisse um außergewöhnliche Erträge und Aufwendungen ist weitgehend verzichtet worden, da bei Versicherungen aufgrund der Besonderheit ihres Geschäftsmodells außerordentliche Ergebnisbestandteile durch regulatorische Vorgaben geglättet werden.
- 203 Der Gutachter hat, ebenso wie der Bewertungsgutachter, die unternehmenseigenen Originalplanungsrechnungen für die einzelnen Konzerngesellschaften für die Jahre 2013-2016, im Falle der Badenia für die Jahre 2013-2018 und im Falle der VFS für die Jahre 2013-2022 mit wenigen Anpassungen übernommen. Die Anpassungen betreffen die Eliminierung der Kapitalerträge der separat bewerteten Advocard Rechtsschutzversicherung AG (nachfolgend „**Advocard**“) sowie die Folgeeffekte der Naturkatastrophen für Schäden im Juli 2013, insbesondere die Schwankungsrückstellungen bei den Schaden- und Unfallversicherungen. Nach Auffassung des Sachverständigen sind diese Anpassungen der sachgerecht.
- 204 Bei der Ermittlung der ewigen Rente handelt es sich hingegen nicht um eine Originalplanung der Konzerngesellschaften bzw. der GDH, sondern um eine eigene gutachterliche Einschätzung. Das nachhaltige Ergebnis wird als erwartetes nachhaltig erzielbares Ergebnis eines eingeschwungenen Gleichgewichtszustands geschätzt.

1. Kapitalisierungszinssatz

- 205 Zusammengefasst stellen sich die Kapitalisierungszinssätze nach dem Gutachten wie folgt dar:

GDH	Kranken/ Leben	Schaden/ Unfall	Bauspar- kasse	Konzern- Unternehmen	DVAG
Ermittlung der Eigenkapitalkosten					
Basiszinssatz vor pers. Ertragsteuer	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%	2,75%

Ertragsteuer	0,73%	0,73%	0,73%	0,73%	0,73%
Basiszinssatz nach pers. Ertragsteuer	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%
Marktrisikoprämie nach pers. Ertragsteuern	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Betafaktor (unverschuldet)	-	-	-	-	0,7
Betafaktor (verschuldet) ¹	1,20	0,90	0,90	1,03	0,63-0,67
Risikozuschlag	6,60%	4,95%	4,95%	5,67%	3,49-3,72%
Eigenkapitalkosten nach pers. Ertragsteuer (Detailplanungszeitraum)	8,62%	6,97%	6,97%	7,69%	5,51-5,74%
- Wachstumsabschlag (nachhaltig)	0,50%	1,00%	0,50%	0,61%	1,00%
Eigenkapitalkosten nach pers. Ertragsteuer (ewige Rente)	8,12%	5,97%	6,47%	7,08%	4,51%

Tabelle 5 - Ermittlung der Eigenkapitalkosten für die einzelnen Geschäftsbereiche der GDH im Detailplanungszeitraum und in der Phase der ewigen Rente

- 206 Der Kapitalisierungszinssatz ermöglicht eine Diskontierung der Zukunftserträge anhand des Alternativzinssatzes. Er gibt demnach an, welche Mindestverzinsung aus den Bewertungsobjekten erzielt werden muss, um nicht schlechter zu stehen als bei einer Anlage in die nächstbeste Alternative.
- 207 Diese Renditen für Unternehmensanteile lassen sich grundsätzlich in einen risikolosen Anteil (**Basiszinssatz**) und einen von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderten **Risikozuschlag** zerlegen (vgl. IDW S 1, Tz. 115). Bei der Ermittlung von Basiszinssatz und Risikozuschlag sind steuerliche Einflüsse zu berücksichtigen. Bei der unmittelbaren Typisierung der persönlichen Ertragsteuern sind die zu diskontierenden finanziellen Überschüsse um persönliche Ertragsteuern zu mindern und der Kapitalisierungszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern anzusetzen. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich demnach aus dem um die typisierte persönliche Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und dem Risikozuschlag nach persönlichen Ertragsteuern zusammen.
- 208 Zusätzlich ist die Möglichkeit des Wachstums der finanziellen Überschüsse nach dem Ende des Planungszeitraumes zu beurteilen und bewertungstechnisch als **Wachstumsabschlag** im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen.

¹ Aufgrund der sich im Zeitverlauf verändernden Kapitalstruktur ergeben sich bei der DVAG periodenspezifische verschuldete Betafaktoren. Bei Versicherungsgesellschaften wird auf die Anpassung des Betafaktors auf die Finanzierungsstruktur („unlevern“ und „relevern“) verzichtet, da die Eigenkapitalausstattung von Versicherungen aufgrund regulatorischer Mindestanforderungen sich in vergleichbaren Bandbreiten bewegen und bei vergleichbarer Risikostruktur weitgehend ähnlich ist.

2. Basiszinssatz

- 209 Der Sachverständige hat – entsprechend der üblichen Vorgehensweise – den Barwert anhand der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank nach der Svensson-Methode ermittelt. Bei den veröffentlichten Zinsstrukturdaten handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen mit länger Laufzeit ermittelt werden.
- 210 Unter Berücksichtigung von Wachstumsraten i. H. v. 0,5 % und 1,0 % hat der Sachverständige zum Stichtag 4.12.2013 einen Basiszinssatz von 2,740 % bzw. 2,756 % ermittelt. In Übereinstimmung mit der dem Prüfer und dem IDW wurde zur Glättung von Schwankungen auf den Dreimonatszeitraum vor der Maßnahme abgestellt, hier vom 5.9.2013 bis 4.12.2013 i. H. v. 2,75 %. Dieser Zinssatz ist unter Berücksichtigung einer persönlichen Ertragsteuerbelastung von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag in eine Nachsteuergröße von 2,02 % umgerechnet worden.
- 211 Der Basiszinssatz ist zutreffend nach der Svensson-Zinsstrukturkurve zum Bewertungsstichtag ermittelt worden. Die Durchschnittsbildung anstelle eines Stichtagswerts dient dem Ausgleich zufällig auftretender Zinsschwankungen sowie etwaiger Berechnungs- und Rundungsfehler. Es ist ein in der Fachwissenschaft gebräuchliches und in der Rechtsprechung anerkanntes Vorgehen.

3. Risikozuschlag

- 212 Entsprechend der anerkannten Vorgehensweise hat der Sachverständige den Risikozuschlag nach dem Preisbildungsmodell Capital Asset Pricing Models (nachfolgend „CAPM“) ermittelt. Zur Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern wird üblicherweise, wie auch hier, das TAX-CAPM verwendet, das in der Rechtsprechung und Literatur überwiegend Anerkennung findet
- OLG München, Beschl. v. 14.12.2021 – 31 Wx 190/20, juris Rn. 82; OLG Frankfurt, Beschl. v. 26.04.2021 – 21 W 139/19, juris Rn. 31; OLG Zweibrücken, Beschl. v. 02.07.2020 – 9 W 1/17, juris Rn. 68; OLG Stuttgart, Beschl. v. 26.06.2019 – 20 W 27/18, juris Rn. 70; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 06.09.2018 – I-26 W 1/18 [AktE], juris Rn. 48; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 15.12.2016 – I-26 W 25/12 [AktE], juris Rn. 78; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 9. Mai 2022 – I-26 W 3/21 (AktE) –, Rn. 44, juris.
- 213 Danach werden die aus den empirischen Aktienrenditen abgeleiteten Renditen nach persönlichen Steuern als Summe aus dem risikolosen Basiszinssatz nach persönlicher Ertragsteuer und einer Marktrisikoprämie nach persönlicher Ertragsteuer ermittelt.

214 Um die unternehmensindividuelle Risikoprämie zu ermitteln, sind das unsystematische Risiko, das nur das einzelne Unternehmen trifft und grundsätzlich diversifizierbar ist, und das systematische Risiko zu unterscheiden. Eine Risikoprämie wird nur für das systematische nicht durch Diversifikation zu beseitigende Risiko bezahlt. Gemessen wird das systematische Risiko über den sogenannten Betafaktor, der den marginalen Risikobeitrag einer Investition in das zu bewertende Unternehmen zum Marktrisiko angibt. Die unternehmensindividuelle Risikoprämie erhält man durch die Multiplikation des Betafaktors des Unternehmens mit der Marktrisikoprämie nach persönlicher Ertragsteuer. Ein Betafaktor > 1 bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert; ein Betafaktor < 1 bedeutet, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.

a. Marktrisikoprämie

215 Der Sachverständige hat für seine Bewertung unter Berücksichtigung der Empfehlungen des IDW eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern von 5,5 % angesetzt, die sich als Mittelwert der seitens des IDW als sachgerecht gehaltenen Bandbreite zwischen 5,0 % und 6,0 % ergibt. Eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,5 % entspricht nach seinen Berechnungen – unter der Annahme einer marktüblichen Ausschüttungsquote von 50 % – einer Marktrisikoprämie vor persönlichen Ertragsteuern von rund 6,5 %.

216 Der Bewertungsgutachter hat die Marktrisikoprämie i. H. v. 5,25 % nach persönlichen Ertragsteuern und von 6,0 % vor persönlichen Ertragsteuern angewendet. Dies wird damit begründet, dass sich unter der Annahme langfristig stabiler Renditeerwartungen und einer beobachtbaren (Mindest-) Realverzinsung von 2,0 % für (quasi-)sichere langfristige Bundesanleihen ein krisenbedingter Zuschlag auf die bisherige Marktrisikoprämie aus der Summe von langfristiger Realverzinsung und Inflationserwartung abzüglich des aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten Basiszinssatzes ableiten lässt. Nach den Ausführungen des Bewertungsgutachters ergibt sich ausgehend von einer (Mindest-) Realverzinsung von 2,0 %, der aktuellen Inflationserwartung von knapp 1,75 % und einem Basiszinssatz von 2,75 % eine Erhöhung der Marktrisikoprämie vor persönlichen Ertragsteuern von im Mittel 5,0 % um 1,0 %-Punkte auf 6,0 %. Nach den Berechnungen des Bewertungsgutachters entspricht dies einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern von 5,25 % (vgl. -Bewertungsgutachten, S. 31). Sowohl die von dem Bewertungsgutachter im Zusammenhang mit der Planung der nachhaltigen Kapitalanlageergebnisse

angesetzte Marktrisikoprämie vor persönlichen Ertragsteuern als auch die bei der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes relevante Marktrisikoprämie nach persönlicher Ertragsteuer liegen somit im unteren Bereich der vom FAUB empfohlenen Bandbreiten.

- 217 Die Annahme einer im Vergleich zur höheren Marktrisikoprämie i. H. v. 6,5 % vor persönlichen Ertragsteuern bzw. 5,5 % nach persönlichen Ertragsteuern (MRP vor Steuern: 6,0 %, MRP nach Steuern: 5,25 %) wirkt sich einerseits werterhöhend auf den Ertragswert der Konzernunternehmen aus, da eine höhere Marktrisikoprämie vor persönlichen Ertragsteuern das Kapitalanlageergebnis erhöht. Andererseits führt die erhöhte Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern zu einem steigenden Kapitalisierungszinssatz, der sich auf den Ertragswert der Konzernunternehmen wertmindernd auswirkt. Da der negative Effekt aus dem steigenden Kapitalisierungszinssatz überwiegt, wirkt sich die Annahme einer höheren Marktrisikoprämie insgesamt wertmindernd aus.

4. Betafaktor

- 218 Die hatte im Rahmen ihrer Analysen für die GDH einen Konzernbetafaktor im Fünfjahreszeitraum von 2009 bis 2013 zwischen 0,58 und 0,82 und im Durchschnitt i. H. v. 0,71 ermittelt, diesen jedoch mit der Begründung verworfen, dass der beobachtete Betafaktor der GDH aufgrund des geringen Free-Floats der Aktien und der bereits seit längerem im Markt bestehenden Erwartung eines Squeeze-outs keine sachgerechte Grundlage für die Ableitung des Risikozuschlags darstelle (vgl. Bewertungsgutachten, S. 32).

- 219 Die Ermittlung des Beta-Faktors unterliegt beträchtlichen Ermessensspielräumen. Denn er kann insbesondere durch die Wahl der Messperiode (z. B. 250 Tage, 52 Wochen, 60 Monate), des Intervalls zur Bestimmung der Rendite (Tages-, Wochen- oder Monatsrendite) und des Vergleichsindex in erheblichem Maße beeinflusst werden

Vgl. OLG München, Beschl. v. 31. März 2008 – 31 Wx 88/06 –, Rn. 34, juris.

- 220 Der Gutachter hat die Herleitung des Betafaktors aufgrund seiner Hebelwirkung für den Kapitalisierungszinssatz sorgfältig untersucht und das Ergebnis überzeugend begründet.
- 221 In der Praxis der Unternehmensbewertung und in der Literatur erfolgt die Ermittlung bzw. Schätzung des künftigen Betafaktors in der Regel anhand historischer (ex-post) Kapitalmarktdaten.

222 Ausgangspunkt der Untersuchungen des Betafaktors im CAPM bzw. Tax-CAPM ist die Feststellung, dass der Betafaktor grundsätzlich als Erwartungswert und somit als zukunftsorientierte ex-ante-Größe definiert ist (Zukunftsprinzip der Unternehmensbewertung). Sofern man den Betafaktor anhand historischer (ex-post) Kapitalmarktgrößen ableitet, wie es in der Praxis der Unternehmensbewertung der Fall ist, muss die Eignung des historischen Betafaktors als repräsentativer Schätzer für die Zukunft besonders gewürdigt werden.

a. Analyseparameter

223 Im Hinblick auf die Ermittlung des Betafaktors eines Unternehmens anhand historischer Kapitalmarktdaten hat die Auswahl der Analyseparameter einen erheblichen Einfluss auf die Höhe des in der Vergangenheit beobachtbaren Betafaktors. Im Einzelnen können folgende Faktoren bei der Analyse des Betafaktors variiert werden:

- Auswahl des jeweiligen Schlusskurses (z.B. Xetra-Kurs oder letzter gehandelter Preis an einer Börse),
- Auswahl des Referenzzeitraumes, der untersucht werden soll:
 - Länge des Referenzzeitraumes (z.B. 1 Jahr, 2 Jahre, 3 Jahre, 4 Jahre, 5 Jahre oder länger) sowie
 - Bestimmung des Zeitpunktes, zu dem der Analysezeitraum endet,
- Auswahl der Renditeintervalle, die bei der Analyse der Betafaktoren heranzuziehen sind (z.B. tägliche, wöchentliche oder monatliche Entwicklung der Aktienkurse),
- Auswahl des Referenzindex, der jeweils bei der Analyse der historischen Betafaktoren zugrunde gelegt wird (z.B. DAX, MDAX, CDAX, MSCI, etc.),

224 Die Auswahl der für die Ermittlung des Betafaktors geeigneten Analyseparameter liegt im gutachtlichen Ermessen des jeweiligen Sachverständigen. Es gibt weder unter den Wissenschaftlern noch unter den Praktikern ein einheitliches Meinungsbild über die Auswahl und Kombination dieser Faktoren. In Abhängigkeit von der gewählten Kombination der zuvor aufgeführten Faktoren lässt sich in der Praxis somit eine große Bandbreite an möglichen Betafaktoren für ein und dieselbe Aktie feststellen.

225 Grundsätzlich wird der eigene Betafaktor des Bewertungsobjektes ermittelt. Sofern ein unternehmenseigener Betafaktor anhand der dargestellten Methoden jedoch nicht bestimmbar ist (z.B. aufgrund fehlender oder zeitlich eingeschränkter Kapitalmarktdaten), oder er aufgrund ökonomischer Überlegungen keinen geeigneten Schätzer des zukünftigen systematischen Risikos darstellt, wird in der Praxis zur Ermittlung üblicherweise auf eine Gruppe von Vergleichsunternehmen (sog. Peer Group) abgestellt.

b. Kapitalmarktentwicklung der GDH-Aktie

226 Vor diesem Hintergrund hat der Sachverständige zunächst das eigene Beta der GDH geprüft. Dazu ist zunächst die Entwicklung der GDH-Aktie am Kapitalmarkt betrachtet worden:

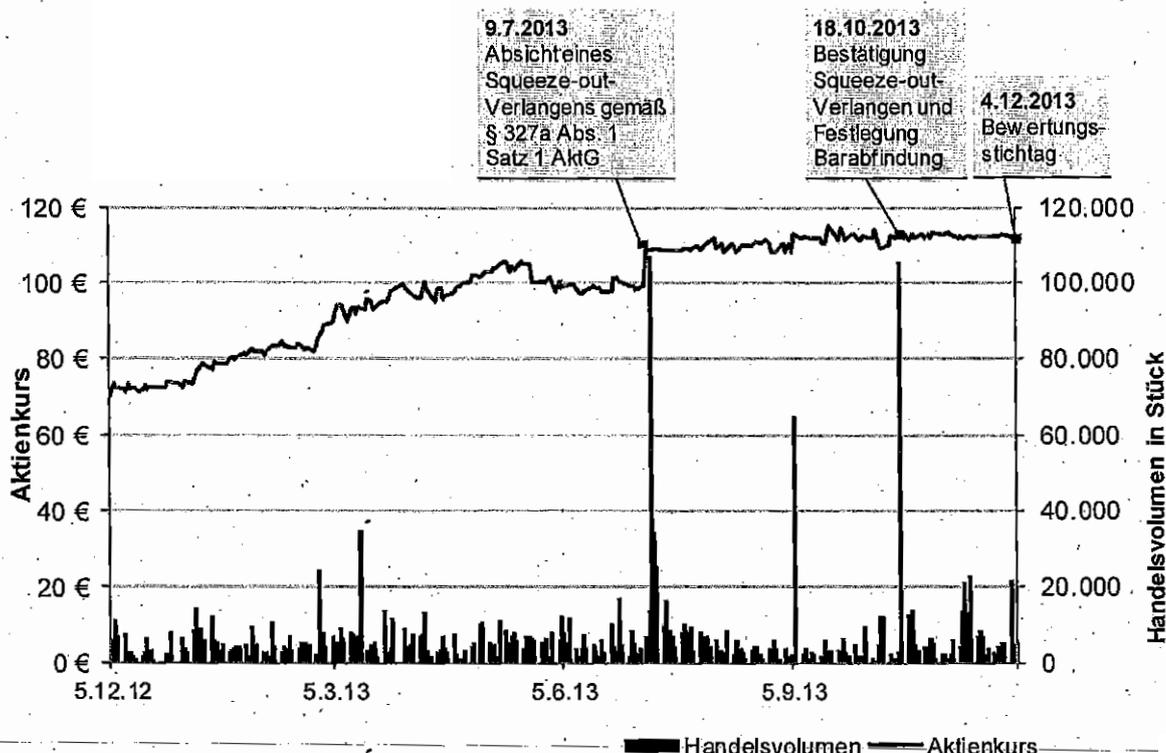


Abbildung 14 - Aktienkurs und Handelsvolumen der GDH-Aktie vom 5. Dezember 2011 bis zum 4. Dezember 2013

227 Aufgrund dieser Entwicklung ist im Gutachten eine von der Strukturmaßnahme unbeeinflusste Preisbildung des Aktienkurses der GDH in Frage gestellt worden; da die Handelsvolumina am Tag der Mitteilung des beabsichtigten Squeeze outs am 9.7.2013 und am Tag der Mitteilung der angebotenen Barabfindung ungewöhnlich hoch ausfielen.

c. Referenzzeitraum

228 In Übereinstimmung mit der Rechtsprechung

OLG Stuttgart, Beschl. v. 18. Januar 2009, Az. 20 W 2/08, juris

229 hat der Sachverständige einen Referenzzeitraum gewählt, der zum Zeitpunkt der Bekanntgabe des Squeeze outs endet. Der Tag der Bekanntgabe war der 9.7.2013.

d. Auswahl der Intervalle

- 230 Zur Vermeidung von sog. „Intervallineffekten“ bei kleinen und großen Renditeintervallen in Abhängigkeit zur Marktkapitalisierung hat der Sachverständige auf wöchentliche und monatliche Renditeintervalle mit unterschiedlichen Laufzeiten abgestellt.
- 231 Nach seinen Ausführungen kann die Festlegung eines Referenzzeitraumes nicht unabhängig von der Länge des Renditeintervalls bestimmt werden. Um aussagefähige und zuverlässige Schätzungen für den Betafaktor zu erhalten, werde eine Mindestanzahl an Beobachtungen benötigt. Die Länge des Referenzzeitraumes und das Renditeintervall bestimmen somit den Stichprobenumfang bzw. die Anzahl der bei der Analyse zu berücksichtigenden Datenpunkte.
- 232 Als Voraussetzung für die Verwendung des CAPM werde eine Normalverteilung und Unabhängigkeit der Aktienrenditen gefordert. Die Annahme der Normalverteilung werde jedoch in der Regel bei täglichen Renditen nicht oder nur dann erfüllt, wenn Extremwerte eliminiert werden. Aus diesem Grund sei es zweckmäßig, auf wöchentliche und monatliche Renditen bei der Analyse des Betafaktors in der Vergangenheit abzustellen.

e. Auswahl des Referenzindex

- 233 Um der Anforderung des CAPM zu genügen, dass der Aktionär in ein möglichst großes und breit diversifiziertes Marktportfolio investiert hat, hat der Sachverständige den CDAX als geeigneten Index identifiziert und zur Analyse der historischen Betafaktoren der GDH herangezogen. Der DAX ist nicht verwendet worden. Die Verwendung des CDAX zur Analyse des Betafaktors ist demgemäß konsistent mit der Ableitung der Marktisikoprämie, die ebenfalls überwiegend auf Studien zum CDAX beruht. Das Beta und die Marktisikoprämie entsprechen so in besonderer Weise dem CAPM, das ein umfassendes Wertpapierportfolio fordert und damit die Chancen und Risiken möglichst vieler Unternehmen aufzeigt.

f. Raw und Adjusted Beta

- 234 Die hat im Rahmen der Bewertung der GDH adjustierte Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen als Ausgangsbasis für die Ermittlung der Kapitalkosten herangezogen (vgl. Prüfbericht, S. 60). Der Sachverständige hat hingegen im Rahmen seiner Analysen unangepasste Raw-Betafaktoren verwendet.

- 235 Bei der Ermittlung der Kapitalkosten können sowohl historische als auch adjustierte Betafaktoren herangezogen werden. Grundsätzlich sollte jene Methodik gewählt werden, die das Risiko des Unternehmens am plausibelsten darstellt.
- 236 Nach der Einschätzung des Gutachters bilden historische Betafaktoren („Raw Beta“) das Risiko eines Unternehmens am besten ab, wenn sich die geplanten Aktivitäten des Unternehmens nicht wesentlich von den Tätigkeiten der Vergangenheit unterscheiden (bspw. gleiche Wachstumsraten, gleiche Segmente, gleiche Märkte, gleiche Produkte). Entsprechend könne das Raw Beta, bei gleichbleibendem Unternehmenskonzept und damit verbundenen gleichbleibenden Risiken, als zuverlässiger Schätzer des zukünftigen Betas angesehen werden.
- 237 Das Adjusted Beta setzt sich zu zwei Dritteln aus dem Raw Beta und zu einem Drittel aus dem Marktportfolio-Beta von 1 zusammen.

Dörschell u.a.: Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2013, S. 190,

- 238 und basiert auf der Annahme, dass Betafaktoren im Zeitverlauf gegen das Marktportfolio-Beta konvergieren. Diese Tendenz kann nach der Auffassung des Gutachters jedoch bislang nicht ökonomisch begründet werden. Durch die Adjustierung solle die Prognosegüte im Vergleich zu dem Raw Beta verbessert und das Risiko verzerrter Ergebnisse, bspw. durch signifikante Änderungen des operativen und finanziellen Risikos eines Unternehmens, minimiert werden.
- 239 In der Rechtsprechung ist die Anwendung von Raw-Betafaktoren anerkannt.
- OLG Stuttgart, Beschl. v. 08. Juli 2011 – 20 W 14/08 –, Rn. 267, juris; OLG Frankfurt, Beschl. v. 13. September 2021 – 21 W 38/15 –, Rn. 34, juris; 77; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 13. September 2021 – 26 W 1/19 (AktE) –, Rn. 77, juris.
- 240 Für den streitgegenständlichen Bewertungsfall bestehen gegen die Verwendung des Raw Betas keine Bedenken, da die langjährige Risikoeinschätzung des Marktes in der Vergangenheit auch für die Zukunft als guter Schätzer zu qualifizieren ist und zudem die Geschäftsentwicklung der GDH und die Kapitalmarktverhältnisse stabil waren. Bei Verwendung von Adjusted Betas bestehen nur schwer nachprüfbar Ermessensspielräume.

g. Eigener Betafaktor der GDH

- 241 Die folgende Tabelle zeigt die Betafaktoren der GDH jeweils bis zum 8.7.2013 (Tag vor Ankündigung des beabsichtigten Squeeze-outs) mit Variationen zum Referenzzeitraum sowie zu Intervallen der Aktienkursfeststellung (wöchentlich und monatlich).

Betafaktoren der GDH										
Zeit- raum	Beginn	Ende	Index	Beob- achtung	In- ter- vall	Beta	t-Wert	t-kri- tisch	t- Test best.?	R ²
1 Jahr	09.07.2012	08.07.2013	CDAX	51	W	0,51	2,97	2,01	ja	15,3%
2 Jahre	09.07.2011	08.07.2013	CDAX	103	W	0,57	5,26	1,98	ja	21,5%
3 Jahre	09.07.2010	08.07.2013	CDAX	156	W	0,56	6,34	1,98	ja	20,7%
4 Jahre	09.07.2009	08.07.2013	CDAX	208	W	0,58	7,37	1,97	ja	20,9%
5 Jahre	09.07.2008	08.07.2013	CDAX	260	W	0,61	9,14	1,97	ja	24,5%
1 Jahr	09.07.2012	08.07.2013	CDAX	11	M	0,53	0,82	2,26	nein	6,9%
2 Jahre	09.07.2011	08.07.2013	CDAX	23	M	0,97	3,25	2,08	ja	33,4%
3 Jahre	09.07.2010	08.07.2013	CDAX	35	M	0,87	3,64	2,03	ja	28,7%
4 Jahre	09.07.2009	08.07.2013	CDAX	47	M	0,71	3,45	2,01	ja	20,9%
5 Jahre	09.07.2008	08.07.2013	CDAX	59	M	0,92	6,18	2,00	ja	40,1%

Tabelle 6 - Betafaktoren der GDH bis zum 8. Juli 2013

- 242 Dabei ist der jeweils zuletzt an einer deutschen Börse gehandelte Kurs der GDH bei Wochen- bzw. Monatsendkursen zugrunde gelegt worden. Die Tabelle zeigt außerdem statistische Prüfkriterien wie den t-Wert für ein Konfidenzintervall von 95 % und das Bestimmtheitsmaß R².
- 243 Die Tabelle zeigt eine große Bandbreite an beobachtbaren historischen Betafaktoren bei Variationen zu den Einflussfaktoren Referenzzeitraum und Intervalllänge. Der niedrigste Betafaktor wurde bei einem wöchentlichen Intervall und einem Referenzzeitraum von einem Jahr mit 0,5, der höchste Betafaktor bei einem Referenzzeitraum von zwei Jahren und einem monatlichen Intervall von 1,0 gemessen. Die relativ hohe Bandbreite an beobachtbaren Betafaktoren lässt sich laut Gutachter im Wesentlichen über den differenzierten Beobachtungszeitraum erklären. Aufgrund der Arithmetik der Regressionsanalyse reagierten Betafaktoren bei einjährigem Beobachtungszeitraum im Zeitablauf sehr volatil auf abrupte Geschäftsveränderungen und Marktschwankungen, während Betafaktoren bei fünfjährigem Beobachtungszeitraum sich durch Zeitstabilität auszeichneten und nur sehr träge auf neue bzw. kurzfristige Marktentwicklungen reagierten.
- 244 Welcher Referenzzeitraum zur Ableitung des unternehmenseigenen Betafaktors letztendlich vorzugswürdig erscheint, lässt sich laut Gutachten anhand statistischer Kenngrö-

Ben nicht allgemeingültig klären. Vielmehr müsse der Referenzzeitraum so gewählt werden, dass er ökonomisch eine repräsentative und unverzerrte Schätzgröße für die zeitlich unbeschränkte Fortbestehensdauer der GDH darstellt.

- 245 Der Sachverständige hat zur Beurteilung der Aussagekraft der Ergebnisse der Regressionsanalyse zunächst statistische Prüfungen vorgenommen, u. a. den sogenannten T-Test. Dabei wird der statistische Zusammenhang zwischen Aktienkurs- und Marktrendite untersucht. Der Sachverständige hat dem sogenannten T-Test jedoch kein ausschlaggebendes Gewicht beigemessen. Vielmehr hat er die Liquiditätskennzahlen zur Würdigung der Prognoseeignung von historischen Betafaktoren herangezogen. Diesem Vorgehen liegt der Gedanke zugrunde, dass die Regression von Betafaktoren nur dann zu belastbaren Ergebnissen führt, wenn sich die zugrunde liegenden Aktienkurse sachlich und zeitlich unverzerrt an die Änderung der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen, also auf neue kursrelevante Informationen reagieren.
- 246 Zu diesem Zweck sind die in der Literatur und Rechtsprechung anerkannten Liquiditätskennzahlen näher betrachtet worden. Zunächst ist die Marktenge gemäß § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO angesprochen worden. Nach diesen Kriterien liegt laut Gutachter allerdings keine Marktenge vor.
- 247 Ferner sind als weitere Gradmesser für die Liquidität auch das Handelsvolumen sowie die Transaktionskosten analysiert worden, welche anhand der Bid-Ask-Spreads (im Folgenden: „**BAS**“) approximiert werden. Ein hinreichendes Handelsvolumen sowie geringe Transaktionskosten für Käufe und Verkäufe von Aktien gelten als Grundlage für eine schnelle und freie Preisbildung und somit als wesentliche Bedingungen für einen unverzerrten Anpassungsprozess des Aktienkurses.

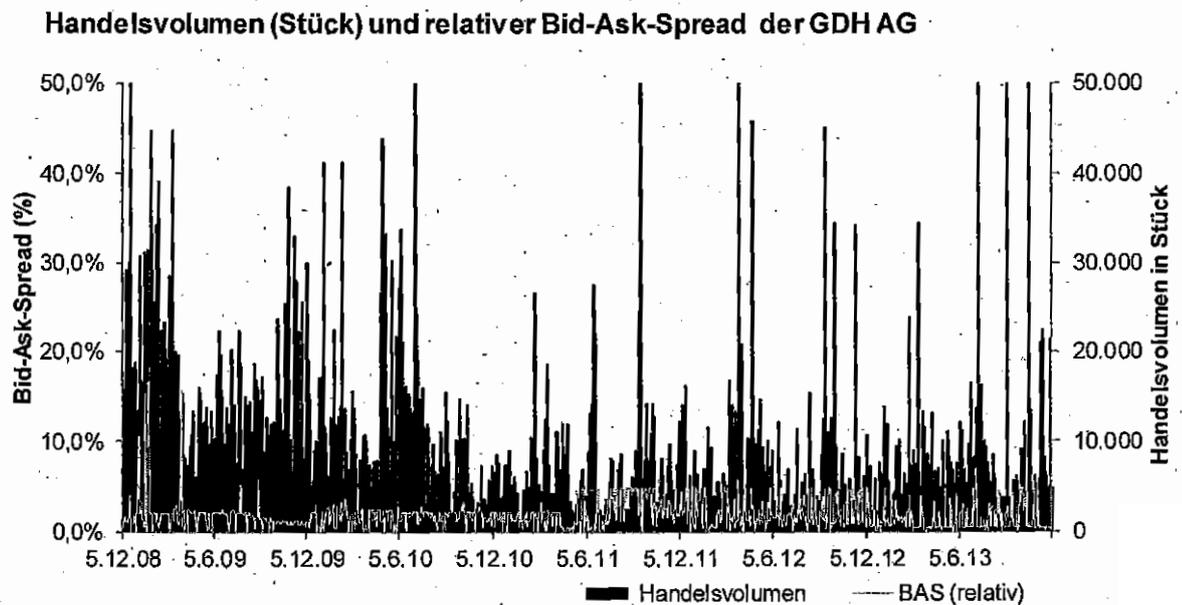


Abbildung 15 - Handelsvolumen und relativer BAS der GDH im Zeitraum vom 5. Dezember 2008 bis zum 4. Dezember 2013

- 248 Die dargestellten BAS sind auf der Basis der von Bloomberg festgestellten Schlusskurse ermittelt worden. Dabei werden jeweils die Schlusskurse desjenigen deutschen Börsenplatzes, der am längsten geöffnet ist, zugrunde gelegt. Im Betrachtungszeitraum liegt der durchschnittliche BAS im Mittelwert bei rd. 1,9 % und im Median bei rd. 1,8 %.
- 249 Der Sachverständige hat für unterschiedliche deutsche Handelsplätze unterschiedliche BAS ermittelt. Danach liegt der relative BAS im Mittelwert in einer Bandbreite zwischen 1,4 % und 2,9 %. Während der Börsenplatz XETRA relative BAS zwischen 0,3 % und 0,8 % ausweise, lägen die relativen BAS an den regionalen Börsenplätzen zwischen 0,8 % und 3,6 %.
- 250 Ferner ist festgestellt worden, dass sich das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen im Zeitraum von 2008 bis 2011 von 12.506 Aktien auf 5.124 Aktien mehr als halbiert und sich im anschließenden Zeitraum bis zum Bewertungsstichtag im Durchschnitt auf 6.576 Aktien erhöht hat. Der Handel der GDH-Aktien habe im Betrachtungszeitraum im Wesentlichen über den Börsenplatz XETRA stattgefunden. Der relative Handelsanteil des Börsenplatzes XETRA habe sich zwar im jährlichen Vergleich reduziert, sei jedoch durchgehend dominant gewesen.
- 251 Einen wissenschaftlich anerkannten und in der Bewertungspraxis allgemein akzeptierten Schwellenwert zur Beurteilung der Liquidität einer Aktie auf der Basis des relativen BAS

gibt es nach dem Informationsstand des Sachverständigen nicht. Es liege im gutachtlichen Ermessen eines Sachverständigen, bei welchen Schwellenwerten und welchen Kennzahlen er bei einer Gesamtbetrachtung eine Aktie als liquide beurteilt.

- 252 Die KMPG hatte im Rahmen ihrer Analysen für die GDH Konzernbetafaktoren im Fünfjahreszeitraum von 2009 bis 2013 zwischen 0,58 und 0,82, im Durchschnitt i. H. v. 0,71, ermittelt, diese jedoch als nicht aussagekräftig verworfen (vgl. Bewertungsgutachten, S. 32).
- 253 Nach der Einschätzung des Sachverständigen kann bei einer differenzierten Analyse des Handelsvolumens und des BAS nach Börsenplätzen, insbesondere mit Blick auf den geringen BAS zwischen 0,4 % und 0,8 % sowie dem hohen Anteil des Handels am Börsenplatz XETRA zwischen 89,2 % bis 97,9 % der unternehmenseigene Betafaktor der GDH nicht verworfen werden.
- 254 Darüber hinaus hat der Gutachter den täglich rollierenden Betafaktor der GDH im Zeitverlauf ermittelt und analysiert. Der rollierende Betafaktor der GDH stellt sich für den zwei- und dreijährigen Referenzzeitraum mit wöchentlichen Renditeintervallen und für den fünfjährigen Referenzzeitraum mit monatlichen Renditeintervallen im Zeitraum von 2008 bis einschließlich 2013 wie folgt dar:

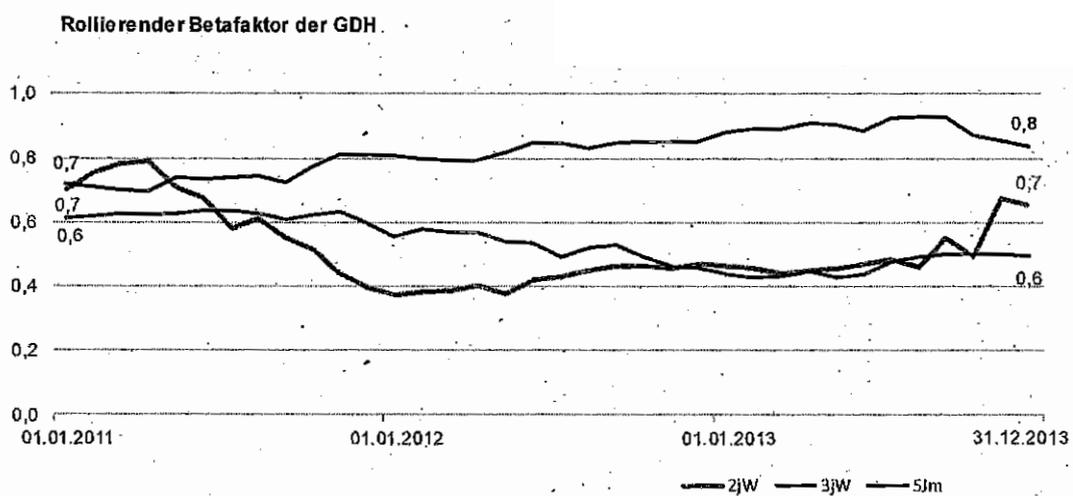


Abbildung 16 - Rollierende Betafaktoren der GDH im Zeitraum vom 1. Januar 2011 bis zum 4. Dezember 2013.

- 255 Aus der Abbildung geht laut Gutachten hervor, dass sich die rollierenden Betafaktoren der GDH für zwei- und dreijährige Referenzzeiträume und die wöchentlichen und monatlichen Renditeintervalle für fünfjährige Referenzzeiträume im Zeitraum vom 1.1.2011 bis zum 4.12.2013 in einer Bandbreite zwischen 0,4 und 0,9 bewegen.

- 256 Der rollierende zweijährige Betafaktor steigt von anfangs 0,7 auf bis zu 0,8 im April 2011 und sinkt anschließend auf bis zu 0,4 in Januar 2012 ab. Im Dezember 2013 beträgt der rollierende zweijährige Betafaktor 0,7. Der dreijährige rollierende Betafaktor liegt im Betrachtungszeitraum innerhalb einer Bandbreite von unter 0,4 im Februar 2013 bis knapp über 0,6 im Juli 2011. Der fünfjährige rollierende Betafaktor entwickelt sich überwiegend steigend und bewegt sich innerhalb einer Bandbreite zwischen 0,7 und 0,9.
- 257 Zusammengefasst stellt der Gutachter fest, dass nach seinen Analysen zum 8.7.2013, dem Tag vor der Ankündigung des beabsichtigten Squeeze-outs der die unternehmenseigenen Betafaktoren der GDH bei wöchentlichen Renditeintervallen und zwei- bzw. dreijährigen Referenzzeiträumen jeweils 0,6 und bei monatlichen Renditeintervallen und einem fünfjährigen Referenzzeitraum 0,9 betragen. Der unternehmenseigene Betafaktor bewegt sich damit in einer Bandbreite zwischen 0,6 und 0,9.
- 258 Im Rahmen einer vergleichenden Analyse hat der Sachverständige konstatiert, dass andere Versicherungsunternehmen, sowohl mit Schwerpunkt in der Lebens- und Krankenversicherung als auch in der Schaden- und Unfallversicherung, trotz stärkerer Eigenkapitalquoten und besserer Solvabilität teils deutlich höhere Betafaktoren als die GDH aufweisen (vgl. Kapitel F.II.3.b iv). Vor diesem Hintergrund hält er es nicht für plausibel, auf das untere Ende oder auf den Mittelwert innerhalb der Bandbreite abzustellen. Vorzugswürdig sei, auf das obere Ende der Bandbreite zu fokussieren.
- 259 Für eine abschließende Gesamtbeurteilung des konzerneigenen Betafaktors der GDH hat der Sachverständige den Betafaktor des Mutterkonzerns, der , mit einbezogen, da die GDH ein abhängiges Unternehmen der . i. S. d. der §§ 16, 17 AktG war und sie als Konzernunternehmen wesentlich zu den gebuchten Bruttobeiträgen und zum Ergebnis des Konzerns beitrug und sie umgekehrt von der Rückversicherungsschutz in Anspruch nahm.
- 260 Der Betafaktor der lag nach den Untersuchungen des Sachverständigen zum Bewertungsstichtag (4.12.2013) bei der Auswahl eines breiten nationalen Referenzindex bei zwei- bzw. dreijährigen Referenzzeiträumen bei 1,2 bzw. 1,1 und bei monatlichen Renditeintervallen und einem fünfjährigen Referenzzeitraum bei 1,3. Die zweijährigen Betafaktoren bewegen sich in einer Bandbreite zwischen 1,0 und 1,2, die dreijährigen Betafaktoren zwischen 0,9 und 1,1 und die fünfjährigen Betafaktoren zwischen 1,0 und 1,3. Insgesamt lagen die Betafaktoren der deutlich über den für die GDH beobachteten Betafaktoren. Das hat der Gutachter u. a. mit dem unterschiedlichen

geographischen Fokus, den unterschiedlichen operativen Tätigkeiten der GDH und der sowie mit Risikodifferenzen, bedingt durch länderbedingte riskantere Anleihen, erklärt.

261 Unter Berücksichtigung des Betafaktors der hat der Sachverständige im Rahmen einer Gesamtwürdigung für das künftige operative Risiko der GDH insgesamt einen Betafaktor von 0,9 bis 1,0 als einen plausiblen Schätzwert erachtet.

262 Nachfolgend sind im Gutachten spartenspezifische Betafaktoren analysiert worden, da die Bewertung auf dem SOTP-Ansatz beruht. Im Prinzip sind damit Peer Group-Unternehmen in die Betrachtung einbezogen worden. Dabei ist unterstellt worden, dass der Betafaktor eines mehrspartigen Unternehmens in etwa dem durchschnittlichen Betafaktor der einzelnen Sparten entspricht, soweit keine Kapitalmarktanomalien festzustellen sind.

5. Analysen zum Betafaktor der Peer Group in der Vergangenheit

263 Zur Ermittlung von spartenspezifischen Betafaktoren ist auf eine Peer Group zurückgegriffen worden. Der Sachverständige hat die von dem Bewertungsgutachter und dem Prüfer herangezogene Peer Group untersucht und mit eigenen Überprüfungen abgeglichen.

264 Die Peer Group dient prinzipiell dem Zweck, einen Betafaktor abzuleiten, der das künftige, den finanziellen Überschüssen des jeweiligen Bewertungsobjekts inhärente, systematische Risiko repräsentiert. Das zukünftige systematische Risiko einer Versicherung wird durch das operative Geschäftsrisiko definiert, welches im Wesentlichen durch das Geschäftsmodell (i. S. der Kunden- und Produktstruktur), die geographische Ausrichtung, das Wettbewerbsumfeld, das regulatorische Umfeld, die Unternehmensgröße, die Kapitalstruktur und Bonität sowie die Profitabilität und Rentabilität geprägt wird.

265 Infolge der unterschiedlichen Geschäftsmodelle der Gesellschaften innerhalb des GDH-Konzerns sind jeweils eigene Peer Groups für die Geschäftssegmente Leben- und Krankenversicherung, Sach- und Unfallversicherung und Finanzdienstleistungen auf der Basis der Datenbank des Informationsdienstleisters Bloomberg ermittelt worden. Diese Grundgesamtheit wurde hinsichtlich der Vergleichbarkeit mit der GDH anhand folgender Kriterien gefiltert:

Kriterium	Lebens-/ Krankenversicherung	Schaden-/ Unfallversicherung	Finanzdienstleistungen
-----------	------------------------------	------------------------------	------------------------

Geschäftsmodell	Lebensversicherung Krankenversicherung Beiträge werden überwiegend (mindestens 40 %) aus der Lebens- und Krankenversicherung beigesteuert	Schadensversicherung Unfallversicherung Beiträge werden überwiegend (mindestens 40 %) aus der Schaden- und Unfallversicherung beigesteuert	Bauspargeschäft
Heimatmarkt	Westeuropa: Österreich, Belgien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Deutschland, Italien, Niederlande, Norwegen, Portugal, Schweden, Schweiz, Großbritannien		Westeuropa: Österreich, Belgien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Deutschland, Italien, Niederlande, Norwegen, Portugal, Schweden, Schweiz, Großbritannien Nordamerika: USA, Kanada
Geografische Ausrichtung	Primär Heimatland und ausländische Aktivitäten in Westeuropa		Primär Heimatland und ausländische Aktivitäten in Westeuropa und Nordamerika
Kapitalereignisse	Keine wesentlichen Kapitalereignisse (z.B. IPO) innerhalb der letzten drei Jahre		

Tabelle 7 - Ausgewählte Kriterien zur Herleitung einer vergleichbaren Peer Group

266 Auf der Basis der oben genannten Kriterien sowie unter Berücksichtigung von Liquiditätskennzahlen (BAS) sind für die Sparten Leben/Kranken, Schaden/Unfall und Finanzdienstleistungen jeweils vergleichbare vorläufige Peer Groups hergeleitet worden.

a. Auswahl der Peer Group für den Bereich Lebens-/Krankenversicherung und Ableitung des Betafaktors

267 ermittelte für die Sparte Leben/Kranken im Dreijahres- bzw. Fünfjahres-Durchschnitt einen Mittelwert von 1,30 bzw. 1,25 und für die gleichen Zeiträume einen Median von 1,34 bzw. 1,22. Für die Bewertung der Unternehmen aus den Segmenten Leben/Kranken verwendete einen Betafaktor von 1,15, der am unteren Ende der Bandbreite der Peer Group-Betafaktoren liegt. Dies begründet damit, dass die im Mittelwert und Median höheren Betafaktoren auf das Jahr 2012 mit der anhaltenden Niedrigzinsphase sowie auf die Diskussion um die Zukunft der klassischen Lebensversicherung zurückzuführen sind. Auch sei ein Betafaktor im unteren Bereich mit Blick auf das breit diversifizierte Produktportfolio, die starken Vertriebskanäle sowie die Einbindung in die Konzernstruktur der gerechtfertigt (vgl. Bewertungsgutachten, S. 33 f.).

268 Der Sachverständige hat nach eigenen Analysen der Peer Group des Bewertungsgutachters bzw. des Prüfers für den Bereich Lebens-/Krankenversicherung eine abweichende Peer Group gegenübergestellt, die sich aus der nachfolgenden Übersicht ergibt:

Vergleich Peer Group Leben/Kranken	Sachverständiger	Bewertungsgutachten
1	Aegon NV	Aegon NV
2	Allianz SE	-
3	Assicurazioni Generali S.p.A	Assicurazioni Generali S.p.A
4	Aviva plc	Aviva plc
5	AXA SA	AXA SA
6	Baloise Holding AG	Baloise Holding AG
7	CNP Assurances SA	CNP Assurances SA
8	Helvetia Holding AG	Helvetia Holding AG
9	Società Cattolica di Assicurazione	Società Cattolica di Assicurazione
10	Storebrand ASA	Storebrand ASA
11	Swiss Life Holding AG	Swiss Life Holding AG
12	Vaudoise Assurances Holding SA	-
13	Vienna Insurance Group AG	-
14	-	Standard Life plc

Tabelle 8 - Vergleich der Peer Group im Segment Leben/Kranken

- 269 Die Gegenüberstellung der Peer Group-Unternehmen zeigt, dass in der von dem Sachverständigen ermittelten Peer Group und der Peer Group des Bewertungsgutachters große Übereinstimmungen bestehen. Zu den abweichenden Vergleichsunternehmen zählen die Allianz SE, Vaudoise Assurances Holding SA und die Vienna Insurance Group AG. Demgegenüber wurde seitens des Bewertungsgutachters die Standard Life plc als Vergleichsunternehmen herangezogen, die im Gutachten nicht einbezogen worden ist.
- 270 Für die sich aus seinen Analysen ergebende Peer Group hat der Gutachter die Betafaktoren über einen Zeitraum von zwei und drei Jahren auf der Basis wöchentlicher Renditen sowie über einen fünfjährigen Zeitraum auf der Basis monatlicher Renditen ermittelt. Als Index ist jeweils ein marktbreiter lokaler Index herangezogen worden. Auf eine Anpassung der Risikozuschläge im Hinblick auf die Finanzierungsstruktur („unlevern“ und „relevern“) ist aus den bereits dargelegten Gründen verzichtet worden. Vor diesem Hintergrund sind bei der Bewertung der Gesellschaften aus den Segmenten Leben/Kranken und Schaden/Unfall unmittelbar die beobachteten verschuldeten Betafaktoren herangezogen worden.
- 271 Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse der gutachterlichen Analysen für unterschiedliche Betrachtungszeiträume und Renditeintervalle:

Übersicht Betafaktoren Peer Group Leben/Kranken	Index	2 Jahre, wö- chentlich	3 Jahre, wöchentlich	5 Jahre, mo- natlich
Aegon NV	AAX	2,0	1,9	1,6
Allianz SE	CDAX	1,3	1,4	1,2
Assicurazioni Generali S.p.A	ITLMS	1,2	1,1	1,3
Aviva plc	ASX	1,7	1,7	1,6
AXA SA	SBF250	1,8	1,8	2,1

Baloise Holding AG	SPI	1,2	1,1	1,2
CNP Assurances SA	SBF250	1,4	1,3	1,1
Helvetia Holding AG	SPI	1,2	1,3	1,7
Società Cattolica di Assicurazione	ITLMS	0,8	0,7	0,9
Storebrand ASA	OSEBX	1,8	1,9	1,2
Swiss Life Holding AG	SPI	1,5	1,6	1,7
Vaudoise Assurances Holding SA	SPI	0,4	0,7	0,8
Vienna Insurance Group AG	WBI	1,1	1,2	1,2
Mittelwert		1,3	1,4	1,4
Median		1,3	1,3	1,2

Tabelle 9 - Betafaktoren der Peer Group „Leben/Kranken“ für unterschiedliche Betrachtungszeit-räume und Renditeintervalle

- 272 Die durchgeführten Analysen führen zu Betafaktoren, die im Mittelwert in einer Spanne zwischen 1,3 und 1,4 und im Median zwischen 1,2 und 1,3 liegen. Allein unter Berücksichtigung der Mittelwerte sowie des Medians für die Betafaktoren der Peer Group bei unterschiedlichen Betrachtungsräumen und Renditeintervallen wäre nach Ansicht des Gutachters ein Betafaktor i. H. v. 1,3 sachgerecht.

b. Auswahl der Peer Group für den Bereich Schaden- und Unfallversicherung und Ableitung des Betafaktors

- 273 Die KMPG hat für die Sparte Schaden/Unfall im Dreijahres- bzw. Fünfjahres-Durchschnitt jeweils einen Mittelwert von 1,02 und für die gleichen Zeiträume jeweils einen Median von 1,03 ermittelt. Für die Bewertung der Unternehmen aus den Segmenten Schaden/Unfall verwendet die I einen Betafaktor von 1,0 (vgl. I Bewertungsgutachten, S. 33 f.).
- 274 Analog zu seinem Vorgehen für die Sparten Lebens- und Krankenversicherung hat der Sachverständige für die Sparten Schaden- und Unfallversicherung die sich aus seinen Analysen ergebende Peer Group der Peer Group des Bewertungsgutachters gegenübergestellt. Die durch den Bewertungsgutachter zugrunde gelegte Peer Group (vgl. I Bewertungsgutachten, S. 32 ff.) wurde von dem Prüfer bestätigt (vgl. Prüfbericht, S. 57 ff.).
- 275 Die folgende Tabelle zeigt die Gegenüberstellung

Vergleich Peer Group Segment Schaden/Unfall	Sachverständiger	Bewertungsgutachten
1	Allianz SE	Allianz SE
2	Baloise Holding AG	-
3	Mapfre S.A.	Mapfre S.A.
4	RSA Insurance Group plc	RSA Insurance Group plc
5	Topdanmark A/S	Topdanmark A/S
6	Tryg A/S	-
7	Unipol Gruppo SpA	Unipol Gruppo SpA

8	Vaudoise Assurances Holding SA	
9	Vienna Insurance Group AG	Vienna Insurance Group AG
10	Zurich Insurance Group AG	Zurich Insurance Group AG
11	-	Alm. Brand A/S
12	-	Grupo Catalana Occidente SA
13	-	Milano Assicurazioni S.p.A.
14	-	Sampo Oyj

Tabelle 10 - Vergleich der Peer Group im Segment Schaden/Unfall

- 276 Der Vergleich zeigt, dass bei der Peer Group-Auswahl von und des Gutachters sowohl Übereinstimmungen als auch Abweichungen bestehen. Abweichend zur Peer Group des Bewertungsgutachters sind von dem Sachverständigen die Baloise Holding AG, die Tryg A/S sowie die Vaudoise Assurances Holding SA als Vergleichsunternehmen in die Peer Group einbezogen worden. Demgegenüber wurden seitens des Bewertungsgutachters die Alm. Brand A/S, Grupo Catalana Occidente SA, die Milano Assicurazioni sowie die Sampo Oyj als Vergleichsunternehmen berücksichtigt, die von dem Sachverständigen ausgeschlossen worden sind.
- 277 Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse der Analysen des Sachverständigen für unterschiedliche Betrachtungszeiträume und Renditeintervalle:

Übersicht Betafaktoren Peer Group Schaden/Unfall	Index	2 Jahre, wö- chentlich	3 Jahre, wöchentlich	5 Jahre, mo- natlich
Allianz SE	CDAX	1,3	1,4	1,2
Baloise Holding AG	SPI	1,2	1,1	1,2
Mäpfre S.A.	MADX	1,1	1,0	1,2
RSA Insurance Group plc	ASX	1,1	1,0	0,5
Topdanmark A/S	KAX	0,4	0,5	0,6
Tryg A/S	KAX	0,5	0,5	0,4
Unipol Gruppo SpA	ITLMS	1,0	1,0	1,4
Vaudoise Assurances Holding SA	SPI	0,4	0,7	0,8
Vienna Insurance Group AG	WBI	1,1	1,2	1,2
Zurich Insurance Group AG	SPI	1,2	1,2	1,2
Mittelwert		0,9	1,0	1,0
Median		1,1	1,0	1,2

Tabelle 11 - Betafaktoren der Peer Group „Schaden/Unfall“ für unterschiedliche Betrachtungszeiträume und Renditeintervalle

- 278 Als Index wurde jeweils ein marktbreiter lokaler Index herangezogen. Aus den gutachterlich durchgeführten Analysen resultiert ein Betafaktor im Mittelwert in einer Spanne zwischen 0,9 und 1,0 und im Median zwischen 1,0 und 1,2.
- 279 Angesichts des unternehmenseigenen Betafaktors der GDH innerhalb einer Bandbreite von 0,9 bis 1,0 hat der Gutachter für den Bereich Schaden/Unfall einen spartenspezifischen Betafaktor am unteren Ende der in der oberen Tabelle dargestellten Bandbreite i. H. v. 0,9 als plausibel erachtet.

c. Auswahl der Peer Group für den Bereich Bausparkasse und Ableitung des Betafaktors

280 I hat für die Sparte Bausparkasse im Dreijahres- bzw. Fünfjahres-Durchschnitt jeweils einen Mittelwert von 1,06 bzw. 1,07 und für die gleichen Zeiträume jeweils einen Median von 0,95 bzw. 0,99 ermittelt. Für die Bewertung der Badenia Bausparkasse hat c einen Betafaktor von 1,0 verwendet (vgl. I Bewertungsgutachten, S. 34).

281 Der Sachverständige hat analog zu seinem Vorgehen für die Sparten Leben/Kranken sowie Schaden/Unfall in der folgenden Übersicht die für den Bereich Bausparkasse aus seinen Analysen resultierenden Vergleichsunternehmen der Peer Group-Unternehmen der I gegenübergestellt (vgl. Bewertungsgutachten, S. 32 ff.; Prüfbericht, S. 57 ff.):

Vergleich Peer Group Segment Bausparkasse	Sachverständiger	Bewertungsgutachten
1	Equitable Group Inc.	Equitable Group Inc.
2	Home Capital Group Inc.	Home Capital Group Inc.
3	Paragon Banking Group Plc	
4		Aareal Bank AG
5		FHB Mortgage Bank Plc

Tabelle 12 - Vergleich der Peer Group im Segment Bausparkasse -

282 Der Vergleich zeigt, dass bei der Peer Group-Auswahl I und des Gutachters sowohl Übereinstimmungen als auch Abweichungen bestehen. Abweichend zur Peer Group des Bewertungsgutachters ist im Gutachten die Paragon Banking Group Plc als Vergleichsunternehmen in die Analysen einbezogen worden. Demgegenüber wurden seitens des Bewertungsgutachters die Aareal Bank AG und die FHB Mortgage Bank Plc als Vergleichsunternehmen berücksichtigt, die vom Sachverständigen ausgeschlossen worden sind. Nachfolgend sind die im Rahmen seiner Analysen herangezogenen Vergleichsunternehmen detaillierter dargestellt worden.

283 Für die sich aus seinen Analysen ergebende Peer Group sind die Betafaktoren über einen Zeitraum von zwei und drei Jahren auf der Basis wöchentlicher Renditen sowie über einen fünfjährigen Zeitraum auf der Basis monatlicher Renditen ermittelt worden. Als Index ist jeweils ein marktbreiter lokaler Index herangezogen worden. Anpassungen im Hinblick auf das Kapitalstrukturrisiko der Vergleichsunternehmen sind ebenso wie im Versicherungsbereich im Hinblick auf regulatorische Anforderungen unterlassen worden.

284 Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse seiner Analysen für unterschiedliche Betrachtungszeiträume und Renditeintervalle:

Übersicht Betafaktoren Peer Group Bausparkasse	Index	2 Jahre, wö- chentlich	3 Jahre, wöchentlich	5 Jahre, mo- natlich
Equitable Group Inc.	SPTSX	0,6	0,7	1,7
Home Capital Group Inc.	SPTSX	0,6	0,9	1,6
Paragon Banking Group Plc	ASX	1,4	1,1	1,8
Mittelwert		0,9	0,9	1,7
Median		0,6	0,9	1,7

Tabelle 13 - Betafaktoren der Peer Group „Bausparkassen“ für unterschiedliche Betrachtungszeiträume und Renditeintervalle

285 Daraus resultiert nach der Einschätzung des Sachverständigen ein Betafaktor im Mittelwert in einer Spanne zwischen 0,9 und 1,7 und im Median zwischen 0,6 und 1,7. Ursächlich für die hohen Fünfjahres-Betafaktoren mit monatlichen Renditeintervallen sei die Einbeziehung der Jahre 2008 und 2009. Mit dem Höhepunkt der Finanzkrise und der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers sowie anderer Finanzinstitute sei der gesamte Bankenmarkt von großen Unsicherheiten betroffen gewesen. Der Fünfjahresbetafaktor könne vor diesem Hintergrund nur eingeschränkt herangezogen werden. Unter Berücksichtigung des eigenen Betafaktors der GDH sei für das Segment Finanzdienstleistungen ein spartenspezifischer Betafaktor von 0,9 plausibel.

d. Auswahl der Peer Group für die übrigen Bereiche

286 Analog zum Vorgehen hat der Sachverständige im Rahmen der Bewertung der Holding-, Vertriebs- und Servicegesellschaften deren spartenspezifischen Betafaktor einen mit den Wertbeiträgen der operativen Gesellschaften gewichteten Betafaktor i. H. v. 1,03 angesetzt. Bei der Bewertung der GI, bei der es sich schwerpunktmäßig um einen konzerninternen Asset-Management-Dienstleister handelt, ist für die Ermittlung des Aufzinsungsfaktors zum Bewertungsstichtag auch ein Betafaktor i. H. v. 1,03 zugrunde gelegt worden. Im Rahmen der Bewertung der DVAG ist auf der Basis einer Peer Group-Analyse ein Betafaktor i. H. v. 0,7 verwendet worden.

6. Wachstumsabschlag

287 Der Sachverständige hat die seitens der angesetzten nachhaltigen Wachstumsraten mit Blick auf die historischen Gewinnwachstumsraten sowie die Prognosen je Geschäftsbereich als plausibel erachtet und diese im Rahmen seiner Bewertung ebenfalls angewendet. Dass für die Lebens- und Krankenversicherungsgesellschaften mit 0,5 % eine geringere nachhaltige Wachstumsrate angenommen worden ist als für die Schaden- und Unfallversicherer mit 1,0 %, sei sachgerecht und damit zu begründen, dass der deutsche Lebensversicherungsmarkt gesättigt sei. In Folge des demografischen Wandels

könnten Mittelabflüsse aus bestehenden Verträgen nur im geringen Umfang durch Mittelzuflüsse aus Neugeschäft überkompensiert werden; die Attraktivität von Lebensversicherungen nehme aufgrund des Niedrigzinsumfeldes als Anlageinstrument ab. Die Wachstumsrate der konzerninternen Dienstleistungsunternehmen ist mit einem anhand der gebuchten Beiträge der operativen Gesellschaften gewichteten Wachstumsabschlag ermittelt worden und beträgt 0,6 %. Für die Herleitung der Wachstumsrate der DVAG, die im Unterschied zur Vorgehensweise der auch nach dem Ertragswertverfahren bewertet worden ist, liegt der Wachstumsabschlag bei 1,0 %.

- 288 In Bezug auf das nachhaltige Wachstum sind im Rahmen der Unternehmensbewertung grundsätzlich zwei Komponenten zu unterscheiden. So kann das Wachstum der finanziellen Überschüsse eines Unternehmens auf ein rein nominales durch Preisveränderungen bedingtes Wachstum (inflationsbedingtes Wachstum) oder auf realwirtschaftliche Entwicklungen der leistungswirtschaftlichen Erfolgsfaktoren (operatives bzw. thesaurierungsbedingtes Wachstum) zurückzuführen sein.
- 289 Das inflationsbedingte Wachstum lässt sich darauf zurückführen, dass aufgrund der makroökonomischen Teuerungsrate Vermögensgegenstände von Jahr zu Jahr teurer werden. Sofern diese Preissteigerungen an den Endkunden weitergereicht werden können, resultiert für den Anteilseigner ein stetig wachsender Ergebnis- und Dividendenstrom. Gleichzeitig erfordert das inflationsbedingte Wachstum aber auch eine entsprechende Thesaurierung zur Aufrechterhaltung der ökonomischen (realen) Substanz (inflationsbedingte oder wachstumsbedingte Thesaurierung).
- 290 Darüber hinaus besteht die Möglichkeit, durch zusätzliche Thesaurierungen, die über den inflationsbedingten Kapitalbedarf hinausgehen, Kapital im Unternehmen zu binden und daraus zusätzliches operatives Wachstum durch Kapazitätserweiterungen zu generieren (operatives bzw. thesaurierungsbedingtes Wachstum). Den Empfehlungen des IDW S 1 folgend, wird für die Wiederanlage der in diesem Zusammenhang thesaurierten Mittel im Jahr der ewigen Rente eine kapitalwertneutrale Anlage zum Kapitalisierungszins unterstellt (vgl. IDW S 1, Tz. 47).
- 291 Diese beiden Wachstumskomponenten können im Rahmen der Ertragswertermittlung unterschiedlich abgebildet werden. Nach der sogenannten Praktiker-Methode kann das inflationäre Wachstum im Nenner (finanzmathematisch als Wachstumsabschlag von den Kapitalkosten) und das operative bzw. thesaurierungsbedingte Wachstum im Zähler des Ertragswertkalküls berücksichtigt werden.

- 292 Alternativ besteht die Möglichkeit, beide Wachstumskomponenten im Nenner mittels eines sog. Gesamtwachstumsrate zu berücksichtigen. Der Vorteil des Ausweises einer Gesamtwachstumsrate liegt in der direkten Vergleichbarkeit mit empirisch beobachtbaren Wachstumsraten. Beide Methoden führen jedoch zu identischen Ertragswerten.
- 293 Die I ist der Praktiker-Methode gefolgt und hat den Ertragswert der Gesellschaften der GDH-Gruppe unter Anwendung eines rein-inflationären, segmentspezifischen Wachstumsabschlages ermittelt. Die folgende Tabelle stellt vollständigshalber auch die einzelnen Bestandteile der Eigenkapitalkosten im Planungszeitraum sowie in der ewigen Rente dar.

Eigenkapitalkosten vor Wachstumsabschlag	Leben/ Kran-ken	Schäden/ Un-fall	Finanzdienst-leister	Konzernunter-nehmen
Basiszinssatz nach pers. Steuern	2,02	2,02	2,02	2,02
MRP nach pers. Steuern	5,25	5,25	5,25	5,25
Betafaktor (verschuldet)	1,15	1,0	0,95	1,07
Eigenkapitalkosten vor Wachstumsabschlag (%)	8,06	7,27	7,01	7,63
Nachhaltige Wachstumsrate – inflationär (%)	0,50	1,00	0,50	0,61

Tabelle 14 - Nachhaltige Wachstumsrate und Eigenkapitalkosten des GDH-Konzerns nach Bereichen (Praktikermethode, I Annahme)

- 294 Einhergehend mit dieser Annahme bedarf es bei den operativen Gesellschaften einer inflationsbedingten Thesaurierung im Jahr der ewigen Rente zur Aufrechterhaltung der Zielsolvabilitätsquoten (vgl. Bewertungsgutachten I S. 51, 61, 70, 80, 114, 123, 131, 137) bzw. der Ziel-Eigenkapitalquoten im Falle der Badenia (vgl. I Bewertungsgutachten, S. 142). Im Ergebnis der Praktiker-Methode wird den Anteilseignern im Jahr der ewigen Rente neben der zu versteuernden jährlichen Dividende auch der hälftig zu versteuernde Wertbeitrag aus der Thesaurierung zugerechnet (sog. fiktive Vollausschüttung), so dass der gesamte Zahlungsüberschuss in der ewigen Rente aus der jährlichen Dividende und dem Wertbeitrag aus der Thesaurierung besteht. Dieser Zahlungsüberschuss wächst annahmegemäß nachhaltig mit den in der vorstehenden Tabelle dargestellten Wachstumsraten.
- 295 Zu demselben Ertragswert gelangt man laut Gutachten auch, wenn man die Wertbeiträge der Thesaurierungen im jeweiligen Unternehmen einbehält und für die Anteilseigner wertneutral veranlagt. Im Ergebnis führt dies dazu, dass der Zahlungsüberschuss der Anteilseigner im Jahr der ewigen Rente ausschließlich die ausschüttungsfähigen Dividenden umfasst, von denen noch die Steuerwirkungen der persönlichen Ertragsteuer abziehen sind. Die zusätzlich einbehaltenen Mittel für Kapazitätserweiterungen generieren

jedoch ein zusätzliches operatives Wachstum, so dass die rein inflationären finanzmathematischen Wachstumsabschläge aus der vorstehenden Tabelle auf die nachfolgend dargestellten Gesamtwachstumsraten (inflationär und thesaurierungsbedingt) zurückzuführen sind:

Gesamtwachstumsrate GDH-Konzern	Leben/ Kranken	Schaden/ Unfall	Finanz-dienst- leister	Konzern- unternehmen
Nachhaltige Gesamtwachstumsrate – inflationär und thesaurierungsbedingt (%)	5,2	4,9	4,6	5,0

Tabelle 15 - Nachhaltige Gesamtwachstumsrate des GDH-Konzerns nach Bereichen

- 296 Zusammenfassend wird im Gutachten konstatiert, dass die von der in der ewigen Rente angesetzten inflationsbedingten Wachstumsabschläge i.H.v. 0,5 % bis 1,0 % einer Gesamtwachstumsrate der finanziellen Überschüsse in einer Bandbreite von 4,6 % bis 5,2 % entsprechen.
- 297 Diese Gesamtwachstumsrate berücksichtigt neben dem inflationsbedingten auch das thesaurierungsbedingte Wachstum und kann folglich mit den empirisch beobachtbaren, historischen Wachstumsraten (z.B. Gewinnwachstum der Unternehmen der Versicherungs- und Bausparbranche) verglichen werden. Die Verdichtung auf eine Gesamtwachstumsrate hat eine gewisse konzeptionelle Bedeutung, weil sie die möglicherweise als künstlich empfundene Teilung der Planungsrechnung in (a) inflationär wachsende Reihe von Zahlungsüberschüsse und (b) thesaurierungsbedingte Zahlungsüberschüsse aufhebt und damit erst eine finale Beurteilung der Planungsrechnung zulässt. Zur Plausibilisierung der ermittelten nachhaltigen Gesamtwachstumsraten sind diese den historischen Gewinnwachstumsraten von Versicherern nach Sparten und Bausparkassen gegenübergestellt worden.
- 298 Die nachfolgende Tabelle stellt die jährlichen Überschüsse (in Mio. EUR) der Versicherungsunternehmen nach Sparten sowie der Bausparkassen im Zeitraum von 2004 bis 2013 dar:

Jahr	Leben		Kranken		Schaden- und Unfall		Bausparkassen	
	Mio. €	Veränd. in %	Mio. €	Veränd. in %	Mio. €	Veränd. in %	Mio. €	Veränd. in %
2004	572	14,1	322	22,6	826	-26,9	404	-10,8
2005	1.012	77,1	353	9,5	1.201	45,4	270	-33,2
2006	1.042	2,9	373	5,6	1.304	8,6	93	-65,7
2007	999	-4,1	392	5,1	1.209	-7,2	164	77,6
2008	869	-13,0	291	-25,7	1.016	-16,0	176	7,4
2009	1.160	33,5	295	1,4	1.176	15,7	278	57,8
2010	1.186	2,2	316	7,0	970	-17,5	199	-28,6
2011	1.178	-0,6	325	2,8	839	-13,4	229	15,4
2012	1.186	0,7	373	14,9	989	17,8	233	1,5
2013	799	-32,6	403	8,0	1.173	18,6	150	-35,5
Mittelwert	1.000	8,0	344	5,1	1.070	2,5	220	-1,4
Median	1.027	1,4	339	6,3	1.094	0,7	214	-4,6
Geometrisches Mittel	978	3,8	342	2,5	1.058	4,0	205	-10,4

Tabelle 16 - Historische Entwicklung der jährlichen Überschüsse der Versicherungsunternehmen

- 299 Je nach Betrachtungszeitraum weisen die historischen Wachstumsraten eine hohe Volatilität auf. In der historischen Zehn-Jahresbetrachtung lag das durchschnittliche Gewinnwachstum der Versicherungsunternehmen im Bereich Leben/Kranken im Mittelwert in einer Bandbreite zwischen 5,1 % und 8,0 %, im Median zwischen 1,4 % und 6,3 % und im geometrischen Mittel zwischen 2,5 % und 3,8 %.
- 300 Für Versicherungsunternehmen aus dem Bereich Schaden/Unfall liegt das durchschnittliche jährliche Wachstum im Mittelwert bei rd. 2,5 %, im Median bei 0,7 % bzw. im geometrischen Mittel bei 4,0 %.
- 301 Die Werte für Bausparkassen berücksichtigen sowohl die Jahresüberschüsse der privaten Bausparkassen sowie die acht öffentlich-rechtlichen Landesbausparkassen. Das durchschnittliche jährliche Gewinnwachstum der Bausparkassen liegt im Mittelwert bei -1,4 %, im Median bei -4,6 % bzw. im geometrischen Mittel bei -10,4 %.
- 302 Die nachhaltige Gesamtwachstumsrate des GDH-Konzerns im Bereich Leben/Kranken liegt mit rd. 5,2 % im unteren Bereich der durchschnittlichen historischen Wachstumsraten (5,1 % bis 8,0 %) bzw. im oberen Bereich des Median (1,4 % bis 6,3 %). Die nachhaltige Gesamtwachstumsrate im Bereich Schaden/Unfall i. H. v. 4,9 % liegt im Mittelwert deutlich über dem historischen Gewinnwachstum von Schaden- und Unfallversicherern mit 2,5 % (Median: 0,7 %). Die nachhaltige Gesamtwachstumsrate für den Bereich Finanzdienstleister liegt im Mittelwert mit rd. 4,6 % ebenfalls deutlich über dem historischen Gewinnwachstum von Bausparkassen i. H. v. -1,4 % (Median: -4,6 %).

- 303 Neben der Gesamtwachstumsrate hat der Sachverständige auch die inflationsbedingte Wachstumsrate analysiert. Zur Ermittlung des inflationsbedingten Wachstums der künftigen finanziellen Überschüsse ist die unternehmensspezifische Inflationsrate als Wachstumsabschlag zu berücksichtigen (vgl. WP Handbuch 2018, Themenband: Bewertung und Transaktionsberatung, Kapitel 8.4., Tz. 445). Dabei lassen sich drei wesentliche Effekte unterscheiden, die einen Einfluss auf die unternehmensspezifische Inflationsrate haben. Zum einen handelt es sich um die unternehmensspezifischen Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten. Zum zweiten sind gegenläufige Effekte durch Effizienzsteigerungen und technologischem Fortschritt zu berücksichtigen. Drittens ist zu berücksichtigen, in welchem Umfang sich die Preisänderungen auf dem Beschaffungsmarkt, unter gegenläufiger Berücksichtigung von technologischem Fortschritt, absatzmarktseitig umwälzen lassen. In Bezug auf die Umwälzbarkeit ist die Wettbewerbssituation zu berücksichtigen. Sofern sich aus den ersten beiden Effekten eine erwartete unternehmensspezifische Teuerungsrate ergibt, die im Branchendurchschnitt angemessen ist, ist die idealtypische Annahme, dass die unternehmensspezifische Teuerungsrate vollständig umgewälzt werden kann, plausibel.
- 304 Grundsätzlich sind bei der Ermittlung der unternehmensspezifischen Preissteigerungen bei Versicherungsunternehmen die Verwaltungskosten von Relevanz. Die Ermittlung der Preissteigerungen des Personalaufwands unter Zugrundelegung von Tarifierhöhungen im Versicherungsgewerbe hat der Sachverständige plausibilisiert. Er erachtet eine zu erwartende Preissteigerung des Personalaufwands von 2,0 % p.a. als plausibel. Die zu erwartende Preissteigerung des Sachaufwands schätzt er i. H. v. 1,3 % p. a. ein, entsprechend der Prognose für die konsumorientierte Inflationsrate zum Bewertungsstichtag 2013. Bei einer gleichmäßigen Gewichtung des Preisanstiegs für den Personalaufwand und den Sachaufwand ergibt sich daraus eine zu erwartende Preissteigerung für die Verwaltungsaufwendungen von insgesamt 1,65 %.
- 305 Unter Berücksichtigung gegenläufiger Effekte aus Effizienzsteigerung und technologischem Fortschritt wird im Gutachten für die Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen ein Wachstumsabschlag von 1,0 % für plausibel erachtet. Für Lebens- und Krankenversicherungen wird im Hinblick auf die Zinsproblematik ein Wachstumsabschlag von 0,5 % für plausibel gehalten. Der für die DVAG ermittelte inflationsbedingte nachhaltige Wachstumsabschlag von 1,0 % unterstellt für die DVAG ein nachhaltiges Gesamtwachstum der finanziellen Überschüsse i. H. v. 3,6 % p. a., was der Gutachter im Hinblick auf die

historische Entwicklung des Gewinnwachstums der DVAG insgesamt als plausibel erachtet.

VI. Plausibilisierung der übergreifenden Annahmen

306 Der Sachverständige hat die für sämtliche Konzernunternehmen relevanten übergreifenden Annahmen bezüglich des Kapitalanlageergebnisses, Gruppensolvabilität, Steuern, Ausschüttungen und sonstige Annahmen vor die Klammer gezogen und nochmals einheitlich geprüft.

1. Kapitalanlageergebnisse

307 Das Kapitalanlageergebnis wurde durch die GDH in einem vierstufigen Prozess, ausgehend von der Bilanzplanung für die einzelnen zinstragenden Assetklassen, individuell geplant und in das interne Planungs- und Controlling-Format übergeleitet. Die Berechnung der Kapitalanlageergebnisse erfolgt nach der Maßgabe von konzernweit einheitlich definierten Kapitalmarktszenarien.

308 Die folgende Tabelle zeigt die durch die GDH angenommene Entwicklung des Zinsniveaus sowie des Aktienindexes EURO STOXX 50:

GDH Kapitalmarktszenario	Ist		Ist		Plan		Plan	
	2012	28.06.2013	30.09.2013	31.12.2013	2014	2015	2016	
EURIBOR 3-Monatssatz	0,19	0,22	0,25	0,30	0,35	0,60	1,20	
BUND Rendite: 1 Jahr	0,13	0,10	0,15	0,20	0,30	0,50	1,10	
BUND Rendite: 3 Jahre	-0,02	0,28	0,35	0,40	0,50	0,80	1,50	
BUND Rendite: 5 Jahre	0,29	0,74	0,75	1,00	1,40	1,70	1,90	
BUND Rendite: 10 Jahre	1,31	1,73	1,75	1,90	2,20	2,40	2,50	
BUND Rendite: 15 Jahre	1,81	2,13	2,15	2,30	2,65	2,90	3,10	
BUND Rendite: 30 Jahre	2,17	2,48	2,50	2,60	2,90	3,10	3,30	
EURO STOXX 50	2.636	2.603	2.679	2.755	2.947	3.065	3.219	

Tabelle 17 - Kapitalmarktszenario der GDH – Erwartete Entwicklung des Zinsniveaus und des Aktienindexes EURO STOXX 50

309 Die hielt die Marktszenarien der GDH zur Ableitung der Kapitalanlageergebnisse im Planungszeitraum auf Grundlage ihrer Analysen der Zinsstrukturkurve für geeignet (vgl. -Bewertungsgutachten, S. 38 f.).

310 Im Gutachten wird zusammenfassend festgehalten, dass die in die Planungsrechnung eingeflossenen Prognosen des GDH-Konzerns für zehnjährige Bundesanleihen innerhalb der Bandbreite der Analystenschätzungen und für den EURO STOXX 50 leicht unterhalb der Analystenprognosen liegen. Insgesamt werden die Zinsprognosen sowie die Prognose des EURO STOXX des GDH-Konzerns als vertretbar erachtet.

311 Für die Phase der ewigen Rente wurden durch für die einzelnen Anlageklassen die folgenden nachhaltigen Bruttorenditen (vor Verwaltungskosten) in Bezug auf die Marktwerte der einzelnen Assetklassen angesetzt:

Anlageklasse	Zusammensetzung der nachhaltigen Bruttorenditen	Leben/ Kranken	Schaden/ Unfall
Immobilien	Basiszinssatz + Spread (2,25%)	5,00%	5,00%
Verbundene Untern/Beteiligungen	Basiszinssatz + Marktrisikoprämie	8,75%	8,75%
Alternative Assets	Basiszinssatz + Marktrisikoprämie + Spread (0,50%)	9,25%	9,25%
Aktien	Basiszinssatz + Marktrisikoprämie	8,75%	8,75%
Rentenpapiere	Basiszinssatz + Spread (0,35% - 1,25%)	3,15% - 4,00%	3,05% - 3,35%
Hypotheken	Basiszinssatz + Spread (0,50%)	3,25%	3,25%
Sonstige	Basiszinssatz	2,75%	2,75%

Tabelle 18 - Nachhaltige Bruttorendite nach Anlageklasse

312 Im Rahmen ihrer Bewertung wurde seitens der ein Basiszinssatz i. H. v. 2,75 % und eine Marktrisikoprämie i. H. v. 6,00 % angesetzt.

313 Die nachhaltige Rendite für Immobilien wurde auf der Basis der langfristigen historischen Marktentwicklung mit 5,0 % angenommen und liegt damit zwischen den Renditen für festverzinsliche Wertpapiere und Aktien. Als Rendite für verbundene Unternehmen und Beteiligungen sowie für Aktien wurden 8,75 % zugrunde gelegt. Diese Renditeerwartung ergibt sich aus dem in der Unternehmensbewertung herangezogenen Basiszins vor persönlichen Einkommensteuern i. H. v. 2,75 % sowie einer Marktrisikoprämie (vor persönlichen Einkommensteuern) i. H. v. 6,0 % und spiegelt insoweit im Durchschnitt eine Investition in das Marktportfolio (Betafaktor = 1,0) wider.

314 Die Aktienportfolios der GDH-Gesellschaften enthalten neben reinen Aktieninvestments auch Investmentfonds mit Kassenbeständen und Rentenpapieren. Die Rendite des Aktienportfolios wurde durch daher aus den anteiligen Renditen der Anlageklassen Aktien und Sonstige ermittelt. Bei den alternativen Assets wurde im Vergleich zu der Assetklasse Aktien eine um 0,5 %-Punkte höhere Rendite angesetzt, um die erwarteten erhöhten Renditechancen abzubilden. Die Rendite der Rentenpapiere wurde durch die individuell für die einzelnen Gesellschaften, ausgehend von der geplanten Ratingstruktur der Anlage sowie der Laufzeitklassen, aus aktuellen Zinsstrukturdaten abgeleitet. Bedingt durch das Geschäftsmodell der Lebens- und Krankenversicherungen mit einem höheren Anteil langfristiger Kapitalanlagen weisen diese Gesellschaften auch eine entsprechend höhere erwartete Rendite in der Assetklasse der Rentenpapiere auf.

- 315 Für die Assetklasse Hypotheken wurde ein Spread von 0,5 % gegenüber dem Basiszinssatz zugrunde gelegt. Der im Vergleich zu den Rentenpapieren geringere Spread reflektiert die hohe Besicherung und das damit einhergehende geringere Risiko dieser Assetklasse. Die nachhaltigen Bruttorenditen werden um die nachhaltigen Aufwendungen für Kapitalanlagen verringert. Die Höhe der nachhaltigen Aufwendungen für Kapitalanlagen entspricht den relativen Aufwendungen für Kapitalanlagen in Prozent des Durchschnittsbestands aus dem letzten Planjahr 2016.
- 316 Der Sachverständige hält das Vorgehen des Bewertungsgutachters zur Ableitung der nachhaltigen Bruttorenditen auf den Durchschnittsbestand der Assets durch die Zusammensetzung von Bestandteilen wie Basiszinssatz, Marktrisikoprämie und einem Spread für sachgerecht und die Höhe der Spreads je Anlageklasse der Höhe nach für vertretbar und rechnerisch richtig.
- 317 Allerdings hat der Sachverständige bei seiner Bewertung einen Basiszinssatz i. H. v. 2,75 % und eine Marktrisikoprämie i. H. v. 6,50 % angewendet. An der Höhe der Spreads hält er analog zum Vorgehen fest, was insgesamt zu den nachfolgenden nachhaltigen Renditen auf den Durchschnittsbestand führt:

Anlageklasse	Zusammensetzung der nachhaltigen Bruttorenditen	Leben/ Kranken	Schaden/ Unfall
Immobilien	Basiszinssatz + Spread (2,25%)	5,00%	5,00%
Verbundene Untern/Beteiligungen	Basiszinssatz + Marktrisikoprämie	9,25%	9,25%
Alternative Assets	Basiszinssatz + Marktrisikoprämie + Spread (0,50%)	9,75%	9,75%
Aktien	Basiszinssatz + Marktrisikoprämie	9,25%	9,25%
Rentenpapiere	Basiszinssatz + Spread (0,35% - 1,25%)	3,15% - 4,00%	3,05% - 3,35%
Hypotheken	Basiszinssatz + Spread (0,50%)	3,25%	3,25%
Sonstige	Basiszinssatz	2,75%	2,75%

Tabelle 19 - Nachhaltige Bruttorendite nach Anlageklasse

- 318 Wie unter Tz. 313 des Gutachtens dargestellt, enthalten die Aktienportfolien der GDH-Gesellschaften neben reinen Aktieninvestments auch Investmentfonds mit Kassenbeständen und Rentenpapieren. Die auf der Basis der anteiligen Renditen der Assetklassen Aktien und Sonstige ermittelten nachhaltigen Bruttorenditen (vor Aufwendungen für Kapitalanlagen) stellen sich je Gesellschaft wie folgt dar:

Leben/Kranken Gesellschaften	Nachhaltige Bruttorendite	Schaden/Unfall Gesellschaften	Nachhaltige Bruttorendite
AMLeben	5,39%	AMVers	8,97%
Generali Leben	5,16%	Generall Versicherung	7,10%
Cosmos Leben	8,80%	Cosmos Versicherung	9,25%
Dialog Leben	9,25%	Advocard	6,73%

Central	9,25%
Envivas	9,25%

Tabelle 20 - Nachhaltige Bruttorenditen in der Assetklasse Aktien (Sachverständiger)

VII. Gruppensolvabilität

- 319 Der Sachverständige hält die Planung der Gruppensolvabilität für vertretbar.
- 320 Die Solvenzsituation von Versicherungsunternehmen wird in der Solvabilitätsquote abgebildet. Die Solvabilitätsquote ermittelt sich als Quotient der Eigenmittel des Versicherungsunternehmens zum regulatorisch vorzuhaltenden Sollbetrag der Eigenmittel. Der Sollbetrag nach Solvency I wird bei Lebensversicherungsunternehmen auf der Grundlage der Deckungsrückstellungen ermittelt. Bei Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen entspricht der Sollbetrag nach Solvency I dem höheren der beiden Indizes, d. h. dem Beitrags- oder dem Schadenindex. Diese beiden Indizes werden auf der Basis der Prämien und Schäden des Versicherungsunternehmens ermittelt.
- 321 Die Planungsrechnung der einzelnen Konzerngesellschaften der GDH sehen vor, dass die Solvabilitätsquoten aufgrund von geplanten Ergebnisabführungen und Thesaurierungen auf ein Niveau absinken, das im Marktvergleich am unteren Ende der Bandbreite liegt. Während die durchschnittliche Solvabilitätsquote bei Lebensversicherern im Marktdurchschnitt in 2013 bei 184,0 % liegt, weisen die Lebensversicherungsgesellschaften des GDH-Konzerns im letzten Planjahr 2016 Solvabilitätsquoten zwischen rd. 125,1 % und 132,4 % auf.
- 322 Im Falle der Schaden/Unfall-Gesellschaften liegen die durchschnittlichen Solvabilitätsquoten der GDH-Konzernunternehmen innerhalb einer Bandbreite von 112,2 % bis 128,2 %, während die Schaden- und Unfallversicherer im deutschen Versicherungsmarkt im Durchschnitt eine Quote von 311,0 % aufweisen.
- 323 Der GDH-Konzern plant auf Grundlage einer überschlägigen Solvabilitätsplanung im Planungszeitraum (2013 bis 2016) eine Solvabilitätsquote zwischen 151,5 % und 157,2 %. Dies ist laut Gutachter eine Planung auf einem vergleichsweise geringen Niveau, jedoch noch innerhalb einer vertretbaren Bandbreite. Auch der Mutterkonzern der GDH, weist eine vergleichsweise geringe Solvabilitätsquote auf. So lag die Quote in 2011 bzw. 2012 bei 117 % bis 145 % (vgl. Geschäftsbericht 2012 und 2013).

VIII. Steuern

- 324 Die prognostizierten Ergebnisse der GDH vor Ertragsteuern sind um Unternehmenssteuern sowie um persönliche Ertragsteuern der Anteilseigner unter Berücksichtigung der steuerlichen Verhältnisse der GDH gekürzt worden. Als Unternehmenssteuern sind die anfallende Gewerbesteuer, die Körperschaftsteuer und der Solidaritätszuschlag berücksichtigt worden.
- 325 Um die Beiträge der einzelnen Gesellschaften zum Unternehmenswert der GDH im SOTP-Ansatz zutreffend abzubilden, hat der Gutachter bewertungstechnisch von den bestehenden Ergebnisabführungsverträgen abstrahiert und stattdessen die Belastung mit Unternehmenssteuern auf der Ebene der einzelnen Gesellschaften berücksichtigt. Soweit einzelne Gesellschaften ein negatives steuerliches Ergebnis aufweisen, ist korrespondierend eine Steuergutschrift angesetzt worden, so dass eine Verrechnung von steuerlichen Gewinnen und Verlusten – wie sie durch die bestehenden Ergebnisabführungsverträge ermöglicht wird – im Rahmen der Bewertung ebenfalls im Ergebnis sichergestellt wird. In der Phase der ewigen Rente ist die Steuerbelastung für sämtliche Gesellschaften einheitlich unter Anwendung des durchschnittlichen Konzernsteuersatzes von 32,0 % ermittelt worden.

IX. Ausschüttungen

- 326 Auf der Grundlage der historischen Ausschüttungsquoten der Vergleichsunternehmen wird im Gutachten eine nachhaltige Ausschüttungsquote (vor Solva-Thesaurierung) innerhalb der Bandbreite von 46,8 % bis 49,4 % als plausibel angesehen. Wie bereits dargestellt, entspricht dies einer Ausschüttungsquote nach Solva-Thesaurierung i. H. v. 50,0 %.
- 327 Der Bewertungsgutachter legt im Detailplanungszeitraum für alle Konzerngesellschaften eine Ausschüttungsquote i. H. v. 80,0 % fest, die sich an die von der GDH geplanten Ausschüttungen anlehnt, und nimmt in der ewigen Rente eine nachhaltige Ausschüttungsquote i. H. v. 50,0 % an (vgl. Bewertungsgutachten, S. 40).
- 328 Abweichend von der üblichen Definition definiert die Ausschüttungsquote als das Verhältnis der Ausschüttung im Verhältnis zu den ausschüttungsfähigen Nettoeinnahmen nach der Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität anstatt – wie sonst üblich – als das Verhältnis der Ausschüttungen im Verhältnis zum Ergebnis nach Steuern (vor Thesaurierungen zur Erhaltung der Solvabilität).

- 329 Die Analysen des Sachverständigen haben für die Vergleichsunternehmen aus den Segmenten Leben/Kranken und Schaden/Unfall folgende durchschnittliche historische Ausschüttungsquoten ergeben:

	Leben/Kranken 5-Jahres-Ø	Leben/Kranken 10-Jahres-Ø	Schaden/Unfall 5-Jahres-Ø	Schaden/Unfall 10-Jahres-Ø
Min	19,6%	32,2%	15,0%	32,2%
Mittelwert	39,8%	44,1%	40,5%	44,1%
Median	36,4%	43,7%	40,3%	44,0%
Max	68,6%	58,4%	67,0%	59,5%

Tabellè 21 - Ausschüttungsquoten von Vergleichsunternehmen im 5- und 10-Jahresdurchschnitt

- 330 Der Sachverständige ist entsprechend den Empfehlungen des IDW bei der Bemessung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner von den Verhältnissen einer inländischen, natürlichen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person ausgegangen. Zudem hat er angenommen, dass die Anteile im Privatvermögen gehalten werden und die Voraussetzungen des § 17 Abs. 1 Satz 1 EStG für den Anteilsbesitz nicht erfüllt sind.
- 331 Unter Berücksichtigung des seit 2009 geltenden Abgeltungssteuersystems ist die persönliche Ertragsteuer auf Ausschüttungen mit 25,0 % zuzüglich Solidaritätszuschlag berücksichtigt worden. Der Besteuerung eines im Zeitablauf entstehenden thesaurierungsbedingten Wertzuwachses in Form von Kursgewinnen ist mit einer jährlichen effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung von 12,5 % (entsprechend dem hälftigen Abgeltungssteuersatz) zuzüglich des Solidaritätszuschlags Rechnung getragen worden.

X. Sonstige Annahmen

1. Zinszusatzreserve

- 332 Der Sachverständige hat die Planungsrechnung bezüglich der Veränderung der konventionellen Deckungsrückstellung einschließlich der sogenannten Zinszusatzreserve gebilligt.
- 333 Mit der Verordnung zur Bildung der Zinszusatzreserve (ZZR) vom 1. März 2011 sollen Lebensversicherer befähigt werden, ihr Garantieverprechen auch in Niedrigzinsphasen erfüllen zu können. Danach sind für Bestandsverträge ab dem Geschäftsjahr 2011 zusätzliche Rückstellungen (Zinszusatzreserve) zu bilden, sofern deren Rechnungszins (Garantiezin) für die Berechnung der Deckungsrückstellung über dem Referenzzins liegt. Der Referenzzins entspricht der Rendite, die sich im Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre mit risikofreien Kapitalanlagen (Rendite 10-jähriger Null-Kupon-Swapsätze) erzielen ließ

und lag für 2011 bei 3,92 % und für 2012 bei 3,64 %. Ein weiterer Rückgang des Referenzzinssatzes hat zukünftig eine weitere Zuführung von Beträgen zur Zinszusatzreserve zur Folge, während ein Anstieg des Referenzzinssatzes zu einer Reduktion der Zinszusatzreserve mit entsprechend freiwerdenden Beträgen führt. Der Aufwand zur Bildung der Zinszusatzreserve geht zulasten des Bruttoüberschusses. Im Rahmen der Planungsrechnung wird im Detailplanungszeitraum konzernweit ein Referenzzins von 3,40 % (2013), 3,21 % (2014), 3,10 % (2015) und 2,96 % (2016) angenommen.

- 334 Während im Detailplanungszeitraum mit einer Zuführung von Beträgen zur Zinszusatzreserve geplant wird, sind in der ewigen Rente aufgrund des nachhaltig angenommenen Zinsniveaus keine weiteren Zuführungen erforderlich. Der Teil der Zinszusatzreserve, der nach der Planung in den Jahren 2015 und 2016 zugeführt wird, wird ab dem Jahr 2017 innerhalb von 10 Jahren aufgelöst und in der ewigen Rente barwertäquivalent berücksichtigt.

2. Rückstellungen für Pensionen und ähnliche Verpflichtungen

- 335 Bei der GDH und einigen Konzerngesellschaften werden im Detailplanungszeitraum von 2013 bis 2016 Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen geplant, die aus der Übergangsregelung des BilMoG resultieren. Die Zuführungen gehen über den Detailplanungszeitraum bis ins Jahr 2024 hinaus, haben jedoch keinen nachhaltigen Charakter. Nicht nachhaltige Zuführungen zur Pensionsrückstellung bis zum Jahr 2024 werden in der ewigen Rente annuitätisch berücksichtigt. Darüber hinaus wird der nicht nachhaltige Aufwand für Pensionsverpflichtungen im jeweils letzten Planjahr, resultierend aus der Änderung des Referenzzinssatzes, bei der Ableitung des nachhaltigen Pensionsaufwands bereinigt.

XI. Planungsrechnung und Wertermittlung

- 336 Im Gutachten sind die wesentlichen Beteiligungen der GDH auf der Grundlage der Planungsrechnungen gesondert beurteilt worden. In allen Fällen sind dazu die rechtlichen und steuerlichen Verhältnisse, die wirtschaftlichen Grundlagen, die Vermögens- und Finanzlage, die Ertragslage nach den Planungsrechnungen, die Herleitung des nachhaltigen Ergebnisses und die Ableitung der Nettoausschüttungen dargestellt und geprüft worden.

1. AachenMünchener Lebensversicherung AG („AML“)

- 337 Die prognostizierten Ergebnisse nach Unternehmenssteuern sind unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt worden:

AMLeben	Ist	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Nettoausschüttungen	2012	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Ergebnis vor Unternehmenssteuern		73	74	80	75	119
Unternehmenssteuern		-29	-20	-28	-25	-38
Ergebnis nach Unternehmenssteuern		43	54	53	50	81
Solvabilitätsberechnung						
Eigenmittel	1.400	1.358	1.435	1.478	1.489	1.497
davon Eigenkapital	342	364	391	417	442	445
davon sonstige Eigenmittel	1.057	994	1.044	1.061	1.047	1.052
Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		-22	-27	-26	-25	-2
Solvabilitätsspanne	1.075	1.117	1.146	1.172	1.183	1.189
Solvabilitätsquote (%)	130,2	121,5	125,3	126,2	125,8	125,8
Ausschüttungsfähige Nettoeinnahmen nach Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		22	27	26	25	79
Ausschüttungsquote nach Solva-Thesaurierung		80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	50,0%
Est-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)		17	21	21	20	39
- Einkommensteuer auf Dividenden		-5	-6	-6	-5	-10
Est-pflichtige Kurssteigerungen		4	5	5	5	39
- Einkommensteuer auf Kursgewinne		-1	-1	-1	-1	-5
Nettoausschüttungen		17	20	20	19	63

Nachrichtlich:

Ausschüttungsquote vor Solva-Thesaurierung	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	48,6%
--	-------	-------	-------	-------	-------

Tabelle 22 - AMLeben – Nettoausschüttungen

- 338 Danach verändern sich die Nettoausschüttungen im Zeitraum von 2014 bis 2016 nur geringfügig und steigen im Terminal Value aufgrund der geringen Thesaurierung auf EUR 63 Mio. an.
- 339 Bei der AML ist im Planungszeitraum von 2013 bis 2016 eine Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität vorgesehen. Die Ausschüttungsquoten vor der Solva-Thesaurierung betragen 40 % (entspricht einer Ausschüttungsquote nach Solva-Thesaurierung von 80 %) im Planungszeitraum und 48,6 % (50,0 % nach Solva-Thesaurierung) in der ewigen Rente.
- 340 Daraus ist im Gutachten der Ertragswert des operativen Geschäfts wie folgt abgeleitet worden:

AMLeben	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Ertragswert	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €				
Nettoausschüttungen	17	20	20	19	63

Kapitalisierungszinssatz (%)	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,1%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr	0,921	0,848	0,780	0,718	0,641
Barwerte jeweils zum 01.01.	15	17	16	14	560

Ertragswert zum 1. Januar 2013	622
Aufzinsungsfaktor	1,079
Ertragswert zum 4. Dezember 2013	671

Tabelle 23 - AMLeben – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 4. Dezember 2013

- 341 Der Ertragswert des operativen Geschäfts der AML beträgt zum 4. Dezember 2013 somit insgesamt rd. EUR 671 Mio.
- 342 Der Bewertungsgutachter ermittelte hingegen einen höheren Ertragswert des operativen Geschäfts der AML i. H. v. EUR 723 Mio. Die Differenz i. H. v. -7,3 % resultiert insbesondere daraus, dass der Sachverständige einen höheren Kapitalisierungszinssatz im Nenner des Bewertungskalküls zugrunde gelegt hat, der den Effekt aus den in der ewigen Rente geringfügig höheren Nettoausschüttungen überkompensiert. Die unterschiedlichen Kapitalisierungszinssätze ergeben sich aus dem mit 1,2 geringfügig höher angesetzten Betafaktor in der Sparte Lebens- und Krankenversicherung sowie der erhöhten Marktrisikoprämie vor und nach persönlichen Steuern.
- 343 Die Annahme einer höheren Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i. H. v. 6,5 % bzw. 5,5 % nach persönlichen Steuern (MRP vor persönlichen Steuern: 6,0 %, MRP nach persönlichen Steuern: 5,25 %) wirkt sich einerseits positiv auf den Ertragswert der AML aus, da eine höhere Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern das Kapitalanlageergebnis erhöht. Andererseits führt die höhere Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern c. p. auch zu einem steigenden Kapitalisierungszins, der sich auf den Ertragswert der AML wertmindernd auswirkt. Der letztgenannte Effekt übersteigt den ersten, so dass sich die Annahme einer höheren Marktrisikoprämie im Falle der AML insgesamt wertmindernd auswirkt.

2. Generali Lebensversicherung AG (nachfolgend „Generali Leben“)

- 344 Die prognostizierten Ergebnisse nach Unternehmenssteuern wurden unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt:

Generali Leben	Ist	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Nettoausschüttungen	2012	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Ergebnis vor Unternehmenssteuern		5	7	14	20	82
Unternehmenssteuern		0	-2	-7	-8	-26
Ergebnis nach Unternehmenssteuern		5	5	7	13	56

Solvabilitätsberechnung						
Eigenmittel	2.489	2.191	1.986	2.031	2.070	2.080
davon Eigenkapital	426	426	426	426	426	428
davon sonstige Eigenmittel	2.063	1.765	1.560	1.605	1.644	1.652
Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		0	0	0	0	-2
Solvabilitätsspanne	1.491	1.562	1.587	1.618	1.654	1.662
Solvabilitätsquote (%)	167,0	140,2	125,1	125,5	125,1	125,1
Ausschüttungsfähige Nettoeinnahmen nach Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität	5	5	7	13	13	54
Ausschüttungsquote nach Solva-Thesaurierung	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	50,0%
Est-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)	4	4	6	10	10	27
- Einkommensteuer auf Dividenden	-1	-1	-2	-3	-3	-7
Est-pflichtige Kurssteigerungen	1	1	1	3	3	27
- Einkommensteuer auf Kursgewinne	0	0	0	0	0	-4
Nettoausschüttungen	4	4	6	10	10	43

Nachrichtlich:

Ausschüttungsquote vor Solva-Thesaurierung	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	48,1%
--	-------	-------	-------	-------	-------

Tabelle 24 - Generali Leben – Nettoausschüttungen

345. Die Nettoausschüttungen steigen im Zeitraum von 2014 bis 2016 durchgehend an. Im Terminal Value (nachfolgend „TV“) nehmen die Nettoausschüttungen aufgrund des höheren Ergebnisses nach Unternehmenssteuern deutlich zu und erreichen EUR 43 Mio.
346. Der Ertragswert des operativen Geschäfts wird im Gutachten wie folgt dargestellt:

Generali Leben	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Ertragswert	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Nettoausschüttungen	4	4	6	10	43
Kapitalisierungszinssatz (%)	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,1%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr	0,921	0,848	0,780	0,718	8,841
Barwerte jeweils zum 01.01.	4	3	4	7	380

Ertragswert zum 1. Januar 2013	398
Aufzinsungsfaktor	1,079
Ertragswert zum 4. Dezember 2013	429

Tabelle 25 - Generali Leben – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 4. Dezember 2013

347. Der Ertragswert des operativen Geschäfts der Generali Leben beträgt zum 4. Dezember 2013 somit insgesamt rd. EUR 429 Mio.
348. Die KMPG ermittelte einen Ertragswert des operativen Geschäfts der Generali Leben i.H.v. EUR 464 Mio. Die Differenz i.H.v. -7,4 % resultiert insbesondere aus den Umständen, die bereits für die AML erläutert worden sind.

3. Cosmos Lebensversicherungs-AG („Cosmos Leben“)

- 349 Die prognostizierten Ergebnisse nach Unternehmenssteuern sind von dem Sachverständigen unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt worden:

Cosmos Leben	Ist	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Nettoausschüttungen	2012	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Ergebnis vor Unternehmenssteuern		72	70	75	79	82
Unternehmenssteuern		-31	-21	-26	-27	-26
Ergebnis nach Unternehmenssteuern		41	49	49	51	55
Solvabilitätsberechnung						
Eigenmittel	649	641	646	663	692	695
davon Eigenkapital	121	142	166	191	216	217
davon sonstige Eigenmittel	528	499	480	472	476	478
Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		-21	-24	-24	-26	-1
Solvabilitätsspanne	368	464	488	509	523	525
Solvabilitätsquote (%)	176,4	138,0	132,4	130,3	132,4	132,4
Ausschüttungsfähige Nettoeinnahmen nach Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		21	24	24	26	54
Ausschüttungsquote nach Solva-Thesaurierung		80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	50,0%
Est-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)		17	20	19	21	27
- Einkommensteuer auf Dividenden		-4	-5	-5	-5	-7
Est-pflichtige Kurssteigerungen		4	5	5	5	27
- Einkommensteuer auf Kursgewinne		-1	-1	-1	-1	-4
Nettoausschüttungen		16	19	19	20	44

Nachrichtlich:

Ausschüttungsquote vor Solva-Thesaurierung	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	49,0%
--	-------	-------	-------	-------	-------

Tabelle 26 - Cosmos Leben - Nettoausschüttungen

- 350 Die Nettoausschüttungen verändern sich im Zeitraum von 2014 bis 2016 nur geringfügig und steigen im TV aufgrund der geringen Thesaurierung auf EUR 44 Mio. an.

- 351 Daraus ergibt sich laut Gutachten folgender Ertragswert des operativen Geschäfts:

Cosmos Leben	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Ertragswert	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €				
Nettoausschüttungen	16	19	19	20	44
Kapitalisierungszinssatz (%)	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,1%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr	0,921	0,848	0,780	0,718	8,841
Barwerte jeweils zum 01.01.	15	16	14	14	386

Ertragswert zum 1. Januar 2013	445
Aufzinsungsfaktor	1,079
Ertragswert zum 4. Dezember 2013	480

Tabelle 27 - Cosmos Leben - Ertragswert des operativen Geschäfts zum 4. Dezember 2013

352 Der Ertragswert des operativen Geschäfts der Cosmos Leben beträgt somit zum 4. Dezember 2013 insgesamt EUR 480 Mio.

353 Die ermittelte einen Ertragswert des operativen Geschäfts der Cosmos Leben i. H. v. EUR 518 Mio. Die Differenz i.H.v. -7,4 % resultiert aus den gleichen Gründen wie bei der AML bzw. der Generali Leben.

4. Dialog Lebensversicherungs-AG („Dialog Leben“)

354 Auf der Grundlage der Planungen sind die prognostizierten Ergebnisse der Dialog Leben nach Unternehmenssteuern unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt worden:

Dialog Leben	Ist	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Nettoausschüttungen	2012	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Ergebnis vor Unternehmenssteuern		21	15	15	15	25
Unternehmenssteuern		-7	-4	-5	-5	-8
Ergebnis nach Unternehmenssteuern		14	10	10	10	17
Solvabilitätsberechnung						
Eigenmittel	98	102	106	110	115	116
davon Eigenkapital	41	41	41	41	41	41
davon sonstige Eigenmittel	57	61	66	69	74	74
Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		0	0	0	0	0
Solvabilitätsspanne	72	77	81	85	89	89
Solvabilitätsquote (%)	135,8	133,3	131,7	129,0	129,3	129,3
Ausschüttungsfähige Nettoeinnahmen nach Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		14	10	10	10	17
Ausschüttungsquote nach Solva-Thesaurierung		80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	50,0%
Est-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)		11	8	8	8	8
- Einkommensteuer auf Dividenden		-3	-2	-2	-2	-2
Est-pflichtige Kurssteigerungen		3	2	2	2	8
- Einkommensteuer auf Kursgewinne		0	0	0	0	-1
Nettoausschüttungen		11	8	8	8	13

Nachrichtlich:

Ausschüttungsquote vor Solva-Thesaurierung	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	49,4%
--	-------	-------	-------	-------	-------

Tabelle 28 - Dialog Leben – Nettoausschüttungen

355 Die Nettoausschüttungen bleiben im Zeitraum von 2014 bis 2016 nahezu unverändert und steigen im TV aufgrund des höheren Ergebnisses nach Unternehmenssteuern im TV auf EUR 13 Mio. an.

356 Der Ertragswert des operativen Geschäfts stellt sich wie folgt dar:

Dialog Leben	HR	Plan	Plan	Plan	TV
--------------	----	------	------	------	----

Ertragswert	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Nettoausschüttungen	11	8	8	8	13
Kapitalisierungszinssatz (%)	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,1%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr	0,921	0,848	0,780	0,718	8,841
Barwerte jeweils zum 01.01.	10	7	6	5	117

Ertragswert zum 1. Januar 2013	145
Aufzinsungsfaktor	1,079
Ertragswert zum 4. Dezember 2013	157

Tabelle 29 - Dialog Leben – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 4. Dezember 2013

357 Der Ertragswert des operativen Geschäfts der Dialog Leben beträgt zum 4. Dezember 2013 insgesamt rd. EUR 157 Mio.

358 Der Bewertungsgutachter ermittelte einen Ertragswert des operativen Geschäfts der Dialog Leben i. H. v. EUR 169 Mio. Die Differenz i. H. v. -6,9 % resultiert aus den gleichen Gründen wie bei der AML, Generali Leben und Cosmos Leben.

5. Generali Deutschland Pensionskasse AG („nachfolgend „GDPK“)

359 Für die GDPK sind die prognostizierten Ergebnisse nach Unternehmenssteuern unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt worden:

GDPK	Ist	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Nettoausschüttungen	2012	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Ergebnis vor Unternehmenssteuern		1	0	0	0	3
Unternehmenssteuern		0	0	0	0	-1
Ergebnis nach Unternehmenssteuern		1	0	0	0	2
Solvabilitätsberechnung						
Eigenmittel	68	88	87	85	84	84
davon Eigenkapital	25	25	25	25	25	25
davon sonstige Eigenmittel	42	63	62	60	59	59
Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		0	0	0	0	0
Solvabilitätsspanne	46	51	55	60	66	66
Solvabilitätsquote (%)	148,2	174,4	157,6	141,0	127,7	127,7
Ausschüttungsfähige Nettoeinnahmen nach Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		2	0	0	0	2
Ausschüttungsquote nach Solva-Thesaurierung		80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	50,0%
Est-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)		1	0	0	0	1
- Einkommensteuer auf Dividenden		0	0	0	0	0
Est-pflichtige Kurssteigerungen		0	0	0	0	1
- Einkommensteuer auf Kursgewinne		0	0	0	0	0
Nettoausschüttungen		1	0	0	0	1

Nachrichtlich:

Ausschüttungsquote vor Solva-Thesaurierung	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	46,8%
--	-------	-------	-------	-------	-------

Tabelle 30 - GDPK – Nettoausschüttungen

360 Die Nettoausschüttungen verändern sich im Zeitraum von 2014 bis 2016 nur geringfügig und steigen im TV aufgrund des gestiegenen Ergebnisses nach Unternehmenssteuern auf EUR 1 Mio. an.

361 Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts der GDPK dargestellt:

GDPK Ertragswert	HR	Plan	Plan	Plan	TV
	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €				
Nettoausschüttungen	1	0	0	0	1
Kapitalisierungszinssatz (%)	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,1%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr	0,921	0,848	0,780	0,718	8,841
Barwerte jeweils zum 01.01.	1	0	0	0	13

Ertragswert zum 1. Januar 2013	14
Aufzinsungsfaktor	1,079
Ertragswert zum 4. Dezember 2013	15

Tabelle 31 - GDPK – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 4. Dezember 2013

362 Der Ertragswert des operativen Geschäfts der GDPK beträgt somit zum 4. Dezember 2013 insgesamt rd. EUR 15 Mio.

363 Die ermittelte einen Ertragswert des operativen Geschäfts der GDPK i. H. v. EUR 17 Mio. Die Differenz i. H. v. -7,4 % resultiert aus den Gründen, die bereits bezüglich der AML und anderer Unternehmen dargestellt worden sind.

6. Central Krankenversicherung AG („Central“)

364 Die prognostizierten Ergebnisse der Central nach Unternehmenssteuern sind unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt worden:

Central	Ist	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Nettoausschüttungen	2012	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Ergebnis vor Unternehmenssteuern		61	56	69	76	73
Unternehmenssteuern		-31	-16	-24	-26	-23
Ergebnis nach Unternehmenssteuern		30	40	45	50	50
Solvabilitätsberechnung						
Eigenmittel	223	228	228	228	228	229
davon Eigenkapital	228	228	228	228	228	229
davon sonstige Eigenmittel	-5	0	0	0	0	0
Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		0	0	0	0	-1
Solvabilitätsspanne	119	112	108	106	104	105
Solvabilitätsquote (%)	187,9	203,0	211,8	215,5	218,5	218,5

Ausschüttungsfähige Nettoeinnahmen nach Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität	30	40	45	50	49
Ausschüttungsquote nach Solva-Thesaurierung	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	50,0%
Est-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)	24	32	36	40	24
- Einkommensteuer auf Dividenden	-6	-8	-9	-11	-6
Est-pflichtige Kurssteigerungen	6	8	9	10	24
- Einkommensteuer auf Kursgewinne	-1	-1	-1	-1	-3
Nettoausschüttungen	23	31	34	38	39

Nachrichtlich:

Ausschüttungsquote vor Solva-Thesaurierung	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	48,9%
--	-------	-------	-------	-------	-------

Tabelle 32 - Central - Nettoausschüttungen

365 Die Nettoausschüttungen steigen im TV aufgrund des gestiegenen Ergebnisses nach Unternehmenssteuern auf EUR 39 Mio. an.

366 Der Ertragswert des operativen Geschäfts stellt sich wie folgt dar:

Central	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Ertragswert	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €				
Nettoausschüttungen	23	31	34	38	39
Kapitalisierungszinssatz (%)	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,1%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr	0,921	0,848	0,780	0,718	8,841
Barwerte jeweils zum 01.01.	21	26	27	27	344

Ertragswert zum 1. Januar 2013	446
Aufzinsungsfaktor	1,079
Ertragswert zum 4. Dezember 2013	481

Tabelle 33 - Central - Ertragswert des operativen Geschäfts zum 4. Dezember 2013

367 Der Ertragswert des operativen Geschäfts der Central beträgt somit zum 4. Dezember 2013 insgesamt rd. EUR 481 Mio.

368 Die ermittelte einen Ertragswert des operativen Geschäfts der Central i. H. v. EUR 516 Mio. Die Differenz i. H. v. -6,7 % beruht auf den bereits mitgeteilten Gründen zur AML.

7. ENVIVAS Krankenversicherung AG (nachfolgend „Envivas“)

369 Die prognostizierten Ergebnisse der Envivas nach Unternehmenssteuern sind unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt worden:

Envivas	Ist	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Nettoausschüttungen	2012	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Ergebnis vor Unternehmenssteuern		3	4	6	7	8
Unternehmenssteuern		-1	-1	-2	-2	-2
Ergebnis nach Unternehmenssteuern		2	3	4	5	5
Solvabilitätsberechnung						
Eigenmittel	10	12	15	19	24	24

davon Eigenkapital	10	12	15	19	24	24
davon sonstige Eigenmittel	0	0	0	0	0	0
Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		-2	-3	-4	-5	0
Solvabilitätsspanne	7	8	8	9	9	9
Solvabilitätsquote (%)	148,8	160,2	187,5	222,6	264,5	264,5
Ausschüttungsfähige Nettoeinnahmen nach Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		0	0	0	0	5
Ausschüttungsquote nach Solva-Thesaurierung		80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	50,0%
Est-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)		0	0	0	0	3
- Einkommensteuer auf Dividenden		0	0	0	0	-1
Est-pflichtige Kurssteigerungen		0	0	0	0	3
- Einkommensteuer auf Kursgewinne		0	0	0	0	0
Nettoausschüttungen		0	0	0	0	4

Nachrichtlich:

Ausschüttungsquote vor Solva-Thesaurierung	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	48,8%
--	------	------	------	------	-------

Tabelle 34 - Envivas – Nettoausschüttungen

370 Die Nettoausschüttungen steigen im TV aufgrund der geringen Thesaurierung auf EUR 4 Mio. an.

371 Nachfolgend wird der Ertragswert des operativen Geschäfts der Envivas dargestellt:

Envivas	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Ertragswert	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €				
Nettoausschüttungen	0	0	0	0	4
Kapitalisierungszinssatz (%)	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,1%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr	0,921	0,848	0,780	0,718	8,841
Barwerte jeweils zum 01.01.	0	0	0	0	36

Ertragswert zum 1. Januar 2013	36
Aufzinsungsfaktor	1,079
Ertragswert zum 4. Dezember 2013	39

Tabelle 35 - Envivas – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 4. Dezember 2013

372 Der Ertragswert des operativen Geschäfts der Envivas beträgt somit zum 4. Dezember 2013 insgesamt rd. EUR 39 Mio.

373 Die ermittelte einen Ertragswert des operativen Geschäfts der Envivas i. H. v. EUR 42 Mio. Die Differenz i. H. v. -8,4 % resultiert aus den bereits wiederholt mitgeteilten Gründen.

8. AachenMünchener Versicherung AG („AMV“)

374 Die prognostizierten Ergebnisse nach Unternehmenssteuern sind unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt worden:

AMV	Ist	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Nettoausschüttungen	2012	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Ergebnis vor Unternehmenssteuern		151	112	124	128	125
Unternehmenssteuern		-45	-38	-36	-39	-41
Ergebnis nach Unternehmenssteuern		106	74	88	89	84
Solvabilitätsberechnung						
Eigenmittel	226	226	226	226	226	228
davon Eigenkapital	226	226	226	226	226	228
davon sonstige Eigenmittel	0	0	0	0	0	0
Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		0	0	0	0	-2
Solvabilitätsspanne	161	170	177	192	201	203
Solvabilitätsquote (%)	140,3	132,6	127,8	117,5	112,2	112,2
Ausschüttungsfähige Nettoeinnahmen nach Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		106	74	88	89	82
Ausschüttungsquote nach Solva-Thesaurierung		80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	50,0%
Est-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)		-85	60	70	72	41
- Einkommensteuer auf Dividenden		-22	-16	-19	-19	-11
ESt-pflichtige Kurssteigerungen		21	15	18	18	41
- Einkommensteuer auf Kursgewinne		-3	-2	-2	-2	-5
Nettoausschüttungen		81	57	67	68	66

Nachrichtlich:

Ausschüttungsquote vor Solva-Thesaurierung	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	48,7%
--	-------	-------	-------	-------	-------

Tabelle 36 - AMV – Nettoausschüttungen

375 Die Nettoausschüttungen bei der AMV nehmen im TV im Vergleich zum letzten Planjahr leicht ab und betragen EUR 66 Mio.

376 Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts der AMV dargestellt:

AMV	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Ertragswert	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €				
Nettoausschüttungen	81	57	67	68	66
Kapitalisierungszinssatz (%)	6,97%	6,97%	6,97%	6,97%	5,97%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr	0,935	0,874	0,817	0,764	12,781
Barwerte jeweils zum 01.01.	76	50	55	52	838

Ertragswert zum 1. Januar 2013	1.070
Aufzinsungsfaktor	1,064
Ertragswert zum 4. Dezember 2013	1.138

Tabelle 37 - AMV – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 4. Dezember 2013

377 Der Ertragswert des operativen Geschäfts der AMV beträgt somit zum 4. Dezember 2013 insgesamt rd. EUR 1.138 Mio.

378 Der Bewertungsgutachter ermittelte einen Ertragswert des operativen Geschäfts der AMV i. H. v. EUR 1.078 Mio. Die Differenz i. H. v. +5,6 % resultiert insbesondere daraus,

dass der Sachverständige einen niedrigeren Kapitalisierungszinssatz im Nenner des Bewertungskalküls zugrunde gelegt hat, der zusätzlich zum Effekt aus den in der ewigen Rente geringfügig höheren Nettoausschüttungen wirkt (vgl. Gutachten Tz. 205).

9. Generali Versicherung AG („Generali Versicherung“)

379 Die prognostizierten Ergebnisse der Generali Versicherung nach Unternehmenssteuern sind unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt worden:

Generali Versicherung	Ist	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Nettoausschüttungen	2012	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Ergebnis vor Unternehmenssteuern		108	112	137	111	140
Unternehmenssteuern		-32	-36	-33	-32	-48
Ergebnis nach Unternehmenssteuern		77	76	104	80	92
Solvabilitätsberechnung						
Eigenmittel	327	327	328	329	330	333
davon Eigenkapital	330	330	330	330	330	333
davon sonstige Eigenmittel	-3	-3	-2	-1	0	0
Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		0	0	0	0	-3
Solvabilitätsspanne	248	252	257	264	271	273
Solvabilitätsquote (%)	132,0	130,0	127,8	124,4	121,7	121,7
Ausschüttungsfähige Nettoeinnahmen nach Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		77	76	104	80	89
Ausschüttungsquote nach Solva-Thesaurierung		80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	50,0%
Est-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)		61	61	83	64	45
- Einkommensteuer auf Dividenden		-16	-16	-22	-17	-12
Est-pflichtige Kurssteigerungen		15	15	21	16	45
- Einkommensteuer auf Kursgewinne		-2	-2	-3	-2	-6
Nettoausschüttungen		58	58	79	61	72

Nachrichtlich:

Ausschüttungsquote vor Solva-Thesaurierung	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	48,2%
--	-------	-------	-------	-------	-------

Tabelle 38 - Generali Versicherung – Nettoausschüttungen

380 Die Nettoausschüttungen nehmen im TV im Vergleich zum letzten Planjahr zu und betragen EUR 72 Mio.

381 Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts dargestellt:

Generali Versicherung	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Ertragswert	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €				
Nettoausschüttungen	58	58	79	61	72
Kapitalisierungszinssatz (%)	6,97%	6,97%	6,97%	6,97%	5,97%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr	0,935	0,874	0,817	0,764	12,781
Barwerte jeweils zum 01.01.	55	50	64	46	914

Ertragswert zum 1. Januar 2013	1.130
--------------------------------	-------

Aufzinsungsfaktor	1,064
Ertragswert zum 4. Dezember 2013	1.203

Tabelle 39 - Generali Versicherung – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 4. Dezember 2013

382 Der Ertragswert des operativen Geschäfts der Generali Versicherung beträgt somit zum 4. Dezember 2013 insgesamt rd. EUR 1.203 Mio.

383 Der Bewertungsgutachter ermittelte einen Ertragswert des operativen Geschäfts der Generali Versicherung i. H. v. EUR 1.131 Mio. Die Differenz i. H. v. +6,4 % resultiert insbesondere aus den zur AMV dargestellten Gründen.

10. Cosmos Versicherung AG („Cosmos Sach“)

384 Die prognostizierten Ergebnisse nach Unternehmenssteuern sind unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt worden:

Cosmos Sach Nettoausschüttungen	Ist	HR	Plan	Plan	Plan	TV
	2012	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Ergebnis vor Unternehmenssteuern		7	9	12	15	14
Unternehmenssteuern		-3	-5	-6	-6	-5
Ergebnis nach Unternehmenssteuern		4	4	6	9	10
Solvabilitätsberechnung						
Eigenmittel	29	32	34	38	43	43
davon Eigenkapital	19	21	23	25	29	29
davon sonstige Eigenmittel	10	11	11	13	14	14
Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		-2	-1	-2	-3	0
Solvabilitätsspanne	21	23	26	30	34	34
Solvabilitätsquote (%)	139,1	138,0	131,2	125,0	127,2	127,2
Ausschüttungsfähige Nettoeinnahmen nach Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		2	2	3	5	10
Ausschüttungsquote nach Solva-Thesaurierung		80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	50,0%
Est-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)		2	2	3	4	5
- Einkommensteuer auf Dividenden		0	0	-1	-1	-1
Est-pflichtige Kurssteigerungen		0	0	1	1	5
- Einkommensteuer auf Kursgewinne		0	0	0	0	-1
Nettoausschüttungen		1	2	3	4	8

Nachrichtlich:

Ausschüttungsquote vor Solva-Thesaurierung	40,0%	48,0%	48,0%	48,0%	48,5%
--	-------	-------	-------	-------	-------

Tabelle 40 - Cosmos Sach – Nettoausschüttungen

385 Die Cosmos Sach weist im Planungszeitraum durchgehend steigende Nettoausschüttungen auf. In der ewigen Rente steigen die Nettoausschüttungen auf EUR 8 Mio. aufgrund der geringeren Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität im Vergleich zum letzten Planjahr 2016 deutlich an.

386 Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts dargestellt:

Cosmos Sach	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Ertragswert	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €				
Nettoausschüttungen	1	2	3	4	8
Kapitalisierungszinssatz (%)	6,97%	6,97%	6,97%	6,97%	5,97%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr	0,935	0,874	0,817	0,764	12,781
Barwerte jeweils zum 01.01.	1	1	2	3	98

Ertragswert zum 1. Januar 2013	106
Aufzinsungsfaktor	1,064
Ertragswert zum 4. Dezember 2013	113

Tabelle 41 - Cosmos Sach – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 4. Dezember 2013

387 Der Ertragswert des operativen Geschäfts der Cosmos Sach beträgt somit zum 4. Dezember 2013 insgesamt rd. EUR 113 Mio.

388 Die ermittelte einen Ertragswert des operativen Geschäfts der Cosmos Sach i. H. v. EUR 106 Mio. Die Differenz i. H. v. +6,1 % resultiert aus denen zur AML dargelegten Gründen.

11. ADVOCARD Rechtsschutzversicherung AG („Advocard“)

389 Die prognostizierten Ergebnisse der Advocard nach Unternehmenssteuern sind unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt worden:

Advocard	Ist	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Nettoausschüttungen	2012	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Ergebnis vor Unternehmenssteuern		18	18	19	20	24
Unternehmenssteuern		-4	-6	-6	-7	-8
Ergebnis nach Unternehmenssteuern		13	13	13	14	17
Solvabilitätsberechnung						
Eigenmittel		37	37	38	38	38
davon Eigenkapital		66	66	66	66	67
davon sonstige Eigenmittel		-29	-29	-28	-28	-29
Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		-1	0	0	0	-1
Solvabilitätsspanne		28	29	30	31	31
Solvabilitätsquote (%)		133,3	131,1	128,2	122,7	122,7
Ausschüttungsfähige Nettoeinnahmen nach Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		12,0	12,5	12,6	13,7	16,0
Ausschüttungsquote nach Solva-Thesaurierung		80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	50,0%
Est-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)		10	10	10	11	8
- Einkommensteuer auf Dividenden		-3	-3	-3	-3	-2
Est-pflichtige Kurssteigerungen		2	2	3	3	8
- Einkommensteuer auf Kursgewinne		0	0	0	0	-1
Nettoausschüttungen		9	10	10	10	13

Nachrichtlich:

Ausschüttungsquote vor Solva-Thesaurierung	71,7%	79,8%	79,8%	80,0%	48,0%
--	-------	-------	-------	-------	-------

Tabelle 42 - Advocard -- Nettoausschüttungen

390 Die Nettoausschüttungen verändern sich im Zeitraum von 2014 bis 2016 nur geringfügig und steigen im TV aufgrund der geringen Thesaurierung auf EUR 13 Mio. an.

391 Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts dargestellt:

Advocard	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Ertragswert	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Nettoausschüttungen	9	10	10	10	13
Kapitalisierungszinssatz (%)	6,97%	6,97%	6,97%	6,97%	5,97%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr	0,935	0,874	0,817	0,764	12,781
Barwerte jeweils zum 01.01.	9	8	8	8	163

Ertragswert zum 1. Januar 2013	196
Aufzinsungsfaktor	1,064
Ertragswert zum 4. Dezember 2013	209

Tabelle 43 - Advocard – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 4. Dezember 2013

392 Der Ertragswert des operativen Geschäfts der Advocard beträgt somit zum 4. Dezember 2013 insgesamt rd. EUR 209 Mio.

393 Die ermittelte einen Ertragswert des operativen Geschäfts der Advocard i. H. v. EUR 198 Mio. Die Differenz i. H. v. +5,3 % resultiert aus den bereits zur AMV dargelegten Gründen.

12. Deutsche Bausparkasse Badenia AG („Badenia“)

394 Die prognostizierten Ergebnisse der Badenia nach Unternehmenssteuern sind unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt worden:

Badenia	Ist	HR	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
Nettoausschüttungen	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Ergebnis vor Unternehmenssteuern		20	25	25	25	22	28	27
Unternehmenssteuern		0	-8	-6	-5	-6	-9	-9
Ergebnis nach Unternehmenssteuern		20	18	19	20	16	19	18
Solvabilitätsberechnung								
Risikogewichtete Aktiva	2.359	2.499	2.574	2.072	2.049	1.983	1.250	1.256
Eigenkapital	239	240	247	249	256	258	162	163
Eigenkapitalquote (%)	10,1	9,6	9,6	12,0	12,5	13,0	13,0	13,0
Notwendige Thesaurierung / mögliche Kapitalherabsetzung		0	7	2	8	2	-95	1
Ausschüttungsfähige Nettoeinnahmen nach Thesaurierung zur Erhaltung der Solvabilität		20	11	17	13	14	19	17
Ausschüttungsquote (%)		80,0	80,0	80,0	80,0	50,0	50,0	50,0

Est-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)	16	8	14	10	7	10	9
- Einkommensteuer auf Dividenden	-4	-2	-4	-3	-2	-3	-2
Est-pflichtige Kurssteigerungen	4	2	3	3	7	10	9
- Einkommensteuer auf Kursgewinne	-1	0	0	0	-1	-1	-1
Nettoausschüttungen	15	8	13	10	11	111	14

Tabelle 44 - Badenia – Nettoausschüttungen

- 395 Die Nettoausschüttungen liegen im Zeitraum von 2013 bis 2017 in einer Bandbreite zwischen EUR 8 Mio. und EUR 15 Mio. Mit der Umstellung auf das Internal Ratings Based Approach (nachfolgend „**IRBA**“) und der daraus resultierenden einmaligen Anpassung aufgrund der erwartungsgemäß sinkenden Kapitalanforderung steigen die Nettoausschüttungen in 2018 deutlich an, während die Eigenkapitalquote, ermittelt als das bilanzielle Eigenkapital im Verhältnis zum Risk-Weighted Assets (risikogewichtete Aktiva; nachfolgend „**RWA**“) von 13,0 % eingehalten wird.
- 396 Der Vorstand der Badenia plante für den Detailplanungszeitraum mit einer Ziel-Eigenkapitalquote von 13,0 % bis zum Jahr 2018, die stufenweise implementiert werden sollte. Die rückläufige Entwicklung der RWA aufgrund der Methodik-Umstellung von Kreditrisiko-Standardansatz (nachfolgend „**KSA**“) auf IRBA unterstützt das Vorhaben und führt im Jahr 2015 zu einer wesentlichen Verbesserung der Eigenkapitalquote (IRBA) auf 12,0 %. Die Halbierung der RWA aufgrund der Umstellung auf den IRBA-Ansatz im Jahr 2018 hat zur Folge, dass die Badenia die aufsichtsrechtlichen Solvenzkapitalanforderungen im gleichen Jahr wesentlich überschreiten wird, weshalb die in der Planungsrechnung eine einmalige Rückzahlung von aufsichtsrechtlich nicht erforderlichem Eigenkapital i. H. v. EUR 95 Mio. annimmt.
- 397 Die risikogewichteten Aktiva nach KSA und IRBA werden nachhaltig mit 0,5 % fortgeschrieben. Das Kernkapital wird ebenfalls mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 0,5 % fortgeschrieben. Die nachhaltige Eigenkapitalquote i. H. v. 13,0 % entspricht der Quote des letzten Planjahres 2018.
- 398 Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts dargestellt:

Badenia	HR	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
Ertragswert	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018ff.
	Mio.	Mio.	Mio.	Mio.	Mio.	Mio.	Mio.
	€	€	€	€	€	€	€
Nettoausschüttungen	15	8	13	10	11	111	14
Kapitalisierungszinssatz (%)	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr	0,935	0,874	0,817	0,764	0,714	0,667	10,306
Barwerte jeweils zum 01.01.	14	7	11	7	8	74	142

Ertragswert zum 1. Januar 2013

263

Aufzinsungsfaktor	1,064
Ertragswert zum 4. Dezember 2013	280

Tabelle 45 - Badenia – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 4. Dezember 2013

399 Der Ertragswert des operativen Geschäfts der Badenia beträgt somit zum 4. Dezember 2013 insgesamt rd. EUR 280 Mio.

400 Die ermittelte einen Ertragswert des operativen Geschäfts der Badenia i. H. v. EUR 279 Mio. Die geringfügige Differenz i. H. v. +0,5 % resultiert insbesondere daraus, dass der Sachverständige einen geringfügig niedrigeren Kapitalisierungszinssatz im Nenner des Bewertungskalküls zugrunde gelegt hat, der werterhöhend wirkt. Die unterschiedlichen Kapitalisierungszinssätze ergeben sich aus der höheren Marktrisikoprämie, der durch den niedriger angesetzten Betafaktor von 0,9 in der Sparte Bausparkasse überkompensiert wird (vgl. Tz.205).

13. Konzerninterne Dienstleistungsgesellschaften und sonstige Beteiligungen

a. Volksfürsorge AG Vertriebsgesellschaft für Vorsorge- und Finanzprodukte („VFS“)

401 Die VFS tritt am Markt als eine reine Vertriebsgesellschaft auf und bietet ihren Kunden überwiegend Vorsorge- und Versicherungsprodukte sowie Kapitalanlageprodukte der Generali Leben, Generali Versicherung sowie der Produktpartner der GDH-Gruppe an.

402 Die prognostizierten Ergebnisse nach Unternehmenssteuern sind unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt worden:

VFS	Ist	HR	Plan	Plan	Plan	Plan
Nettoausschüttungen	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Ergebnis vor Unternehmenssteuern	-3	0	3	-1	2	3
Unternehmenssteuern	0	0	0	0	0	-1
Ergebnis nach Unternehmenssteuern	-3	0	3	-1	2	2
Ausschüttungsquote (%)		80,0	80,0	80,0	80,0	50,0
Est-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)		0	2	-1	1	1
- Einkommensteuer auf Dividenden		0	-1	0	0	0
EST-pflichtige Kurssteigerungen		0	1	0	0	1
- Einkommensteuer auf Kursgewinne		0	0	0	0	0
Nettoausschüttungen		0	2	-1	1	2

Tabelle 46 - VFS – Nettoausschüttungen bis 2017

VFS	Ist	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
Nettoausschüttungen	2018	2019	2020	2021	2022	2023ff.
	Mio. €					
Ergebnis vor Unternehmenssteuern	4	4	5	6	9	11
Unternehmenssteuern	-1	-1	-2	-2	-3	-4

Ergebnis nach Unternehmenssteuern	2	3	3	4	6	8
Ausschüttungsquote (%)	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Est-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)	1	1	2	2	3	4
- Einkommensteuer auf Dividenden	0	0	0	-1	-1	-1
Est-pflichtige Kurssteigerungen	1	1	2	2	3	4
- Einkommensteuer auf Kursgewinne	0	0	0	0	0	-1
Nettoausschüttungen	2	2	3	3	5	6

Tabelle 47 - VFS – Nettoausschüttungen bis 2023 ff.

403 Die Nettoausschüttungen nehmen im TV im Vergleich zum letzten Planjahr zu und betragen EUR 6 Mio.

404 Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts dargestellt:

VFS	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Ertragswert	2013	2014	2015	2016	2018ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Nettoausschüttungen	0	2	-1	1	2
Kapitalisierungszinssatz (%)	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr	0,929	0,862	0,801	0,743	0,690
Barwerte jeweils zum 01.01.	0	2	-1	1	1

	Ist	HR	Plan	Plan	Plan	TV
	2012	2013	2014	2015	2016	2018ff.
	Mio. €					
Nettoausschüttungen	2	2	3	3	5	6
Kapitalisierungszinssatz (%)	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,1%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr	0,641	0,595	0,553	0,513	0,477	0,429
Barwerte jeweils zum 01.01.	1	1	2	2	2	42

Ertragswert zum 1. Januar 2013	54
Aufzinsungsfaktor	1,071
Ertragswert zum 4. Dezember 2013	57

Tabelle 48 - VFS – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 4. Dezember 2013

405 Der Ertragswert des operativen Geschäfts der VFS beträgt somit zum 4. Dezember 2013 insgesamt rd. EUR 57 Mio.

406 Die ermittelte einen Ertragswert des operativen Geschäfts der VFS i. H. v. EUR 58 Mio. Die geringfügige Differenz i. H. v. -1,3 % resultiert im Wesentlichen aus der Annahme unterschiedlicher Kapitalisierungszinssätze im Nenner des Bewertungskalküls. Die unterschiedlichen Kapitalisierungszinssätze ergeben sich aus dem niedriger angesetzten Betafaktor für die konzerninternen (Dienstleistungs-) Gesellschaften (vgl. Tz. 205) sowie der höheren Marktrisikoprämie.

b. Generali Deutschland Holding („GDH“)

- 407 Die prognostizierten Ergebnisse der GDH nach Unternehmenssteuern sind unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt worden:

GDH	Ist	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Nettoausschüttungen	2012	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Ergebnis vor Steuern		-47	57	-44	-32	31
Unternehmenssteuern		12	-25	5	1	-10
Ergebnis nach Unternehmenssteuern		-36	32	-40	-32	21
Solvabilitätsberechnung						
Eigenmittel	2.717	2.708	2.721	2.695	2.688	2.689
davon Eigenkapital	2.945	2.953	2.965	2.937	2.929	2.931
davon sonstige Eigenmittel	-228	-244	-244	-243	-241	-242
Thesaurierung / Kapitalfreisetzung		-5	-12	27	8	-2
Solvabilitätsspanne	215	228	228	231	238	239
Solvabilitätsquote (%)	1.262,3	1.187,9	1.193,3	1.167,3	1.129,8	1.122,4
Entziehbarer Überschuss vor pers. Ertragsteuern		-41	20	-12	-23	19
Ausschüttungsquote nach Solva-Thesaurierung		80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	50,0%
Est-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)		-33	16,1	-9,8	-18,7	9,7
- Einkommensteuer auf Dividenden		9	-4	3	5	-3
EST-pflichtige Kurssteigerungen		-8	4	-2	-5	10
- Einkommensteuer auf Kursgewinne		1	-1	0	1	-1
Nettoausschüttungen		-31	15	-9	-18	16

Tabelle 49 - GDH – Nettoausschüttungen

- 408 Die Nettoausschüttungen weisen im Planungszeitraum eine schwankende Entwicklung auf. In der ewigen Rente betragen die Nettoausschüttungen EUR 16 Mio.
- 409 Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts dargestellt:

GDH	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Ertragswert	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Nettoausschüttungen	-31	15	-9	-18	16
Kapitalisierungszinssatz (%)	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,1%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr	0,929	0,862	0,801	0,743	10,498
Barwerte jeweils zum 01.01.	-29	13	-7	-13	164

Ertragswert zum 1. Januar 2013	127
Aufzinsungsfaktor	1,071
Ertragswert zum 4. Dezember 2013	136

Tabelle 50 - GDH – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 4. Dezember 2013

- 410 Der Ertragswert des operativen Geschäfts der GDH beträgt somit zum 4. Dezember 2013 insgesamt rd. EUR 136 Mio.
- 411 Die ermittelte einen Ertragswert des operativen Geschäfts der GDH i. H. v. EUR 134 Mio. Die Differenz i. H. v. +1,9 % resultiert aus der Annahme unterschiedlicher

Kapitalisierungszinssätze im Nenner des Bewertungskalküls. Die unterschiedlichen Kapitalisierungszinssätze ergeben sich aus dem niedriger angesetzten Betafaktor sowie der höheren Marktrisikoprämie nach Steuern.

c. Generali Beteiligungs- und Verwaltungs-AG („GBV“)

- 412 Die prognostizierten Ergebnisse der GBV nach Unternehmenssteuern wurden unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt:

GBV	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Nettoausschüttungen	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €				
Ergebnis vor Steuern	-28	-45	-48	-43	-34
Unternehmenssteuern	2	-2	-8	1	11
Ergebnis nach Unternehmenssteuern	-26	-48	-56	-42	-23
Ausschüttungsquote (%)	80,0	80,0	80,0	80,0	50,0
Est-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)	-21	-38	-45	-34	-11
- Einkommensteuer auf Dividenden	5	10	12	9	3
Est-pflichtige Kurssteigerungen	-5	-10	-11	-8	-11
- Einkommensteuer auf Kursgewinne	1	1	1	1	2
Nettoausschüttungen	-20	-36	-43	-32	-18

Tabelle 51 - GBV – Nettoausschüttungen

- 413 Die Ertragssteuerumlagen werden bei den Gesellschaften des Generali-Konzerns anhand der „stand-alone“-Methode berechnet und ausgewiesen. Daher kommt es bei der Gesellschaft trotz ihrer Stellung als Organgesellschaft innerhalb einer ertragsteuerlichen Organschaft zum Ausweis von Ertragssteuerumlagen. Die Nettoausschüttungen weisen im Planungszeitraum eine schwankende Entwicklung auf. In der ewigen Rente betragen die Nettoausschüttungen EUR -18 Mio.
- 414 Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts dargestellt:

GBV	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Ertragswert	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €				
Nettoausschüttungen	-20	-36	-43	-32	-18
Kapitalisierungszinssatz (%)	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,1%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr	0,929	0,862	0,801	0,743	10,498
Barwerte jeweils zum 01.01.	-18	-31	-34	-24	-192

Ertragswert zum 1. Januar 2013	-300
Aufzinsungsfaktor	1,071
Ertragswert zum 4. Dezember 2013	-321

Tabelle 52 - GBV – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 4. Dezember 2013

- 415 Der Ertragswert des operativen Geschäfts der GBV beträgt somit zum 4. Dezember 2013 insgesamt rd. EUR -321 Mio.

- 416 Die ermittelte einen Ertragswert des operativen Geschäfts der GDH i. H. v. EUR - 324 Mio. Die Differenz i. H. v. -0,7 % resultiert aus der Annahme niedrigerer Kapitalisierungszinssätze im Nenner des Bewertungskalküls. Die unterschiedlichen Kapitalisierungszinssätze ergeben sich aus dem niedriger angesetzten Betafaktor sowie der höheren Marktrisikoprämie.

d. Generali Deutschland Informatik Services GmbH („GDIS“)

- 417 Die prognostizierten Ergebnisse der GDIS nach Unternehmenssteuern sind unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt worden:

GDIS	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Nettoausschüttungen	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €				
Ergebnis vor Steuern	9	8	8	9	15
Unternehmenssteuern	-1	-4	-4	-4	-5
Ergebnis nach Unternehmenssteuern	8	4	3	4	10
Ausschüttungsquote (%)	80,0	80,0	80,0	80,0	50,0
Est-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)	6	3	3	4	5
- Einkommensteuer auf Dividenden	-2	-1	-1	-1	-1
Est-pflichtige Kurssteigerungen	2	1	1	1	5
- Einkommensteuer auf Kursgewinne	0	0	0	0	-1
Nettoausschüttungen	6	3	2	3	8

Tabelle 53 - GDIS - Nettoausschüttungen

- 418 Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts dargestellt:

GDIS	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Ertragswert	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €				
Nettoausschüttungen	6	3	2	3	8
Kapitalisierungszinssatz (%)	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,1%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr	0,929	0,862	0,801	0,743	10,4981
Barwerte jeweils zum 01.01.	6	2	2	3	85

Ertragswert zum 1. Januar 2013	98
Aufzinsungsfaktor	1,071
Ertragswert zum 4. Dezember 2013	105

Tabelle 54 - GDIS - Ertragswert des operativen Geschäfts zum 4. Dezember 2013

- 419 Der Ertragswert des operativen Geschäfts der GDIS beträgt somit zum 4. Dezember 2013 insgesamt rd. EUR 105 Mio.,
- 420 Die ermittelte einen aggregierten Ertragswert für die drei Dienstleistungsgesellschaften GDIS, GDS und GDSM. Ein direkter Vergleich der ermittelten Ertragswerte für die drei Dienstleistungsgesellschaften GDIS, GDS und GDSM mit den Werten der ist daher nur auf aggregierter Ebene möglich.

e. Generali Deutschland Services GmbH („GDS“)

- 421 Die prognostizierten Ergebnisse der GDS nach Unternehmenssteuern sind unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt worden:

GDS	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Nettoausschüttungen	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €				
Ergebnis vor Steuern	6	6	5	6	8
Unternehmenssteuern	-4	-3	-3	-3	-3
Ergebnis nach Unternehmenssteuern	2	3	2	3	6
Ausschüttungsquote (%)	80,0	80,0	80,0	80,0	50,0
Est-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)	2	2	2	2	3
- Einkommensteuer auf Dividenden	0	-1	0	-1	-1
Est-pflichtige Kurssteigerungen	0	1	0	1	3
- Einkommensteuer auf Kursgewinne	0	0	0	0	0
Nettoausschüttungen	2	2	2	2	5

Tabelle 55 - GDS – Nettoausschüttungen

- 422 Die Unternehmenssteuern ergeben sich aus der Umlage der Ertragsteuerbelastung im Rahmen der ertragsteuerlichen Organschaft mit der GDH. In der Phase der ewigen Rente ist die Steuerbelastung für sämtliche Gesellschaften einheitlich unter Anwendung des durchschnittlichen Konzernsteuersatzes von 32,0 % angewendet worden.
- 423 Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts dargestellt:

GDS	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Ertragswert	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €				
Nettoausschüttungen	2	2	2	2	5
Kapitalisierungszinssatz (%)	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,1%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr	0,929	0,862	0,801	0,743	10,4981
Barwerte jeweils zum 01.01.	2	2	1	2	48

Ertragswert zum 1. Januar 2013	54
Aufzinsungsfaktor	1,071
Ertragswert zum 4. Dezember 2013	58

Tabelle 56 - GDS – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 4. Dezember 2013

- 424 Der Ertragswert des operativen Geschäfts der GDS beträgt somit zum 4. Dezember 2013 insgesamt rd. EUR 58 Mio.
- 425 Die ermittelte einen aggregierten Ertragswert für die drei Dienstleistungsgesellschaften GDIS, GDS und GDSM. Ein direkter Vergleich der ermittelten Ertragswerte für die drei Dienstleistungsgesellschaften GDIS, GDS und GDSM mit den Werten der ist daher nur auf aggregierter Ebene möglich.

f. Generali Deutschland Schadenmanagement GmbH („GDSM“)

- 426 Die prognostizierten Ergebnisse der GDSM nach Unternehmenssteuern sind unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt worden:

GDSM	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Nettoausschüttungen	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €				
Ergebnis vor Steuern	1	2	1	2	4
Unternehmenssteuern	-1	-2	-2	-2	-1
Ergebnis nach Unternehmenssteuern	0	0	0	1	3
Ausschüttungsquote (%)	80,0	80,0	80,0	80,0	50,0
Est-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)	0	0	0	0	2
- Einkommensteuer auf Dividenden	0	0	0	0	0
Est-pflichtige Kurssteigerungen	0	0	0	0	2
- Einkommensteuer auf Kursgewinne	0	0	0	0	0
Nettoausschüttungen	0	0	0	0	2

Tabelle 57 - GDSM – Nettoausschüttungen

- 427 Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts dargestellt:

GDSM	HR	Plan	Plan	Plan	TV
Ertragswert	2013	2014	2015	2016	2017ff.
	Mio. €				
Nettoausschüttungen	0	0	0	0	2
Kapitalisierungszinssatz (%)	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,1%
Barwertfaktor-jeweiliges Jahr	0,929	0,862	0,801	0,743	10,4981
Barwerte jeweils zum 01.01.	0	0	0	0	26

Ertragswert zum 1. Januar 2013	26
Aufzinsungsfaktor	1,071
Ertragswert zum 4. Dezember 2013	28

Tabelle 58 - GDSM – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 4. Dezember 2013

- 428 Der Ertragswert des operativen Geschäfts der GDSM beträgt somit zum 4. Dezember 2013 insgesamt rd. EUR 28 Mio.
- 429 Der Bewertungsgutachter ermittelte einen aggregierten Ertragswert für die drei Dienstleistungsgesellschaften GDIS, GDS und GDSM i. H. v. EUR 192 Mio. Ein direkter Vergleich der von dem Sachverständigen ermittelten Ertragswerte für die drei Dienstleistungsgesellschaften GDIS, GDS und GDSM mit den Werten der ist nur auf aggregierter Ebene möglich.
- 430 Für die drei Gesellschaften GDIS, GDS und GDSM hat der Sachverständige Ertragswerte i. H. v. EUR 105 Mio., EUR 58 Mio. und EUR 28 Mio. ermittelt. In der Summe resultiert hieraus für die drei Gesellschaften ein Wert i. H. v. insgesamt EUR 191 Mio. Die Abweichung i. H. v. weniger als 1,0 % resultiert im Wesentlichen aus der Annahme unterschiedlicher

Kapitalisierungszinssätze im Nenner des Bewertungskalküls. Die unterschiedlichen Kapitalisierungszinssätze ergeben sich aus dem niedriger angesetzten Betafaktor sowie der höheren Marktrisikoprämie (vgl. Gutachten Abschnitt F.II.).

XII. Sonderwerte

431 Der Bewertungsgutachter hat Beteiligungen, für die aufgrund fehlender Informationen bzw. geringer Bedeutung keine Planungen erstellt wurden, mit dem anteiligen bilanziellen Eigenkapital als Sonderwerte in der Bewertung berücksichtigt (vgl. Bewertungsgutachten, S. 37, 167). Zu den durch mit dem anteiligen bilanziellen Eigenkapital bewerteten Unternehmen zählen die DVAG sowie die GI. Dieses Vorgehen hat der Gutachter aufgrund der hohen Relevanz dieser beiden Gesellschaften für nicht sachgerecht erachtet.

432 In Abgrenzung zum Vorgehen der hat er den Unternehmenswert der DVAG, die den wichtigsten Vertriebskanal der Generali Deutschland-Gruppe unterhält, auf der Basis des Ertragswertverfahrens ermittelt. Die GDH hält einen Anteil von rd. 40 % an der DVAG.

433 Im Bereich der Kapitalanlage stellt die GI für die Generali Deutschland-Gruppe die wesentliche Dienstleistungsgesellschaft dar. Über ihre Beteiligungen verwaltet die GI im Wesentlichen Investmentfonds der Generali-Gruppe, wobei der Investitionsfokus auf Pensionsfonds und dem öffentlichen Aktienhandel in Europa liegt. Abweichend vom Vorgehen der ist die GI im Gutachten auf der Basis einer vergleichenden Marktbeurteilung bewertet worden. Eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren konnte aufgrund fehlender Planungsunterlagen nicht durchgeführt werden. Der Sachverständige hat die GI deshalb anhand von Multiplikatoren bewertet. Die GDH hält einen Anteil von rd. 28,3 % an der GI.

1. Deutsche Vermögensberatung Aktiengesellschaft („DVAG“)

434 Bezüglich der DVAG ist der Sachverständige zur Ermittlung des Ertragswertes der Gesellschaft in üblicher Weise vorgegangen.

a. Gesellschaftliche Struktur

435 Der Gutachter hat zunächst die gesellschaftsrechtliche Struktur der DVAG dargestellt:

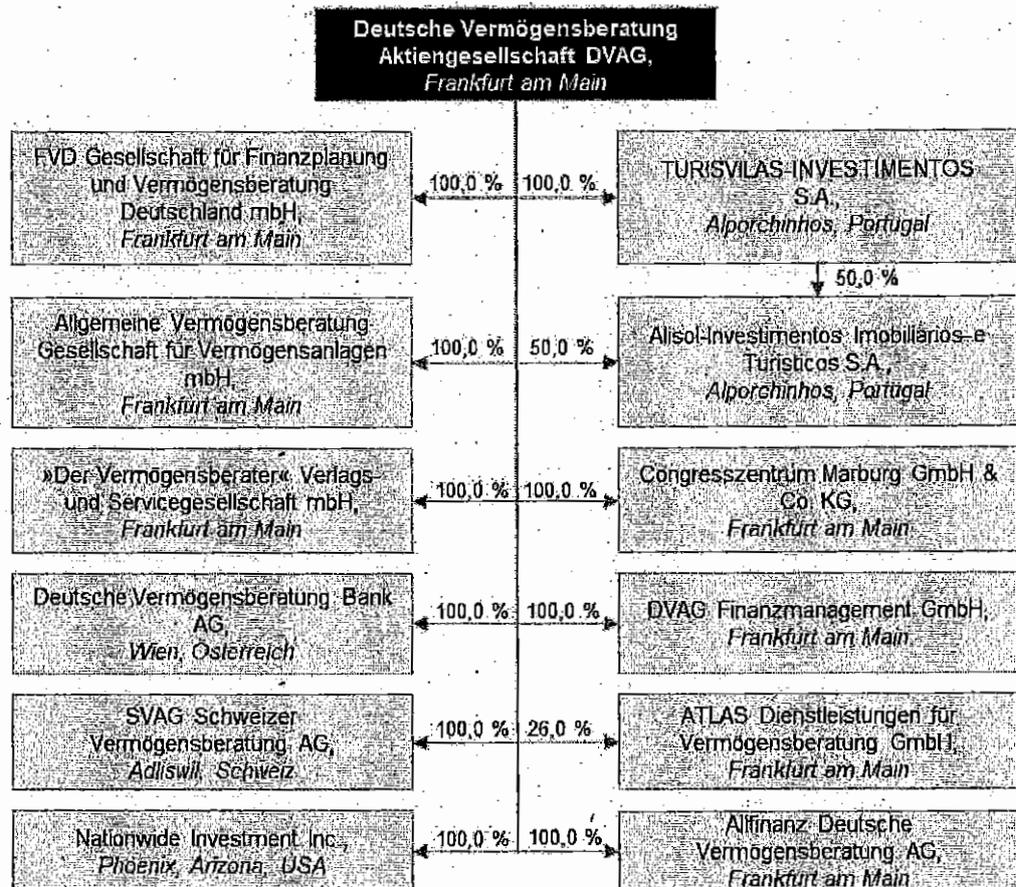


Abbildung 17 - Gesellschaftsrechtliche Struktur der DVAG

436. Insgesamt umfasste der Konsolidierungskreis der DVAG zum 31. Dezember 2012 11 Tochtergesellschaften. Die DVAG Finanzmanagement GmbH, Frankfurt am Main, hatte zum 31. Dezember 2012 ihre operative Geschäftstätigkeit, die konzerninterne Bankgeschäfte umfasst, noch nicht aufgenommen. Aufgrund der untergeordneten Bedeutung für die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des DVAG-Konzerns wurde diese Gesellschaft daher gemäß § 296 Abs. 2 S. 1 HGB nicht in den Konsolidierungskreis einbezogen. Des Weiteren verfügte die DVAG über eine Beteiligung i. H. v. 26,0 % an der ATLAS Dienstleistungen für Vermögensberatung GmbH, Frankfurt am Main, die aufgrund der Minderheitsbeteiligung nicht voll konsolidiert wurde.
437. Das Grundkapital der DVAG war eingeteilt in 2.500.000 Stammaktien, 1 Vorzugsaktie der Klasse A und 2.499.999 Vorzugsaktien der Klasse B, alle jeweils im Nennbetrag von je EUR 30,00. Die GDH hielt von den 2.500.000 Stammaktien 999.994 Stammaktien, was einem Stimmrechtsanteil i. H. v. 39,9998 % entspricht. Die Deutsche Vermögensberatung Holding GmbH (nachfolgend „**DV Holding**“) hielt mit einem Anteil i. H. v. 60,0002 % die

Mehrheit der Stimmrechte und hatte somit die Entscheidungsbefugnis. An den stimmrechtslosen Vorzugsaktien hielt die GDH ebenfalls einen Anteil i. H. v. 39,9998 % und die DV Holding einen Anteil i. H. v. 60,0002 %.

- 438 Es handelte sich bei der DVAG um ein inhabergeführtes Familienunternehmen, das 1975 gegründet wurde. Sie stellte eine Berufsgemeinschaft für selbständige Vermögensberater dar. Die DVAG bot Privat- Geschäftskunden eine Vielzahl von Produkten an:

Versicherungen	Bausparen und Bankprodukte	Investmentprodukte
<ul style="list-style-type: none"> • Lebens- und Rentenversicherungen • Schaden-/Unfallversicherungen (Privathaftpflicht-, Hausrat-, Unfall-, Kfz-, Rechtsschutzversicherung etc.) • Krankenversicherung • Unternehmenssicherungspolice 	<ul style="list-style-type: none"> • Bausparen • Immobilienfinanzierung • Baudarlehen • Konsumentenkredite • Girokonten • Termin-/Festgeld 	<ul style="list-style-type: none"> • Aktienfonds • Rentenfonds • Geldmarktfonds • Dach-/Mischfonds • Immobilienfonds • Garantiefonds • Sparpläne

Tabelle 59 - Produktangebot der DVAG

b. Gewinnbeteiligung der Vorzugsaktien

- 439 Die Vorzugsaktien beider Gattungen berechtigen den Inhaber gem. § 18 der Satzung zu einem vorgezogenen Gewinnanteil i. H. v. 1,0 % des Nennbetrags des gehaltenen Anteils, dem sog. „gemeinsamen Vorzugsbetrag“. Nach Abzug des gemeinsamen Vorzugsbetrags erhalten die Inhaber der Vorzugsaktie der Klasse A vorweg zusätzlich einen Betrag i. H. v. 25,0 % des Jahresüberschusses des Geschäftsjahres, den sog. „Vorzugsbetrag Klasse A“. Die Inhaber von Vorzugsaktien der Klasse B erhalten vorweg insgesamt einen zusätzlichen Betrag i. H. v. 25,0 % des Jahresüberschusses des Geschäftsjahres, den sog. „Vorzugsbetrag Klasse B“. Die Vorzugsbeträge wurden erstmals auf der Basis des Jahresüberschusses des Geschäftsjahres 2009 ausgezahlt und sollten letztmalig aufgrund des Jahresüberschusses des Geschäftsjahres 2018 berechnet und gezahlt werden.
- 440 Durch die Differenzierung innerhalb der Vorzugsaktien erhalten die Inhaber der Vorzugsaktien der Klasse A bei einem Nennbetrag von insgesamt EUR 30,00 für die Geschäftsjahre 2009 bis 2018 jeweils 25,0 % des Jahresüberschusses, während die Inhaber der Vorzugsaktien der Klasse B bei einem Nennbetrag von insgesamt EUR 74.999.970 in diesem Zeitraum insgesamt ebenfalls jeweils 25,0 % des Jahresüberschusses erhalten. Diese Regelung führt dazu, dass die Inhaber der Vorzugsaktien der Klasse A bezogen auf den Nennbetrag ihrer Aktie einen deutlich überproportionalen Anteil am Jahresüberschuss erhalten und die Ergebnisverteilung von den gesellschaftsrechtlichen Beteiligungsquoten

abweicht. Durch die satzungsmäßige Vorzugsvergütung der Klasse A-Vorzugsaktie beträgt der auf die GDH entfallende Anteil an Jahresüberschuss und Ausschüttung der DVAG bis zum Jahr 2018 nur jeweils rd. 30 %. Erst nach letztmaliger Berücksichtigung der Vorzugsdividenden aus dem Ergebnis des Jahres 2018 beträgt der Anteil der GDH an Jahresüberschuss und Ausschüttung der DVAG ab dem Jahr 2019 rd. 40 % und entspricht damit der gesellschaftsrechtlichen Beteiligungsquote.

c. Markt- und Wettbewerbslage/Ertragslage u a.

441 Der Sachverständige hat die Markt- und Wettbewerbssituation der DVAG analysiert. Ferner hat er eine sogenannte SWOT-Analyse durchgeführt. Damit sind Stärken und Schwächen bzw. Chancen und Risiken aufgedeckt worden. Ferner ist die Vermögens- und Finanzlage dargestellt worden.

442 Die Ertragslage der DVAG nach HGB stellt sich im Gutachten wie folgt dar:

DVAG	Ist	Ist	Ist	Ist	Ist	CAGR	CAGR
Gewinn- und Verlustrechnung	2008	2009	2010	2011	2012	2008-12	2009-12
	Mio. €	(%)	(%)				
Umsatzerlöse	1.224	1.097	1.066	1.111	1.186	-0,8	2,6
Wachstum in %		-10,4	-2,8	4,3	6,7		
Sonstige betriebliche Erträge	31	31	32	34	35	2,8	4,5
Wachstum in %		-2,0	3,6	7,2	2,7		
Summe der operativen Erträge (SoE)	1.256	1.128	1.098	1.145	1.221	-0,7	2,7
Wachstum in %		-10,2	-2,7	4,3	6,6		
Personalaufwand	-33	-35	-36	-37	-41	5,7	5,3
in % der SoE	2,6	3,1	3,3	3,2	3,4		
Aufwendungen für Beratung und Vermittlung	-954	-840	-782	-805	-858	-2,6	0,7
in % der Umsatzerlöse	78,0	76,5	73,4	72,4	72,3		
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-41	-37	-43	-44	-47	3,3	7,6
in % der SoE	3,2	3,3	3,9	3,9	3,8		
EBITDA	227	215	236	260	275	4,9	8,5
in % der SoE	18,1	19,1	21,5	22,7	22,5		
Abschreibungen	-16	-16	-16	-6	-9	-13,7	-17,6
in % der SoE	1,3	1,4	1,4	0,5	0,7		
Operatives Ergebnis (EBIT)	212	200	221	254	266	5,9	10,1
in % der SoE	16,9	17,7	20,1	22,2	21,8		
Finanzergebnis	22	17	12	11	9	-18,8	-18,7
Ergebnis vor Steuern (EBT)	233	217	228	265	276	4,3	8,3
in % der SoE	18,6	19,3	20,8	23,1	22,6		
Untermehmssteuern	-84	-78	-78	-94	-91		
Jahresüberschuss	149	139	150	171	185	5,6	10,0
in % der SoE	11,9	12,3	13,7	14,9	15,1		

Tabelle 60 - Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung der DVAG für die Jahre von 2008 bis 2012

d. Planungsrechnung des Sachverständigen

443 Daraus hat der Sachverständige für die Jahre 2013-2019 und für die ewige Rente eine Plan-GuV der DVAG erstellt:

DVAG	Ist	Ist	Ist	Plan	TV						
Planungsrechnung	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020ff.
	Mio. €										
Umsatzerlöse	1.066	1.111	1.186	1.207	1.214	1.237	1.275	1.289	1.303	1.316	1.329
Wachstum in %	-2,8	4,3	6,7	1,8	0,5	1,9	3,1	1,1	1,1	1,0	1,0
Sonstige betriebliche Erträge	32	34	35	37	38	40	42	44	46	48	48
Wachstum in %	3,6	7,2	2,7	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	1,0
Summe der operativen Erträge (SoE)	1.098	1.145	1.221	1.244	1.252	1.277	1.316	1.332	1.348	1.363	1.377
Wachstum in %	-2,7	4,3	6,6	1,9	0,6	2,0	3,1	1,2	1,2	1,1	2,1
Personalaufwand	-36	-37	-41	-42	-43	-44	-45	-46	-47	-48	-48
in % der SoE	3,3	3,2	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5
Aufwendungen für Beratung und Vermittlung	-782	-805	-858	-878	-882	-899	-927	-937	-947	-957	-966
in % der Umsatzerlöse	73,4	72,4	72,3	72,7	72,7	72,7	72,7	72,7	72,7	72,7	72,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-43	-44	-47	-48	-48	-49	-51	-52	-52	-53	-53
in % der SoE	3,9	3,9	3,8	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
EBITDA	236	260	275	276	278	284	294	298	302	306	309
in % der SoE	21,5	22,7	22,5	22,2	22,2	22,2	22,3	22,4	22,4	22,5	22,5
Abschreibungen	-16	-6	-9	-12	-14	-16	-18	-21	-23	-24	-20
in % der SoE	1,4	0,5	0,7	1,0	1,1	1,3	1,4	1,6	1,7	1,8	1,4
Operatives Ergebnis (E-BIT)	221	254	266	263	264	268	275	277	279	282	290
in % der SoE	20,1	22,2	21,8	21,2	21,1	21,0	20,9	20,8	20,7	20,7	21,0

Tabelle 61 - (Plan-)Gewinn- und Verlustrechnung der DVAG der Jahre 2010 bis 2019 und nachhaltig

e. Differenzierung nach Anteilen

- 444 Bei der Ableitung der Nettoausschüttungen der DVAG hat der Sachverständige zwei Berechnungen vorgelegt, und zwar erstens eine Ableitung des objektivierten Wertes gemäß IDW S 1 ohne Berücksichtigung der besonderen Eigenschaften der Unternehmensanteile und zweitens eine Ableitung unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Dividendenberechtigung der Aktien.
- 445 Für die Kammer ist die indirekte Bewertung rechtlich maßgebend, da die Unternehmensbewertung darauf abzielt, den Gesamtwert des Unternehmens unabhängig von den Eigenschaften der ausgegebenen Anteilspapiere zu ermitteln. Die Vorzugsaktien vermitteln nur einen finanziellen Vorteil bei der Verteilung des jährlich anfallenden Gewinns bei fortbestehender Beteiligung an dem Unternehmen. Hier geht es jedoch um die Beteiligung

an der Vermögenssubstanz der Gesellschaft bei der Aufgabe der Beteiligung an dem Unternehmen. Bei der Verteilung der Vermögenssubstanz auf die Anteilseigner genießen die Vorzugsaktien keinen Vorteil, sondern alle Aktien partizipieren gleichmäßig an der Vermögenssubstanz. Richtig ist zwar, dass aus betriebswirtschaftlicher Sicht bei einer Anteilsbewertung Einschränkungen oder Vorteile des Anteils für die Bewertung relevant sind. Hier geht es jedoch nicht um eine isolierte Anteilsbewertung, sondern um eine zum Verkehrswert des Unternehmens führende Bewertung, aus dem der Wert der Anteile abgeleitet wird. Dabei ist unerheblich, dass sich der Unternehmenswert nach der gewählten Ertragswertmethode an den voraussichtlich erzielbaren Erträgen und damit auch an den Gewinnen orientiert. Das ist jedoch lediglich ein methodischer Aspekt. Unabhängig davon ist der Unternehmenswert als Wert der Vermögenssubstanz gleichmäßig auf alle Aktien zu verteilen.

- 446 Daraus sind vom Sachverständigen die Nettoausschüttungen ohne Berücksichtigung der Unterschiede in der Gewinnallokation der verschiedenen Aktienarten abgeleitet worden, und zwar wie folgt (indirekte Methode):

DVAG	Plan 2013	Plan 2014	Plan 2015	Plan 2016	Plan 2017	Plan 2018	Plan 2019	TV 2020ff.
Indirekte Methode	Mio. €							
Jahresüberschuss	191	192	195	199	200	201	203	211
Thesaurierung	0	0	0	0	0	0	0	-2
Entziehbarer Überschuss vor pers. Steuern	191	192	195	199	200	201	203	209
davon Wertbeitrag aus Thesaurierungen	29	29	29	30	60	81	102	104
pers. Ertragsteuer Wertbeitrag Thesaurierungen	-4	-4	-4	-4	-8	-11	-13	-18
davon Wertbeitrag Ausschüttungen	162	163	166	170	140	121	102	105
pers. Ertragsteuer Wertbeitrag Ausschüttungen	-43	-43	-44	-45	-37	-32	-27	-28
Entziehbarer Überschuss nach pers. Steuern	144	145	147	151	155	159	163	163

Tabelle 62 - Ermittlung der entziehbaren Überschüsse in der Detailplanungsphase (Phase I) nach der indirekten Methode

- 447 Im Detailplanungszeitraum sind Ausschüttungen i. H. v. 85,0 % des Ergebnisses angenommen worden. Die Ausschüttungsquote basiert auf dem historischen Ausschüttungsverhalten der DVAG im Zeitraum von 2009 bis 2013. In der Grobplanungsphase konvergiert die Ausschüttungsquote gegen die nachhaltige Ausschüttungsquote i. H. v. 50 %, die sich an den für die Unternehmen der Peer Group beobachtbaren Ausschüttungsquoten orientiert. Auch vor dem Hintergrund der Liquiditätsausstattung der Gesellschaft hat

der Sachverständige im Hinblick auf die thesaurierten Beträge im Detailplanungszeitraum angenommen, dass diese als Wertbeitrag aus Thesaurierungen den Anteilseignern unmittelbar fiktiv zugerechnet werden.

448 Durch die sog. wachstumsbedingte Thesaurierung in der ewigen Rente wird berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der Posten der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der finanziellen Überschüsse einhergehende Wachstum der Bilanzposten – ausgehend von der Annahme einer nachhaltig stabilen Kapitalstruktur – auch anteilig mit Eigenkapital zu unterlegen ist. Die für dieses Bilanzwachstum erforderliche Thesaurierung ist daher nicht in den Wertbeitrag aus der unmittelbaren Zurechnung von Thesaurierungen an die Anteilseigner einzubeziehen. Nachhaltig wurden diese Thesaurierungsbeträge auf Grundlage des Jahresergebnisses unter Abzug der für das Bilanzwachstum benötigten Mittel bemessen.

449 Die steuerliche Belastung der Anteilseigner auf die Ausschüttungen aus dem Unternehmen sowie auf die Kursgewinne (fiktiv zugerechnete Thesaurierungsbeträge) ist zu berücksichtigen. Demnach ist zu berücksichtigen, dass Zinseinkünfte, Dividenden und Kursgewinne einer einheitlichen und von den individuellen Verhältnissen des Anteilseigners unabhängigen nominellen Steuerbelastung i. H. v. 25,0 % (sog. Abgeltungsteuer) zuzüglich Solidaritätszuschlag unterliegen. Grundsätzlich wäre es auch denkbar, die DVAG vor persönlicher Einkommensteuer zu bewerten. Aus Konsistenzgründen zur Bewertung der GDH hat der Gutachter die DVAG jedoch ebenfalls nach persönlicher Einkommensteuer bewertet.

450 Aus den unterschiedlichen Zufluss- und Realisationszeitpunkten von Ausschüttungen und Kursgewinnen resultieren indes unterschiedliche effektive Steuerbelastungen. Unter der Annahme langer Haltedauern bedeutet dies einen gegenüber der nominellen Steuerbelastung deutlich geminderten effektiven Steuersatz für Veräußerungsgewinne, der typisierend in Höhe des hälftigen nominellen Steuersatzes zuzüglich Solidaritätszuschlags angesetzt worden ist.

451 Insgesamt ergeben sich zuzurechnende finanzielle Überschüsse nach persönlichen Steuern von EUR 144 Mio. im Jahr 2013 bis EUR 163 Mio. im Jahr 2019 und i. H. v. EUR 163 Mio. nachhaltig.

452 Die Eigenkapitalkosten (Kapitalisierungszinssätze) für die DVAG sind wie folgt ermittelt worden:

DVAG	Plan	TV						
Eigenkapitalkosten	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020ff.
Basiszinssatz vor pers. Ertragsteuern	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Abgeltungsteuer	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%	-0,7%
Basiszins	2,0%							
Marktrisikoprämie	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta (unverschuldet)	0,700	0,700	0,700	0,700	0,700	0,700	0,700	0,700
Überschüssige Liquidität (Verrechnungskonto)	5,1%	6,8%	6,0%	5,2%	4,3%	3,6%	3,3%	3,1%
Beta - Überschüssige Liquidität (Verrechnungskonto)	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13
Beta (unverschuldet), angepasst an überschüssige Liquidität	0,67	0,66	0,67	0,67	0,68	0,68	0,68	0,68
Verschuldungsgrad	1,02%	1,03%	1,04%	1,05%	1,06%	1,07%	1,08%	1,08%
Beta (verschuldet)	0,68	0,67	0,67	0,67	0,68	0,68	0,69	0,69
Risikozuschlag	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,8%	3,8%	3,8%
Eigenkapitalkostensatz	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Wachstumsabschlag (nachhaltig)								-1,0%
Eigenkapitalkostensatz	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	4,8%

Tabelle 63 - Ermittlung der Eigenkapitalkosten in der Detail- und Grobplanungsphase sowie nachhaltig

453 Der anteilige Unternehmenswert der DVAG i.H.v. EUR 3.322 Mio. ergibt sich wie folgt:

DVAG	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
Ertragswert	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Entziehbarer Überschuss	144	145	147	151	155	159	163	163
Kapitalisierungszinssatz	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	4,8%
Periode	1	2	3	4	5	6	7	8
Barwertfaktor	0,95	0,89	0,85	0,80	0,76	0,72	0,68	14,09
Barwerte zum 31. Dezember 2012	136	130	125	121	118	114	110	2.301
Summe Barwerte zum 31. Dezember 2012	3.155							
Aufzinsungsfaktor zum Bewertungsstichtag	1,053							
Ertragswert zum 4. Dezember 2013	3.322							

Tabelle 64 - Ermittlung des anteiligen Ertragswerts der DVAG zum 4. Dezember 2013 ohne Berücksichtigung der differenzierten Gewinnallokation

454 Ferner hat der Sachverständige die Sonderwerte der DVAG ermittelt:

DVAG	Mio. €
Sonderwerte	
Nicht-betriebsnotwendige Liquidität zum 31. Dezember 2012	131
Wertpapiere des Umlaufvermögens zum 31. Dezember 2012	353
Summe	485
Aufzinsungsfaktor zum Bewertungsstichtag	1,053
angesetzter Sonderwert	510
davon Anteil GDH (39,9998 %)	204

Tabelle 65 - Sonderwerte der DVAG zum 4. Dezember 2013

- 455 Die Sonderwerte der DVAG betragen zum 4. Dezember 2013 insgesamt EUR 510 Mio. Unter Berücksichtigung der direkten Methode ergibt sich ein der GDH zustehender Anteil an den Sonderwerten i. H. v. EUR 204 Mio.
- 456 Daraus ist von dem Gutachter folgender anteiliger Unternehmenswert der DVAG hergeleitet worden:

DVAG	
Anteiliger Unternehmenswert	Mio. €
Ertragswert des operativen Geschäfts	3.322
Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens / Sonderwerte	510
Unternehmenswert zum 4. Dezember 2013	3.832
davon Anteil GDH (39,9998 %)	1.533

Tabella 66 - Anteiliger Unternehmenswert der DVAG ohne Berücksichtigung der differenzierten Gewinnallokation zum 4. Dezember 2013

f. Plausibilisierung anhand von Multiplikatoren

- 457 Der Gutachter hat zur Plausibilisierung des von ihm ermittelten Ertragswertes der DVAG ergänzend eine vergleichende Marktbewertung durchgeführt. Dabei hat er einerseits Börsenmultiplikatoren vergleichbarer Unternehmen und andererseits Transaktionsmultiplikatoren zugrunde gelegt. Für die Beschreibung der Vergleichsunternehmen wird auf die Kapitel F.V.1.b) ii. und F.V.1.g) iii. des Gutachtens Bezug genommen.
- 458 Folgende Abbildung stellt die Ergebnisse der Multiplikatorbewertung im Vergleich zu dem von ihm ermittelten Unternehmenswert der DVAG dar:

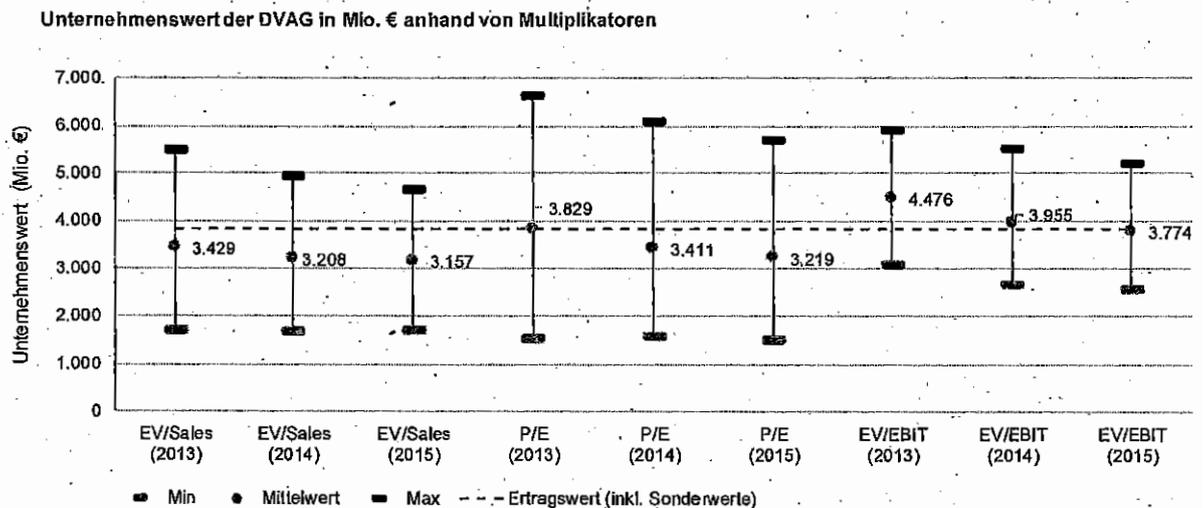


Abbildung 18 - Unternehmenswert der DVAG in Mio. € anhand von Multiplikatoren sowie auf der Basis der Ertragsbewertung

- 459 Die Abbildung zeigt, dass der von ihm anhand des Ertragswertverfahrens ermittelte Unternehmenswert der DVAG, zuzüglich der Sonderwerte, innerhalb der Multiplikator-Bandbreiten liegt und auch vor diesem Hintergrund plausibel ist.
- 460 Ergänzend zu den Börsenmultiplikatoren hat der Sachverständige Transaktionsmultiplikatoren für Transaktionen vergleichbarer Unternehmen in einem Zeitraum von drei Jahren vor bis drei Jahre nach dem Bewertungsstichtag analysiert. Dabei hat er jedoch keine Transaktionen identifizieren können, die Unternehmen betroffen hätte, deren Geschäftstätigkeit unmittelbar mit der Geschäftstätigkeit der DVAG vergleichbar gewesen wäre, und in entsprechender zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag lagen.

2. Generali Investments S.p.A. („GI“)

a. Gesellschaftliche Verhältnisse

- 461 Die Generali Investments S.p.A. („GI“) wurde 2006 gegründet und hat ihren Sitz in Triest, Italien.
- 462 Die GDH hielt rd. 28,3 % der Anteile der GI. Die übrigen Anteile wurden von (37,7 %), Generali France SA (28,3 %) und der Generali France Assurances SA (5,7 %) gehalten. Die Beteiligungsstruktur der GI war per 31. Dezember 2013 wie folgt:

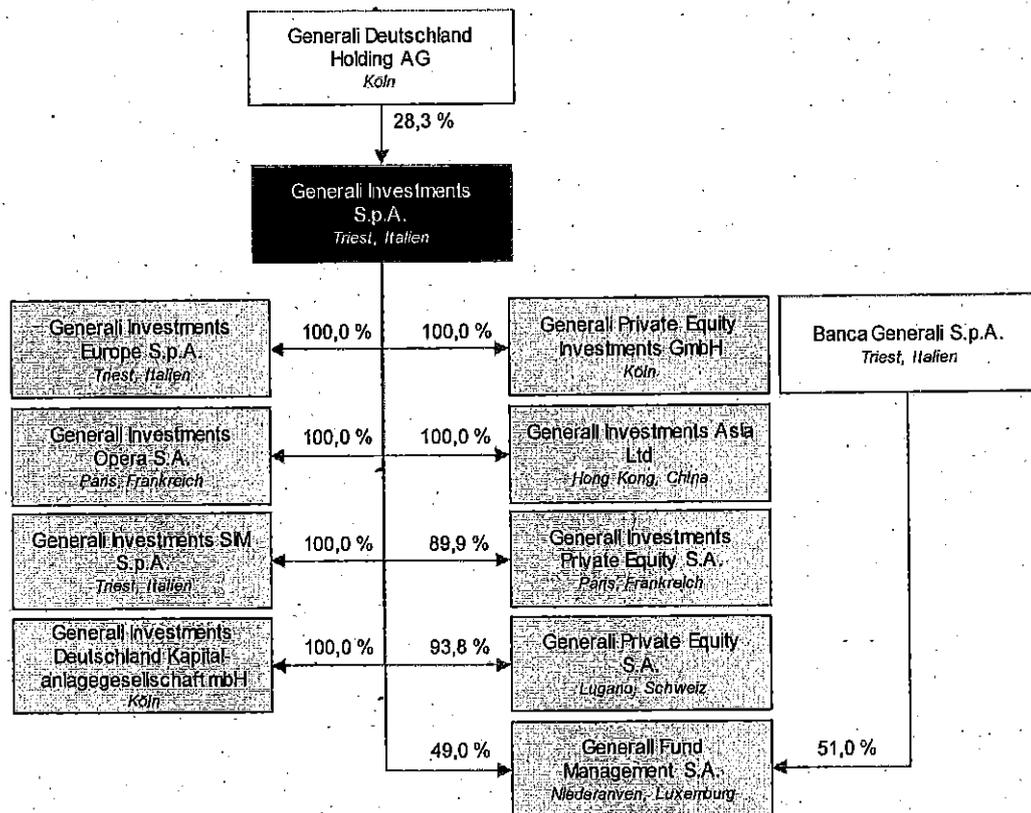


Abbildung 19 - Beteiligungsstruktur der GI

- 463 Die GI hielt insgesamt neun Beteiligungen, davon acht Mehrheitsbeteiligungen und eine Minderheitsbeteiligung. Zu den wesentlichen operativ tätigen Gesellschaften zählten die Generali Investments Europe S.p.A. („GIE“), Generali Investments Deutschland Kapitalanlagegesellschaft mbH („GID“) sowie die Generali Fund Management S.A. („GFM“). Die übrigen Beteiligungen der GI sind für die Ertragslage der GI-Gruppe von untergeordneter Bedeutung.
- 464 Die GI fungierte ausschließlich als Holdinggesellschaft und betrieb selbst kein operatives Geschäft. Über ihre Tochtergesellschaften bzw. ihre Minderheitsbeteiligung verwaltete die GI im Wesentlichen konzerninterne Finanzanlagen mit Ausnahme der Immobilienfonds.
- 465 Der Sachverständige hat den Wert der GI-Gruppe nach dem Sum-of-the-parts-Ansatz ermittelt, indem alle Beteiligungen der GI separat bewertet und die sich ergebenden (anteiligen) Werte der GI zugerechnet worden sind.
- 466 Für die vorgenannten drei Gesellschaften der GI hat der Gutachter aufgrund ihrer Wertrelevanz vergleichende Marktbewertungen anhand von Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren vorgenommen. Eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren konnte

aufgrund des Fehlens von Planungsrechnungen für die Gesellschaften nicht durchgeführt werden. Die Planungsrechnungen der wesentlichen Gesellschaften der GI-Gruppe konnten – anders als bei der DVAG - nicht auf der Basis der Interdependenzen zwischen den GDH-Gesellschaften und der GI-Gruppe aus den dem Sachverständigen vorliegenden Informationen abgeleitet werden.

- 467 Die übrigen Tochtergesellschaften der GI hat der Gutachter aufgrund der untergeordneten Bedeutung und der Informationslage vereinfachend mit dem (anteiligen) Buchwert ihres Eigenkapitals bewertet.

b. Vermögens-, Finanz- und Ertragslage

- 468 Die Vermögens- und Kapitalstruktur der GI nach IFRS zu den jeweiligen Bilanzstichtagen für die Jahre 2011 bis 2013 stellt sich wie folgt dar:

Generali Investments S.p.A. Vermögens- und Finanzlage	Ist 31.12.2011		Ist 31.12.2012		Ist 31.12.2013	
	Mio. €	in %	Mio. €	in %	Mio. €	in %
Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte	37	21,5	38	18,9	37	18,1
Sonstige Forderungen	68	39,9	96	47,8	100	48,9
Beteiligungen	58	34,0	63	31,4	63	30,9
Steuerforderungen	1	0,5	1	0,3	0	0,2
Zur Veräußerung gehaltene Vermögenswerte des Anlagevermögens	5	2,9	0	0,0	0	0,0
Sonstige Vermögenswerte	2	1,2	3	1,6	4	1,8
Aktiva	171	100,0	200	100,0	204	100,0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	1	0,5	1	0,6	3	1,5
Verbindlichkeiten aus Steuern	1	0,5	1	0,5	1	0,6
Sonstige Verbindlichkeiten	2	1,1	1	0,6	1	0,4
Sonstige Rückstellungen	0	0,0	1	0,3	1	0,5
Eigenkapital	167	97,9	196	98,1	198	97,1
Passiva	171	100,0	200	100,0	204	100,0

Tabelle 67 - Vermögens- und Finanzlage der GI von 2011 bis 2013

c. Ertragslage der GI für die Jahre 2011-2013

- 469 Nachfolgend ist die Ertragslage der GI gemäß den Einzelabschlüssen für die Geschäftsjahre 2011 bis 2013 dargestellt.

Generali Investments S.p.A. Ertragslage	Ist 2011	Ist 2012	Ist 2013
	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Zinsergebnis	2	3	3
Provisionsergebnis	-2	-1	-1
Dividenden und ähnliche Erträge	25	13	20
Operatives Ergebnis	25	15	22
Personalaufwand	-2	-2	-3
sonstiges betriebliches Ergebnis	-2	-3	-2
Betriebsergebnis	21	10	17
Abschreibungen auf Finanzanlagen	0	0	-2
Steuern von Einkommen und Ertrag	0	0	0
Ergebnis aus zur Veräußerung gehaltenen Investments	3	6	0

Jahresergebnis	24	15	15
----------------	----	----	----

Tabelle 68 - Ertragslage der GI von 2011 bis 2013

- 470 Die Ertragslage der GI wird im Wesentlichen durch die Dividenden und ähnlichen Erträge beeinflusst. Diese beinhalten in allen Jahren Dividenden der GIE, GID und GFM.

d. GIE

- 471 Unter Zugrundelegung des P/Net Fees-Multiplikators (erwirtschaftete Gebühren im Verhältnis zur Marktkapitalisierung) ergibt sich für die GIE im Median ein Unternehmenswert i. H. v. EUR 315 Mio. Nach dem P/E-Multiplikator (um Sondereinflüsse bereinigter Jahresüberschuss im Verhältnis zur Marktkapitalisierung) ergibt sich für die GIE im Median ein Unternehmenswert i. H. v. EUR 423 Mio. Insgesamt ist bei der Bewertung der Mittelwert aus den o.g. Unternehmenswerten nach dem P/Net Fees- und dem P/E-Multiplikator zugrunde gelegt worden. Daraus ergibt sich für die GIE ein Unternehmenswert i. H. v. EUR 369 Mio.

e. GID

- 472 Unter Zugrundelegung des P/Net Fees-Multiplikators ergibt sich für die GID im Median ein Unternehmenswert i. H. v. EUR 146 Mio. Nach dem P/E-Multiplikator ergibt sich für die GID im Median ein Unternehmenswert i. H. v. EUR 110 Mio. Insgesamt ist der Bewertung der Mittelwert auf der Basis des P/Net Fees- und des P/E-Multiplikators zugrunde gelegt worden. Daraus ergibt sich für die GID ein Unternehmenswert i. H. v. EUR 128 Mio.

f. GFM

- 473 Unter Zugrundelegung der P/Net Fees-Multiplikatoren ergibt sich für die GFM im Median ein anteiliger Unternehmenswert i. H. v. EUR 216 Mio. Nach P/E-Multiplikatoren ergibt sich für die GFM im Median ein anteiliger Unternehmenswert i. H. v. EUR 754 Mio.
- 474 Bei der Berücksichtigung der differenzierten Gewinnzuweisung bei der GFM ergibt sich unter Zugrundelegung des P/Net Fees-Multiplikators im Median ein anteiliger Unternehmenswert i. H. v. EUR 22 Mio. Nach dem P/E-Multiplikator ergibt sich für die GFM im Median ein anteiliger Unternehmenswert i. H. v. EUR 77 Mio.
- 475 Daraus ergibt sich für die GFM ohne Berücksichtigung der differenzierten Gewinnzuweisung ein Unternehmenswert i. H. v. EUR 485 Mio. und unter Berücksichtigung der differenzierten Gewinnzuweisung ein Unternehmenswert i. H. v. EUR 49 Mio.

g. Zusammenfassung

476 Der Sachverständige hat seine Feststellungen zu den Sonderwerten zusammengefasst und diese den von dem Bewertungsgutachter ermittelten Werten wie folgt gegenübergestellt:

Sonderwerte		█-Werte 4. Dezember 2013 in Mio. € mit Berücksichtigung von Restriktionen bei Gewinnallokation	█-Werte 4. Dezember 2013 in Mio. € ohne Berücksichtigung von Restriktionen bei Gewinnallokation
DVAG	258	1.455	1.533
GI	60	200	258
Übrige Sonderwerte	187	201	201
Summe Sonderwerte	505	1.855	1.992

Tabelle 69 - Zusammenfassung der Bewertung der Sonderwerte zum 4. Dezember 2013 in Mio. €

477 Unter Berücksichtigung der satzungsmäßigen Gewinnallokation auf die einzelnen Aktiengattungen im Falle der DVAG und der GI ergibt sich zum Bewertungsstichtag ein Wert i. H. v. EUR 1.855 Mio. Dieser Wert liegt um EUR 1.350 Mio. bzw. 267,0 % über dem von der I ermittelten Wert i. H. v. EUR 505 Mio.

478 Ohne Berücksichtigung einer differenzierten Gewinnallokation resultiert daraus ein Wert der Sonderwerte zum 4. Dezember 2013 i. H. v. EUR 1.992 Mio. Dieser Wert liegt um EUR 1.487 Mio. bzw. 294,1 % über dem von dem Bewertungsgutachter ermittelten Wert.

3. Kunstgegenstände

479 Mit Beschluss der Kammer vom 18. April 2018 ist die von der Industrie- und Handelskammer öffentlich bestellte und vereidigte Kunstsachverständige I beauftragt worden, den Verkehrswert der Kunstgegenstände der Generali Deutschland zu bestimmen. Laut Beschluss sollte für die Kunstwerke eine Erheblichkeitsschwelle von EUR 100.000 angewendet werden, die in Abstimmung mit der Kammer für Handelssachen noch auf EUR 25.000 reduziert worden ist.

480 Insgesamt befanden sich zum Bewertungsstichtag 1.561 Kunstwerke mit einem Anschaffungswert von EUR 11.442.000 im Eigentum der GDH und ihrer Tochtergesellschaften. Die 1.561 Kunstwerke lassen sich wie folgt nach Anschaffungswertklassen einteilen:

Anschaffungswertklasse	Anzahl Kunstwerke	Anschaffungswert (T€)
< 25 T€	1.496	5.178
25 - 50 T€	34	1.166
50 - 100 T€	24	1.612

> 100 T€	13	3.486
Summe	1.567	11.442

Tabelle 70 - Kunstgegenstände nach Anschaffungswertklassen

- 481 Alle Kunstobjekte mit einem Anschaffungswert von < EUR 25.000 sind aus Wesentlichkeitsgründen nicht Gegenstand der Begutachtung durch die Kunstsachverständige. Im Fokus der Bewertung liegen die Kunstobjekte in den Anschaffungswertklassen EUR 25.000 bis EUR 50.000, EUR 50.000 bis EUR 100.000 und größer als EUR 100.000.
- 482 In der Anschaffungswertklasse von EUR 25.000 bis EUR 50.000 befinden sich insgesamt 34 Kunstwerke im Eigentum der GDH, wobei nur 31 Kunstwerke Gegenstand der Verkehrswertermittlung sind. Der Kunstsachverständigen war es aufgrund unzureichender Informationen nicht möglich, den Verkehrswert von drei der 34 Kunstwerke zu ermitteln. Der Anschaffungswert der 31 bewerteten Kunstwerke beträgt EUR 1.056.000. Der durch die Kunstsachverständige ermittelte Verkehrswert beträgt EUR 483.000. Die Differenz aus Anschaffungswert und dem von der Kunstsachverständigen ermittelten Verkehrswert aus dieser Anschaffungswertklasse beträgt insgesamt rd. EUR 573.000 (- 54,3 %).
- 483 In der Anschaffungswertklasse zwischen EUR 50.000 und EUR 100.000 gibt es 24 Kunstwerke, von denen zwei aufgrund unzureichender Informationen von der Kunstsachverständigen nicht bewertet werden konnten. Die 22 bewerteten Kunstwerke haben einen Anschaffungswert von EUR 1.437.000. Der ermittelte Verkehrswert liegt zum 31. Dezember 2013 bei EUR 670.000, was einer Differenz von EUR 767.000 (-53,4 %) im Vergleich zum Anschaffungswert entspricht.
- 484 In der Anschaffungswertklasse größer EUR 100.000 sind alle Kunstwerke der GDH aufgeführt, die einen Anschaffungswert von mehr als EUR 100.000 aufweisen. Diese Klasse umfasst insgesamt 13 Kunstwerke, wobei zwei Kunstwerke aufgrund unzureichender Informationen im Rahmen der Bewertung der Kunstsachverständigen nicht berücksichtigt wurden. Die bewerteten 11 Kunstwerke haben einen Anschaffungswert von EUR 2.719.000. In der Anschaffungswertklasse größer EUR 100.000 summiert sich der Verkehrswert der Kunstobjekte zum Bewertungsstichtag auf EUR 1.698.000, was einer Differenz von EUR 1.020.000 (-37,5 %) im Vergleich zum Anschaffungswert entspricht.
- 485 Bei nur einem der bewerteten Kunstobjekte in der Anschaffungswertklasse > EUR 100.000 konnte die Kunstsachverständige einen im Vergleich zum Anschaffungswert höheren Verkehrswert ermitteln, im Falle aller anderen Kunstobjekte liegen die Verkehrswerte unter den Anschaffungswerten.

- 486 Der von der Kunstsachverständigen ermittelte Verkehrswert der 64 oben aufgeführten Exponate summiert sich insgesamt auf EUR 2.851.000, während die Anschaffungswerte EUR 5.212.000 betragen.
- 487 Zur Ermittlung des Verkehrswerts des gesamten Kunstbestands hat der Sachverständige vereinfachend angenommen, dass bei allen nicht durch die Kunstsachverständige bewerteten Kunstobjekten der Verkehrswert dem Anschaffungswert entspricht. Dies stellt sich wie folgt dar:

Anschaffungswertklasse	Verkehrswert bewerteter Objekte gem. Sachverständige (T€)	Verkehrswert nicht bewerteter Objekte (T€) (Verkehrswert = Anschaffungswert)	Verkehrswert gesamt (T€)
> 25 T€	--	5.178	5.178
25 - 50 T€	483	110	592
50 - 100 T€	670	175	845
> 100 T€	1.698	767	2.466
Summe	2.851	6.230	9.080

Tabelle 71 - Verkehrswert des gesamten Kunstbestands

- 488 Der Gutachter hat die Kunstgegenstände aufgrund einer funktionalen Abgrenzung gemäß IDW S 1 als nicht betriebsnotwendiges Vermögen qualifiziert.
- 489 Eine Berücksichtigung des Verkehrswerts der Kunstsammlung im Rahmen der Unternehmensbewertung der GDH führt nach seiner Einschätzung nur zu einer unwesentlichen Erhöhung des Unternehmenswertes der GDH. Wird die Kunstsammlung mit einem Verkehrswert von EUR 9.080.000 als Sonderwert berücksichtigt, so erhöht sich der durch die ermittelte Unternehmenswert um rd. 0,16 % auf EUR 5.794 Mio. bzw. der Wert je Aktie von EUR 107,77 auf EUR 107,94. Dieser Betrachtung liegt die vereinfachende Annahme zugrunde, dass der Verkehrswert der Kunstgegenstände realisiert und der Gegenwert kapitalwertneutral in der Gesellschaft angelegt werden könnte, so dass sich insoweit keine Auswirkungen auf die Solvabilität der Gesellschaft ergeben.

XIII. Unternehmenswert und Wert je Aktie

- 490 Der Unternehmenswert der GDH ergibt sich aus der Summe der einzeln bewerteten Konzerngesellschaften zuzüglich der Sonderwerte der GDH. Der Unternehmenswert des Generali Deutschland-Konzerns inkl. den Minderheitsanteilen stellt sich laut Gutachten zum 4. Dezember 2013 wie folgt dar:

Gesellschaft	Unternehmenswert zum 4. Dezember 2013 in Mio. €	Unternehmenswert zum 4. Dezember 2013 in Mio. €

	Mit Berücksichtigung der Unterschiede in der Gewinn-allokation bei DVAG und GFM	Ohne Berücksichtigung der Unterschiede in der Gewinn-allokation bei DVAG und GFM
Leben / Kranken	2.272	2.272
AMLeben	671	671
Generali Leben	429	429
Cosmos Leben	480	480
Dialog Leben	157	157
GDPK	15	15
Central	481	481
Envivas	39	39
Schaden / Unfall	2.663	2.663
AMVers	1.139	1.139
Generali Versicherung	1.203	1.203
Cosmos Sach	113	113
Advocard	209	209
Finanzdienstleistungen	280	280
Badenia	280	280
Konzerninterne Dienstleistungsgesellschaften und sonstige Beteiligungen	62	62
VFS	57	57
GDH	136	136
GBV	-321	-321
GDIS	105	105
GDS	58	58
GDSM	28	28
Unternehmenswert exkl. Sonderwerte und Kunstgegenstände	5.278	5.278
Sonderwerte	1.863	2.074
DVAG	1.455	1.533
GI	208	340
Sonstige	201	201
Kunstgegenstände	9	9
Unternehmenswert gesamt	7.151	7.361

Tabelle 72 - Unternehmenswert der GDH zum 4. Dezember 2013 in Mio. €

491 Der Unternehmenswert der GDH beträgt laut Gutachten zum 4. Dezember 2013 inkl. der Minderheitenanteile sowie unter Berücksichtigung der Unterschiede in der Gewinnallokation bei der DVAG und der GFM insgesamt EUR 7.151 Mio. und ohne Berücksichtigung der Unterschiede in der Gewinnallokation bei der DVAG und der GFM insgesamt EUR 7.361 Mio. (vgl. Abschnitt F.IV.1.g)).

492 ermittelte zum 4. Dezember 2013 einen Unternehmenswert für die GDH inkl. den Minderheitsanteilen i. H. v. EUR 5.805 Mio. Die Differenz i. H. v. +23,2 % (mit Berücksichtigung der Unterschiede in der Gewinnallokation der verschiedenen Aktiengattungen der DVAG und der GFM) bzw. +26,8 % (bei quotaler Aufteilung des Unternehmenswerts der DVAG und der GFM, d.h. ohne Berücksichtigung der Unterschiede in der Gewinnallo-

kation der verschiedenen Aktiengattungen der DVAG und der GFM) resultiert im Wesentlichen aus den unterschiedlichen Bewertungsannahmen hinsichtlich der DVAG und der GFM. In Abgrenzung zur hat der Sachverständige die DVAG aus Wesentlichkeitsgründen auf der Basis des Ertragswertverfahrens und die GI auf der Basis einer vergleichenden Marktbewertung bewertet, während beide Gesellschaften als Sonderwert mit dem Buchwert des anteiligen Eigenkapitals berücksichtigt hatte.

- 493 Der ermittelte Unternehmenswert der GDH ist um die Minderheitsanteile zu reduzieren. Während 98,78 % der Anteile der GBV durch die GDH gehalten werden, befinden sich 1,22 % im Besitz der Transocean Holding Corporation, New York. Der Minderheitenanteil leitet sich wie folgt ab:

Sum-of-the-parts GBV	Anteil	Unternehmenswerte zum 4. Dezember 2013 in Mio. €
Generali Leben	100,0%	429
Generali Versicherung	100,0%	1.203
Dialog Leben	100,0%	157
Advocard	70,7%	148
VFS	100,0%	57
Sonderwerte	100,0%	22
GBV	100,0%	-321
Summe GBV		1.695
davon Anteil GDH	98,78%	1.675
davon Minderheitenanteil	1,22%	21

Tabelle 73 - Minderheitenanteil zum 4. Dezember 2013 in Mio. €

- 494 Der Minderheitenanteil beträgt EUR 21 Mio. und ist vom Unternehmenswert der GDH abzuziehen, womit sich der Unternehmenswert der GDH auf EUR 7.130 Mio. (mit Berücksichtigung der Unterschiede in der Gewinnallokation der verschiedenen Aktiengattungen der DVAG und der GMF bzw. EUR 7.340 Mio. (bei quotaler Aufteilung des Unternehmenswerts der DVAG und der GFM) reduziert.
- 495 Das Grundkapital der GDH i. H. v. EUR 137.420.784,64 ist in 53.679.994 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt. Der Wert je Aktie der GDH errechnet sich aus dem Unternehmenswert und der Anzahl der ausstehenden Aktien wie folgt.

GDH – Wert je Aktie	Mit Berücksichtigung der unterschiedlichen Gewinnallokation bei DVAG u. GFM	Ohne Berücksichtigung der unterschiedlichen Gewinnallokation bei DVAG u. GFM
Unternehmenswert zum 4. Dezember 2013 (in Mio. €)	7.130	7.340
Anzahl ausstehender Aktien	53.679.994	53.679.994
Wert je Aktie in €	132,83	136,74

Tabelle 74 - Wert je Aktie der GDH zum 4. Dezember 2013

- 496 Der Unternehmenswert je Aktie der GDH beträgt zum 4. Dezember 2013 EUR 132,83 (mit Berücksichtigung der Unterschiede in der Gewinnallokation der verschiedenen Aktiegattungen der DVAG und der GFM) bzw. EUR 136,74 (bei quotaler Aufteilung des Unternehmenswerts der DVAG und der GFM).
- 497 Damit liegt der vom Sachverständigen ermittelte Unternehmenswert je Aktie um 23,3 % bzw. 26,9 % über dem durch ermittelten Wert je Aktie i. H. v. EUR 107,77.

XIV. Sensitivitätsanalyse

- 498 Gemäß Beweisbeschluss des Landgerichts Köln soll der Sachverständige zusätzlich Unternehmenswerte mit variierenden Kapitalisierungszinssätzen bzw. Wachstumsabschlägen von plus/minus 2,0 % in Schritten von 0,5 % errechnen, um dem Gericht die Sensitivität prozentualer Veränderungen sowie eine Bandbreite möglicher Werte zur Verfügung zu stellen.
- 499 Variierende Kapitalisierungszinssätze können sich theoretisch aus variierendem Basiszins, Marktrisikoprämie oder Betafaktor ergeben. Ein variierender Basiszins bzw. eine variierende Marktrisikoprämie wirkt sich nicht nur auf den Kapitalisierungszinssatz (Nenner des Bewertungskalküls) aus, sondern auch auf das Kapitalanlageergebnis der Versicherungsgesellschaften (Zähler des Bewertungskalküls), da die nachhaltigen Kapitalanlageerenditen der Anlageklassen auf den Basiszins und teils auf die Marktrisikoprämie beruhen (vgl. Tz. 311). Im Gutachten ist auftragsgemäß lediglich die Veränderung der Kapitalisierungskosten allein aus der Veränderung des Betafaktors dargestellt worden.
- 500 Die von dem Gutachter im Rahmen seiner Bewertung angenommenen Kapitalisierungszinssätze werden in der folgenden Tabelle dargestellt:

Kapitalisierungszinssätze	Kranken/ Leben	Schaden/ Unfall	Bau- Sparkasse	Konzern-DL- Gesellschaften	DVAG
Kapitalisierungszinssätze (Detailplanungszeitraum)	8,6%	7,0%	7,0%	7,7%	5,7-5,8%
- Wachstumsabschlag (nachhaltig)	0,5%	1,0%	0,5%	0,6%	1,0%
Kapitalisierungszinssätze (ewige Rente)	8,1%	6,0%	6,5%	7,1%	4,8%

Tabelle 75 - Basisszenario Kapitalisierungszinssätze

- 501 Werden die Kapitalisierungszinssätze in Schritten von 0,5 % von plus/minus 2,0 % verändert, ergeben sich für die Kapitalisierungszinssätze neben dem o.g. Ausgangsszenario (auch „Basis“ genannt) insgesamt 8 weitere Szenarien, die sich zusammenfassend wie folgt darstellen:

Variierende Kapitalisierungszinssätze	Sensitivität	Kranken/Leben	Schaden/Unfall	Bau-Sparkasse	Konzern-DL-Gesellschaften	DVAG
Szenario 1	-2,00%	6,6%	5,0%	5,0%	5,7%	3,7-3,8%
Szenario 2	-1,50%	7,1%	5,5%	5,5%	6,2%	4,2-4,3%
Szenario 3	-1,00%	7,6%	6,0%	6,0%	6,7%	4,7-4,8%
Szenario 4	+0,50%	8,1%	6,5%	6,5%	7,2%	5,2-5,3%
Basis	+/-0,00%	8,6%	7,0%	7,0%	7,7%	5,7-5,8%
Szenario 5	+0,50%	9,1%	7,5%	7,5%	8,2%	6,2-6,3%
Szenario 6	+1,00%	9,6%	8,0%	8,0%	8,7%	6,7-6,8%
Szenario 7	+1,50%	10,1%	8,5%	8,5%	9,2%	7,2-7,3%
Szenario 8	+2,00%	10,6%	9,0%	9,0%	9,7%	7,7-7,8%
Nachhaltige Wachstumsrate		0,5%	1,0%	0,5%	0,6%	1,0%

Tabelle 76 - Übersicht variierender Kapitalisierungszinssätze

- 502 Auf der Basis der variierenden Kapitalisierungszinssätze ergeben sich die folgenden Unternehmenswerte für die GDH sowie die Werte je Aktie ohne Berücksichtigung der Unterschiede in der Gewinnallokation bezüglich DVAG und der GFM.

Gesellschaft	Szenario 1	Szenario 2	Szenario 3	Szenario 4	Basis	Szenario 5	Szenario 6	Szenario 7	Szenario 8
Höhe der Anpassung der Kapitalisierungszinssätze	-2,00%	-1,50%	-1,00%	-0,50%	+/-0%	+0,50%	+1,00%	+1,50%	+2,00%
Leben / Kranken	3.083	2.834	2.620	2.434	2.272	2.129	2.002	1.888	1.786
AMLeben	917	842	777	720	671	627	589	554	523
Generali Leben	596	545	501	463	429	400	374	351	330
Cosmos Leben	650	598	553	514	480	450	423	399	378
Dialog Leben	209	193	179	167	157	148	139	132	126
GDPK	21	19	18	16	15	14	13	13	12
Central	635	588	547	512	481	454	429	408	388
Envivas	55	50	46	42	39	36	34	31	29
Schaden / Unfall	3.950	3.520	3.177	2.897	2.663	2.466	2.297	2.151	2.023
AMVers	1.674	1.496	1.353	1.236	1.139	1.056	986	925	872
Generali Versicherung	1.788	1.593	1.437	1.309	1.203	1.114	1.037	970	912
Cosmos Sach	175	154	137	124	113	103	95	88	82
Advocard	313	278	251	228	209	193	179	167	157
Finanzdienstleistungen	380	348	321	299	280	264	250	237	226
Badenia	380	348	321	299	280	264	250	237	226
Konzerninterne DL und sonstige Beteiligungen	156	126	101	80	62	47	34	23	13
VFS	88	78	70	63	57	52	48	44	41
GDH	219	192	170	152	136	122	111	100	91
GBV	-423	-391	-364	-341	-321	-304	-289	-276	-264
GDIS	148	134	123	113	105	97	91	85	80
GDS	83	75	69	63	58	54	50	47	44
GDSM	41	36	33	30	28	25	24	22	20

Unternehmenswert exkl. Sonderwerte u. Kunstgg.	7.568	6.827	6.219	5.711	5.278	4.906	4.583	4.299	4.047
Sonderwerte	2.979	2.648	2.405	2.220	2.074	1.956	1.859	1.778	1.709
DVAG	2.447	2.114	1.869	1.681	1.533	1.413	1.313	1.230	1.159
GI	334	336	337	339	340	341	343	344	346
Sonstige	197	198	199	200	201	202	203	203	204
Kunstgegenstände	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Unternehmenswert inkl. Minderheiten- anteil	10.555	9.484	8.634	7.940	7.361	6.871	6.451	6.085	5.765
davon Minder- heitenanteil	31	27	25	23	21	19	18	17	16
Unternehmenswert exkl. Minderheiten- anteil	10.525	9.457	8.609	7.917	7.340	6.852	6.433	6.069	5.749

Unternehmenswert	10.525	9.457	8.609	7.917	7.340	6.852	6.433	6.069	5.749
Anzahl ausstehender Aktien	53.679.994	53.679.994	53.679.994	53.679.994	53.679.994	53.679.994	53.679.994	53.679.994	53.679.994
Wert je Aktie	196,07	176,18	160,38	147,49	136,74	127,65	119,83	113,05	107,10
Delta zum Basis-Sze- nario	43,4%	28,8%	17,3%	7,9%	0,0%	-6,7%	-12,4%	-17,3%	-21,7%

Tabelle 77 - Sensitivität des Unternehmenswerts der GDH zum 4. Dezember 2013 in Abhängigkeit von variierenden Kapitalisierungszinssätzen – Ohne Berücksichtigung der Unterschiede in der Gewinnallokation bei DVAG und GFM

- 503 Werden die Kapitalisierungszinssätze von plus/minus 2,0 % in Schritten von 0,5 % variiert, verändert sich der Wert je Aktie der GDH ohne Berücksichtigung der Unterschiede in der Gewinnallokation bei DVAG und GFM in einer Bandbreite zwischen -21,7 % (bei Erhöhung der Kapitalisierungszinssätze um +2,0 %) und +43,4 % (bei Minderung der Kapitalisierungszinssätze um -2,0 %).

D. Simulationsbasierte Unternehmensbewertung

- 504 Der Sachverständige hat zur Validierung der Ergebnisse zusätzlich eine simulationsbasierte Unternehmensbewertung durchgeführt.

1. Grundlagen

- 505 Die simulationsbasierte Unternehmensbewertung umfasst laut Gutachten die Risikoanalyse, Risikoquantifizierung und Risikoaggregation der wesentlichen Risiken (Chancen und Gefahren) eines Unternehmens.
- 506 Gemäß IDW PS 340 beinhaltet die Risikoanalyse die Beurteilung der Tragweite der erkannten Risiken in Bezug auf Eintrittswahrscheinlichkeit und quantitative Auswirkungen. Hierzu zählt auch die Beurteilung, ob Einzelrisiken, die bei einer isolierten Betrachtung zwar von untergeordneter Bedeutung sind, sich bei kumulierter Betrachtung oder bei

Zusammenwirken im Zeitablauf zu einem bestandsgefährdenden Risiko entwickeln können.

2. Simulationsbasierte Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis

507 Laut Gutachten wird die simulationsbasierte Unternehmensbewertung bisher in der Praxis bei der Bestimmung objektiverer Unternehmenswerte noch recht selten angewendet. Die kapitalmarktorientierte (finanzierungstheoretische) Unternehmensbewertung dominiert national und international, wenn objektivierte Unternehmenswerte bestimmt werden sollen. Simulationsbasierte Verfahren finden insbesondere dann Anwendung, wenn subjektive Entscheidungswerte, z.B. bei der Strategiebewertung, ermittelt werden sollen. Die Anwendung der Monte-Carlo-Simulation zur Risikoaggregation im Kontext der Unternehmensplanung ist zudem ein übliches und notwendiges Verfahren bei Risikofrüherkennungssystemen (§ 91 AktG). Simulationsbasierte Verfahren können auch bei der Bestimmung objektiverer Unternehmenswerte in Kombination mit kapitalmarkt-basierten Unternehmensbewertungsverfahren eingesetzt werden, um die für die DCF- und Ertragswert-Verfahren notwendigen erwartungstreuen Planwerte von Cashflows und Erträgen abzuleiten.

3. Ergebnisse der simulationsbasierten Unternehmensbewertung – GDH-Konzern

508 Die nachfolgende Tabelle stellt zusammenfassend die simulationsbasierten Unternehmenswerte der Spartengesellschaften unter Zugrundelegung des Kapitalisierungszinssatzes gemäß Tax-CAPM dar. Die auf der Basis der simulationsbasierten Bewertung ermittelten Unternehmenswerte werden der Bewertung der sowie der Bewertung des Gutachters im einwertigen Modell gegenübergestellt:

Unternehmenswerte in Mio. €	Unternehmenswert (Simulation)	Unternehmenswert (einwertiger Ansatz)	Delta (%)	Unternehmenswert	Delta (%)
AMLeben	655	671	-2,3%	723	-9,3%
Generali Leben	377	429	-12,2%	464	-18,7%
Cosmos Leben	478	480	-0,4%	518	-7,8%
Dialog Leben	161	157	2,9%	169	-4,3%
GDPK	15	15	0,0%	17	-7,5%
Central	449	481	-6,7%	516	-13,0%
ENVIVAS	39	39	0,0%	42	-8,3%
AMVers	1.094	1.139	-3,9%	1.078	1,5%
Generali Vers.	1.133	1.203	-5,9%	1.131	0,2%
Cosmos Sach	108	113	-4,4%	106	1,5%
Advocard	208	209	-0,4%	198	4,9%

Gesamtsumme Spar- ten-gesell- schaften	4.717	4.936	-4,4%	4.960	-4,9%
---	-------	-------	-------	-------	-------

Tabelle 78 - Wertübersicht: simulationsbasierter Unternehmenswert – Tax-CAPM

- 509 Aus Gründen der Unwesentlichkeit hat der Sachverständige für die GDPK und die Envi-
vas keine simulationsbasierten Unternehmensbewertungen durchgeführt, sondern der
Unternehmenswert aus seinem einwertigen Ansatz zugrunde gelegt.
- 510 Der jeweils geringere simulationsbasierte Unternehmenswert ist auf die asymmetrische
Einschätzung bei den Kapitalmarktrisiken, sog. Gefahrenüberhang, zurückzuführen. Ins-
gesamt ist nach der Einschätzung des Sachverständigen festzuhalten, dass die auf der
Basis des simulationsbasierten Ansatzes ermittelten Unternehmenswerte der einzelnen
Konzerngesellschaften die Plausibilität seiner Bewertung in der Gesamtheit unterstützen.

E. Vergleichende Marktbewertung

I. Vorgehensweise

- 511 In der Bewertungspraxis ist es laut Gutachter üblich, den nach dem Ertragswertverfahren
ermittelten Unternehmenswert mit Hilfe einer vergleichenden Marktbewertung, dem so-
genannten Multiplikatorverfahren, zu plausibilisieren. Grundsätzlich handelt es sich auch
bei diesem Verfahren um ein kapitalmarktorientiertes Bewertungskonzept, das ebenso
wie die Ertragswertmethode dem Grundsatz einer ertragsorientierten Bewertung folgt.
Der Unternehmenswert wird indes stark vereinfacht und anhand eines Vielfachen einer
Erfolgsgröße ermittelt.
- 512 Dem Multiplikatorverfahren liegt der Gedanke zugrunde, eine bei Vergleichsunterneh-
men beobachtbare Bewertungsrelation auf das zu bewertende Unternehmen zu übertra-
gen. Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit ei-
nem anderen vollständig vergleichbar ist. Das Ergebnis der Multiplikatorbewertung kann
daher regelmäßig nur eine Bandbreite möglicher Werte darstellen, in der sich das Bewer-
tungsergebnis wiederfinden sollte.
- 513 Die Multiplikatoren können aus den Kapitalmarktdaten vergleichbarer börsennotierter
Unternehmen („Trading Multiples“) oder auf der Basis von Transaktionspreisen („Transac-
tion Multiples“) abgeleitet werden.
- 514 Während bei der Ertragswertmethode die in der Zukunft erwarteten Zahlungsströme ex-
plizit in die Berechnung des Unternehmenswertes eingehen, basieren die Multiplikatoren
in der Regel jeweils auf einer prognostizierten Umsatz- oder Ertragsgröße eines in der

nahen Zukunft liegenden Geschäftsjahres. Die längerfristigen Ertrags Erwartungen, der charakteristische Ertragsverlauf und das Risiko finden ihren Niederschlag im Multiplikator. Kritische Faktoren einer vergleichenden Marktbewertung sind die prognostizierten Erfolgsfaktoren und die Auswahl der Vergleichsunternehmen zur Ermittlung der Multiplikatoren.

- 515 Wie im Gutachten dargestellt wird, können Multiplikatoren in Equity- und Entity-Multiplikatoren unterschieden werden. Aus den Kapitalmarktdaten vergleichbarer börsennotierter Unternehmen hat der Sachverständige zur Plausibilitätsbeurteilung die in der Bewertungspraxis für Unternehmen aus dem Finanzsektor breite Anwendung findenden Kurs-Gewinn-Multiplikatoren („P/E-Multiplikator“) sowie Markt-/Buchwert-Multiplikatoren (kurz: „P/B“-Multiplikator) untersucht. Es handelt sich bei beiden Multiplikatoren um sog. Equity-Multiplikatoren, mit denen der Marktwert des Eigenkapitals ermittelt wird.
- 516 Der P/E-Multiplikator ergibt sich aus dem Verhältnis der aktuellen Marktkapitalisierung (bzw. Kurs je Aktie) zum letzten Ergebnis nach Steuern (bzw. Ergebnis je Aktie, „earnings per share“, „EPS“). Es handelt sich um einen Multiplikator, bei dem die Ertragskraft des Unternehmens nach allen Aufwendungen als Referenzgröße für den Wert des Eigenkapitals herangezogen wird. Sie kann jedoch nur bei positiven Ergebnissen (Jahresüberschuss) angewandt werden. Bilanzpolitische Maßnahmen sowie unterschiedliche nationale Rahmenbedingungen wie die Steuergesetzgebung und das Zinsniveau können P/E-Multiplikator verzerren.
- 517 Der P/B-Multiplikator ergibt sich aus dem Verhältnis der aktuellen Marktkapitalisierung (bzw. Kurs je Aktie) zum bilanziellen Eigenkapital (bzw. bilanzielles Eigenkapital je Aktie). Grundsätzlich ist der P/B-Multiplikator bei Versicherungsunternehmen anwendbar, da aufgrund regulatorischer Anforderungen zur Einhaltung von Eigenmittelvorschriften zumindest eine Mindestanforderung an die Eigenmittel besteht und diese nicht unterschritten werden darf. Dennoch können sich die Solvabilitätsquoten (Eigenmittel im Verhältnis zum regulatorisch vorzuhaltenden Sollbetrag an Eigenmitteln) unter Versicherern stark unterscheiden. Die GDH-Konzernunternehmen weisen tendenziell Eigenkapitalquoten auf, die am unteren Ende der Bandbreite liegen. Die Anwendung des P/B-Multiplikators würde für alle Vergleichsunternehmen die gleiche Höhe der Solvabilitätsquote unterstellen.

- 518 Der P/B-Multiplikator lässt sich nicht uneingeschränkt im Rahmen der Bewertung der GDH anwenden. So wird das bilanzielle Eigenkapital der im Abschnitt F.II.3.b) des Gutachtens identifizierten Vergleichsunternehmen nach dem IFRS-Rechnungslegungsstandard bilanziert, während das buchmäßige Eigenkapital der GDH-Konzernunternehmen nach dem HGB-Rechnungslegungsstandard bilanziert wird. Unterschiedliche Bilanzierungsstandards führen dazu, dass die gleichen wirtschaftlichen Sachverhalte in den beiden Standards unterschiedlich dargestellt werden. Die Übertragung der für die Vergleichsunternehmen ermittelten P/B-Multiplikatoren auf die Konzernunternehmen der GDH kann zu verzerrten Analyseergebnissen führen.
- 519 Aufgrund der genannten Schwächen des P/B-Multiplikators, insbesondere die Nicht-Berücksichtigung der (zukünftigen) Ertragskraft und der Solvabilität des Bewertungsunternehmens und der Vergleichsunternehmen sowie die möglichen Verzerrungen aus den unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards, ist auf die Darstellung der P/B-Multiplikatoren im Rahmen der gutachterlichen Bewertung verzichtet und die vergleichende Marktbewertung allein auf der Basis des P/E-Multiplikators durchgeführt worden.
- 520 Ergänzend zu den Börsenmultiplikatoren hat der Sachverständige Transaktionsmultiplikatoren für Transaktionen vergleichbarer Unternehmen in einem Zeitraum von drei Jahren vor bis drei Jahre nach dem Bewertungsstichtag analysiert. Dabei konnte er jedoch keine Unternehmen finden, bei denen die Transaktionsdetails in Bezug auf Kaufpreis und weiteren Konditionen veröffentlicht wurden und deren Geschäftstätigkeiten mit denen der GDH-Einzelgesellschaften vergleichbar wären.
- 521 Bei der Bewertung von Versicherungen anhand von Multiplikatoren werden in einem ersten Schritt die Jahresüberschüsse von Vergleichsunternehmen in Relation zu deren beobachtbaren Marktkapitalisierungen gesetzt. Die so ermittelten Relationen (P/E-Multiplikator) werden in einem zweiten Schritt auf das zu bewertende Unternehmen übertragen. Dabei wird davon ausgegangen, dass zwischen den zugrunde liegenden Bezugsgrößen und der Marktkapitalisierung bzw. dem Unternehmenswert ein proportionaler Zusammenhang besteht.
- 522 Entscheidendes Merkmal der Multiplikator-Methode ist, dass als Ausgangspunkt der Bewertung die beobachtbaren Marktpreise von Vergleichsunternehmen herangezogen werden. Ein Vorteil der multiplikatorgestützten Unternehmensbewertung ist deren strikte Marktbezogenheit. Die zugrunde liegenden Marktpreise sind beobachtbar und werden

tatsächlich auf Kapitalmärkten und/oder bei Unternehmenstransaktionen bezahlt. Andererseits ist diese Bewertungsmethode damit auch Marktunvollkommenheiten und Ineffizienzen ausgesetzt, die zu Abweichungen zwischen beobachtbaren Preisen und intrinsischen Werten führen können. Im Fall solcher Marktverzerrungen ist der Gutachter gehalten, Anpassungen an den beobachtbaren Multiplikatoren durchzuführen.

- 523 Für die Anwendung des P/E-Multiplikators sind einige grundsätzliche Vorentscheidungen erforderlich. So können historische oder prognostizierte Gewinne zu Grunde gelegt werden. Beim letzteren Vorgehen handelt es sich dann um einen zukunftsorientierten Ansatz und man spricht von „Forward P/E“. Bei den historischen Multiplikatoren können Gewinne aus den vergangenen vier Quartalen (sog. „Trailing P/E“) oder des abgeschlossenen Geschäftsjahres (sog. „Historisches P/E“) ermittelt werden.
- 524 Der Sachverständige hat für die identifizierten Vergleichsunternehmen sowohl historische P/E-Multiplikatoren für die Jahre 2011 und 2012 als auch zukunftsorientierte P/E-Multiplikatoren für den Zeitraum von 2013 bis 2016 ermittelt. Dem hat er die impliziten P/E-Multiplikatoren der Konzerngesellschaften gegenübergestellt, die sich aus dem Unternehmenswert zum 4. Dezember 2013 und dem Gewinn nach Steuern des abgeschlossenen Geschäftsjahres 2012 ergeben.
-
- 525 Als Basis für die Ableitung der historischen und der Forward-P/E-Multiplikatoren der Peer Group hat er auf die Daten des Finanzdienstleisters S&P Global Market Intelligence Inc., New York/USA (kurz: „Capital IQ“) zurückgegriffen. Die zukunftsorientierten Forward-Multiplikatoren wurden aus der Sicht des Bewertungsstichtages auf der Basis von Capital IQ-Konsensus-Schätzungen ermittelt. Bei den Konsensus-Schätzungen handelt es sich um die Erwartungen oder Prognosen der die jeweiligen Versicherungsunternehmen deckenden Analysten.
- 526 Die hat auf Grundlage der von ihr identifizierten Peer Group Markt-/Buchwert-Multiplikatoren für die Jahre 2010 bis 2012 abgeleitet und diese auf die vergleichbaren Größen des GDH-Konzerns übertragen. Sie kommt in ihrer Analyse zum Ergebnis, dass sich anhand von Multiplikatoren keine Anhaltspunkte dafür ergeben, dass eine auf der Basis des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren festgelegte Barabfindung nicht angemessen sei (vgl. Bewertungsgutachten, S. 172).

II. Ergebnisse der Multiplikatormethode

- 527 Die nachfolgende Abbildung stellt die historischen und zukunftsorientierten P/E-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen des Bereichs Leben/Kranken den aus der Bewertung des Sachverständigen resultierenden impliziten P/E-Multiplikatoren der wesentlichen GDH-Gesellschaften des Bereichs Leben/Kranken gegenüber.
- 528 Zur Ermittlung der historischen P/E-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen wurde jeweils der Kurs je Aktie und das Ergebnis je Aktie zum Ende eines Berichtsjahres zugrunde gelegt. Bei der Ermittlung der Forward-P/E wurde auf den jeweiligen Schlusskurs zum Bewertungsstichtag und auf das auf Konsensus-Schätzungen beruhende prognostizierte Ergebnis je Aktie abgestellt. Die Spanne der resultierenden P/E-Multiplikatoren werden in der nachfolgenden Abbildung als hellblaue Flächen dargestellt. Innerhalb dieser Spanne befindet sich der Median der P/E-Multiplikatoren der Peer Group. Die P/E-Multiplikatoren der GDH-Gesellschaften sind implizit als Quotient des ermittelten Unternehmenswertes zum Bewertungsstichtag (vgl. Abschnitt F.VII) und dem Ergebnis nach Steuern zum Jahresende 2012 ermittelt worden. Für den Zeitraum von 2013 bis 2016 ist der ermittelte Unternehmenswert ins Verhältnis zum geplanten Ergebnis nach Steuern gesetzt worden.

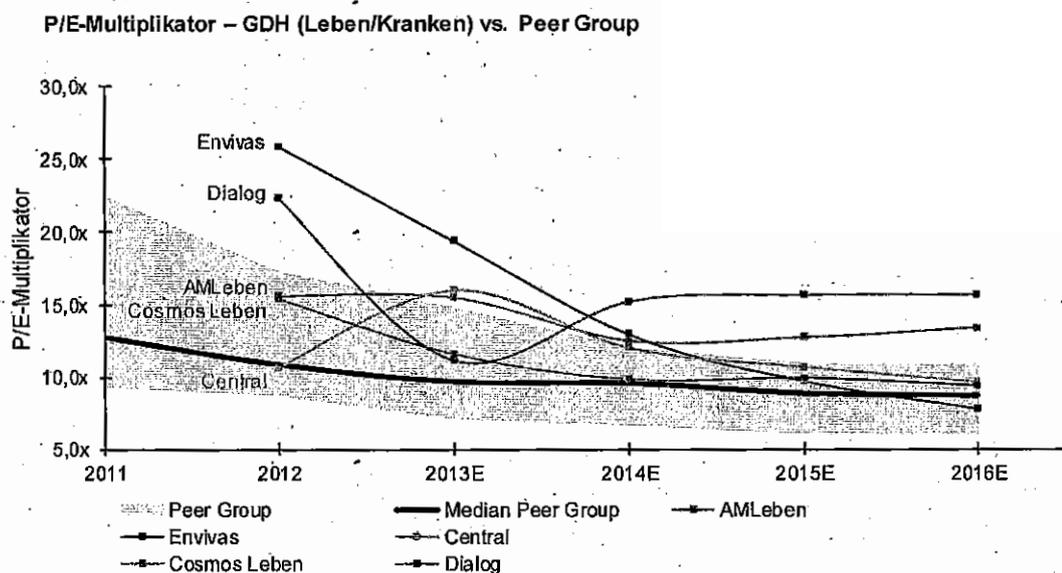


Abbildung 20 - P/E-Multiplikatoren im Bereich Leben/Kranken – Peer Group vs. GDH-Gesellschaften

- 529 Aus der Abbildung geht hervor, dass sich die P/E-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen im Median von rd. 13x in 2011 auf ca. 9x in 2016 verringern.

- 530 Während die zukunftsorientierten P/E-Multiplikatoren in den Jahren 2013 bis 2015 alle über dem Median und teils über der Bandbreite der Peer Group liegen, nähern sich die P/E-Multiplikatoren im Jahr 2016 dem Median der Peer Group-Multiplikatoren an.
- 531 Die AML weist P/E-Multiplikatoren auf, die am oberen Ende und teils über der Bandbreite der P/E-Multiplikatoren von Vergleichsunternehmen liegen. Die Entwicklung der P/E-Multiplikatoren der AMLeben spiegeln den relativ konstant geplanten Jahresüberschuss der Gesellschaft wider.
- 532 Die impliziten P/E-Multiplikatoren der Cosmos Leben liegen im Betrachtungszeitraum innerhalb der Bandbreite der P/E-Multiplikatoren von Vergleichsunternehmen.
- 533 Der auffällige Anstieg des P/E-Multiplikators der Central in 2013 ist laut Gutachten auf die im Vergleich zum Vorjahr höheren Steuern vom Einkommen infolge des höheren zu versteuernden Einkommens sowie auf geringere Auflösungen von Rückstellungen zurückzuführen. Im Planungszeitraum ist die Central insbesondere von abnehmenden Beiträgen aufgrund des sinkenden Bestands an Vollversicherungsverträgen gekennzeichnet, die durch steigende durchschnittliche Prämien bei Voll- und Zusatzversicherungsverträgen sowie das steigende Volumen im Zusatzversicherungsgeschäft nicht kompensiert werden können.
- 534 Der sinkende Verlauf der P/E-Multiplikatoren der Envivas ist auf das anhaltend gute Neugeschäft im Planungszeitraum wie bereits in den Jahren 2010 bis 2012, insbesondere mit Zahnzusatzversicherungen innerhalb der Kooperation mit der Techniker Krankenkasse, zurückzuführen.
- 535 Die abnehmenden P/E-Multiplikatoren der Dialog spiegeln das starke Neugeschäft der Gesellschaft im Planungszeitraum mit der Risikolebensversicherung wider. Der besonders starke Rückgang des P/E-Multiplikators in 2013 ist auf die vergleichsweise geringere Zuführung zur RfB zurückzuführen, was sich positiv auf das Ergebnis niederschlägt.
- 536 In der Abbildung wird die Generali Leben nicht dargestellt, da sie aufgrund des vergleichsweise geringen Ergebnisses im Planungszeitraum sehr hohe P/E-Multiplikatoren aufweist, die nicht plausibel sind.
- 537 In der nachfolgenden Abbildung werden die historischen und zukunftsorientierten Forward-P/E-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen für den Bereich Schaden/Unfall den impliziten P/E-Multiplikatoren der GDH-Gesellschaften des Bereichs Schaden/Unfall gegenübergestellt:

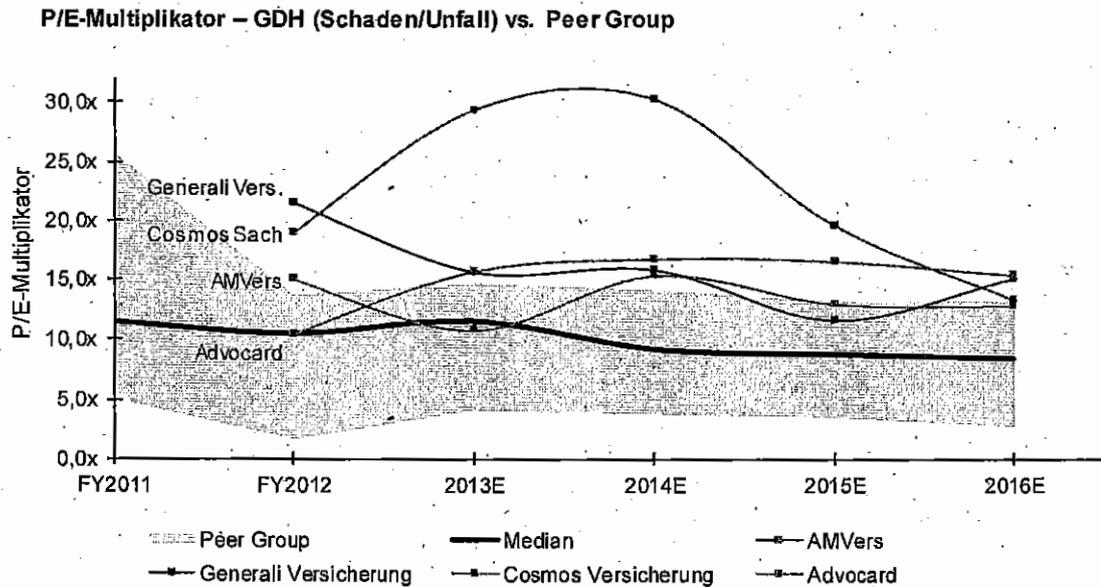


Abbildung 21 - P/E-Multiplikatoren im Bereich Schaden/Unfall – Peer Group vs. GDH-Gesellschaften

- 538 Aus der Tabelle geht hervor, dass die P/E-Multiplikatoren der GDH-Gesellschaften aus dem Bereich Schaden/Unfall teils innerhalb und in einigen Jahren oberhalb der Bandbreite der P/E-Multiplikatoren der Peer Group liegen.
- 539 Während sich die P/E-Multiplikatoren der Advocard und der AMVers im Betrachtungszeitraum weitgehend innerhalb der Bandbreite der P/E-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen bewegen, liegen die P/E-Multiplikatoren der Generali Versicherung und der Cosmos Sach über der Bandbreite.
- 540 Der starke Anstieg des P/E-Multiplikators der Cosmos ist auf den starken Ausbau des Versicherungszweiges Kraftfahrt zurückzuführen, was einerseits zu einem höheren versicherungstechnischen Ergebnis führt, aufgrund der höheren Zuführung zur Schwankungsrückstellung jedoch zu einem geringeren Ergebnis führt.
- 541 Auf der Basis der Multiplikatoranalyse sind laut Gutachten keine Anhaltspunkte erkennbar, dass die ermittelten Ertragswerte für die Gesellschaften im Bereich Schaden/Unfall unplausibel wären.

- 542 Abschließend werden die historischen und Forward-P/E-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen des Bereichs Finanzen dem impliziten P/E-Multiplikator der Badenia gegenübergestellt:

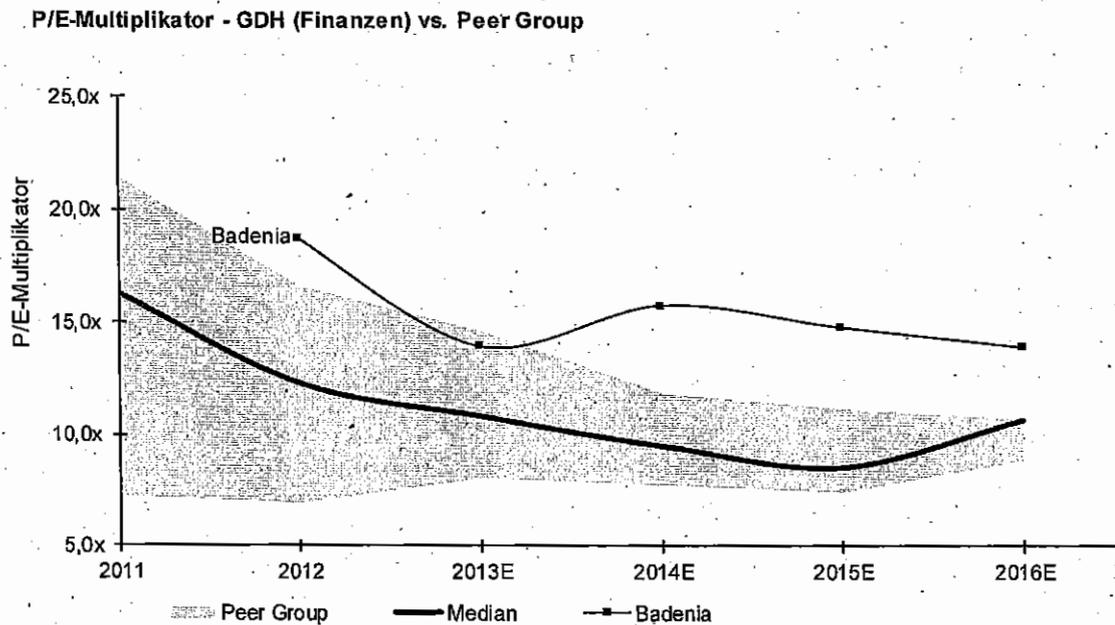


Abbildung 22 - P/B-Multiplikatoren im Bereich Finanzen – Peer Group vs. Badenia

- 543 Der implizite P/E-Multiplikator der Badenia liegt mit Ausnahme des Jahres 2013 über der Bandbreite der P/E-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen.
- 544 Zusammenfassend hat der Sachverständige festgehalten, dass die P/E-Multiplikatoren der GDH-Gesellschaften für die Bereiche Leben/Kranken, Schaden/Unfall und Finanzen entweder innerhalb oder teils oberhalb der Bandbreite der historischen und der zukunftsorientierten P/E-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen liegen. Anhaltspunkte dafür, dass die ermittelten Ertragswerte der GDH-Gesellschaften unplausibel wären, sind auf der Basis der Analyse der P/E-Multiplikatoren für ihn nicht erkennbar.

III. Analyse des Börsenkurses

- 545 Die Aktien der GDH waren bis zum 7. Mai 2014 unter der ISIN DE0008400029 im Regulierte Markt in Berlin, Düsseldorf, Frankfurt (General Standard), Hamburg und München und im Freiverkehr in Hannover und Stuttgart zum Handel zugelassen. Somit ist grundsätzlich eine Bewertung der Generali Deutschland Holding AG auf der Basis ihrer jeweiligen Marktkapitalisierung möglich.

- 546 In der folgenden Abbildung sind der Verlauf des Börsenkurses der GDH sowie die zugrunde liegenden Handelsvolumina über einen Zeitraum von zwei Jahren bis zum 8. Juli 2013, dem letzten Handelstag vor der Bekanntgabe des Übertragungsverlangens, dargestellt:

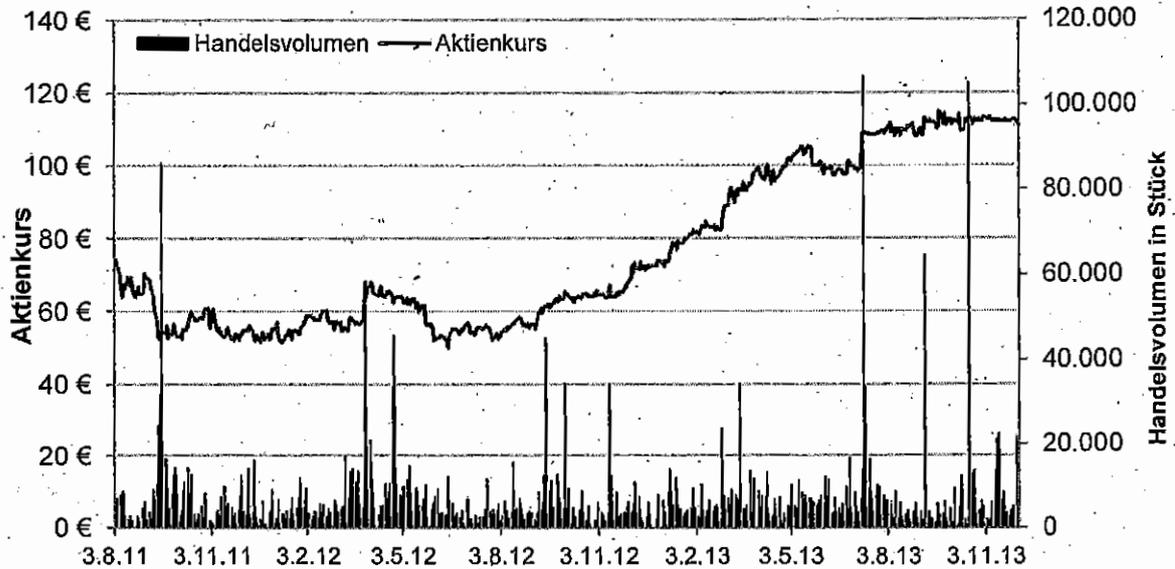


Abbildung 23 - Aktienkurs und Handelsvolumina der Aktie der Generali Deutschland Holding AG vom 9. Juli 2011 bis zum 8. Juli 2013

- 547 Die folgende Abbildung zeigt den Verlauf des Börsenkurses der GDH sowie die zugrunde liegenden Handelsvolumina über den Drei-Monatszeitraum vom 9. April 2013 bis zum 8. Juli 2013.

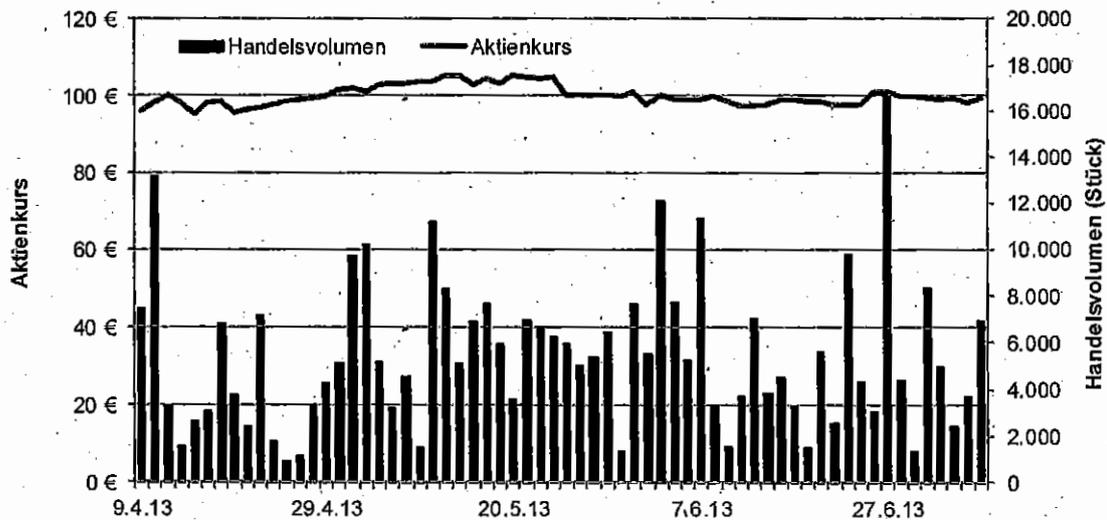


Abbildung 24 - Aktienkurs und Handelsvolumina der Aktie der Generali Deutschland Holding AG vom 9. April 2013 bis zum 8. Juli 2013

548 In der folgenden Tabelle sind die Informationen zu Handelsvolumina der GDH-Aktien an allen deutschen Börsen sowie den korrespondierenden Aktienkursen (Schlusskurse) vom 9. April 2013 bis zum 8. Juli 2013 dargestellt. An allen Handelstagen wurde im genannten Betrachtungszeitraum ein Handel mit Aktien der GDH verzeichnet, und zwar wie folgt:

Datum	Aktienkurs €	Aktienkurs- abweichung	Handels- volumen Stück	Datum	Aktienkurs €	Aktienkurs- abweichung	Handels- volumen Stück
09.04.2013	96,11	n.a.	7.394	24.05.2013	100,00	-4,7%	5.913
10.04.2013	98,16	2,1%	13.144	27.05.2013	100,00	0,0%	4.985
11.04.2013	100,00	1,9%	3.244	28.05.2013	100,20	0,2%	5.355
12.04.2013	98,00	-2,0%	1.542	29.05.2013	100,00	-0,2%	6.449
15.04.2013	94,97	-3,1%	2.581	30.05.2013	99,94	-0,1%	1.363
16.04.2013	98,19	3,4%	3.009	31.05.2013	101,00	1,1%	7.607
17.04.2013	98,50	0,3%	6.743	03.06.2013	97,61	-3,4%	5.523
18.04.2013	95,50	-3,0%	3.703	04.06.2013	100,00	2,4%	12.084
19.04.2013	96,50	1,0%	2.405	05.06.2013	98,80	-1,2%	7.678
22.04.2013	97,00	0,5%	7.159	06.06.2013	99,00	0,2%	5.211
23.04.2013	97,60	0,6%	1.731	07.06.2013	99,00	0,0%	11.324
24.04.2013	98,48	0,9%	901	10.06.2013	99,69	0,7%	3.333
25.04.2013	98,90	0,4%	1.103	11.06.2013	98,64	-1,1%	1.514
26.04.2013	99,50	0,6%	3.284	12.06.2013	97,15	-1,5%	3.639
29.04.2013	99,99	0,5%	4.227	13.06.2013	97,08	-0,1%	7.007
30.04.2013	101,50	1,5%	5.054	14.06.2013	97,53	0,5%	3.814
02.05.2013	101,80	0,3%	9.649	17.06.2013	98,75	1,3%	4.514
03.05.2013	101,15	-0,6%	10.139	18.06.2013	98,90	0,2%	3.257
06.05.2013	102,90	1,7%	5.131	19.06.2013	98,53	-0,4%	1.501
07.05.2013	103,00	0,1%	3.201	20.06.2013	98,69	0,2%	5.555
08.05.2013	103,00	0,0%	4.512	21.06.2013	97,60	-1,1%	2.525
09.05.2013	103,80	0,8%	1.499	24.06.2013	97,65	0,1%	9.710
10.05.2013	103,70	-0,1%	11.187	25.06.2013	97,60	-0,1%	4.292
13.05.2013	105,19	1,4%	8.281	26.06.2013	101,00	3,5%	3.052
14.05.2013	105,19	0,0%	5.054	27.06.2013	101,00	0,0%	16.560
15.05.2013	102,90	-2,2%	6.817	28.06.2013	99,94	-1,0%	4.382
16.05.2013	104,40	1,5%	7.613	01.07.2013	99,73	-0,2%	1.308
17.05.2013	103,20	-1,1%	5.908	02.07.2013	99,19	-0,5%	8.348
20.05.2013	105,20	1,9%	3.517	03.07.2013	98,99	-0,2%	4.936
21.05.2013	104,70	-0,5%	6.940	04.07.2013	99,17	0,2%	2.396
22.05.2013	104,65	0,0%	6.647	05.07.2013	98,20	-1,0%	3.679
23.05.2013	104,88	0,2%	6.213	08.07.2013	99,20	1,0%	6.909

Abbildung 25 - Übersicht zu Handelsvolumina und Aktienkursen vom 9. April 2013 bis zum 8. Juli 2013

549 Im dreimonatigen Zeitraum vor der Bekanntmachung der Maßnahme betrug das durchschnittliche Handelsvolumen rd. 5.395 Aktien täglich. Für die Aktie der GDH wurden an allen 64 von möglichen 64 Handelstagen Umsätze verzeichnet. Der Börsenkurs (Schlusskurs) lag im betrachteten Zeitraum zwischen EUR 94,97 und EUR 105,20 je Aktie.

- 550 Da die Aktien der GDH an allen 64 Börsentagen gehandelt wurden, lässt sich nach den Kriterien der WpÜG-AngVO nicht auf eine unzureichende Liquidität schließen. Eine Aktienkursabweichung um mehr als 5,0 % an mehreren nacheinander festgestellten Börsenkursen auf der Basis der Börsenschlusskurse an Handelstagen im betrachteten Zeitraum konnte laut Gutachten nicht festgestellt werden. Im Sinne der WpÜG-AngVO liegt somit keine nachweisbare Marktengung anhand der oben genannten Indizien vor. Der durchschnittliche Börsenkurs kann insoweit entsprechend der Kriterien der WpÜG-AngVO als Indikator für den Verkehrswert der Aktie nicht verworfen werden.
- 551 Auf der Basis der Berechnungen des Sachverständigen betrug der umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenkurs für den Zeitraum vom 9. April 2013 bis zum 8. Juli 2013 EUR 100,04 je Aktie. Die korrespondierende Berechnung der BaFin beträgt EUR 100,00 je Aktie (vgl. Bewertungsgutachten, S. 174ff.).

F. Einwände der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreter gegen das Bewertungsgutachten

1. Sum of the parts-Ansatz (SOTP-Ansatz)

- 552 Die Kritik der Antragsteller gegen die Anwendung des SOTP-Ansatzes ist unbegründet. Eine Bewertung nach einer konsolidierten Konzernplanung zur Erfassung von Synergieeffekten ist nicht erforderlich. Die Argumente Sachverständigen überzeugen.
- 553 Der Sachverständige hat zunächst die Unterschiede zwischen der SOTP-Bewertung und der Bewertung des Konzerns auf der Grundlage einer konsolidierten Planungsrechnung erläutert. Die SOTP-Methode sei im Ergebnis eine vergleichbare Vorgehensweise zur Bewertung auf der Basis des NAV. Der Gutachter hat die Argumente dargestellt, die vorliegend für die Einzelbewertung der Konzern-Gesellschaften sprechen. Insbesondere hat erläutert, dass innerhalb der Generali Deutschland-Gruppe von einem geringen Integrationsgrad auszugehen sei. Synergie-Effekte, die über Risikodiversifikationseffekte hinausgehen und nur im Rahmen einer Konzernplanung sinnvoll berücksichtigt werden könnten, seien vorliegend von untergeordneter Bedeutung.
- 554 Die Synergie-Effekte betreffen bei der GDH vor allen die Entlastung der vorzuhaltenden Eigenmittel, die Schwankungen der Solvabilität in den einzelnen Konzerngesellschaften und bei der Muttergesellschaft ausgleichen könnten. Diesem Effekt sei dadurch Rechnung getragen worden, dass in der Planungsrechnung der einzelnen Konzerngesellschaften Solvabilitätsquoten zugrunde gelegt worden seien, die tendenziell am unteren Ende der aus dem Marktvergleichen ableitbaren Bandbreiten liegen, aber insgesamt zu vertretbaren (höheren) Solvabilitätsquoten führen.
- 555 Für die Anwendung des SOTP-Ansatzes spricht laut Gutachter darüber hinaus, dass eine konsolidierte Konzernplanung nicht zur Verfügung gestanden habe. Nach dem regulären jährlichen Planungsprozess der GDH werden für die wesentlichen Konzerngesellschaften mittelfristige Planungsrechnungen lediglich auf der Einzelgesellschaftsebene unter Anwendung der Rechnungslegungsvorschriften des HGB erstellt. Nur durch die Anwendung des SOTP-Ansatzes habe daher auf diese originären Planungsrechnungen der einzelnen Gesellschaften zurückgegriffen werden können. Um daraus eine konsolidierte Planungsrechnung zu entwickeln, hätte anlassbezogen ein individuelles, bisher im regulären Planungsprozess nicht verwendetes und damit auch nicht qualitätsgesichertes Planungsformat entwickelt werden müssen.

556 Darüber widerspreche die Anwendung des SOTP-Ansatzes, so der Sachverständige weiter, auch nicht den Vorgaben des IDW S 1. Dieser Bewertungsstandard enthalte lediglich allgemeine Bewertungsgrundsätze, während jeder Bewertungsfall seine eigene fachgerechte Problemlösung verlange. Im Hinblick auf die Bewertung von Konzernen sei dem IDW S 1 keine spezielle Regelung zu entnehmen. Die Verwendung der Einzelplanungen sei vorliegend die fachgerechte Problemlösung.

557 Eine Konzernbewertung sei auch nicht im Hinblick auf den bekannten unternehmenseigenen Betafaktor der GDH geboten. Insofern hat der Gutachter auf seine Erläuterungen im Anhang 1 verwiesen. Dort hat er die für die Bewertung der einzelnen Gesellschaften nach dem SOTP-Ansatz herangezogenen Betafaktoren in einem Konzern-Betafaktor überführt und hinsichtlich seiner Plausibilität gewürdigt.

2. Planungsrechnung

a. Fehlende Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse

558 Entgegen der Kritik der Antragsteller ist es nicht zu beanstanden, dass der Sachverständige, ebenso wie der Bewertungsgutachter, auf eine vollständige Bereinigung der Vergangenheitszahlen verzichtet hat. Es könne ausgeschlossen werden, dass die Ertrags-schätzung der GDH-Konzerngesellschaften für die Zukunft auf Zahlen basiere, die für die Gesellschaft nicht typisch seien.

559 Der Sachverständige hat dazu ausgeführt, dass in Übereinstimmung mit dem IDW S1 sowie dem IDW-Praxishinweis 2/2017 im vorliegenden Fall die Planungsrechnungen der einzelnen operativen Gesellschaften zunächst auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse für die Geschäftsjahre 2010 bis 2012 plausibilisiert worden sind. Hierzu sei die Entwicklung im Vergangenheitszeitraum auf wesentliche außerordentliche, einmalige und periodenfremde Ergebnisbestandteile untersucht worden. Die aus dieser Analyse gewonnenen Erkenntnisse seien in die Plausibilisierung der Planungsrechnung einbezogen und insoweit sichergestellt worden, dass sich diese in der Planung der künftigen finanziellen Überschüsse angemessen widerspiegeln. Zudem werde für den Vergangenheitszeitraum ein sonstiges und außerordentliches Ergebnis ausgewiesen, das im Planungszeitraum unter Berücksichtigung der darin enthaltenen Sondereffekte fortgeschrieben wird.

560 Auf eine weitergehende explizite Bereinigung der Vergangenheitszahlen hat der Sachverständige – ebenso wie der Bewertungsgutachter – verzichtet, da bei Versicherungen aufgrund der Besonderheit ihres Geschäftsmodells im Rahmen der Versicherungstechnik

wesentliche außerordentliche Ergebnisbestandteile bereits durch regulatorische Vorgaben geglättet werden. So werde beispielsweise durch die Schwankungsrückstellung das Ergebnis der Versicherungsgesellschaft im Zeitablauf geglättet, indem in Jahren mit unterdurchschnittlichen Schäden Zuführungen zur Schwankungsrückstellung vorgenommen und in Jahren mit überdurchschnittlich hohen Schäden entsprechende Mittel aus der Schwankungsrückstellung entnommen werden.

561 Für die Ermittlung des Ertragswerts seien allein die sich aus der Planungsrechnung ergebenden finanziellen Überschüsse, nicht aber die Vergangenheitsergebnisse relevant. Daher wirkten sich etwaige Bereinigungen der Vergangenheitsergebnisse nicht auf die Ermittlung des Unternehmenswerts aus, sondern dienten lediglich dazu, die entsprechenden Zeitreihen in der Vergangenheit mit denen der Planung vergleichbar zu machen. Zusammenfassend sei daher festzuhalten, dass eine Vergangenheitsanalyse nicht unterblieben sei, sondern vielmehr vor dem Hintergrund des Geschäftsmodells in einer modifizierten Form vorgenommen worden sei. Insbesondere seien die aus der Vergangenheitsanalyse gewonnenen Erkenntnisse zutreffend als ein Bestandteil der materiellen, internen Plausibilisierung in die Planungsrechnung eingeflossen. Neben der beschriebenen Vergangenheitsanalyse hat der Sachverständige zudem weitere Detailanalysen im Rahmen der materiellen, internen Plausibilisierung der Planungsrechnung vorgenommen sowie umfassende Vergleiche auf der Basis von Daten zum Versicherungsmarkt und zu den Wettbewerbern durchgeführt.

562 Die Vorgehensweise des Sachverständigen lässt einen Bewertungsfehler nicht erkennen. Die umfassende Vergangenheitsanalyse ist kein Selbstzweck, sondern ist ein Vorgang zur Plausibilisierung künftiger Erträge. Dieser Zweck ist vorliegend sowohl vom Bewertungsgutachter als auch von dem Sachverständigen berücksichtigt worden. Neben regulatorischen Anforderungen, die eine gewisse Konstanz in der Ertragsentwicklung der Vergangenheit und der Zukunft gewährleisten, sind die Ertragszahlen anhand der Daten zum Versicherungsmarkt und zu Wettbewerbern plausibilisiert worden. Letztlich haben die Antragsteller keine Anhaltspunkte geliefert, dass die Vorgehensweise des Sachverständigen hier zu widersprüchlichen oder inkonsistenten Ertragsannahmen in der Zukunft geführt haben.

b. Plan-/Ist- Abweichungen im Jahr 2013

- 563 Die von den Antragstellern gerügte Planabweichung ist sowohl in tatsächlicher als auch in rechtlicher Hinsicht unbegründet.
- 564 Aus rechtlicher Sicht ist die Ertragsentwicklung nach dem Stichtag grundsätzlich unbeachtlich für den Unternehmenswert. Denn nach dem Stichtagsprinzip sind lediglich die Ertragsaussichten zum Stichtag maßgebend. Die stichtagsnachfolgende Entwicklung kann in die erforderliche Schätzung nur dann einfließen, wenn sie bereits in der Wurzel angelegt war
- vgl. BGH, Urt. v. 17.01.1973 - IV ZR 142/70, NJW 1973, 509; MüKoAktG/van Rossum, § 305 Rn. 98 ff.; OLG Frankfurt a.M., Beschl. v. 29.01.2016 - 21 W 70/15, AG 2016, 551 ff., Rn. 31; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 15.08.2016 - I-26 W 17/13, BB 2017, 1073 ff.; OLG München, Beschl. v. 7. Januar 2022 - 31 Wx 399/18 -, Rn. 37, juris).
- 565 Planabweichungen im weiteren Verlauf der Entwicklung sind kein Grund, die Planungstreue infrage zu stellen. Die unvermeidlichen Unsicherheiten in den Planungen werden über Risikozuschläge abgebildet. Prognosen können stets nur Annäherungen seien. Diese Prognosen werden im zunehmenden zeitlichen Abstand zum Stichtag unsicherer. Allerdings kann eine erhebliche Planabweichungen Veranlassung geben, die Detailplanung kritisch zu überprüfen.
- 566 In Übereinstimmung mit der Antragsgegnerin und dem Sachverständigen ist davon auszugehen, dass die Planungstreue durch die geringfügige Planabweichung im Jahr 2013 nicht infrage gestellt wird. Die von den Antragstellern behauptete Abweichung von 1,07 %-Punkte, bezogen auf die Wachstumsrate bzw. EUR 189,8 Mio. und bezogen auf die Beitragssumme, lassen keine Zweifel an der Planungstreue der vorgelegten Planungsrechnungen aufkommen. Die Darstellung der Antragsteller leidet laut Gutachter schon daran, dass das Wachstum bei den Beitragseinnahmen i. H. v. insgesamt 3,69 % mit dem im Konzerngeschäftsbericht ausgewiesenen Beitragswachstum i. H. v. 4,77 % verglichen wird. Die Konzernplanungen erfolgten allerdings auf der Grundlage von HGB-Jahresabschlüssen und das Konzernergebnis beruht auf einem IFRS-Konzernabschluss.
- 567 Darüber hinaus ist die Planabweichung im Jahr 2013 angesichts der geplanten Bruttobeiträge i. H. v. EUR 17.863 Mio. gegenüber den erzielten Bruttobeiträgen i. H. v. EUR 17.997 Mio. marginal. Die Differenz beträgt lediglich 134,1 Mio. und damit 0,8 %. Diese minimale Abweichung veranlasst schon nicht, die Planungen der Konzerngesellschaften infrage zu stellen.

- 568 Unabhängig davon hat der Sachverständige die Planabweichung näher untersucht und ist zu dem Ergebnis gekommen, dass sie insbesondere auf eine positive Planabweichung bei der Cosmos Leben i. H. v. EUR 209 Mio. zurückzuführen ist, wie sich aus folgender Übersicht ergibt:

GDH Verdiente Bruttobeiträge	Ist 2012	Plan 2013	Ist 2013	Plan-Ist-Abweichung	
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	in %
AMLeben	4.479	4.523	4.569	46	1,0
Generali Leben	4.053	4.503	4.381	-122	-2,7
Cosmos Leben	2.791	2.891	3.100	209	7,2
Diallog Leben	231	244	244	0	0,0
GDPK	157	151	151	0	-0,1
Central	2.171	2.057	2.054	-3	-0,2
Envivas	75	85	84	-1	-0,8
AMVers	1.176	1.248	1.248	-1	-0,1
Generali Versicherung	1.706	1.742	1.745	3	0,2
Cosmos Sach	177	204	206	2	1,0
Advocard	211	214	215	1	0,5
Summe	17.226	17.863	17.997	134	0,8
<i>Anderung ggü. 2012, in %</i>		3,7	4,5		

Tabelle 79 - Plan-Ist-Vergleich in Bezug auf die verdienten Bruttobeiträge

- 569 Diese Schwankung der Bruttobeiträge bei der Cosmos Leben beruhe auf nur schwer prognostizierbaren Einmalbeträgen im Jahr 2013, die auf aufgrund eines nicht vorhersehbaren Erfolgs der Rentenversicherung mit dem Produkt Flexible Vorsorge zurückzuführen sei. Zweifel an der Güte der Planungsrechnungen seien daraus nicht ableitbar, zumal zwischen den Zeitpunkten der Verabschiedung der Planung und dem Ende des Geschäftsjahres ein Zeitraum von mehreren Monaten liege, in dem Abweichungen möglich seien.
- 570 Die Feststellungen des Sachverständigen sind überzeugend. Bereits die Argumentation der Antragsteller zu Plan-/Ist-Abweichungen beruht auf unzulässigen Vergleichen. Ansonsten sind die Abweichungen zwischen den geplanten und den tatsächlichen Ergebnissen marginal und im Wesentlichen der Entwicklung der Cosmos Leben zuzuschreiben. Die Verfahrensbeteiligten haben die diesbezüglichen Feststellungen im Gutachten nachfolgend auch nicht mehr infrage gestellt.

c. Anstieg Schadensquote bei den Sachversicherern

- 571 Die für die Sachversicherer angesetzten Schadensquoten für die Jahre 2010-2012 in Höhe eines Mittelwerts von 67,3 % sind laut Gutachten sachgerecht. Zwar wichen sie vom langjährigen Durchschnitt der Vergangenheit für den Zeitraum von 2004-2012 mit

einem Mittelwert von 65,3 % ab. Diese Abweichung beruhe aber darauf, dass die Zahlen unterschiedlich ermittelt worden seien.

- 572 Der Sachverständige hat die Bedenken der Antragsteller zur vollen Überzeugung des Gerichts ausgeräumt. Er hat zunächst darauf hingewiesen, dass die Durchschnittsbildung über die gesamte Bewertungsperiode einschließlich der ewigen Rente vorzunehmen sei, nicht lediglich bezogen auf den Mittelwert der Jahre 2010-2012. Zudem handele es sich um einen ungewichteten Durchschnitt, in den die Quoten jeder Gesellschaft unabhängig von der Höhe der verdienten Bruttobeiträge eingehen. Insoweit sei der herangezogene ungewichtete Durchschnitt der Schadensquoten insgesamt nur bedingt als Vergleichsmaßstab geeignet.
- 573 Zudem bilde der als Vergleich herangezogene langjährige Durchschnitt der Vergangenheit (65,3 %) für die Jahre 2004-2012 die durchschnittliche Schadensquote für eigene Rechnung auf der Ebene des Konzerns ab. Die Schadensquote für eigene Rechnung sei definiert als Quotient aus den Netto-Schadensaufwendungen und den verdienten Nettobeiträgen (Konzern-Geschäftsbericht 2013 der Generali Deutschland-Gruppe, S. 156). Diese Quote sei deshalb nicht mit der Bruttoschadensquote der Jahre 2010-2012 vergleichbar. Diese werde definiert als Quotient aus dem Bruttobetrag der Aufwendungen für Versicherungsfälle (Schadensaufwendungen) und den verdienten Bruttobeiträgen.

GDH	Ist	Ist	Ist	HR	Plan	Plan	Plan	Plan	Mittelwerte	
Brutto-Schadenquoten	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ff.	2010 -	2013 -
	T€	2012	2016							
AMVers										
verdiente Bruttobeiträge	1.030	1.072	1.176	1.248	1.313	1.377	1.444	1.458		
Schadenaufwendungen	638	685	711	803	802	847	896	916		
Brutto-Schadenquote in %	62,0	64,0	60,5	64,3	61,1	61,5	62,0	62,8	62,1	62,2
Generali Versicherung										
verdiente Bruttobeiträge	1.630	1.596	1.706	1.742	1.773	1.805	1.829	1.848		
Schadenaufwendungen	1.064	1.056	1.114	1.151	1.147	1.163	1.190	1.218		
Brutto-Schadenquote in %	65,3	66,2	65,3	66,1	64,7	64,5	65,0	66,0	65,6	65,1
Cosmos Sach										
verdiente Bruttobeiträge	148	165	177	204	233	258	273	276		
Schadenaufwendungen	117	133	143	170	192	215	230	232		
Brutto-Schadenquote in %	79,5	80,8	80,8	83,4	82,3	83,4	84,0	83,9	80,4	83,3
Advocard										
verdiente Bruttobeiträge	197	204	211	214	218	223	231	233		
Schadenaufwendungen	117	123	127	129	131	134	141	141		
Brutto-Schadenquote in %	59,7	60,2	60,3	60,1	60,0	60,1	60,9	60,5	60,1	60,2
Gesamt										
verdiente Bruttobeiträge	3.004	3.037	3.270	3.408	3.538	3.663	3.778	3.815		
Schadenaufwendungen	1.937	1.998	2.095	2.252	2.272	2.359	2.456	2.507		
Brutto-Schadenquote in %	64,5	65,8	64,1	66,1	64,2	64,4	65,0	65,7	64,8	64,9

Brutto-Schadenquote in % (ungewichtet)	66,6	67,8	66,7	68,5	67,0	67,4	68,0	68,3	67,0	67,7
---	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Tabelle 80 - Entwicklung der Schadenquoten im Zeitraum 2010 bis 2017 ff.

- 574 Für die Jahre 2010 ergibt sich daraus eine ungewichtete Brutto-Schadensquote von durchschnittlich 67,0 %. Für die Jahre 2013-2016 ergibt sich daraus ein leicht erhöhter Mittelwert von 67,7 %. Nach den Ausführungen des Sachverständigen ist ursächlich hierfür der Anstieg der Brutto-Schadensquote bei der Cosmos Sach, auf die innerhalb des GDH-Konzerns allerdings nur ein vergleichsweise kleiner Teil der verdienten Bruttobeiträge entfallen. Jedenfalls seien die geplanten Zahlen plausibel und nicht überhöht. Insbesondere sei eine dauerhafte Erhöhung der Schadensquoten über die historischen Höchststände hinaus entgegen der Auffassung der Antragsteller nicht erkennbar.
- 575 Darüber hinaus hat der Sachverständige im Gutachten erläutert, dass die Entwicklung der Schadensquoten der einzelnen Versicherungen im Vergangenheits- und Detailplanungszeitraum zusätzlich auf der Ebene der einzelnen Versicherungszweige (Haftpflicht, Kraftfahrt, Unfall, verbundene Wohngebäudeversicherung (VGV), verbundene Hausratversicherung (VHV) und Sonstige analysiert worden seien. Diese Zahlen seien zusätzlich anhand von Markt- und Wettbewerbsdaten der Branche analysiert worden. Auch unter diesem Aspekt seien die Zahlen plausibel. Die Kammer stimmt diesen Ausführungen zu.

d. Brutto-Beitragsentwicklung Leben

- 576 Die Kammer pflichtet dem Sachverständigen auch in der Frage der Plausibilität der geplanten Beitragsentwicklung im Bereich der Lebensversicherung zu. Einige Antragsteller hatten insoweit beanstandet, dass die geplanten Bruttobeiträge im Segment Leben angesichts der Wachstums- und Expansionsmöglichkeiten in diesem Bereich nicht nachvollziehbar seien. Der Markt für Lebensversicherungen in Deutschland steige analog zur Bevölkerungsentwicklung. Die Antragsgegnerin hat insoweit erwidert, dass das Segment Leben aufgrund der Zinsentwicklung erheblich an Attraktivität verloren habe und nur schwer kalkulierbar sei.
- 577 Der Sachverständige hat der Antragsgegnerin im Ergebnis zugestimmt und dies ausführlich begründet. Er hat zunächst erläutert, dass nach seinen Analysen der Markt für Lebensversicherungen in der Vergangenheit tendenziell rückläufig gewesen sei. So habe der Bestand an Lebensversicherungspolice in einem stetigen Rückgang von EUR 95,1 Mio. im Jahr 2009 um insgesamt 3,5 % auf EUR 91,8 Mio. im Jahr 2013 abgenommen.
- 578 Zudem sei eine Verlagerung bei laufenden Erträgen und Einmalbeträgen festzustellen.

Jahr	Laufende Beiträge		Einmalbeiträge		Gesamt	
	Mrd. €	Veränd. in %	Mrd. €	Veränd. in %	Mrd. €	Veränd. in %
2006	154,3	n.a.	12,5	n.a.	166,8	n.a.
2007	148,6	-3,7	12,7	1,6	161,3	-3,3
2008	162,1	9,1	12,9	1,6	175,0	8,5
2009	135,3	-16,5	20,8	61,2	156,1	-10,8
2010	135,8	0,4	26,8	28,8	162,6	4,2
2011	151,1	11,3	22,6	-15,7	173,7	6,8
2012	146,5	-3,0	22,5	-0,4	169,0	-2,7
2013	123,6	-15,6	25,7	14,2	149,3	-11,7
Ø		-2,6		13,1		-1,3

Tabelle 81 – Beitragssumme des Neugeschäfts nach laufenden und Einmalbeiträgen, absolut in Mrd. € und Veränderung gegenüber Vorjahr in %

580 Nach den Erläuterungen des Sachverständigen zeigt die Tabelle, dass die laufenden Beiträge im Betrachtungszeitraum durchschnittlich (arithmetisches Mittel) um rund 2,6 % p. a. abgenommen haben, während die Einmalbeiträge im Betrachtungszeitraum durchschnittlich um rund 13,1 % p. a. zugenommen haben. Daraus folge, dass sich sowohl die Anzahl der Policen als auch die Beitragssumme des Neugeschäfts im Zeitraum von 2019 bis 2013 überproportional zur Bevölkerungsentwicklung reduziert haben. Sinkenden laufenden Beiträgen habe dabei ein Wachstum der Einmalbeiträge gegenübergestanden.

581 Zusätzlich hat der Sachverständige die Entwicklung der verdienten Bruttobeiträge der Generali Leben und der Cosmos Leben für die Vergangenheit und den Detailplanungszeitraum dargestellt:

Generali Leben	Ist	Ist	Ist	HR	Plan	Plan	Plan	TV	CAGR
Verdiente Bruttobeiträge	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017ff.	2013-16
	Mio. €	%							
Gebuchte Bruttobeiträge	1.928	1.732	2.788	2.896	2.441	2.480	2.519	2.531	-4,6
Gebuchte lfd. Bruttobeiträge	1.195	1.210	1.214	1.241	1.253	1.273	1.278	1.285	1,0
Gebuchte Einmalbeiträge	733	522	1.575	1.655	1.188	1.207	1.241	1.247	9,2
Veränderung der Beitragsüberträge	5	8	2	-5	6	8	21	21	n.a.
Verdiente Bruttobeiträge	1.933	1.740	2.791	2.891	2.447	2.488	2.539	2.552	-4,2

Tabelle 82 – Generali Leben – Entwicklung der verdienten Bruttobeiträge

CosmosLeben	Ist	Ist	Ist	HR	Plan	Plan	Plan	TV	CAGR
Verdiente Bruttobeiträge	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017ff.	2013-16
	Mio. €	%							
Gebuchte Bruttobeiträge	1.928	1.732	2.788	2.896	2.441	2.480	2.519	2.531	-4,6
Gebuchte lfd. Bruttobeiträge	1.195	1.210	1.214	1.241	1.253	1.273	1.278	1.285	1,0
Gebuchte Einmalbeiträge	733	522	1.575	1.655	1.188	1.207	1.241	1.247	9,2
Veränderung der Beitragsüberträge	5	8	2	-5	6	8	21	21	n.a.
Verdiente Bruttobeiträge	1.933	1.740	2.791	2.891	2.447	2.488	2.539	2.552	-4,2

Tabelle 83 - Cosmos Leben - Entwicklung der verdienten Bruttobeiträge

582 Daraus folgt laut Gutachten, dass im Zeitraum von 2013 bis 2016 Rückgänge bei den Bruttobeiträgen zu verzeichnen seien, und zwar bei der Generali Leben in Höhe von 7,5 % p. a. und bei der Cosmos Leben i. H. v. 4,2 % p. a. Ursächlich für diese Entwicklung sei eine stärkere Verlagerung auf Einmalprodukte, z.B. bestimmte Rentenprodukte. Der im Detailplanungszeitraum zu verzeichnende Rückgang der verdienten Bruttobeiträge sei somit einschließlich auf die Entwicklung der Einmalbeiträge zurückzuführen. Diese Planungsannahmen seien auch unter Berücksichtigung der analysierten Markt- und Wettbewerbssituation im Bereich der Lebensversicherung vollständig plausibel. Insofern verweist der Sachverständige auf seine zusätzlichen Ausführungen im Gutachten.

e. Analyse der Beitragsrückerstattung

583 Die Planung zur Überschussbeteiligung der Generali Leben ist in Übereinstimmung mit dem Gutachten ebenfalls nicht zu beanstanden. Die Behauptung einiger Antragsteller, dass für die Generali Leben überhöhte Überschussbeteiligungen im Wege der Direktgutschrift an die Versicherungsnehmer geplant seien, ist nicht begründet.

584 Die nachfolgende Tabelle zeigt die Überschussbeteiligungen der Generali Leben zugunsten der Versicherungsnehmer für den Vergangenheitszeitraum und dem Planungszeitraum. Die Überschussbeteiligung setzt sich dabei aus den Direktgutschriften und der RfB-Zuführung zusammen.

Generali Leben Überschussbeteiligung	Ist 2010 Mio. €	Ist 2011 Mio. €	Ist 2012 Mio. €	HR 2013 Mio. €	Plan 2014 Mio. €	Plan 2015 Mio. €	Plan 2016 Mio. €	TV 2017ff.	CAGR 2013-16 %
Rohüberschuss nach Steuern	231	254	324	214	201	507	512	582	12,1
Überschussverwendungsquote (%)	100,0	98,0	98,5	97,7	97,5	98,5	97,6	90,5	
Gewinnverwendung zugunsten der Versicherungsnehmer (VN)	231	249	319	209	196	500	500	526	11,8
Direktgutschrift	0	0	0	46	75	126	126	127	n.a.
Zuführungen zur RfB	231	249	319	163	121	373	374	399	4,0
Gewinnverwendung in % der verdienten Bruttobeiträge	5,5	6,1	7,9	4,6	5,5	13,8	14,0	14,8	

Tabelle 84 - Generali Leben - Entwicklung der Überschussbeteiligung im Vergangenheits- und im Planungszeitraum

585 Der Sachverständige hat dazu erläutert, dass beginnend mit dem Jahr 2013 die Überschussbeteiligung anteilig auch im Wege der Direktgutschrift geleistet werde. Der Anteil der Direktgutschriften an der Gewinnverwendung zugunsten der Versicherungsnehmer über den Planungszeitraum liege mit Ausnahme des Jahres 2014 jeweils bei rd. 25,0 %.

- 586 Die Überschussverwendungsquote, die sich aus den Direktgutschriften und den RfB-Zuführungen zusammensetzt, bewege sich im Planungszeitraum in einer Bandbreite zwischen 97,5 % und 98,5 %. Der Mittelwert im Planungszeitraum 2013 bis 2016 belaufe sich auf 97,8 % und liege damit leicht unterhalb der beiden letzten Ist-Jahre 2011 und 2012. Einhergehend mit der erwarteten Erhöhung des Rohüberschusses nach Steuern ab dem Jahr 2015 stiegen – bei einer in etwa unveränderten Überschussverwendungsquote – auch die absoluten Beträge der im Wege der Direktgutschriften bzw. der Zuführungen zur RfB gewährten Überschussbeteiligungen zugunsten der Versicherungsnehmer an. Vor dem Hintergrund eines in den Jahren 2017 ff. nochmals gestiegenen Rohüberschusses werde nachhaltig mit einer geringeren Überschussverwendungsquote von 90,5 % geplant.
- 587 Für den gesamten Lebensversicherungsmarkt liege die durchschnittliche Überschussverwendungsquote im Zeitraum von 2007 bis 2013 in einer Bandbreite zwischen 89,9 % und 94,1 %. Der Mittelwert über diesen Betrachtungszeitraum betrage 91,7 %. Im Ergebnis weise die Generali Leben sowohl im Vergangenheitszeitraum als auch im Detailplanungszeitraum eine im Vergleich zum gesamten Lebensversicherungsmarkt höhere Überschussverwendungsquote auf.
- 588 Das ist nach Ansicht des Sachverständigen dennoch plausibel. Er hat ergänzend als weitere Kennzahl die Gewinnverwendung zugunsten von Versicherungsnehmern in Prozent der verdienten Bruttobeiträge in seine Analysen einbezogen. Für den gesamten Lebensversicherungsmarkt ergebe sich für diese Kennzahl im Zeitraum von 2007 bis 2013 eine Bandbreite von 10,5 % bis 19,5 %. Beginnend mit dem Jahr 2009 habe sich die Kennzahl innerhalb einer engeren Bandbreite zwischen 13,1 % und 15,5 % stabilisiert. Über den Betrachtungszeitraum insgesamt resultiere ein Mittelwert von 14,6 %.
- 589 Im Vergleich zu den Marktdaten sei die Gewinnverwendung zugunsten von Versicherungsnehmern in Prozent der verdienten Bruttobeiträge der Generali Leben deutlich niedriger und bewege sich im Zeitraum von 2010 bis 2014 in einer Bandbreite zwischen 4,6 % und 7,9 %. Erst ab dem Jahr 2015 werde mit 13,8 % ein Wert erreicht, der sich dem Marktniveau annähert. Dies sei darauf zurückzuführen, dass die Generali Leben im Vergangenheitszeitraum wie auch zu Beginn der Detailplanungsphase einen vergleichsweise geringen Rohüberschuss im Verhältnis zu den verdienten Bruttobeiträgen aufweise. Der Rohüberschuss wird dabei vor allem durch die Belastung der Zinszusatzreserve und das schwache Kapitalanlageergebnis geprägt.

- 590 Vor dem Hintergrund der materiellen, internen Plausibilitätsprüfung sei die Überschussverwendungsquote somit als plausibel anzusehen. Zusammenfassend sei festzuhalten, dass die im Vergleich zum Markt höheren Überschussverwendungsquoten im Vergangenheitszeitraum wie auch in der Detailplanungsphase auf den im Verhältnis zu den verdienten Bruttobeiträgen vergleichsweise geringeren Rohüberschüssen zurückzuführen sind. Einhergehend mit den sich verbessernden Rohüberschüssen werde nachhaltig mit einer geringeren und im Bereich der Marktdaten liegenden Überschussverwendungsquote von 90,5 % geplant.
- 591 Bei einer abschließenden Betrachtung sei die Annahme einer Überschussverwendungsquote, die auch die geplanten Direktgutschriften umfasst, in der Bandbreite zwischen 97,5 % und 98,5 % im Detailplanungszeitraum sowie von 90,5 % in der ewigen Rente plausibel.
- 592 Die Kammer hält diese Ausführungen des Sachverständigen für überzeugend. Sie sind nachfolgend auch nicht mehr von den Verfahrensbeteiligten angegriffen worden.

f. Planung des Kapitalanlageergebnisses

- 593 In Übereinstimmung mit dem Gutachten ist die Planung der Kapitalanlageergebnisse nicht zu beanstanden. Die Einwände der Antragsteller, dass die Kapitalanlageergebnisse auf den Beständen zum 30.6.2013 basierten und die Planung zudem von dem Bewertungsgutachter angepasst worden seien, bestätigen sich bei genauer Betrachtung nicht.
- 594 Die Planung der Kapitalanlageergebnisse durchlief einen mehrstufigen Planungsprozess und wurde ca. zwei Monate vor dem Bewertungsstichtag verabschiedet. Maßgebend sind danach die Bestände zum 30.6.2013. Nach der Darstellung des Sachverständigen entspricht diese Vorgehensweise der üblichen Praxis. Auf eine Aktualisierung der Planungsrechnung auf den Stichtag werde verzichtet, sofern nicht maßgebliche Änderungen in der operativen Geschäftstätigkeit der zu bewertenden Gesellschaft vorliegen oder wesentliche Transaktionen oder außergewöhnliche Effekte auftreten, die eine Neubewertung erforderlich machen. Derartige Änderungen seien vorliegend nicht zu verzeichnen gewesen. Zudem seien Kapitalanlagen mittel- bis langfristig ausgelegt, kurzfristige Umschichtungen bis zum Bewertungsstichtag seien allenfalls im überschaubaren Umfang vorgenommen worden. Zudem würde die Planung der Kapitalanlageergebnisse auch zu Anpassungen in anderen Bereichen nötigen, etwa bezüglich der versicherungstechni-

schen Annahmen und der daraus resultierenden Bilanzplanung. Folglich wäre der gesamte Planungsprozess neu zu durchlaufen, um konsistente Detailpläne abzuleiten. Vor diesem Hintergrund sei eine Anpassung in Hinblick auf eine marginale Veränderung des Kapitalanlagenbestands bis zum Stichtag nicht erforderlich.

595 Soweit die Antragsteller Planungsanpassungen durch den Bewertungsgutachter beanstandet haben, hat der Sachverständige diese überprüft und nachvollziehen können. Für die Detailplanungsphase seien lediglich bewertungstechnische Anpassungen vorgenommen worden. Das sei methodisch sachgerecht. Bei der Ermittlung der ewigen Rente handle es sich nicht um eine Planung der Generali-Gruppe, sondern um eine vom Bewertungsgutachter vorgenommene Einschätzung, die jedoch sachgerecht sei. Dem haben die Verfahrensbeteiligten nichts Substantielles mehr entgegengesetzt.

g. Berücksichtigung der Abwicklungsgewinne

596 Der Sachverständige hat in dem Hauptgutachten und dem Ergänzungsgutachten ausführlich und überzeugend erläutert, dass die von den Antragstellern vermuteten stillen Reserven innerhalb der Schadenrückstellungen tatsächlich nicht vorliegen und dementsprechend auch in den Planungen nicht berücksichtigt werden mussten.

597 Stille Reserven können sich nach dem Gutachten ergeben, wenn die geplanten Schadenrückstellungen hinter den tatsächlich vollzogenen Schadenregulierungen zurückbleiben. Der Sachverständige hat dazu zunächst die Brutto-Reservequoten im Verhältnis zu den gebuchten Bruttobeiträgen dargestellt:

Brutto-Reservequote in % (Veränderung Brutto-Rückstellungen im GJ / Gebuchte Bruttobeiträge)

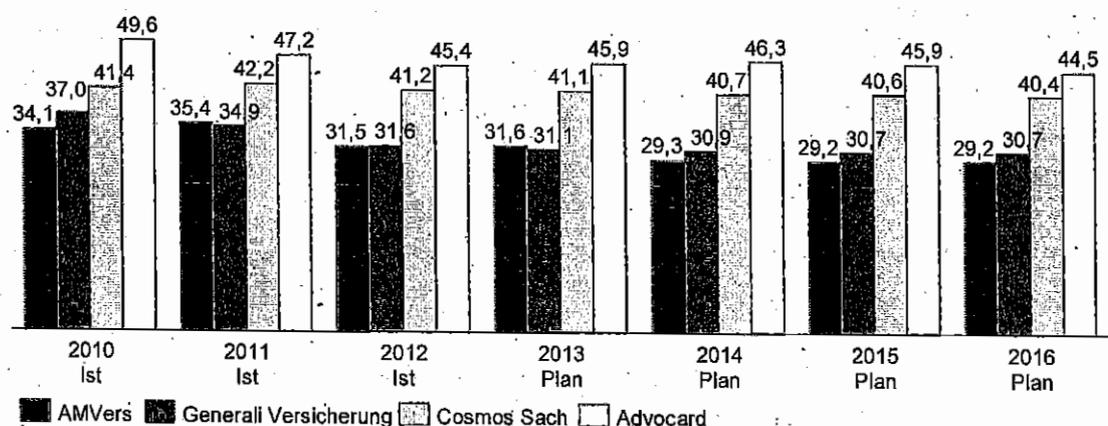


Abbildung 26 - Entwicklung der Reservequoten der AMVers, Generali Versicherung, Cosmos Sach und Advocard im Zeitraum von 2010 bis 2016

598 Daraus ergibt sich laut Gutachten, dass die Reservequoten im historischen Zeitraum (2010-2012) volatil sind und keinen allgemeinen Trend aufweisen. Die Reservequoten im Detailplanungszeitraum sind jedoch für alle vier Sachversicherer tendenziell rückläufig. Dies deutet nach der Auffassung des Gutachters darauf hin, dass die Rückstellungen für noch nicht abgewickelte Versicherungsfälle (brutto) im Vergleich zu den gebuchten Bruttobeiträgen anteilig abnehmen. Aus der Planungsrechnung seien daher steigende stille Reserven nicht zu erkennen.

599 Neben den Reservequoten hat der Sachverständige die historischen und geplanten Zahlungen für Schäden der vier Konzerngesellschaften im Segment Schaden/Unfall analysiert, und zwar wie folgt:

Zahlungsquote in % (Schadenzahlungen im GJ / Gebuchte Bruttobeiträge)

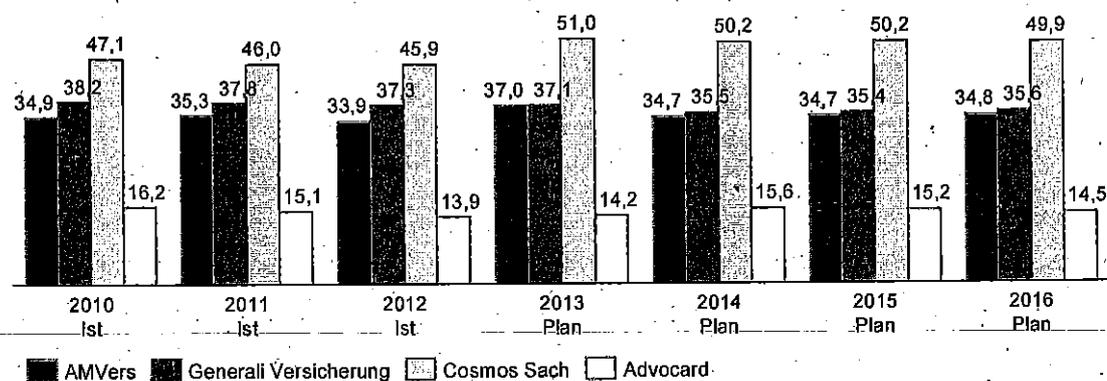


Abbildung 27 - Entwicklung der Zahlungsquote der AMVers, Generali Versicherung, Cosmos Sach und Advocard im Zeitraum von 2010 bis 2016

600 Die Zahlungsquoten verlaufen innerhalb eines engen Korridors, wobei lediglich die Schadensquoten der Cosmos Sach im Planungszeitraum gegenüber dem Vergangenheitszeitraum leicht erhöht sind. Trotz dieses relativ konstanten Verlaufs bei den Zahlungsquoten ist die Entwicklung bei den Rückstellungsquoten sogar rückläufig. Das indiziert laut Gutachten einen Rückgang bei den Abwicklungsgewinnen, d. h. eine Reduzierung möglicher stiller Reserven und keine Erhöhung von Abwicklungsgewinnen.

601 Ergänzend hat der Sachverständige die Abwicklungsquoten des GDH-Konzerns und der deutschen Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen analysiert. Daraus ergeben sich folgende Abwicklungsquoten:

Abwicklungsquote GDH Versicherungsunternehmen in Deutschland		
	in %	in %
2005	8,7	7,7
2006	8,4	7,9
2007	10,7	7,6

2008	10,1	8,6
2009	10,5	9,2
2010	11,5	7,0
2011	9,9	6,2
2012	8,4	6,3

Tabelle 85 - Abwicklungsquoten des GDH-Konzerns und der Schaden-/Unfallversicherer in Deutschland im Zeitraum von 2005 bis 2012

602 Aus der Tabelle geht hervor, dass die Abwicklungsquoten der GDH im Zeitraum von 2005-2012 innerhalb einer Bandbreite von 8,4 % und 11,5 % lagen. Die deutschen Versicherungsunternehmen lagen im Durchschnitt darunter, was nach der Ansicht des Sachverständigen zu anteilig höheren Abwicklungsergebnissen bei der GDH führt. Dennoch seien diese Abfindungsgewinne im Hauptgutachten (Rn. 2092 ff.) bereits saldiert worden. Marktübliche Bewertungsreserven seien in den geplanten Schadensrückstellungen daher nicht enthalten. Auch die Schwankungsrückstellungen, die für die Zuführung über dem Durchschnitt liegender Schadensquoten zur Verfügung stünden, seien nicht überdotiert.

h. Verwaltungskosten Leben

603 Der Gutachter hat sich ausführlich mit den Einwänden der Antragsteller, dass die Verwaltungskosten im Bereich der Lebensversicherer überhöht seien, auseinandergesetzt und diese Kritik im Ergebnis mit überzeugender Begründung verworfen.

604 Der Sachverständige hat zunächst erläutert, dass sich die durchschnittliche Verwaltungskostenquote bei deutschen Lebensversicherungen seit 1990 kontinuierlich verringert und sie sich seit dem Jahr 2010 stabil auf 2,4 % der gebuchten Bruttobeiträge eingeschwungen habe.

605 Die Verwaltungskostenquoten der Lebensversicherungsgesellschaften der GDH haben sich wie folgt entwickelt:

GDH									
	IST	IST	IST	HR	Plan	Plan	Plan	Plan	Mittelwerte
Verwaltungskostenquoten	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ff.	2010 - 2013 -
	Mio. €	2012 2016							
AMLeben									
Gebuchte Bruttobeiträge	4.467	4.453	4.477	4.519	4.557	4.574	4.593	4.616	
Anteil Einmalbeiträge in %	17,3	17,2	16,8	16,5	16,4	16,3	16,3	16,3	
Verwaltungsaufwendungen	119	118	121	121	122	122	122	123	
Verwaltungskostenquote in %	2,7	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7 2,7
Generall Leben									
Gebuchte Bruttobeiträge	4.185	4.052	4.033	4.498	3.577	3.613	3.559	3.577	

Anteil Einmalbeiträge in %	32,7	30,1	30,0	38,0	23,2	24,5	23,6	23,6		
Verwaltungsaufwendungen	113	113	122	128	128	128	123	123		
Verwaltungskostenquote in %	2,7	2,8	3,0	2,8	3,6	3,6	3,4	3,4	2,8	3,4
Cosmos Leben										
Gebuchte Bruttobeiträge	1.928	1.732	2.788	2.896	2.441	2.480	2.519	2.531		
Anteil Einmalbeiträge in %	38,0	30,1	56,5	57,1	48,7	48,7	49,3	49,3		
Verwaltungsaufwendungen	18	16	18	19	18	18	18	18		
Verwaltungskostenquote in %	0,9	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7
Dialog Leben										
Gebuchte Bruttobeiträge	209	221	231	243	252	262	273	274		
Anteil Einmalbeiträge in %	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1		
Verwaltungsaufwendungen	7	7	7	7	7	7	7	7		
Verwaltungskostenquote in %	3,2	3,1	2,8	2,8	2,6	2,5	2,4	2,4	3,1	2,6

Tabelle 86 - Entwicklung der Verwaltungskostenquoten im Zeitraum 2010 bis 2017 ff.

606 Aus dieser tabellarischen Übersicht ergeben sich laut Gutachten höchst unterschiedliche Verwaltungskostenquoten für die GDH-Lebensversicherer. Die geplante Verwaltungskostenquote der AML liege mit 2,7 % leicht über dem Durchschnittswert, wobei darin allerdings auch kostengünstige Direktversicherungen enthalten seien. Auffällig seien die erhöhten Verwaltungskosten der Generali Leben im Planungszeitraum von 2014-2017 ff. Diese erhöhten Werte seien damit zu erklären, dass die Verwaltungsaufwendungen der Generali Leben im Jahr 2013 aufgrund von höheren Aufwendungen für die Altersversorgung angestiegen seien. Ab dem Jahr 2016 komme es zu einem Rückgang der Verwaltungsaufwendungen. Die Quote bleibe aber dennoch überdurchschnittlich hoch im Vergleich zum Durchschnitt der Lebensversicherer. Das liege allerdings an sinkenden Bruttobeiträgen infolge geringerer Einmalbeiträge. Die Verwaltungskostenquote der Generali Leben sei ansonsten gleichgeblieben. Allerdings liege die Verwaltungskostenquote im Rahmen der in der Vergangenheit realisierten Werte.

607 Zusammenfassend seien die geplanten Verwaltungsaufwendungen der GDH-Lebensversicherer mit Blick auf die historische Entwicklung der einzelnen Gesellschaften sowie der Marktdaten plausibel. Dem ist zuzustimmen.

i. Abschlusskostenquote

608 In Übereinstimmung mit dem Sachverständigen sind die von einigen Antragstellern als überhöht angesehenen Abschlusskosten im Bereich der Lebensversicherung nicht zu beanstanden.

609 Der Gutachter hat im Ausgangspunkt zunächst die Vergangenheitswerte der Jahre 2010-2013 (einschließlich Hochrechnung) mit den Planwerten der Jahre 2014-2016 dargestellt:

GDH	IST	IST	IST	HR	Plan	Plan	Plan	Mittelwerte	
Abschlusskostenquoten	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2010 - 2012	2013 - 2016
	Mio. €								
AMLeben									
Beitragssumme Neugeschäft	n.a.	10.779	11.096	11.210	10.794	10.858	11.161		
Abschlussaufwendungen	527	539	551	571	551	557	573		
Abschlusskostenquote in %	5,0	5,0	5,0	5,1	5,1	5,1	5,1	5,0	5,1
Generali Leben									
Beitragssumme Neugeschäft *)	n.a.	10.607	9.517	9.169	8.429	8.532	8.595		
Abschlussaufwendungen	484	495	466	458	438	435	438		
Abschlusskostenquote in %	4,7	4,7	4,9	5,0	5,2	5,1	5,1	4,8	5,1
Cosmos Leben									
Beitragssumme Neugeschäft	n.a.	2.036	3.463	3.768	3.457	3.651	3.845		
Abschlussaufwendungen	66	66	67	69	70	70	71		
Abschlusskostenquote in %	3,0	3,2	1,9	1,8	2,0	1,9	1,9	2,7	1,9
Dialog Leben									
Beitragssumme Neugeschäft	n.a.	575	621	661	694	731	758		
Abschlussaufwendungen	24	26	26	26	26	26	27		
Abschlusskostenquote in %	4,4	4,5	4,2	3,9	3,8	3,6	3,5	4,4	3,7

Tabelle 87 - Entwicklung der Abschlusskostenquoten im Zeitraum 2010 bis 2016

- 610 Hierzu ist Folgendes erläutert worden: Die durchschnittliche Abschlusskostenquote im Lebensversicherungsmarkt im Zeitraum von 2006-2013 lag innerhalb einer Bandbreite von 4,9 % und 5,2 % und zuletzt in 2013 bei 5,1 %. Die Abschlussaufwendungen für die AML lagen in diesem Bereich. Die Abschlussquoten der Generali Leben, Cosmos Leben und Dialog Leben lagen in der Vergangenheit ebenfalls unter den Durchschnittswerten, diese sanken innerhalb der Planungsphase nochmals. Lediglich die Generali Leben weist für den Planungszeitraum geringfügig höhere Aufwendungen auf. Das hat der Sachverständige auf sinkende Beitragseinnahmen im Neugeschäft zurückgeführt, was einen prozentualen Anstieg der Abschlusskosten zur Folge habe.
- 611 Diese Ausführungen des Sachverständigen sind nachvollziehbar und überzeugend. Insgesamt weist die Planung der Abschlusskosten von 2014 bis 2016 eine rückläufige Tendenz unterhalb der Durchschnittswerte deutscher Lebensversicherer auf. Die geringe Steigerung bei der Generali Leben ist hinreichend plausibilisiert worden.

j. Geplante Umsatz- und EBIT-Entwicklung

- 612 Die umfangreichen Beanstandungen der Verfahrensbeteiligten zu den geplanten Umsatz- und EBIT-Entwicklungen sind nach eingehender Prüfung des Sachverständigen, die von der Kammer nachvollzogen und für richtig gehalten werden, ebenfalls zurückzuweisen.

- 613 Die Antragsteller haben insgesamt die pessimistische Planung der Umsatz- und EBIT-Entwicklung beanstandet. Teilweise seien für den Konzern bzw. für seine Segmentgesellschaften Umsatzerlöse geplant worden, die unter dem aktuellen Niveau liegen. Schwankungen in den Prognosen seien nicht nachvollziehbar. Zudem würden auch sinkende Erträge ausgewiesen, die nicht plausibel seien. Aus der Planung ergebe sich vom letzten Ist-Jahr 2012 ein Ergebnismrückgang von EUR 503,6 Mio. um EUR 173,9 Mio. auf EUR 329,7 Mio. Das entspreche einem Rückgang von 6,8 % pro Jahr. Bezogen auf das Niveau der ewigen Rente betrage das jährlich Ergebnismwachstum gegenüber dem letzten Ist-Jahr lediglich 0,7 % pro Jahr. Diese Planungsannahmen seien vor dem Hintergrund der Entwicklung in der Vergangenheit mit einem durchschnittlichen Ergebnismanstieg von 28,0 % pro Jahr gänzlich unplausibel.
- 614 Die Antragsgegnerin hat diese Ausführungen als fehlerhaft zurückgewiesen. Der durchschnittliche jährliche Ergebnismanstieg habe nicht bei 28,0 % pro Jahr, sondern lediglich bei 8,7 % gelegen. Zudem beruhten Gewinnsteigerungen zu einem ganz erheblichen Teil auf Gewinnthesaurierungen und Kapitalzuführungen. Gewinnsteigerungen seien in der Vergangenheit mit erheblichen Eigenkapitalzuführungen erkaufte worden.
- 615 Der Sachverständige hat zunächst die verdienten Bruttobeiträge der Segmentgesellschaften für die Ist-Jahre 2010-2012 und die Plan-Jahre 2014-2017 ff. dargestellt:

GDH	IST	IST	IST	HR	Plan	Plan	Plan	Plan	Erläuterung
Verdiente Bruttobeiträge	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ff.	in Tz.
	Mio. €								
AMLeben	4.473	4.457	4.479	4.523	4.562	4.578	4.597	4.620	Tz. 504 ff.
Änderung ggü. Vorjahr (in %)		-0,3	0,5	1,0	0,9	0,4	0,4	0,5	
Generall. Leben	4.178	4.057	4.053	4.503	3.583	3.618	3.565	3.583	Tz. 573 ff.
Änderung ggü. Vorjahr (in %)		-2,9	-0,1	11,1	-20,4	1,0	-1,5	0,5	
Cosmos Leben	1.933	1.740	2.791	2.891	2.447	2.488	2.539	2.552	Tz. 642 ff.
Änderung ggü. Vorjahr (in %)		-10,0	60,4	3,6	-15,4	1,7	2,0	0,5	
Dialog. Leben	209	221	231	244	253	263	273	275	Tz. 707 ff.
Änderung ggü. Vorjahr (in %)		5,7	4,7	5,4	3,6	4,1	3,9	0,5	
GDPK	169	163	157	151	145	139	135	136	Tz. 768 ff.
Änderung ggü. Vorjahr (in %)		-3,7	-3,5	-3,9	-4,3	-3,7	-3,1	0,5	
Central	2.159	2.243	2.171	2.057	1.970	1.937	1.911	1.920	Tz. 826 ff.
Änderung ggü. Vorjahr (in %)		3,9	-3,2	-5,3	-4,2	-1,7	-1,4	0,5	
Envivas	54	65	75	85	92	100	108	108	Tz. 890 f.
Änderung ggü. Vorjahr (in %)		20,2	14,1	13,4	9,3	8,0	7,7	0,5	
AMVers	1.030	1.072	1.176	1.248	1.313	1.377	1.444	1.458	Tz. 957 ff.
Änderung ggü. Vorjahr (in %)		4,1	9,7	6,1	5,2	4,9	4,8	1,0	
Generali Versicherung	1.630	1.596	1.706	1.742	1.773	1.805	1.829	1.848	Tz. 1032 ff.
Änderung ggü. Vorjahr (in %)		-2,1	6,9	2,1	1,8	1,8	1,4	1,0	

Cosmos Sach	148	165	177	204	233	258	273	276	Tz. 1102 ff.
<i>Änderung ggü. Vorjahr (in %)</i>		11,7	7,5	15,3	14,4	10,4	6,1	1,0	
Advocard	197	204	211	214	218	223	231	233	Tz. 1163 f.
<i>Änderung ggü. Vorjahr (in %)</i>		3,9	3,4	1,3	1,9	2,1	3,7	1,0	
Summe	16.180	16.010	17.323	17.912	16.581	16.813	16.926	17.015	
<i>Änderung ggü. Vorjahr (in %)</i>		-1,1	8,2	3,4	-7,4	1,4	0,7	0,5	

Abbildung 28 - Entwicklung der verdienten Bruttobeiträge im Zeitraum 2010 bis 2017 ff.

- 616 Aus der Tabelle ist laut Gutachten ersichtlich, dass die Planungsrechnungen von einem Rückgang der Bruttobeiträge nur bei der Generali Leben in den Jahren 2014-2016, bei der Cosmos Leben im Jahr 2014, und bei der GDPK sowie der Central im Zeitraum von 2013-2016 ausgehen. In den übrigen Jahren sowie bei allen anderen Gesellschaften gehen die Planungsrechnungen von steigenden verdienten Bruttobeiträgen aus.
- 617 Den Rückgang der Bruttobeiträge bei der Generali Leben in den Jahren 2014 und 2016 sowie bei der Cosmos Leben im Jahr 2014 hat der Sachverständige ausführlich im Hauptgutachten erläutert, worauf er Bezug genommen hat (Tz. 2063 ff.). Der Rückgang der verdienten Bruttobeiträge im Detailplanungszeitraum sei dabei nahezu ausschließlich auf die Entwicklung der Einmalbeiträge zurückzuführen. Ähnliches gelte für die Cosmos Leben.
- 618 Bei der GDPK sei bereits im Vergangenheitszeitraum ein stetiger Rückgang der Bruttobeiträge zu verzeichnen gewesen, der aus einem rückläufigen Neugeschäft in Folge der direkten Konkurrenz der Pensionskassen zu den Lebensversicherern resultiere. Dieser Rückgang setzt sich laut Gutachten in der Planungsrechnung auch in den Folgejahren noch fort.
- 619 Nach den Feststellungen des Sachverständigen sinken die Bruttobeiträge der Central im Zeitraum von 2013 bis 2016 – bedingt durch einen rückläufigen Bestand an Vollversicherungsverträgen – durchschnittlich um 2,4 % p.a. In dieser Entwicklung seien zwei gegenläufige Effekte erkennbar. Einerseits führe die gesetzlich vorgeschriebene Umstellung auf Unisex-Tarife in Folge der zu erwartenden Beitragserhöhungen dazu, dass es zu weiteren Abwanderungen aus den privaten zu den gesetzlichen Krankenkassen kommen und sich damit der bestehende Trend zur gesetzlichen Krankenversicherung verfestigen werde. Andererseits wirkten sich zu erwartende steigende durchschnittliche Prämien bei Voll- und Zusatzversicherungsverträgen sowie ein mit dem generellen Trend zur gesetzlichen Krankenversicherung einhergehender Anstieg der Anzahl der Zusatzversicherungen positiv aus. Die positive Prämienentwicklung und die steigende Anzahl an Zusatzversiche-

rungen könnten indes den negativen Effekt aus dem abnehmendem Vollversicherungsbestand nicht vollständig kompensieren, so dass insgesamt rückläufige Bruttobeiträge resultierten. Dies entspreche insoweit auch der Markterwartung des Gesamtverbandes der deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (nachfolgend „GDV“), der für das Geschäftsjahr 2014 insgesamt von einem leichten Rückgang der Beitragseinnahmen ausgegangen sei.

- 620 Vor dem Hintergrund dieser Entwicklung erhält der Sachverständige die geplante Entwicklung der verdienten Bruttobeiträge insgesamt für plausibel.
- 621 Da zudem von einigen Antragstellern kritisiert wird, dass für die Central, die AMV, die GDSM und die GBV in allen oder einigen Planjahren auch sinkende Ergebnisse ausgewiesen werden, hat der Gutachter in der folgenden Tabelle die Entwicklung der Ergebnisse vor Steuern im Vergangenheits- und im Planungszeitraum für die einzelnen Gesellschaften zunächst im Überblick dargestellt. Die Tabelle enthält ferner einen Verweis auf die Abschnitte zur Planungsanalyse bei den einzelnen Gesellschaften, in denen die Bestandteile und die Herleitung des Ergebnisses vor Steuern jeweils erläutert werden:

GDH									
Ergebnis vor Steuern	IST	IST	IST	HR	Plan	Plan	Plan	Plan	Erläuterung
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	in Tz.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	
AMLeben	139	110	59	73	74	80	75	119	Tz. 503 ff.
Generali Leben	57	60	-3	5	7	14	20	82	Tz. 572 ff.
Cosmos Leben	44	51	52	72	70	75	79	82	Tz. 641 ff.
Dialog Leben	11	11	10	21	15	15	15	25	Tz. 706 ff.
GDPK	2	2	1	1	0	0	0	3	Tz. 767 ff.
Central	18	47	59	61	56	69	76	73	Tz. 825 ff.
Envivas	1	2	2	3	4	6	7	8	Tz. 889 ff.
AMVers ¹⁾	114	88	112	151	112	124	128	125	Tz. 956 ff.
Generali Versicherung ²⁾	97	39	66	108	112	137	111	140	Tz. 1031 ff.
Cosmos Sach	9	7	11	7	9	12	15	14	Tz. 1101 ff.
Advocard	21	17	19	18	18	19	20	24	Tz. 1162 ff.
Zwischensumme	514	435	388	519	477	552	547	695	
<i>Änderung ggü. Vorjahr (in %)</i>		<i>-15,3</i>	<i>-10,8</i>	<i>33,9</i>	<i>-8,1</i>	<i>15,6</i>	<i>-0,9</i>	<i>27,1</i>	
Badenia	19	18	20	20	25	25	25	22	Tz. 1224 ff.
GIS	8	6	-1	9	8	8	9	15	Tz. 1399 ff.
GDS	7	8	4	6	6	5	6	8	Tz. 1434 ff.
GDSM	3	4	3	1	2	1	2	4	Tz. 1470 ff.
VFS	-3	-6	-3	0	3	-1	2	3	Tz. 1280 ff.

²⁾ AMVers und Generali Versicherung halten jeweils Beteiligungen an der Advocard, die in der unternehmenseigenen Planung im Kapitalanlageergebnis berücksichtigt werden. Da die Advocard im Rahmen der SOTP-Bewertung separat bewertet wird, wurden die Einflüsse (inkl. Steuerwirkungen) aus der Advocard aus den Planungsrechnungen der AMVers und der Generali Versicherung eliminiert.

GBV	-34	-40	-30	-28	-45	-48	-43	-34	Tz. 1368 ff.
GDH	95	168	107	-47	57	-44	-32	31	Tz. 1322 ff.
Summe	609	593	487	481	533	498	515	745	
<i>Änderung ggü. Vorjahr (in %)</i>		-2,6	-17,8	-1,3	10,7	-6,6	3,5	44,8	

Tabelle 88 - Entwicklung der Ergebnisse vor Steuern im Zeitraum 2010 bis 2017

- 622 Der Sachverständige hat diese Zahlen analysiert und interpretiert. Für ihn ergeben sich keine Anhaltspunkte dafür, dass die geplanten Ergebnisentwicklungen vor Steuern nicht plausibel wären.
- 623 Zunächst hat er die kritischen Ergebnisrückgänge bei der Central, der AMV und der GBV näher betrachtet. Danach steigt das Ergebnis vor Steuern der Central im Planungszeitraum von EUR 61 Mio. im Jahr 2013 auf EUR 76 Mio. im Jahr 2016. Dies entspricht einem durchschnittlichen Wachstum von 7,7 % p. a. In dieser Entwicklung spiegeln sich rückläufige Beiträge und eine steigende Schadenquote wider, die durch zunehmende Aufwendungen für Versicherungsfälle aufgrund der Bestandsalterung sowie einen allgemeinen Anstieg der Kosten im Gesundheitswesen maßgeblich geprägt werden. Dies führt zu einem kontinuierlichen Rückgang des Rohüberschusses, dem eine im Zeitablauf sinkende prozentuale Überschussbeteiligung gegenübersteht. Während im Jahr 2014 der Rohüberschuss vor Steuern zunächst stärker zurückgeht als die Überschussbeteiligung, kehrt sich dieser Effekt in den folgenden Jahren um, so dass sich das Ergebnis vor Steuern trotz sinkender Rohüberschüsse positiv entwickelt.
- 624 Bei der AMV lässt sich der Rückgang des Ergebnisses vor Steuern im Jahr 2014 um EUR 39 Mio. im Wesentlichen auf zwei Effekte zurückführen. Erstens wird das Ergebnis des Jahres 2013 durch einen hohen Ertrag aus der Auflösung von Schwankungsrückstellungen (EUR 34 Mio.) positiv beeinflusst, der sich im folgenden Jahr auf EUR 11 Mio. vermindert. Zweitens sind im Kapitalanlageergebnis des Jahres 2014 außerordentliche Ergebnisbestandteile i. H. v. EUR -13 Mio. erfasst. Primär bedingt durch den Wegfall dieser außerordentlichen Belastung ist im Jahr 2015 wieder ein steigendes Ergebnis vor Steuern zu beobachten.
- 625 Bei der GDSM sind – entgegen der Einschätzung der Antragsteller – keine wesentlichen Rückgänge des Ergebnisses vor Steuern im Planungszeitraum zu verzeichnen. Die Entwicklung der GBV ist im Jahr 2014 durch einen Rückgang der Erträge um rd. EUR 21 Mio. gekennzeichnet, dem nur um rd. EUR 11 Mio. niedrigere Aufwendungen (ohne den an die VFS geleisteten Ertragszuschuss) gegenüberstehen. Zudem erhöht sich der Er-

tragszuschuss an die VFS im Jahr 2014 um rd. EUR 6 Mio. Der weitere Rückgang des Ergebnisses vor Steuern im Jahr 2015 resultiert im Wesentlichen aus einer nochmaligen Erhöhung des Ertragszuschusses an die VFS um rd. EUR 2 Mio.

- 626 In Bezug auf die vorgebrachte Kritik, die Planungsannahmen seien vor dem Hintergrund eines durchschnittlichen Ergebnisanstiegs in der Vergangenheit von 28,0 % p. a. unplausibel, hat der Sachverständige in Übereinstimmung mit der Antragsgegnerin zunächst festgestellt, dass die für die Vergangenheit von den Antragstellern genannte Wachstumsrate methodisch unzutreffend ermittelt wurde. Lege man die von den Antragstellern herangezogenen Konzernjahresüberschüsse des Jahres 1987 (EUR 62,9 Mio.) und des Jahres 2012 (EUR 503,6 Mio.) zugrunde, so ergebe sich daraus eine Wachstumsrate (**CAGR**) von rd. 8,7 % p. a., die deutlich unterhalb der vom Antragsteller ermittelten Wachstumsrate liege. Dieser Fehler resultiere aus der Tatsache, dass die Antragsteller die IFRS-Konzernjahresüberschüsse mit HGB-Konzernjahresüberschüssen vergleichen, was jedoch unzulässig sei. Zudem seien die HGB-Planwerte bereits um Erträge aus den gesondert bewerteten verbundenen Unternehmen und Beteiligungen aus den Planungsrechnungen eliminiert worden, um eine doppelte Berücksichtigung zu vermeiden.
- 627 In der folgenden Tabelle hat der Gutachter die sich aus den Planungsrechnungen ergebende Entwicklung der Jahresergebnisse der einzelnen Gesellschaften nach HGB dargestellt. Die Jahresergebnisse 2012 der GBV und der GDH wurden um die darin enthaltenen Erträge aus den separat bewerteten Unternehmen gekürzt.

GDH	IST	HR	Plan	Plan	Plan	Plan	CAGR	CAGR
Jahresergebnis	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2012 -	2012 -
	Mio. €	2016	2017					
AMLeben	43	43	54	53	50	81	3,9%	13,5%
Generali Leben	5	5	5	8	12	56	25,7%	61,9%
Cosmos Leben	31	41	49	49	51	55	13,4%	12,3%
Dialog Leben	7	14	10	10	10	17	9,3%	19,1%
GDPK	2	1	0	0	0	2	-33,4%	5,0%
Central	45	30	40	45	50	50	2,6%	2,0%
Envivas	2	2	3	4	5	5	35,2%	28,2%
AMVers	76	106	74	88	89	84	4,2%	2,0%
Generali Versicherung	56	77	76	104	80	92	9,4%	10,7%
Cosmos Sach	6	4	4	6	9	10	9,3%	10,5%
Advocard	20	13	13	13	14	17	-9,2%	-3,7%
Zwischensumme	292	337	328	378	371	469	6,2%	9,9%
<i>Anderung ggü. Vorjahr (in %)</i>	<i>18,9</i>	<i>15,3</i>	<i>-2,7</i>	<i>15,4</i>	<i>-1,9</i>	<i>26,4</i>		
Badenia	15	20	18	19	20	16	7,6%	0,7%
GIS	0	8	4	3	4	10	n.a.	n.a.
GDS	1	2	3	2	3	6	23,1%	36,6%
GDSM	2	0	0	0	1	3	-25,1%	11,4%
VFS	-3	-0	3	-1	2	2	n.a.	n.a.

GBV	-7	-26	-48	-56	-42	-23	58,8%	28,0%
GDH	22	-36	32	-40	-32	21	n.a.	-0,9%
Summe	323	306	339	305	326	503	0,3%	9,3%
<i>Aenderung ggü. Vorjahr (in %)</i>	<i>22,2</i>	<i>-5,2</i>	<i>10,9</i>	<i>-10,0</i>	<i>7,0</i>	<i>54,3</i>		

Tabelle 89 - Entwicklung der Jahresergebnisse im Zeitraum 2013 bis 2017

628 Aus der Tabelle sei erkennbar, dass die Jahresergebnisse der Versicherungsgesellschaften im Zeitraum von 2012-2016 um durchschnittlich 6,2 % p. a. und bis zum Jahr 2017 (ewige Rente) um 9,9 % p. a. wachsen. Die summierten Jahresergebnisse sämtlicher Gesellschaften steigen danach bis zum Jahr 2016 moderat mit 0,3 % p. a. und bis zum Jahr 2017 mit 9,3 % p. a. an. Insoweit relativierten sich die von Antragstellern genannten Werte eines Ergebnismrückgangs von 8,6 % p. a. bis zum Jahr 2016 und eines nur leichten Wachstums von 0,7 % p. a. bis zum Eintritt in die ewige Rente bei Verwendung einer konsistenten Vergleichsbasis deutlich. Zusammenfassend sei daher festzuhalten, dass auch aus dem Vergleich der Entwicklung des Ergebnisses nach Steuern in der Vergangenheit und im Planungszeitraum keine Anhaltspunkte für eine unplausible Ergebnisplanung ersichtlich seien.

629 Für die Kammer sind diese Ausführungen des Sachverständigen nachvollziehbar und überzeugend. Die Ergebnisentwicklung der berücksichtigten Gesellschaften ist detailliert im Hauptgutachten erläutert worden. Darauf kann verwiesen werden. Entscheidend ist, dass die Erträge der Versicherungsgesellschaften bis 2016 um durchschnittlich 6,2 % und bis 2017 (ewige Rente) um 9,9 % wachsen. Das liegt im Bereich der durchschnittlichen Ertragssteigerung in der Vergangenheit i. H. v. 8,7 % für den Zeitraum von 1987-2012. Auch unter Einbeziehung der übrigen Unternehmungen der GDH ergibt sich jedenfalls langfristig ein Ertragswachstum von 9,3 %. Die Gründe für die Ertragsminderung dieser Gesellschaften im Detailplanungszeitraum sind von dem Sachverständigen im Hauptgutachten erläutert und von den Verfahrensbeteiligten nicht mehr angegriffen worden. Auf diese Darstellung kann verwiesen werden.

k. Zinszusatzreserve

630 Im Ergebnis unbegründet ist auch die Kritik der Antragsteller zu dem geplanten stetigen Aufbau der Zinszusatzreserve, die zu einer Verschiebung des Gewinns um 10 Jahre führe, was sich bei der Kapitalisierung der Ergebnisse erheblich auswirke.

631 Der Sachverständige hat auf der Grundlage der gesetzlichen Anforderungen (s. dazu die Ausführungen zur Zinszusatzreserve, Seite 99 des Beschlusses) die konzernweite Planung im Detailplanungszeitraum mit Referenzzinssätzen von 3,40 % (2013), 3,21 % (2014),

3,10 % (2015) und 2,96 % (2016) akzeptiert. Diese Sätze seien plausibel. Bei einer ex post-Betrachtung sei sogar festzustellen, dass die Ist-Referenzzinssätze ab dem Jahr 2014 zunehmend unter den in der Planungsrechnung angenommenen Referenzzinssätzen lagen.

632 Der Aufbau der Zinszusatzreserve sei sowohl für den Planungszeitraum nachzuvollziehen als auch für die ewige Rente. Ab 2017 sei der Bewertungsgutachter von einem nachhaltig steigenden Zinsniveau ausgegangen. Der geschätzte Referenzzinssatz habe bei 3,2 % gelegen, sodass keine weiteren Zuführungen zur Zinszusatzreserve notwendig waren, sondern im Gegenteil ein Teil der in den Vorjahren gebildeten Zinszusatzreserven aufgelöst worden seien. Davon seien bereits die Jahre 2015 und 2016 des Detailplanungszeitraums betroffen gewesen. Die Auflösung der Zinszusatzreserve ab dem Jahr 2017 sei rational in einem Zeitraum von zehn Jahren vorgenommen worden. Die entsprechenden Effekte seien barwertäquivalent in den Ergebnisbeiträgen der ewigen Rente berücksichtigt worden. Daher führten die gesetzlichen Regelungen dazu, dass die für den Aufbau der Reserve in den Jahren 2015-2016 zugeführten Beträge im Zeitraum von 2017-2026 erfolgswirksam aufgelöst werden.

633 Die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters und des Sachverständigen lassen Bewertungsfehler nicht erkennen. Im Ergebnis bestand für die GDH kein Spielraum bezüglich des Aufbaus der Zinszusatzreserve. Die Auflösung dieser Reserven sind den Antragstellern ergebniswirksam zugerechnet worden. Die dabei auftretenden Verzögerungen bei der Ergebniszuweisung liegen in der Natur der Sache.

I. Konzernsteuerquote

634 Der von den Antragstellern infrage gestellte nominelle Konzernsteuersatz i. H. v. 32 % ist nicht überhöht. Zusätzliche Effekte zugunsten der Anteilseigner aus den Ergebnisabführungsverträgen und den damit verbundenen steuerlichen Organschaften sind nicht unberücksichtigt geblieben.

635 Der Gutachter hat dazu ausgeführt, dass die anfallende Gewerbesteuer, die Körperschaftsteuer und der Solidaritätszuschlag in den Unternehmenssteuern abgebildet werden. Aufgrund des SOTP-Ansatzes seien die bestehenden Ergebnisabführungsverträge bewertungstechnisch abstrahiert worden und stattdessen die Belastung mit Unternehmenssteuern auf der Ebene der einzelnen Gesellschaften berücksichtigt worden. Soweit

einzelne Gesellschaften ein negatives steuerliches Ergebnis aufgewiesen hätten, sei korrespondierend eine Steuergütschrift angesetzt worden, sodass eine Verrechnung von steuerlichen Gewinnen und Verlusten – wie sie durch die bestehenden Ergebnisabführungsverträge ermöglicht werde – im Rahmen der Bewertungsergebnisse sichergestellt worden sei.

- 636 Die Unternehmenssteuern in der GDH-Gruppe sind für das Jahr 2017 wie folgt erläutert worden:

GDH	Ergebnis vor Steuern	Unternehmenssteuer	Ergebnis nach Steuern	Steuerquote
Unternehmenssteuern 2017				
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	in %
AMLeben	119	-38	81	32,0
Generali Leben	82	-26	56	32,0
Cosmos Leben	82	-26	55	32,0
Dialog Leben	25	-8	17	32,0
GDPK	3	-1	2	32,0
Central	73	-23	50	32,0
Envivas	8	-2	5	32,0
AMVers *)	123	-39	84	32,0
Generali Versicherung *)	136	-44	92	32,0
Cosmos Sach	14	-5	10	32,0
Advocard	24	-8	17	32,0
Summe Versicherungen	689	-220	469	32,0
Badenia	22	-6	16	28,8
GIS	15	-5	10	32,0
GDS	8	-3	6	32,0
GDSM	4	-1	3	32,0
VFS	3	-1	2	32,0
GBV	-34	11	-23	32,0
GDH	31	-10	21	32,0
Summe GDH gesamt	739	-236	503	31,9

Tabelle 90 - Unternehmenssteuern und Steuerquoten im Jahr 2017

- 637 Aus der vorstehenden Tabelle ergeben sich laut Gutachten die Ergebnisse vor Steuern, die Unternehmenssteuern, die Ergebnisse nach Steuern sowie die Steuerquoten. Über sämtliche Konzerngesellschaften beläuft sich der durchschnittliche Steuersatz auf 31,9 %. Insgesamt repräsentiert der zugrunde gelegte Konzernsteuersatz von 32,0 % die durchschnittliche Ertragsteuerbelastung aller Konzernunternehmen im Geschäftsjahr 2012. Dieser Konzernsteuersatz sei auch bei der Berechnung der latenten Steuern für Zwecke des Konzernabschlusses 2012 nach IFRS tatsächlich angewendet worden (GDH-Konzerngeschäftsbericht 2012, Seite 167). Daher sei es plausibel und sachgerecht, die steuerlichen Verhältnisse im Planungszeitraum als auch in der ewigen Rente unverändert fortzuführen. Dem ist zuzustimmen.

m. Ausschüttungsquote

- 638 Der Sachverständige hat die Kritik der Antragsteller zur Höhe der Ausschüttungsquoten überprüft. Der Bewertungsgutachter hatte für den Detailplanungszeitraum eine Ausschüttungsquote von 80 % und für die ewige Rente eine Ausschüttungsquote von 50 % angenommen.
- 639 Die Antragsteller haben kritisiert, dass die geplanten hohen Ausschüttungsquoten zu einem steuerrechtlich bedingt niedrigen Unternehmenswert führten. Zudem werde das Beitragswachstum durch die geringe Thesaurierung begrenzt, da der Gesellschaft weniger Mittel zur Erfüllung der Solvabilitätskriterien zur Verfügung stünden. Die historisch beobachteten Ausschüttungsquoten der Gesellschaft hätten deutlich unterhalb der geplanten Ausschüttungsquote von 80 % gelegen. Den allgemeinen marktbeobachtbaren Ausschüttungsquoten sei keine Bedeutung beizumessen, da diese nicht die Besonderheiten der Branche, die Kapitalstruktur und die rechtlichen Rahmenbedingungen der Gesellschaft widerspiegeln. Die Antragsgegnerin verteidigt die Ausschüttungsquoten. Sie entsprächen dem bisherigen Ausschüttungsverhalten (Detailplanungsphase) bzw. der Marktsituation (ewige Rente).
- 640 Der Sachverständige hat zunächst festgestellt, dass die methodische Vorgehensweise des Bewertungsgutachters dazu führt, dass die Ausschüttungsquote nicht unmittelbar mit der am Markt (Peer Group) beobachtbaren Ausschüttungsquote vergleichbar sei. Das hat der Sachverständige nachgeholt, mit folgenden Ergebnissen:

GDH	HR	Plan	Plan	Plan	Plan
Ausschüttungsquoten (in %)	2013	2014	2015	2016	2017 ff.
Ausschüttungsquote (KPMG-Definition)	80,0	80,0	80,0	80,0	50,0
Ausschüttungsquoten (angepasst)					
AMLeben	40,0	40,0	40,0	40,0	48,6
Generali Leben	80,0	80,0	80,0	80,0	48,1
Cosmos Leben	40,0	40,0	40,0	40,0	49,0
Dialog Leben	80,0	80,0	80,0	80,0	49,4
GDPK	80,0	80,0	80,0	80,0	46,8
Central	80,0	80,0	80,0	80,0	48,9
Envivas	0,0	0,0	0,0	0,0	48,8
AMVers	80,0	80,0	80,0	80,0	48,7
Generali Versicherung	80,0	80,0	80,0	80,0	48,2
Cosmos Sach	40,0	48,0	48,0	48,0	48,5
Advocard	71,7	79,8	79,8	80,0	48,0
Minimum	0,0	0,0	0,0	0,0	46,8
Mittelwert	61,1	62,5	62,5	62,5	48,5
Maximum	80,0	80,0	80,0	80,0	49,4

Tabelle 91 - Entwicklung der Ausschüttungsquoten im Zeitraum von 2013 bis 2017 ff.

- 641 Daraus ergibt sich nach den Ausführungen des Sachverständigen, dass die angepassten Ausschüttungsquoten im Detailplanungszeitraum zwischen 0,0 % und 80,0 % liegen. In der Phase der ewigen Rente liegen die angepassten Ausschüttungsquoten – abhängig von der Höhe der erforderlichen Wachstums- bzw. solvabilitätsbedingten Thesaurierung – zwischen 46,8 % und 49,4 %. Ferner hat der Sachverständige festgestellt, dass die für den Detailplanungszeitraum vorgesehene Ausschüttung von 80,0 % zwar von dem originären Unternehmenskonzept abweiche, das eine Vollausschüttung vorsehe, daraus aber kein Nachteil für die Minderheitsaktionäre resultiere, da in Höhe der Abweichung von 20 % eine Thesaurierung unterstellt werde und diese den Aktionären als Wertbeitrag aus Thesaurierung mit einem verminderten Abgeltungssteuersatz (hälftiger nomineller Abgeltungssteuersatz zuzüglich Solidaritätszuschlag) zugerechnet worden sei.
- 642 Für die ewige Rente seien die Unterschiede zwischen der Einschätzung des Bewertungsgutachters und des Sachverständigen vertretbar. Der Bewertungsgutachter habe für die Peer Group eine durchschnittliche Ausschüttungsquote in einer Bandbreite zwischen 46,8 % und 49,4 % angenommen. Damit liege er nur geringfügig über der Bandbreite zwischen 40,5 % (5-Jahresdurchschnitt) bzw. 44,1 % (10-Jahresdurchschnitt), die vom Sachverständigen auf der Grundlage seiner ermittelten Peer Group festgestellt worden sei. Die Unterschiede seien in Bezug auf den Unternehmenswert geringfügig.
- 643 Die Kammer hält die Argumentation für plausibel und gut vertretbar. In der Unternehmensbewertung gibt es keine exakten Werte, sondern stets nur vertretbare Werte. In diesem Rahmen bewegen sich die Schätzungen des Bewertungsgutachters und des Sachverständigen.

n. Typisierte Besteuerung der Kursgewinne

- 644 Der Sachverständige hat ebenfalls die Einwände der Antragsteller zur typisierten Besteuerung der Kursgewinne mit dem hälftigen Abgeltungssteuersatz zuzüglich Solidaritätszuschlag zurückgewiesen.
- 645 Die Antragsteller haben eingewendet, dass die typisierte Besteuerung der Kursgewinne außer Betracht lasse, dass diese aus der Veräußerung von Aktien, die vor dem 1.1.2009 erworben worden seien, nur dann steuerpflichtig seien, sofern sie innerhalb der 12-monatigen Spekulationsfrist veräußert worden seien. Die typisierte Betrachtung unterstelle hingegen, dass sämtliche Aktionäre ihre Anteile erst nach dem 31.12.2008 erworben hätten. Zudem würde der Berechnung der persönlichen Einkommensteuerbelastung eine

Haltedauer von rund 40 Jahren zugrunde gelegt, die wiederum im Widerspruch zu der Annahme stehe, dass sämtliche Anteile erst nach dem 31.12.2008 und damit in einem Zeitraum von weniger als fünf Jahren vor dem Bewertungsstichtag erworben worden seien. Zudem sei zu unterstellen, dass eine Besteuerung der Kursgewinne auf der Ebene der Anteilseigner gegen Null tendieren würde, wenn von einer unendlichen Haltedauer der Aktie ausgegangen werde.

- 646 Die Antragsgegnerin verweist in diesem Zusammenhang darauf, dass nach dem IDW S 1 von einer Typisierung auszugehen sei, auch bezüglich der steuerlichen Verhältnisse. Die Annahme einer langen Haltedauer sei zugunsten der Minderheitsaktionäre erfolgt und stelle keinen Widerspruch zu der zum Bewertungsstichtag geltenden Steuerrechtslage dar.
- 647 Der Sachverständige hat zur Erläuterung seines Standpunktes zunächst die nominelle Steuerbelastung von 25,0 % (Abgeltungssteuer) zuzüglich Solidaritätszuschlag erläutert. Er hat ferner dargelegt, dass sich Wertsteigerungen erst realisieren, wenn es zur Veräußerung des Wertpapiers kommt. In der Bewertungspraxis werde eine lange Haltedauer unterstellt und gegenüber der nominellen Steuerbelastung ein effektiver Steuersatz in Höhe des halben nominellen Steuersatzes (12,5 %) zuzüglich Solidaritätszuschlag angesetzt, sodass sich eine effektive Steuerbelastung von 13,2 % ergebe. Diese Annahmen seien nach dem Äquivalenzprinzip der Unternehmensbewertung sowohl für das Bewertungsobjekt als auch für die Alternativanlage zu unterstellen. Gegen dieses Prinzip würde verstoßen, wenn lediglich die Annahmen bei dem Bewertungsobjekt verändert würden. Im Übrigen würde die Annahme einer unendlichen Haltedauer sowohl in Bezug auf das Bewertungsobjekt als auch die alternative Anlage c. p. dazu führen, dass die Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern steige.
- 648 Die Kammer folgt den Ausführungen des Sachverständigen, der die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters billigt. Die Vorgehensweise entspricht der Bewertungspraxis und wird auch in gerichtlichen Verfahren zugrunde gelegt. Bei der Unternehmensbewertung können nicht sämtliche subjektiven Einzelaspekte berücksichtigt werden, hier etwa der Erwerb von Aktien vor dem 31.12.2008. Es sind zwangsläufig Typisierungen erforderlich, hier die Annahme, dass die Mehrheit der Anleger die Aktien unter der Geltung des neuen Steuerregimes erworben hat. Die Verfahrensbeteiligten haben gegen diese Ausführungen im Ergänzungsgutachten auch keine relevanten Einwendungen mehr vorgebracht.

o. Berücksichtigung der persönlichen Einkommensteuer

649 Der Sachverständige hat die Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern gebilligt. Nach seinen Ausführungen sind persönliche Ertragsteuern bewertungsrelevant und nach IDW S 1 sachgerecht zu typisieren. Damit weist der Sachverständige die Kritik der Antragsteller, dass die Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern den Rechnungslegungsvorschriften der allgemeinen Marktpraxis widerspreche, zurück. Das Gutachten basiert damit auf der langjährigen Bewertungspraxis und der Rechtsprechung, die typisierte persönliche Ertragsteuern sowohl im Zähler als auch im Nenner des Bewertungskalküls berücksichtigt

OLG München, Beschluss vom 19. Oktober 2006 – 31 Wx 92/05 –, Rn. 32, juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19. Januar 2011 – 20 W 3/09 –, Rn. 155, juris m.w.N.

p. Kapitalisierungszinssatz

650 Der Sachverständige hat die Einwendungen zum Kapitalisierungszinssatzes bereits ausführlich im Rahmen seiner gültachterlichen Herleitung der Marktrisikoprämie und des Betafaktors erläutert. Darauf kann zunächst verwiesen werden.

q. Betafaktor

651 Zur Kritik am Betafaktor, insbesondere zu dem Vorhalt, dass nicht der unternehmenseigene Betafaktor der GDH verwendet worden sei, wiederholt der Sachverständige seine wesentlichen Kernaussagen.

652 Danach bewegt sich der historisch zu beobachtende unternehmenseigene Betafaktor der GDH in einer Bandbreite von 0,6-0,9. Andere Versicherungsunternehmen weisen trotz besserer Eigenkapitalquoten und besserer Solvabilität teils deutlich höhere Betafaktoren als die GDH auf. Für eine Gesamtbeurteilung sei zudem der Betafaktor des Mutterkonzerns, der Generali S. P. A, zu berücksichtigen, der zum Bewertungsstichtag in einer Bandbreite zwischen 1,1-1,3 und damit deutlich über dem Betafaktor der GDH gelegen habe. Unabhängig davon hat der Sachverständige aufgrund der Anwendung des SOTP-Ansatzes die Betafaktoren der Konzerngesellschaften einzeln geprüft und daraus einen einheitlichen Konzern-Betafaktor für die GDH aggregiert. Nach seinen Analysen hat sich ein konzerneinheitlicher Betafaktor von 1,02 (bei Berücksichtigung der Unterschiede in der Gewinnallokation der verschiedenen Aktiengattungen der DVAG und der GFM) und i. H. v. 0,98 (ohne Berücksichtigung der Unterschiede in der Gewinnverteilung) ergeben.

Dieses Ergebnis steht im Einklang zu der von dem Sachverständigen als plausibel erachteten Bandbreite für den zukünftigen Betafaktor der GDH-Gruppe, ausgehend von dem historischen unternehmenseigenen Betafaktor der GDH.

r. Sonstige Einwendungen

653 Auch die sonstigen Einwendungen sind von dem Gutachter im Ergebnis zu Recht zurückgewiesen worden.

s. Unvollständigkeit der Bewertung/Berücksichtigung nicht sämtlicher Beteiligungen

654 Das gilt zunächst für die artikulierten Zweifel der Antragsteller an der Vollständigkeit der Bewertung. Das Bewertungsgutachten berücksichtige lediglich 40 Unternehmen. Demgegenüber weise der Konzernabschluss der Gesellschaft zum 31.12.2012 mindestens 121 Gesellschaften aus, an denen die GDH mit 5,0 % beteiligt sei. Die Antragsgegnerin erwidert dazu, dass nicht gesondert bewertete Anteile an Gesellschaften über die Kapitalanlageergebnisse in ihren jeweiligen Muttergesellschaften erfasst worden seien.

655 Der Sachverständige hat dazu dargelegt, dass sämtliche Unternehmen der GDH-Gruppe entweder unmittelbar im Rahmen einer gesonderten Ertragswertrechnung oder als Sonderwerte in die Unternehmensbewertung eingeflossen seien. Letzteres gelte beispielsweise für die beiden Holdinggesellschaften GBV und GDH. Ansonsten seien verbundene Unternehmen und Beteiligungen mittelbar über die jeweiligen Kapitalanlageergebnisse in die Ertragswertberechnung der jeweiligen Muttergesellschaften einbezogen worden. Die zutreffende Vorgehensweise und Berechnung der Kapitalanlageergebnisse sei durch Stichproben überprüft und verifiziert worden. Gegen diese Vorgehensweise bestehen keine Bedenken. Auch die Verfahrensbeteiligten haben keine Einwände mehr geäußert.

t. Bewertungen nach dem NAV

656 Die Kritik einiger Antragsteller, dass die NAV-Bewertungen (s. zur Erläuterung des NAV die Ausführungen auf Seite 51 des Beschlusses) für einige Gesellschaften der GDH nicht sachgerecht seien, insbesondere auch die Grundlagen nicht offengelegt worden seien, sondern vielmehr eine Ertragswertberechnung geboten sei, hat der Sachverständige teilweise bezüglich der DVAG und der GI bestätigt. Aufgrund der hohen Relevanz dieser Gesellschaften sei es nicht sachgerecht, sie mit dem anteiligen Eigenkapital zu bewerten. Die DVAG ist deshalb vom Sachverständigen mit dem Ertragswertverfahren bewertet

worden. Die fehlende Planungsrechnung der DVAG ist auf der Grundlage verfügbarer öffentlicher Informationen und den unternehmenseigenen Planungen der Versicherungsgesellschaften der GDH, für die die DVAG als maßgeblicher Vertriebspartner fungiert, hergeleitet worden.

657 Eine Bewertung der GI-Gruppe nach dem Ertragswertverfahren sei nicht möglich gewesen. Die Planungsrechnung habe nicht erstellt werden können. Auf der Grundlage des SOTP-Ansatzes seien alle Beteiligungen der GI separat bewertet und die sich ergebenden anteiligen Werte der GI zugerechnet werden. Die einzelnen Gesellschaften seien anhand von Börsen- und Transaktions-Multiplikatoren bzw. die nicht wesentlichen Unternehmen vereinfachend mit dem anteiligen Buchwert ihres jeweiligen Eigenkapitals bewertet worden.

658 Die Investmentgesellschaften Lion River I N. V. und der Venice European Investment Capital S.p.A. seien aufgrund der Schwierigkeiten bei der Ermittlung der Erträge und der Kapitalisierungszinssätze nach dem NAV-Ansatz bewertet worden. Bei den Investmentgesellschaften Lion River I N. V. und der Venice European Investment Capital S.p.A. seien vereinfachend Verwaltungskosten nicht berücksichtigt worden bzw. lediglich der anteilige Buchwert des Eigenkapitals veranschlagt worden, da die Daten nicht vorgelegen hätten. Die Auswirkungen seien unwesentlich für den Gesamtwert der GDH. Hinsichtlich der Einzelheiten verweist der Sachverständige auf sein Hauptgutachten.

659 Diese Vorgehensweise ist nicht zu beanstanden. Die Verwendung des NAV für die vorgeannten Investmentgesellschaften ist sachgerecht, da eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren nicht möglich ist. Unabhängig davon sind die Auswirkungen von NAV-Bewertungen auf den Gesamtwert der GDH auch unwesentlich.

u. Wert der GBV

660 Die Kritik mehrerer Antragsteller, dass ein negativer Unternehmenswert der GBV i. H. v. EUR 323,6 Mio. nicht nachvollziehbar sei, hat der Sachverständige mit überzeugenden Argumenten widerlegt.

661 Die Antragsgegnerin hat dazu erwidert, dass der negative Unternehmenswert darauf zurückzuführen sei, dass die Beteiligungserträge aus den separat bewerteten Beteiligungen der GBV aus ihrem Kapitalanlageergebnis eliminiert worden seien. Ohne Eliminierung

der Beteiligungserträge aus den separat bewerteten Beteiligungen hätte sich ein Ertragswert der GBV von EUR 1.659,7 Mio. ergeben. Bei konsistenter Betrachtung habe sich im Jahr 2013 sogar eine Ergebnisverbesserung vor Steuern ergeben.

- 662 Der Sachverständige hat die Einwände der Antragsgegnerin grundsätzlich bestätigt. Er hat darauf hingewiesen, dass die negativen Ergebnisse der GBV um den Betrag der Ergebnisabführung gemindert seien. Bei der Abbildung dieser inkriminierten Ergebnisse ergibt sich laut Gutachten folgendes Bild:

GBV Planungsrechnung	Ist 2012 Mio. €	HR 2013 Mio. €
Erträge	42	36
Kapitalanlageergebnis (exkl. Anteil separat bewerteter Unternehmen)	24	20
<i>Kapitalanlageergebnis</i>	99	112
<i>Anpassung separat bewertete Beteiligungen</i>	-75	-92
Aufwendungen (exkl. Ertragszuschuss VFS)	-77	-72
Ergebnis vor Steuern	-11	-16
Ertragszuschuss VFS	-19	-12
Ergebnis vor Steuern nach Ertragszuschuss VFS	-30	-28

Nachrichtlich

Ergebnis vor Steuern inkl. Anteil separat bewerteter Unternehmen	45	64
--	----	----

Tabelle 92 - GBV – Planungsrechnung und Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses

- 663 Aus der Tabelle ist laut Gutachten ersichtlich, dass sich sowohl das bereinigte als auch das unbereinigte Ergebnis vor Steuern im Jahr 2013 gegenüber dem Vorjahr verbessert. Die vom Antragsteller angeführte vermeintliche Verschlechterung des Ergebnisses resultiert aus einer unzutreffenden Vergleichsbasis. In Bezug auf die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses verweist der Sachverständige auf seine Ausführungen in Abschnitt F.IV.13 c) vi).

v. Kunstgegenstände

- 664 Nach der Auffassung des Sachverständigen ist der Einwand der Antragsteller, die Kunstsammlung der GDH sei nur unzureichend als nicht betriebswirtschaftliches Vermögen berücksichtigt worden, unberechtigt. Er verweist dabei zu Recht auf das Gutachten der von der Kammer mit Beschluss vom 18.4.2018 beauftragten öffentlich bestellten und vereidigten Kunstsachverständigen. Aus diesem Gutachten lässt sich die geforderte Erhöhung des Unternehmenswerts der GDH nicht ableiten. Dieses Gutachten ist nachfolgend nicht mehr angegriffen worden.

w. Multiplikatorverfahren

665 Der Sachverständige hat mit nachvollziehbaren und vertretbaren Argumenten die Forderung der Antragsteller, den ermittelten Unternehmenswert anhand einer Vielzahl von Fundamental- und Ergebniskennziffern zu plausibilisieren, abgelehnt. Er hat dargestellt, dass letztlich nur P/E-Multiplikatoren in Betracht kommen. Der sogenannte P/B-Multiplikator sei zur Plausibilisierung des Ertragswerts des GDH-Konzerns weniger gut geeignet, da die GDH-Konzernunternehmen tendenziell Solvabilitäts- bzw. Eigenkapitalquoten aufwiesen, die am unteren Ende der Bandbreite der vergleichbaren Unternehmen liegen. Zudem werde das bilanzielle Eigenkapital der herangezogenen Vergleichsunternehmen nach IFRS bilanziert, während das buchmäßige Eigenkapital der einzelnen Gesellschaften der GDH-Gruppe nach HGB bilanziert werde. Daher sei auf die Darstellung der P/B-Multiplikatoren verzichtet worden und eine vergleichende Marktbewertung nach P/E-Multiplikatoren vorgenommen worden. Auf dieser Basis seien keine Anhaltspunkte erkennbar geworden, dass die ermittelten Ertragswerte der GDH-Gesellschaften unplausibel seien. Hinsichtlich der Einzelheiten hat der Sachverständige auf seine Ausführungen im Hauptgutachten, Abschnitt F. X. 2., Teil 1959 ff., verwiesen. Die Ergebnisse würden zudem durch die zusätzlich durchgeführte simulationsbasierte Unternehmensbewertung bestätigt.

666 Den Ausführungen des Sachverständigen ist zu folgen. Es müssen nicht sämtliche möglichen Multiplikatoren zur Anwendung kommen, sondern nur die im Einzelfall geeigneten Multiplikatoren. Das sind vorliegend lediglich P/E-Multiplikatoren. Zudem ist die Plausibilisierung durch Multiplikatoren zusätzlich durch eine simulationsbasierte Unternehmensbewertung untermauert worden. Dieser Schritt geht über übliche Unternehmensbewertungen in Spruchverfahren hinaus und stützt zusätzlich den fundamental ermittelten Unternehmenswert.

G. Einwände gegen das Gutachten des Sachverständigen

667 Zahlreiche Verfahrensbeteiligte haben dem Gutachten des Sachverständigen ausdrücklich zugestimmt. Die Antragsgegnerin sowie ein Teil der Antragsteller haben Einwendungen gegen die gutachtliche Stellungnahme vom 23. Juni 2020 erhoben. Die Antragsgegnerin hat zur Überprüfung der Bewertung von DVAG und GI eine gutachtliche Stellungnahme durch

() vorgelegt. Die Einwendungen der Antragsgegnerin stützen sich dabei im Wesentlichen auf das Gutachten der

668 Die Einwendungen gegen das Gutachten verteilen sich auf drei Schwerpunkte, nämlich Einwendungen zur GDH, zur DVAG und zur GI. Zur GDH sind der SOTP-Ansatz, die geplante Ertragsentwicklung, die Rückstellungen und Abwicklungsgewinne, die Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuer, die typisierte Besteuerung der Kursgewinne, der Basiszinssatz, die Marktrisikoprämie, der Betafaktor, der Wachstumsabschlag und die simulationsbasierte Unternehmensbewertung erneut oder vertieft angegriffen worden. Zur DVAG sind die EBITDA-Marge, die Provisionserlöse, das nachhaltige Umsatzwachstum, die Aufwendungen für Aus- und Weiterbildung, die Aufwendungen für Digitalisierung, die sonstigen betrieblichen Erträge, die unterlassene Bereinigung von Zinserträgen aus Sonderwerten im Finanzergebnis, die zugrundeliegenden Verzinsungsannahmen, die Ausschüttungsquote, der Betafaktor, die Unternehmenswertermittlung und der Aufzinsungsfaktor für Sonderwerte als zu hoch oder zu niedrig beanstandet worden. Zur GI sind die Multiplikatorbewertung, die Gewinnberechtigung GFM, die Gewinnberechtigung GIE, die Verwaltungskosten und die Aufzinsung der Forderungen und sonstigen Vermögensgegenstände kritisiert worden.

669 Mit Beschluss vom 8. Dezember 2020 ist der Sachverständige gebeten worden, zu den Einwänden gegen das Gutachten ergänzend schriftlich Stellung zu nehmen. Die Einwendungen der Antragsgegnerin, der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters sind im Rahmen der ergänzenden gutachtlichen Stellungnahme vom 23. Dezember 2021 (nachfolgend „**Ergänzungsgutachten**“) nicht einzeln, sondern nach (Teil-) Bewertungsobjekten und Thematiken abgehandelt worden.

I. Ergebnisse des Ergänzungsgutachtens

670 Der Sachverständige hat die Einwände der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters gegen das Hauptgutachten in dem Ergänzungsgutachten mit ausführlicher Begründung zurückgewiesen. Mit der Verweisung auf das Hauptgutachten hat er an seinen gutachterlichen Feststellungen zum SOTP-Ansatz, zu den Planungsrechnungen und zu den ermittelten Kapitalkosten einschließlich Basiszinssatz, Marktrisikoprämie, Betafaktor und Wachstumsabschlag festgehalten.

671 Hinsichtlich der DVAG hat er sich ausführlich mit dem Privatgutachten auseinandergesetzt. Sowohl bei der Prognose der sonstigen betrieblichen Erträge als auch bei der Ermittlung des Finanzergebnisses seien alternative Annahmen im Vergleich zur Bewertung

im Hauptgutachten vertretbar und plausibel. Deshalb habe er beim Finanzergebnis Anpassungen vorgenommen, die zu einer marginal niedrigeren Bewertung der DVAG respektive einem geringfügig niedrigeren Wert der GDH führten. Das habe folgende Auswirkungen:

GDH – Wert je Aktie (Effekt 1: DVAG - Sonstige betriebliche Erträge)	Mit differenzierter Gewinn- zuweisung bei DVAG und GFM	Ohne differenzierter Ge- winn-zuweisung bei DVAG und GFM
Wert je Aktie in € nach Effekt 1	131,98	135,87
Wert je Aktie in € gemäß Bewertung vom 23.06.2020	132,83	136,74
Delta (in €)	-0,84	-0,87
Delta (%)	-0,6 %	-0,6 %

GDH – Wert je Aktie (Effekt 2: DVAG - Finanzergebnis)	Mit differenzierter Gewinn- zuweisung bei DVAG und GFM	Ohne differenzierter Ge- winn-zuweisung bei DVAG und GFM
Wert je Aktie in € nach Effekt 2	132,30	136,17
Wert je Aktie in € gemäß Bewertung vom 23.06.2020	132,83	136,74
Delta (in €)	-0,53	-0,57
Delta (%)	-0,4 %	-0,4 %

Tabelle 93 - Wert je Aktie der GDH zum 4. Dezember 2013 – in Abhängigkeit alternativer Annahmen bei der DVAG

672 Der Sachverständige hat dazu ausgeführt, dass bezüglich der dargestellten sonstigen betrieblichen Erträge (Effekt 1) sowohl die ursprünglichen Annahmen als auch die neuen Berechnungen sachgerecht seien. Im Falle des Finanzergebnisses (Effekt 2) seien die neuen Berechnungen, die durch die Antragsgegnerin angeregt worden seien, vorzugs-
würdig.

673 Aus der Kritik der Antragsgegnerin zur Bewertung der GI, dass einzelne Gesellschaften der GI falsch bewertet worden seien, insbesondere die zugrunde gelegten Peer Group-Multiplikatoren zu hoch seien, die GI bezüglich der GIE nur zu 30,44 % bezugsberechtigt sei und im Zusammenhang mit der Ermittlung des NAV aus Gründen der Unwesentlichkeit die Verwaltungskosten nicht berücksichtigt worden seien, hat der Sachverständige in dem Ergänzungsgutachten folgende Wertauswirkungen präsentiert:

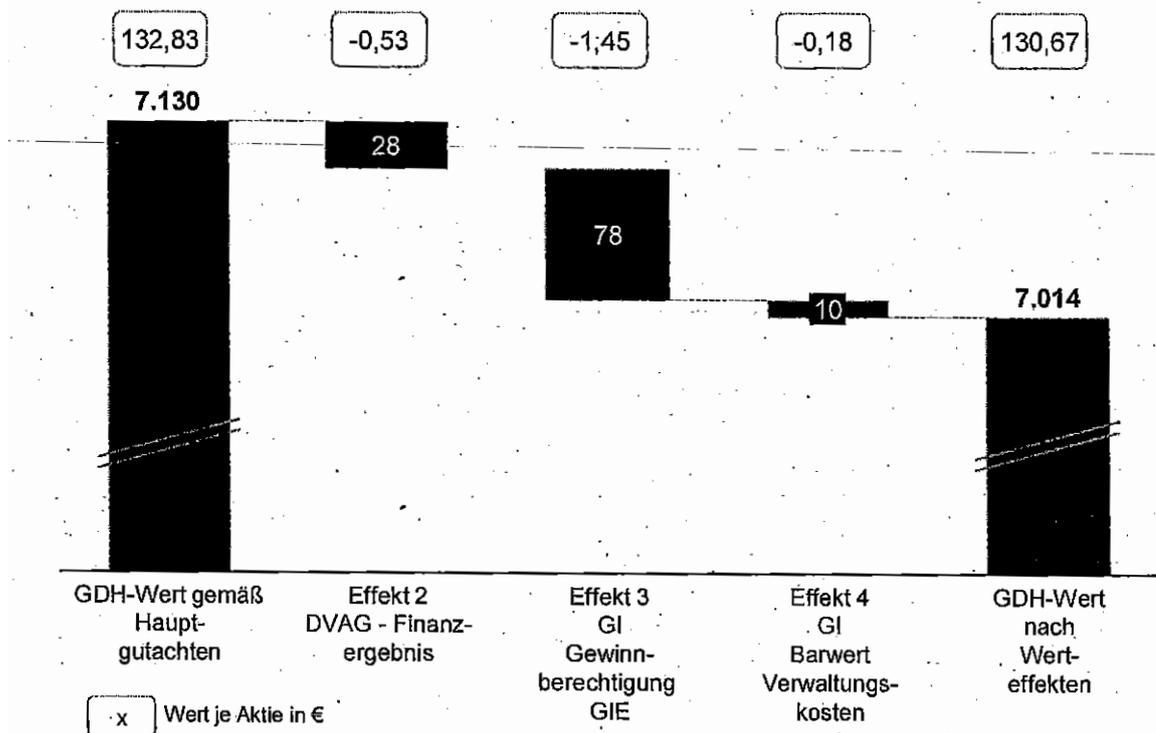
GDH – Wert je Aktie (Effekt 3: GI – Differenzierte Gewinnzuweisung GIE)	Mit differenzierter Gewinn- zuweisung bei DVAG, GFM und GIE	Ohne differenzierter Ge- winn-zuweisung bei DVAG, GFM und GIE
Wert je Aktie in € nach Effekt 3	131,38	136,74
Wert je Aktie in € gemäß Bewertung vom 23.06.2020	132,83	136,74
Delta (in €)	-1,45	0,00
Delta (%)	-1,1 %	0,0 %

GDH – Wert je Aktie (Effekt 4: GI – Barwert der Verwaltungskosten)	Mit differenzierter Gewinnzuweisung bei DVAG und GFM	Ohne differenzierter Gewinnzuweisung bei DVAG und GFM
Wert je Aktie in € nach Effekt 4	132,64	136,56
Wert je Aktie in € gemäß Bewertung vom 23.06.2020	132,83	136,74
Delta (in €)	-0,18	-0,18
Delta (%)	-0,1 %	-0,1 %

Tabelle 94 - Wert je Aktie der GDH zum 4. Dezember 2013 – in Abhängigkeit alternativer Annahmen bei der GI

- 674 Dazu ist ausgeführt worden, dass die Berücksichtigung eines Barwertes der Verwaltungskosten (Effekt 4), wie von der Antragsgegnerin angeregt, sachgerecht und vorzugswürdig sei. Hinsichtlich der Verwaltungskosten seien eigene, abweichende Annahmen getroffen worden, die zu den in der vorstehenden Tabelle dargestellten Wertauswirkungen führen.
- 675 In Hinblick auf Anpassungen bei der DVAG (sonstige betriebliche Erträge und Finanzergebnis) als auch bei der GI (differenzierte Gewinnzuweisung GIE und Barwert der Verwaltungskosten) ergeben sich laut Ergänzungsgutachten die folgenden Veränderungen:

Unternehmenswert der GDH (Mio. €) mit Berücksichtigung differenzierter Gewinnzuweisung



Unternehmenswert der GDH (Mio. €) ohne Berücksichtigung differenzierter Gewinnzuweisung

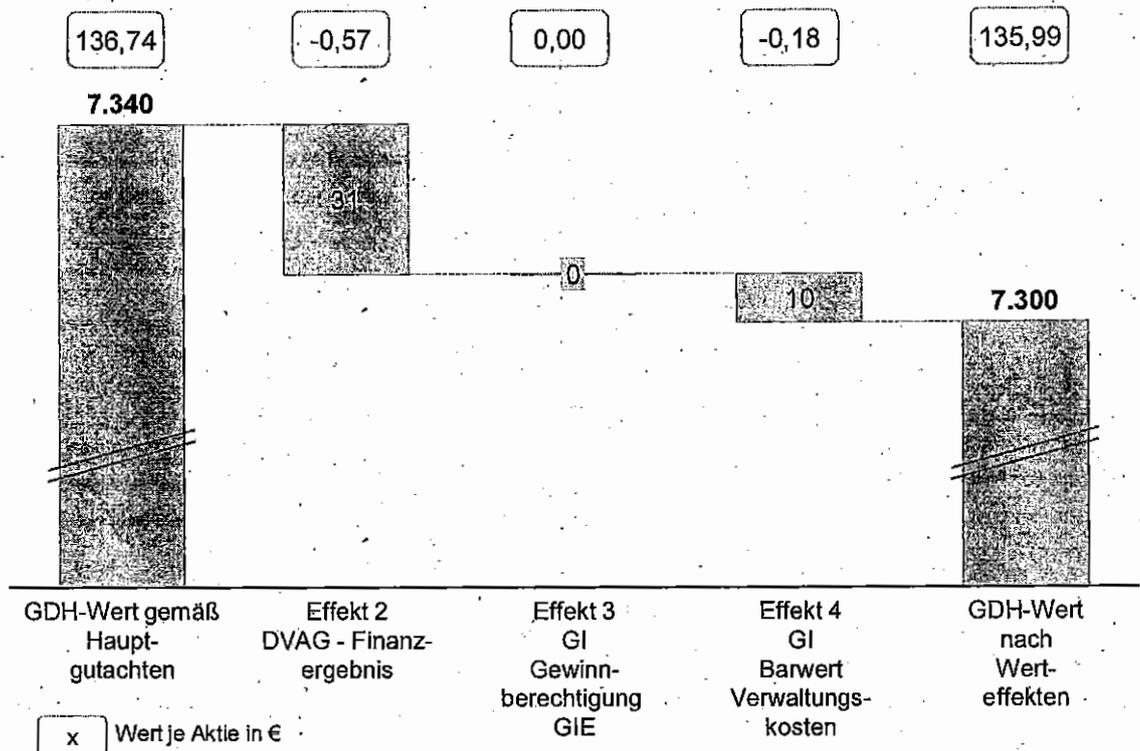


Tabelle 95 - Wertauswirkungen von vier alternativen plausiblen Annahmen auf den GDH-Wert – mit und ohne Berücksichtigung differenzierter Gewinnzuweisung

- 677 Die Berücksichtigung aller drei Einzeleffekte würde laut Ergänzungsgutachten dazu führen, dass sich der Unternehmenswert der GDH mit Berücksichtigung der Unterschiede in der Gewinnzuweisung von EUR 7.130 Mio. bzw. EUR 132,83 je Aktie um rd. 1,6 % auf EUR 7.014 Mio. bzw. EUR 130,67 je Aktie reduziert.
- 678 Ohne Berücksichtigung der Unterschiede in der Gewinnzuweisung würde sich der Unternehmenswert der GDH von EUR 7.340 Mio. bzw. EUR 136,74 je Aktie um 0,6 % auf EUR 7.300 Mio. bzw. EUR 135,99 je Aktie verringern.
- 679 Zur Vermeidung von Wiederholungen kann im Übrigen auf das ausführliche Ergänzungsgutachten verwiesen werden. Nachfolgend werden die Einwände der Verfahrensbeteiligten gegen das Ergänzungsgutachten und die vom Sachverständigen dazu gelieferte Begründung nur noch insoweit aufgegriffen, als die Verfahrensbeteiligten ihre Einwände in ihren letzten Schriftsätzen auch gegen das Ergänzungsgutachten aufrechterhalten und vertieft haben.

H. Einwendungen gegen das Gutachten und das Ergänzungsgutachten

- 680 Die von einigen Verfahrensbeteiligten aufrechterhaltenen und vertieften Einwände gegen das Gutachten und das Ergänzungsgutachten sind im Ergebnis zurückzuweisen. Entweder sind die angesprochenen Kritikpunkte bereits hinreichend durch die schriftlichen Äußerungen des Gutachters beantwortet worden oder sie geben keine Veranlassung zu einer weiteren Aufklärung. Das Verfahren kann ohne weitere Befassung des Sachverständigen abgeschlossen werden.
- 681 Die abschließende Kritik der Verfahrensbeteiligten richtet sich im Wesentlichen gegen den SOTP-Ansatz (fehlende Konzernplanung), die unterschiedliche Gewinnzuweisung bei der DVAG und der GFM, den Kapitalisierungszinssatz mit seinen Bestandteilen Basiszinssatz, Marktrisikoprämie, Betafaktor und Wachstumsabschlag und die Bewertung der DVAG und der GI im Ganzen.

I. SOTP-Ansatz

- 682 Die nach wie geforderte Unternehmensbewertung der GDH auf der Basis einer Konzernplanungsrechnung hat der Sachverständige verworfen. Er hat sich in dem Ergänzungsgutachten aufgrund anhaltender Kritik gegen die Verwendung des SOTP-Ansatzes erneut mit der Problematik befasst. Er hält an seinen Ausführungen fest. Er verweist insofern auf sein Hauptgutachten. Auf die anhaltende Kritik der Antragsteller, dass die Aggregation der 17 Einzelplanungen zu einer Konzernplanung ein „Leichtes“ gewesen wäre, um erhebliche Synergie-Effekte aufzudecken und den wahren Betafaktor der GDH zwischen 0,6 und 0,8 zu bestätigen, hat der Sachverständige bekräftigt, dass die Planungsrechnungen der Gesellschaften nur durch den SOTP-Ansatz berücksichtigt werden konnten. Ferner seien potentielle Synergie- und Diversifikationseffekte im Rahmen der durchgeführten SOTP-Bewertung sachgerecht in die Bewertung des GDH-Konzerns eingeflossen. Das gelte insbesondere für die bereits dargestellten Solvabilitätsquoten.
- 683 Der Sachverständige erläutert nochmals in dem Ergänzungsgutachten, dass neben den Synergien aus der Entlastung der vorzuhaltenden Eigenmittelausstattung aus der Konzernstruktur der GDH keine weiteren wesentlichen Synergien zu erwarten waren. Gradmesser für Synergieeffekte sei der Integrationsgrad der Konzernunternehmen innerhalb des Gesamtkonzerns. Im Falle eines niedrigen Integrationsgrads bestünden keine bzw. nur sehr geringe Interdependenzen zwischen den einzelnen Konzernunternehmen.

684 Zwischen den einzelnen GDH-Versicherungsgesellschaften und der Bausparkasse Badenia bestehen keine konzerninternen Liefer- und Leistungsbeziehungen, da sie jeweils separat am Markt auftreten. Konzerninterne Leistungsbeziehungen bestehen zwischen den Dienstleistungsgesellschaften und den Versicherungsgesellschaften, die von untergeordneter Bedeutung sind. Die GDH fungiert als zentrale Rückversicherung der GDH-Gruppe, indem sie die Vertragsrückversicherung für die Konzerngesellschaften sowie das Management der Fremdrückversicherung der Generali Deutschland-Gruppe übernimmt. Die VFS tritt am Markt als eine reine Vertriebsgesellschaft auf und bietet ihren Kunden überwiegend Vorsorge- und Versicherungsprodukte sowie Kapitalanlageprodukte der Generali Leben, Generali Versicherung sowie der Produktpartner der Generali Deutschland-Gruppe an. Die GDIS, GDS und GDSM erbringen u.a. konzerninterne Dienstleistungen im Zusammenhang mit der IT-Infrastruktur, Beratungs- und Serviceleistungen sowie Dienstleistungen im Bereich des Schadenmanagements. Bei den Beteiligungen an der DVAG sowie der GI handelt es sich jeweils um Minderheitsbeteiligungen der GDH, so dass diese auch in einer konsolidierten Planungsrechnung lediglich mit ihren Beteiligungserträgen enthalten wären. Zusammenfassend erläutert der Gutachter, dass Synergieeffekte aus der Konzernstruktur sachgerecht berücksichtigt worden sind.

685 Im Übrigen führt der Sachverständige im Ergänzungsgutachten aus, dass bei einer Bewertung der GDH auf der Basis einer Konzernplanungsrechnung bei sachgerechten Annahmen kein anderes Ergebnis zu erwarten sei als bei einer SOTP-Bewertung. Der Aufwand für die im Nachhinein zu erstellende Konzernplanungsrechnung, sofern das überhaupt möglich sein sollte, sei deshalb unwirtschaftlich. Zudem sei zu berücksichtigen, dass vorliegend die Sonderwerte DVAG und GI aufgrund der Beteiligungsquote der GDH nicht in eine Konzernplanungsrechnung eingehen würden.

686 Bei dieser Sachlage hat die Kammer keinen Zweifel, dass der vom Sachverständigen gewählte SOTP-Ansatz mangels Existenz einer Konzernplanung alternativlos ist und unabhängig davon im streitgegenständlichen Bewertungsfall zu richtigen Ergebnissen führt.

687 Alternativlos ist der SOTP-Ansatz, da in diesem Bewertungsfall eine konsolidierte Planungsrechnung für den Konzern nicht vorlag; sie hätte anlassbezogen durch den Sachverständigen erstellt werden müssen. Im Grundsatz besteht jedoch Einigkeit, dass die vorhandene Planungsrechnung des Unternehmens zugrunde zu legen ist. Der Bewerter ist grundsätzlich nicht befugt, die Geschäftspolitik an sich zu ziehen. Liegt eine unplan-

sible 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. OLG Düsseldorf, Beschlüsse v. 6.07.2017 - I-26 W 8/16 (AktE) Rn. 56, juris und v. 12.11.2015 - I-26 W 9/14 (AktE) Rn. 33, AG 2016, 329 ff. m.w.N.; OLG Stuttgart, Beschl. v. 24.07.2013 - 20 W 2/12 Rn. 129, AG 2013, 840, 843 m.w.N.; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 11. Mai 2020 - I-26 W 14/17 (AktE) -, Rn. 36, juris.

688 Die nachträgliche Einholung einer Konzernplanung zum Zwecke der Bewertung der GDH in diesem Spruchverfahren wäre jedoch aus tatsächlichen Gründen weder möglich noch wirtschaftlich vertretbar. Eine angepasste Konzernplanung würde einen erheblichen und letztlich nicht vertretbaren Aufwand verursachen, der aus sachlichen, zeitlichen und finanziellen Gründen nicht vermittelbar ist. Zudem wäre eine anlassbezogene Konzernbewertung mangels vorhandener und bewährter Planungsinstrumente ebenso angreifbar wie die SOTP-Bewertung. Ferner hätten die wesentlichen Gesellschaften DVAG und GI nicht in eine Konzernbewertung einbezogen werden können. Schließlich kann aufgrund der Ausführungen des Sachverständigen zu den Synergie-Effekten ausgeschlossen werden, dass der SOTP-Ansatz zu verzerrten Ergebnissen zum Nachteil der Minderheitsaktionäre führt. Der Sachverständige war in der Lage, Synergie- und sonstige Konsolidierungseffekte zu identifizieren und zu berücksichtigen. Das gilt auch bezüglich des Befaktors im Rahmen der Bewertung des Risikozuschlags.

1. Unterschiedliche Gewinnzuweisung bei der DVAG und der GFM

689 Entgegen der Rechtsauffassung der Antragsgegnerin ist daran festzuhalten, dass die unterschiedliche Gewinnzuweisung bei der DVAG und GFM (über die GI) für den Wert der GDH-Aktie ohne Bedeutung ist. Zur Vermeidung von Wiederholungen ist zunächst auf die grundsätzlichen Ausführungen in diesem Beschluss zu verweisen (siehe „Differenzierung nach Anteilen“, S. 127 ff.).

690 Zutreffend weist der Sachverständige darauf hin, dass es sich bei der Frage, ob die unterschiedlichen Gewinnberichtigungen bei einzelnen Tochtergesellschaften der GDH bei der Schätzung der angemessenen Abfindung zu berücksichtigen sind, um eine Rechtsfrage handelt. Aus fachlicher Sicht stellten unterschiedliche Gewinnallokationen oder auch ge-

sellschaftsrechtliche Verfügungsbeschränkungen persönliche Verhältnisse dar, die bei einer objektivierten Wertermittlung gemäß IDW S 1 2008, Tz. 29 ff., auf der Ebene der Anteilseigner nicht zu berücksichtigen seien. Ferner seien auch bei einer steuerlichen Bewertung zur Ermittlung des gemeinen Werts ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse nicht zu beachten. Eine typisierende Berücksichtigung sei gemäß der IDW-Einschätzung nur dann möglich, wenn das Ausstattungsmerkmal eines Anteils auf jeden Anteilseigner, unabhängig von der subjektiven Perspektive, in gleicher Weise wirke. Besondere Eigenschaften eines Anteils, beispielsweise ein vorberechtigter Dividendenanspruch gegenüber anderen Anteilen, seien laut des FAUB unerheblich (FAUB, Ergebnisbericht-online über die 127. Sitzung des FAUB, 22. November 2017, Seite 3). Der Sachverständige hat sich daher sowohl im Gutachten als auch im Ergänzungsgutachten nicht abschließend zu dieser Frage geäußert und jeweils Unternehmenswerte der GDH mit und ohne Berücksichtigung der unterschiedlichen Gewinnberechtigungen bei der DVAG und der GFM präsentiert. Das ist nicht zu beanstanden.

691 Die Einwendungen der Antragsgegnerin gegen die Feststellungen des Sachverständigen im Ergänzungsgutachten überzeugen nicht. Nach der Überzeugung der Antragsgegnerin würde die Nichtberücksichtigung der unterschiedlichen Gewinnberechtigungen zu unzutreffenden und grotesken Ergebnissen führen. Der Bewertungsstandard IDW S 1 2008 stehe nicht entgegen. Auch bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte gebe es keine Vorgabe, unterschiedliche Gewinnberechtigungen laut Satzung nicht zu berücksichtigen. Die Vorgabe des IDW, besondere persönliche Verhältnisse nicht zu beachten, diene vielmehr dazu, zu verhindern, dass für jeden einzelnen Aktionär unterschiedliche Unternehmenswerte ermittelt werden müssen, je nach seinen persönlichen Verhältnissen. Darum gehe es vorliegend aber nicht. Es gehe um eine Satzungsregelung auf der Ebene der zu bewertenden Gesellschaft und nicht um persönliche Verhältnisse auf der Ebene der einzelnen Gesellschafter. Derartige Satzungsregelungen seien für alle Gesellschafter und für die Gesellschaft gültig. Ergänzend verweist die Antragsgegnerin auf ihre früheren Schriftsätze und das Privatgutachten

692 Richtig ist zwar, dass die Vorzugsdividenden der Klassen A und B, die von der DV Holding und der GDH mit unterschiedlichen Anteilen gehalten werden, in der Satzung der DVAG geregelt sind. Das führt dazu, dass auf diese Aktien im Planungszeitraum von 2013-2018 Vorabgewinne i. H. v. EUR 295 Mio. entfallen, und diese Gewinne für die übrigen Anteilseigner nicht zur Ausschüttung bereitstehen.

- 693 Die Antragsgegnerin verkennt jedoch, dass es nicht das Ziel ist, den Wert der Anteile anhand differenzierter Merkmale zur Gewinnzuweisung zu ermitteln, sondern Ziel ist es, den Verkehrswert des Unternehmens zu ermitteln. Dazu wird nach gefestigter Rechtsprechung ein hypothetischer Verkehrswert ermittelt. Diese Vorgehensweise dient dazu, die den Anteilseignern zustehende Vermögenssubstanz des Unternehmens zu ermitteln. Das Gesamtvermögen wird dann entsprechend der Beteiligung aller Anteilseigner nach der indirekten Methode quotaal umgelegt.
- 694 Vor diesem Hintergrund unterscheidet der IDW S1 2008, Tz. 13, auch zwischen dem Wert des Unternehmens und dem Wert des Anteils. Der objektivierte Wert des Unternehmensanteils entspricht dem quotalen Wert am objektivierten Gesamtwert des Unternehmens. Der subjektive Wert eines Unternehmensanteils beinhaltet die Einschätzung des Wertes der Beteiligung an einem Unternehmen unter Berücksichtigung der individuellen persönlichen Verhältnisse und Ziele des jeweiligen Anteilseigners. Dabei können die Anteilsquote und der Einfluss des Anteilseigners auf die Unternehmenspolitik berücksichtigt werden. Ferner könnten danach auch unterschiedliche Berechtigungen bzw. Beschränkungen, die sich aus der Satzung ergeben, in die Bewertung einfließen.
- 695 Letztlich fordert die Antragsgegnerin die Berücksichtigung subjektiver Parameter, die für den Gesamtwert eines Unternehmens gerade nicht relevant sind und unberücksichtigt bleiben sollen. Dabei macht es keinen Unterschied, ob sich subjektive Einflüsse aus den persönlichen Verhältnissen ergeben, beispielsweise aus Diversifizierung, Risikoeinstellungen, Finanzverhältnisse oder aus gesellschaftsrechtlichen Satzungsbestimmungen. Das Ergebnis ist das Gleiche. Es handelt sich um subjektive Umstände, die für den Verkehrswert bzw. einen objektivierten Unternehmenswert keine Rolle spielen.
- 696 In der Rechtsprechung finden sich divergierende Entscheidung dazu, ob für Vorzugsaktien und Stammaktien unterschiedliche Barabfindungen festzusetzen sind
- dafür: OLG Düsseldorf, B. v. 20.11.2001 - 19 W 2/00 AktE-, AG 2002, 398 = DB 2002, 781, zu einer Bewertung der Vorzugsaktien mit einem Abschlag von 20% unter dem Börsenwert der Stammaktien; OLG Düsseldorf, B. v. 31.01.2003, I-19 W 9/00 AktE, AG 2003, 329 = DB 2003, 1941, zur Abfindung in Stammaktien statt Vorzugsaktien; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 27. Mai 2009 - I-26 W 5/07 (AktE) -, Rn. 134, juris, dagegen: OLG München, Beschl. v. 19. Oktober 2006 - 31 Wx 92/05 -, Rn. 47, juris.
- 697 Richtig ist zwar, dass solche Aktien am Kapitalmarkt unterschiedlich bewertet sein können.

vgl. Hachmeister/Ruthardt, BB 2014, 427, 427.

698 Dabei wird jedoch dem unterschiedlichen subjektiven Nutzen der jeweiligen Aktie für ihren Inhaber, vorrangig in Bezug auf die Gewinnberechtigung, Rechnung getragen. Die Preisunterschiede resultieren hingegen nicht aus einem unterschiedlichen Kapitalanteil der Aktien. Dementsprechend wird auch in der Literatur zwischen Gewinnanteil und Kapitalanteil unterschieden. Wird bei rechtlich normierten Bewertungsanlässen auf den Rechtsgedanken der Liquidationshypothese und auf die Idee der indirekten Anteilswertmittlung verwiesen, der allein auf die Verteilung des potenziellen Verkaufspreises des Geschäftsbetriebs abstellt, bleiben asymmetrische Verteilungen des Gewinns unbeachtlich und allein die Regeln zur Verteilung des Liquidationsgewinns der Gesellschaft wären zu beachten. Damit wird eine Regelung, die für die Liquidation geschaffen ist, zur Bewertungsfiktion eines Unternehmenswerts unter Beachtung der Unternehmensfortführung.

Vgl. Hachmeister/Ruthardt, BB 2014, 427, 430.

699 Bei abschließender Betrachtung sind unterschiedliche Gewinnberechtigungen von Aktien nur dann relevant, wenn sie Auswirkungen auf die Ertragskraft des Unternehmens, an der der Veräußerer des Unternehmens und der hypothetische Erwerber des Unternehmens ihre subjektiven Entscheidungswerte ausrichten würden, hätten. Das kann aber ausgeschlossen werden, da sich eine unterschiedliche Gewinnberechtigung erst auswirken kann, nachdem das Unternehmen Erträge erwirtschaftet hat. Die Gewinnverteilung ist also für die Ertragskraft und den Wert des Unternehmens grundsätzlich unerheblich.

II. Kapitalisierungszinssatz

1. Basiszinssatz

700 Im Ergänzungsgutachten sind die Einwände des Antragstellers zu 128, dass der Basiszinssatz zum Stichtag hätte verwendet werden müssen und eine Aufrundung des Basiszinssatzes über einen Durchschnittszeitraum unzulässig sei, berechtigterweise zurückgewiesen worden. Wie bereits dargelegt worden ist, entspricht die Vorgehensweise des Sachverständigen anerkannten Grundsätzen sowie der ständigen Rechtsprechung.

701 Zudem hat der Sachverständige in dem Ergänzungsgutachten, Tz. 81, ausgeführt, dass sich der geforderte geringere Basiszinssatz sogar nachteilig auf den Unternehmenswert auswirken würde, da sich das Kapitalanlageergebnis der Versicherungsgesellschaften mindere (Zähler des Bewertungskalküls). Dann reduziere sich zwar auch der Kapitalisie-

rungszinssatz, was sich wiederum werterhöhend auf den Ertragswert sämtlicher Konzerngesellschaften auswirke (Nenner des Bewertungskalküls). In der Summe übersteige der negative Effekt aus dem geringeren Kapitalanlageergebnis aber den positiven Effekt aus dem niedrigeren Kapitalisierungszinssatz. Das bedeutet, dass der vom Gutachter veranschlagte Basiszinssatz die Minderheitsaktionäre nicht benachteiligt, sondern im Gegenteil vorteilhaft für sie ist.

2. Marktrisikoprämie

702 Der Sachverständige hat die Einwendungen zur Marktrisikoprämie im Ergänzungsgutachten zurückgewiesen.

a. Vertretbarkeit einer Marktrisikoprämie i. H. v. 5,5 % nach Steuern

703 Die diversen anhaltenden Einwendungen der Verfahrensbeteiligten gegen die Feststellungen des Sachverständigen zur Höhe der Marktrisikoprämie überzeugen nicht. Es handelt sich überwiegend um alternative theoretische Ansätze, die weder zwingend noch überlegen sind. Die Rechtsprechung hat sich seit vielen Jahren ausführlich mit unterschiedlichen Begründungsansätzen auseinandergesetzt und diese verworfen. Dabei ist festgestellt worden, dass es im Spruchverfahren nicht darum geht, wirtschaftswissenschaftliche Sichtweisen zu analysieren und daraus die richtigen Schlüsse zu ziehen. Vielmehr geht es darum, eine Marktrisikoprämie für die Unternehmensbewertung zu finden, die in der Betriebswirtschaftslehre und der Praxis überwiegend anerkannt ist. Anerkannt ist eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern für entsprechende Bewertungszeitpunkte

vgl. nur OLG Düsseldorf, Beschl. v. 24. September 2020 – I-26 W 5/16 (AktE) –, Rn. 80, juris (Stichtag Februar 2014); OLG Düsseldorf, Beschl. v. 30.04.2018 – I-26 W 4/16 (AktE), Rn. 40 ff., 49, juris = AG 2018, 679, 681 (Stichtag Mai 2013); OLG Frankfurt, Beschl. v. 26.01.2017 – 21 W 75/15 Rn. 73, AG 2017, 790 ff. m. Bespr. Rölike, DB 2017, 713: 5,5 % (Stichtag August 2013); OLG München, Beschl. v. 12.05.2020 – 1 Wx 361/18 Rn. 66, juris m. Bspr. Ruthardt, DB 2020, 1280 f. (Stichtag März 2016); sowie OLG Stuttgart, Beschl. v. 3.04.2020 – 20 W 2/17, OLG Bremen, Beschl. v. 15.05.2020 – 2 W 47/19; OLG Hamburg, Beschl. v. 8.10.2018 – 13 W 20/16; OLG Dresden, Beschl. v. 16.08.2017 – 8 W 244/17; OLG Celle, Beschl. v. 17.06.2016 – 9 W 42/16, jeweils zitiert nach Ruthardt, aaO).

704 Die abschließenden Einwände des Antragstellers zu 65 zur Herleitung der Marktrisikoprämie zeigen keine methodischen Fehler des Sachverständigen auf. Die Marktrisikoprämie ist weder rechnerisch noch methodisch falsch ermittelt worden.

- 705 Das bezieht sich auf den Einwand, der Sachverständige habe in dem Ergänzungsgutachten, Seite 26, bestätigt, dass eine Marktrisikoprämie i. H. v. 6,5 % vor Steuern bei einer Ausschüttungsquote von 50 % zu einer Marktrisikoprämie i. H. v. 5,4 % statt 5,5 % nach Steuern führe.
- 706 Entgegen der Annahme des Antragstellers zu 65 ist diese Vorgehensweise keineswegs widersprüchlich. Die Marktrisikoprämie wird zwar im Grundsatz aus realen Kapitalmarktdaten abgeleitet. Allerdings bestehen schon bei der methodischen Herleitung diverse methodische Spielräume, die letztlich dazu führen, dass in der Fachliteratur Marktrisikoprämien mit einer erheblichen Spreizung bzw. Bandbreite präsentiert werden. Solange die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion andauert, kann die Marktrisikoprämie - wie auch die Bestimmung der Risikoprämie unter Zuhilfenahme des CAPM - stets nur eine mit Zweifeln behaftete Schätzung sein
- vgl. BGH, Beschl. v. 29.09.2015 - II ZB 23/14, Rn. 49; OLG Karlsruhe, Beschl. v. 18.05.2016-12a W 2/15 Rn. 68, juris; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 27. April 2017 - 26 W 10/16 (AktE) -, Rn. 28, juris.
- 707 Das gilt auch für die Entscheidung des Sachverständigen, die Marktrisikoprämie aus dem arithmetischen und geometrischen Mittel herzuleiten. In der Rechtsprechung ist diese Berechnungsweise akzeptiert, solange die Frage noch nicht abschließend betriebswirtschaftlich geklärt ist
- vgl. OLG Düsseldorf, Beschl. v. 04.07.2012, 26 W 8/10 (AktE), AG 2012, 797, Rdnr. 53 ff., juris; OLG Stuttgart, Beschl. v. 05.06.2013, 20 W 6/10, AG 2013, 724, Rdnr. 205 juris; OLG Stuttgart, Beschl. v. 04.05.2011, 20 W 11/08, Rdnr. 195 f. juris; OLG Düsseldorf, Vorlagebeschl. v. 28. August 2014 - I-26 W 9/12 (AktE) -, Rn. 135, juris; Wüstemann, BB 2012, 1719; Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, S.98 ff.
- 708 Soweit die Antragsteller 104-106 beanstanden, dass die vom Sachverständigen vorgenommene Mittelwertbildung aus arithmetischen und geometrischen Mittel rechnerisch nicht nachvollziehbar sei, tatsächlich erhielte man eine deutlich niedrigere Marktrisikoprämie von 5,0 %, ist zu entgegnen, dass die Antragsteller die von ihnen präsentierte Marktrisikoprämie von 5,0 % ebenfalls nicht rechnerisch herleiten. Schon aus diesem Grund gibt der Einwand keine Veranlassung, den Sachverständigen insoweit ergänzend zu befragen.
- 709 Hinzu kommt schließlich, dass die Marktrisikoprämie nicht nur historische Werte reflektiert, sondern vielmehr auch zukünftige Erwartungen beinhaltet. Insofern besteht

zwangsläufig ein fachliches Ermessen des Sachverständigen, Werte innerhalb einer Bandbreite für angemessen zu erachten. Wenn der Sachverständige in Kenntnis aller Umstände und auch der rechnerischen Vorgänge an seiner Gesamtbetrachtung bzw. Einschätzung festhält, ist das nicht zu beanstanden, zumal eine Marktrisikoprämie i. H. v. 5,5 % nach Steuern in der Rechtsprechung anerkannt ist, wie bereits dargelegt worden ist.

b. Globale oder europäische Marktrisikoprämie

710 Für die von dem Antragsteller zur 65 geforderte Verwendung von internationalen bzw. europäischen Marktrisikoprämien gibt es zwar gute Argumente. Denn bei globalen Märkten ist die Annahme eines „home bias“ fraglich

Franken/Schulte in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes, Rn. 6_59.

711 Dementsprechend wird diese Problematik in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur diskutiert. Dabei wird auch auf die praktischen Probleme hingewiesen, die auch vom Sachverständigen in seiner letzten Stellungnahme dargelegt worden sind.

712 Nach der Aufforderung des Kammervorsitzenden hat der Sachverständige am 15. Juni 2022 nochmals schriftlich Stellung genommen zur äquivalenten Herleitung der Marktrisikoprämie und des Betafaktors. Er erläutert darin zunächst die Unterschiede zwischen einem globalen und einem lokalen CAPM. Aus theoretischer Sicht sei das globale CAPM der Grundform des CAPM am nächsten, aus empirischer Sicht aber schwieriger zu ermitteln. Die Verwendung des lokalen CAPM entspreche der bisherigen Praxis und den IDW-Empfehlungen. Danach sei die Perspektive eines inländischen Investors maßgebend, zumal Privatanleger dazu tendierten, überwiegend in nationale Wertpapiere zu investieren (sogenannter „home bias“). Aus Konsistenzgründen sei es nicht notwendig, auf eine europäische oder globale Marktrisikoprämie abzustellen, um die Vergleichbarkeit mit dem aus einer internationalen Peer Group hergeleiteten Betafaktor sicherzustellen. Zwar werde eine globale Marktrisikoprämie in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur streitig diskutiert. Doch gebe es in der Praxis weder eine belastbare globale Marktrisikoprämie noch eine belastbare europäische Marktrisikoprämie, die für Zwecke der Unternehmensbewertung herangezogen werden könnten. Die nationale Marktrisikoprämie basiere auf langfristigen Datenreihen. Das sei etabliert und in der aktienrechtlichen Rechtsprechung akzeptiert.

713 Die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion ist noch nicht abgeschlossen. Das ist abzuwarten. Ohnehin wird das CAPM nicht vollständig theoriegerecht angewendet, sondern die Marktrisikoprämie wird mit zahlreichen Vereinfachungen ermittelt, beispielsweise durch eine Beschränkung auf Aktienmärkte. Zudem haben sich noch keine belastbaren globalen oder europäischen Marktrisikoprämien mit entsprechend langen Beobachtungszeiträumen etabliert. Dementsprechend ist bislang in der rechtlich geprägten Unternehmensbewertung mit entsprechenden Bewertungsanlässen keine gerichtliche Entscheidung bekannt geworden, die die Verwendung einer globalen oder europäischen Marktrisikoprämie fordert. Bis zur Klärung der wirtschaftswissenschaftlichen Fragen ist mit dem Sachverständigen davon auszugehen, dass jedenfalls aus rechtlicher Sicht der Ansatz einer internationalen oder europäischen Marktrisikoprämie nicht zwingend ist, sondern die Verwendung einer nationalen Marktrisikoprämie gut vertretbar ist und sie zudem der ständigen Rechtsprechung entspricht.

c. Niedrigere Marktrisikoprämie im Recht der Energiewirtschaft

714 Die Kritik der Antragsteller zu 104-106, dass die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zum Energiewirtschaftsrecht nicht berücksichtigt worden sei, ist im Grundsatz zutreffend. Allerdings erläutern die Antragsteller auch nicht, warum die Übernahme dieser Rechtsprechung in diesem Verwertungsfall geboten ist.

715 Richtig ist, dass der Bundesgerichtshof die Festsetzung einer geringeren Marktrisikoprämie durch die Bundesnetzagentur gebilligt hat. Allerdings ging es dabei um eine Beurteilung im Rahmen der gesetzlichen Vorgaben nach § 7 Abs. 4 Satz 1 StromNEV bzw. § 7 Abs. 4 Satz 1 GasNEV, die mit diesem Bewertungsanlass gemäß § 327 a AktG schon nicht vergleichbar ist. Der Bundesgerichtshof hat es für zulässig erachtet, dass die Bundesnetzagentur auf der gesetzlichen Grundlage die Eigenkapitalkosten der Betreiber von Gas- und Stromversorgungsnetzen aufgrund eines eigenen Ermessens aus historischen Datenreihen von Dimson, Marsh und Staunton (DMS) herleitet, was im Ergebnis zu einer niedrigeren Marktrisikoprämie führt. Der Bundesgerichtshof hat dabei lediglich festgestellt, dass die Empfehlungen des FAUB zur Marktrisikoprämie nicht überlegen und auch nicht zwingend seien

BGH, Beschl. v. 9. Juli 2019 – EnVR 41/18 –, Rn. 7 ff., juris.

- 716 Das bedeutet aber im Umkehrschluss, dass die vom Sachverständigen auf der Grundlage der FAUB-Empfehlungen geschätzte Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern jedenfalls ebenso vertretbar ist, wie die von der Bundesnetzagentur gewählte Methode.
- 717 Vor diesem Hintergrund hat die neuere Rechtsprechung zu aktienrechtlichen Abfindungssachverhalten auch keinen Anlass gesehen, aufgrund der erwähnten BGH-Entscheidungen zum Energiewirtschaftsrecht von den Empfehlungen des FAUB zur Marktrisikoprämie – hier 5,5 % nach Steuern – abzuweichen, denn das hieße, eine vertretbare Methode durch eine andere zu ersetzen

OLG München, Beschl. v. 03.09.2019 - 31 Wx 358/16, AG 2020, 133, 136, juris Rn. 111; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 13. September 2021 – 26 W 1/19 (AktE) –, Rn. 63, juris; OLG Frankfurt, Beschl. v. 8. September 2020 – 21 W 121/15 –, Rn. 132, juris; Hanseatisches Oberlandesgericht in Bremen, Beschl. v. 15. Mai 2020 – 2 W 47/19 –, Rn. 41, juris.

3. Betafaktor

- 718 Zur Vermeidung von Wiederholungen kann zunächst auf die umfangreichen Ausführungen zum Betafaktor Bezug genommen werden.

a. „Synthetischer Betafaktor“

- 719 Der Sachverständige hat alle relevanten Risikoeinflüsse berücksichtigt. Während sowohl die Antragstellerseite als auch die Antragsgegnerseite jeweils die Risikofaktoren, die für sie günstig sind, für entscheidend halten, hat der Sachverständige ein schlüssiges Gesamtbild zum Risiko der GDH geliefert, indem er auch den unternehmenseigenen Betafaktor der GDH sowie die Betafaktoren der sowie die Betafaktoren der Spartengesellschaften in seine Schätzung einbezogen hat. Seine umfangreichen und sehr detaillierten Ausführungen zur Herleitung des Gesamtrisikos i. H. v. 0,98 ohne Berücksichtigung der unterschiedlichen Gewinnberechtigung sind einschränkungslos überzeugend. Von einem „synthetischen“ Konzernbetafaktor der GDH am oberen Rand des relevanten unternehmenseigenen Betafaktors kann keine Rede sein.

b. Spreizung der Betafaktoren

- 720 Die Kritik der Antragsteller zu 67-73 u. a., dass die extreme Bandbreite der Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen deutlich zeige, dass eine darauf beruhende Herleitung des Betafaktors der GDH wenig Sinn mache, ist im Ergebnis ohne Belang. Denn der Sachverständige hat den Betafaktor der GDH aus einer Gesamtbetrachtung gewonnen, u. a. aus

den Betafaktoren von Peer Group-Unternehmen. Richtig ist zwar, dass die herangezogenen Peer Group-Unternehmen im Durchschnitt höhere Betafaktoren als die GDH aufwiesen. Das ist aber ein Faktum und kein Grund, diese Betafaktoren nicht in die Gesamtbeurteilung einzubeziehen. Problematisch könnte dieser Umstand nur dann sein, wenn sich daraus Widersprüche zum eigenen Betafaktor des Bewertungsobjekts ergeben würden. Diese sind von den Antragstellern aber nicht aufgezeigt worden.

c. Berücksichtigung des Betafaktors der Muttergesellschaft und der Konzerngesellschaften der GDH

721 Die Berücksichtigung der Risiken der Muttergesellschaft und der Konzerngesellschaften der GDH ist im Hinblick auf das Wertadditivprinzip nicht zu beanstanden. Diese Argumentation erscheint auf den ersten Blick wegen der stand alone-Prämisse fraglich, da die Ertragskraft des eigenständigen Unternehmens zu ermitteln ist. Dennoch spricht für diesen Ansatz, dass sich der unternehmenseigene Betafaktor der GDH nicht auf stand alone-Basis gebildet hat, sondern im Konzernverbund mit der Muttergesellschaft und den Tochtergesellschaften der GDH. Damit ist gemeint, dass der am Kapitalmarkt gemessene unternehmenseigene Betafaktor kein isoliertes Risiko der GDH wiedergibt. Vielmehr bezog sich die Risikoeinschätzung in der Vergangenheit zwangsläufig auf die Einbindung der GDH in den Konzernverbund.

d. Verwendung einer internationalen Peer Group

722 Es muss nicht abschließend entschieden werden, ob die von dem Antragsteller zu 65 vorgebrachte Kritik, dass die Verwendung einer nationalen Marktrisikoprämie und eines auf einer internationalen Peer Group-basierenden Betafaktors inkonsistent sei, zutreffend ist. Das könnte allenfalls dann zutreffend und im Ergebnis entscheidend sein, wenn der Betafaktor ausschließlich auf der Grundlage internationaler Peer Group-Unternehmen abgeleitet worden wäre.

723 Der Sachverständige hat in seiner letzten Stellungnahme ausgeführt, dass es in der Bewertungspraxis national sowie international üblich sei, den Risikozuschlag auf der Basis der nationalen Marktrisikoprämie und eines internationalen Peer Group-Betafaktors zu schätzen. Zudem sei der Betafaktor für die GDH auch nicht ausschließlich aus einer Peer Group-Analyse hergeleitet worden, sondern zusätzlich seien der unternehmenseigene Betafaktor der GDH, die Betafaktoren der spartenspezifischen Konzerngesellschaften der GDH und der Betafaktor der Muttergesellschaft in die Gesamtbeurteilung

eingeflossen. Die jeweils ermittelten Bandbreiten seien trotz der Berücksichtigung internationaler Peer Group-Unternehmen eine geeignete Schätzgrundlage.

- 724 Diesen Ausführungen des Sachverständigen ist zuzustimmen. Nach der Rechtsprechung kann zur Bildung einer Peer Group trotz Verwendung einer nationalen Marktrisikoprämie auf ausländische Vergleichsunternehmen zurückgegriffen werden

OLG Düsseldorf, Beschl. v. 11.05.2020 - I-26 W 14/17 [AktE], BeckRS 2020, 28412 Rn. 54; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 27.05.2009 - I-26 W 5/07 [AktE], WM 2009, 2220, 2226, juris Rn. 120; OLG Frankfurt, Beschl. v. 26.01.2017 - 21 W 75/15, AG 2017, 790, 795, juris Rn. 81; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 13. September 2021 - 26 W 1/19 (AktE) -, Rn. 75, juris.

- 725 Denn Voraussetzung ist ohnehin, dass die Peer Group-Unternehmen hinsichtlich Chancen und Risiken mit dem zu bewertenden Unternehmen vergleichbar sind. Unter der vom Sachverständigen konstatierten Prämisse, dass in entwickelten Märkten das lokale Marktportfolio gut diversifiziert sei und dieses typischerweise im hohen Maße mit dem globalen Portfolio korreliere, dürften die Unterschiede in der Risikobewertung von nationalen und internationalen Unternehmen der jeweiligen Branche marginal sein. Jedenfalls fallen sie im konkreten Bewertungsfall nicht ins Gewicht, da sowohl das unternehmenseigene Beta der GDH als auch das Beta der inländischen spartenspezifischen Konzerngesellschaften in die Gesamtbetrachtung eingeflossen sind.

e. Berücksichtigung des eigenen Betafaktors der GDH

- 726 Die Antragsgegnerin hat auch zuletzt keine neuen Aspekte aufgezeigt, dass der unternehmenseigene Betafaktor der GDH nicht verwendet werden kann. Nach ihrer Ansicht gibt es klare Anzeichen dafür, dass der eigene Betafaktor der GDH nicht aussagekräftig sei. Der Free Float mit gerade noch 7 % das Handelsvolumen und nur noch 2 % des Grundkapitals pro Jahr deuteten auf eine bereits sehr geringe Liquidität der Aktien der GDH hin. Der vom Sachverständigen untersuchte Bid-Ask-Spread (BAS) mit Durchschnittswerten von 1,8 % und 1,9 % sei höher als der üblicherweise als Grenzwert genannte BAS. Selbst wenn der Betafaktor trotz geringer Liquidität für geeignet erachtet werde, sei jedenfalls zu berücksichtigen, dass die Betafaktoren von Aktien mit geringer Liquidität das systematische Risiko der betroffenen Unternehmen deutlich unterschätzen, wie sich aus empirischen Untersuchungen von Franken/Schulte, WPG 2010, 1110 ff., ergebe.

- 727 Das von der Antragsgegnerin angeführte Handelsvolumen und der geringe Free Float sind im Gutachten gewürdigt worden. Der Sachverständige hält diese Zahlen für belastbar. Letztlich ersetzt die Antragsgegnerin die Meinung des Sachverständigen durch ihre eigene Meinung, allerdings ohne Erläuterung, warum die eigene Meinung zwingend bzw. alternativlos ist.
- 728 Entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin kann auch nicht davon ausgegangen werden, dass der eigene Betafaktor der GDH nur eine geringe Bedeutung hat. Er ist grundsätzlich von großer Bedeutung, da er primär das Risikomaß für die alternative Anlage ist. Gleichwohl ist es nicht zu beanstanden und sachgerecht, dass der Sachverständige aufgrund des SÖTP-Ansatzes den Betafaktor zusätzlich aus einer spartenspezifischen Peer Group abgeleitet.

f. Wachstumsabschlag in der ewigen Rente

- 729 Die von dem Antragsteller zu 128 geäußerten Bedenken zum gutachterlich bestimmten Wachstumsabschlag sind nicht begründet. Der Antragsteller bezieht sich insoweit auf die Ausführungen von Knoll, wonach der Wachstumsabschlag mit der unternehmensspezifischen Inflationsrate identisch sein müsse, da ansonsten das Unternehmen real schrumpfe und irgendwann überschuldet sei.
- 730 Der Antragsteller zu 128 setzt sich dabei aber nicht mit der ausführlichen Begründung im Gutachten zum Wachstumsabschlag auseinander (S. Beschluss, S. 88 ff.). Insbesondere wird verkannt, dass dem ermittelten Wachstumsabschlag zwischen 0,5 % bis 1,0 % inflationär- und thesaurierungsbedingte Wachstumsraten der finanziellen Überschüsse in einer Bandbreite von 4,6 % bis 5,2 % zugrunde liegen (S. Tz. 428 Hauptgutachten). Diese Wachstumsraten des GDH-Konzerns liegen überwiegend über den historischen Marktwachstumsraten.

III. Bewertung der DVAG

- 731 Die gutachterliche Bewertung der DVAG ist in jeder Hinsicht nachvollziehbar und überzeugend. Die dagegen aufrechterhaltene Kritik der Antragsgegnerin überzeugt hingegen nicht.
- 732 Der gutachterlich ermittelte deutlich höhere Unternehmenswert der GDH resultiert im Wesentlichen aus einer höheren Bewertung der DVAG und der GI. Die DVAG wurde im Rahmen der Unternehmensbewertung durch die lediglich mit dem anteiligen

Buchwert des Eigenkapitals berücksichtigt. Diese methodische Vorgehensweise führt zu einer unangemessenen Barabfindung.

1. Planungsrechnung

- 733 I hat in ihrem für die Antragsgegnerin erstellten Privatgutachten die gutachterliche Bewertung der DVAG in einzelnen Punkten als unplausibel bzw. unzutreffend bezeichnet und den Ansatz anderer Parameter gefordert. Der Gutachter hat sich kritisch mit diesen Einwendungen auseinandergesetzt. Sowohl bei der Prognose der sonstigen betrieblichen Erträge als auch bei der Ermittlung des Finanzergebnisses seien ebenfalls alternative Annahmen im Vergleich zu der originären Bewertung vom 23.6.2020 vertretbar und plausibel. Insbesondere beim Finanzergebnis hat der Sachverständige deshalb Anpassungen vorgenommen, die zu einer marginal niedrigeren Bewertung der DVAG respektive einem geringfügig niedrigeren Wert der GDH führen. Zur Vermeidung von Wiederholungen kann auf die vorstehenden Ausführungen in diesem Beschluss (S. 188 ff.) verwiesen werden.
- 734 Die anhaltende Kritik der Antragsgegnerin, der Sachverständige habe bei der von ihm erstellten Planung für die DVAG zu optimistische Ergebnisse geplant, wird von der Kammer nicht geteilt. Die Antragsgegnerin begründet ihre Ansicht insbesondere damit, dass die DVAG im Jahre 2018 und damit nach dem Stichtag den Exklusivbetrieb der Generali-Versicherungsgesellschaften für die GDH-Gruppe übernommen habe, wodurch die Ergebnisse deutlich angestiegen seien. Der Sachverständige habe im Gutachten dargestellt, dass die Ist-Werte bis einschließlich 2017 stets – teilweise deutlich – unter den Planwerten des Sachverständigen lagen. Das ändere sich erst in den Jahren 2018-2020. Der Anstieg der Ist-Werte in diesen Jahren habe jedoch einen besonderen Hintergrund. Anfang 2018 habe die GDH-Gruppe den Exklusivvertrieb der Generali Versicherungsgesellschaften auf die DVAG übertragen. Dadurch seien die Ergebnisse deutlich angestiegen, wie der Sachverständige selbst an anderer Stelle hervorgehoben habe. Die Übernahme des Exklusivvertriebes durch die DVAG sei zum Bewertungsstichtag nicht vorhersehbar gewesen. Daher könnten die Ergebnissteigerungen nicht berücksichtigt werden. Wenn sich auf diesem hohen Niveau die Planzahlen und die Ist-Werte decken würden, bedeute dies zwangsläufig, dass die vorgelegte Planung ohne Berücksichtigung der Übernahme des exklusiven Vertriebes durch die DVAG zu optimistisch sei. Auch der Sachverständige habe an anderer Stelle hervorgehoben, dass die Ergebnisse der DVAG dadurch deutlich angestiegen seien.

Summe der operativen Erträge (SoE)	1.098	1.145	1.221	1.244	1.252	1.277	1.316	1.332	1.348	1.363	1.377
Wachstum in %	-2,7	4,3	6,6	1,9	0,6	2,0	3,7	1,2	1,2	1,1	2,1
Personalaufwand	-36	-37	-41	-42	-43	-44	-45	-46	-47	-48	-48
in % der SoE	3,3	3,2	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5	3,5
Aufwendungen für Beratung und Vermittlung	-782	-805	-858	-878	-882	-899	-927	-937	-947	-957	-966
in % der Umsatzerlöse	73,4	72,4	72,3	72,7	72,7	72,7	72,7	72,7	72,7	72,7	72,7
SbA	-43	-44	-47	-48	-48	-49	-51	-52	-52	-53	-53
in % der SoE	3,9	3,9	3,8	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
EBITDA	236	260	275	276	278	284	294	298	302	306	309
in % der SoE	21,5	22,7	22,5	22,2	22,2	22,2	22,3	22,4	22,4	22,5	22,5
Abschreibungen	-16	-6	-9	-12	-14	-16	-18	-21	-23	-24	-20
in % der SoE	1,4	0,5	0,7	1,0	1,1	1,3	1,4	1,6	1,7	1,8	1,4
Operatives Ergebnis (EBIT)	221	250	266	263	264	268	275	277	279	282	290
in % der SoE	20,1	21,9	21,8	21,2	21,7	21,0	20,9	20,8	20,7	20,7	21,0
Finanzergebnis	12	11	9	17	19	18	18	17	17	17	20
Neutrales Ergebnis	-4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern (EBT)	228	261	276	280	282	286	293	294	296	299	310
in % der SoE	20,8	22,9	22,6	22,5	22,6	22,4	22,3	22,1	21,9	21,9	22,5
Unternehmenssteuern	-78	-94	-91	-90	-90	-91	-94	-94	-94	-95	-99
Jahresüberschuss	150	167	185	191	192	195	199	200	201	203	211
in % der SoE	13,7	14,7	15,1	15,3	15,4	15,3	15,2	15,0	14,9	14,9	15,3

Tabelle 97 - (Plan-)Gewinn- und Verlustrechnung der DVAG im Zeitraum von 2010 bis 2019 und nachhaltig

- 737 Auf der Basis der dargestellten Einzelposten ergibt sich für das Jahr 2013 ein EBITDA i. H. v. EUR 276 Mio. Bis zum Planjahr 2016 steigt das EBITDA um EUR 19 Mio. auf EUR 294 Mio. an. Die EBITDA-Marge, als das Verhältnis des EBITDA zu der Summe der operativen Erträge, entwickelt sich von 22,2 % in 2013 auf 22,3 % im Jahr 2016. Bis zum Planjahr 2019 steigt das EBITDA um weitere EUR 12 Mio. auf EUR 306 Mio. an. Die EBITDA-Marge entwickelt sich von 22,4 % im Jahr 2017 auf 22,5 % im Jahr 2019. Nachhaltig beträgt das EBITDA EUR 309 Mio., die EBITDA-Marge liegt bei 22,5 %. Insgesamt liegt die EBITDA-Marge damit innerhalb der historischen Bandbreite der DVAG. Die im Rahmen des EBITDA berücksichtigten GuV-Posten Provisionserlöse, sonstige betriebliche Erträge, sonstige betriebliche Aufwendungen sowie das Finanzergebnis sind zusätzlich erläutert worden.
- 738 Unter Berücksichtigung der Abschreibungen, des Finanzergebnisses sowie der Unternehmenssteuern ergibt sich für die DVAG im ersten Planjahr 2013 ein Jahresüberschuss i. H. v. EUR 191 Mio., der bis zum Jahr 2020 auf EUR 211 Mio. ansteigt. Die Rendite bezogen auf die operativen Erträge beträgt im Planungszeitraum von 2013 bis 2019 durchschnittlich 15,1 % und steigt ab dem Jahr 2020 auf 15,3 % an.

739 Die Beurteilung der Plausibilität einer Planungsrechnung erfolgt regelmäßig über Plan-Ist-Analysen. Dabei werden zunächst im Rahmen der Vergangenheitsanalyse die jeweiligen Plan-Zahlen den jeweiligen Ist-Zahlen gegenübergestellt, um so einen Eindruck von der Planungstreue des Unternehmens zu erhalten. Dabei handelt es sich regelmäßig um ex post-Betrachtungen. Diese Vorgehensweise zur Planungsplausibilisierung ist auch in der Rechtsprechung anerkannt.

OLG Frankfurt am Main, Beschl. v. 29.1.2016 – Az. 21 W 70/15; OLG Frankfurt am Main, Beschl. v. 18.12.2014 – Az. 21 W 34/12.

740 Ergänzend zeigt die folgende Tabelle die Gegenüberstellung der gutachterlichen Planzahlen mit den von der DVAG für die jeweiligen Jahre berichteten Ist-Zahlen sowie die jeweiligen Abweichungen. Die Ist-Zahlen dienen dabei einer zusätzlichen Plausibilisierung der gutachterlichen Planzahlen, sie waren nicht Grundlage seiner Planung.

DVAG	Plan	Plan	Plan	Plan	Grobplanungsphase			nachhaltig
Plan-Ist-Vergleich	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	ab 2020
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €				
Provisionserlöse Plan	1.207	1.214	1.237	1.275	1.289	1.303	1.316	1.329
Wachstum	1,8%	0,5%	1,9%	3,1%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%
Provisionserlöse IST	1.130	1.190	1.256	1.307	1.347	1.567	1.871	1.982
Wachstum	-4,7%	5,3%	5,5%	4,1%	-3,0%	16,4%	19,4%	5,9%
Relative Abweichung IST/Plan	-6,4%	-1,9%	1,5%	2,6%	-4,5%	20,3%	42,2%	49,2%
sbE Plan	37	38	40	42	44	46	48	48
Wachstum	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	1,0%
sbE IST	38	34	50	29	20	68	16	20
Wachstum	8,0%	-9,2%	44,9%	-41,7%	-30,2%	235,1%	-76,6%	26,5%
Relative Abweichung IST/Plan	3,4%	-10,1%	24,7%	-30,5%	-53,6%	48,9%	-66,6%	-58,2%
Provisionsaufwand Plan	878	882	899	927	937	947	957	966
in % der UE	72,7%	72,7%	72,7%	72,7%	72,7%	72,7%	72,7%	72,7%
Provisionsaufwand IST	827	847	885	941	967	1.172	1.355	1.448
in % der UE	73,2%	71,2%	70,4%	72,0%	71,8%	74,8%	72,4%	73,0%
Relative Abweichung IST/Plan	-5,7%	-4,0%	-1,6%	1,5%	3,2%	23,7%	41,6%	49,8%

DVAG	Plan	Plan	Plan	Plan	Grobplanungsphase			nachhaltig
Plan-Ist-Vergleich	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	ab 2020
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €				
EBITDA Plan	276	278	284	294	298	302	306	309
EBITDA-Marge Plan	22,2%	22,2%	22,2%	22,3%	22,4%	22,4%	22,5%	22,5%
EBITDA IST	251	284	295	280	277	322	373	342
EBITDA-Marge IST	21,5%	23,2%	22,6%	21,0%	20,3%	19,7%	19,8%	17,1%
Relative Abweichung IST/Plan	-9,0%	2,2%	3,7%	-4,5%	-7,0%	6,7%	21,8%	10,6%
EBIT Plan	263	264	268	275	277	279	282	290
EBIT-Marge Plan	21,2%	21,1%	21,0%	20,9%	20,8%	20,7%	20,7%	21,0%
EBIT IST	240	271	280	267	256	289	323	294
EBIT-Marge IST	20,6%	22,1%	21,5%	19,9%	18,7%	17,7%	17,1%	14,7%
Relative Abweichung IST/Plan	-8,7%	2,8%	4,6%	-3,1%	-7,5%	3,5%	14,5%	1,6%

Jahresüberschuss Plan	191	192	195	199	200	201	203	211
Umsatzrendite Plan	15,3%	15,4%	15,3%	15,2%	15,0%	14,9%	14,9%	15,3%
Jahresüberschuss IST	176	154	186	189	196	202	204	212
Umsatzrendite IST	15,1%	12,6%	14,3%	14,1%	14,3%	12,4%	10,8%	10,6%
Relative Abweichung IST/Plan	-7,7%	-19,7%	-4,4%	-5,3%	-2,0%	0,4%	0,2%	0,5%

Tabelle 98 - Gegenüberstellung Plan- und IST-Zahlen von 2013 bis 2020

- 741 Die Gegenüberstellung zeigt laut Gutachten insbesondere in Bezug auf die Planung der Provisionserlöse, dass sich diese bis zum Jahr 2017 nur verhältnismäßig gering von den tatsächlichen Provisionserlösen der DVAG unterscheiden. Ab dem Jahr 2018 steigen die IST-Erlöse deutlich an, was auf die Übertragung des Ausschließlichkeitsvertriebs der Generali-Gruppe zurückzuführen sein könnte, und liegen somit auch im Jahr 2020 über den von dem Sachverständigen für die DVAG nachhaltig geplanten Provisionserlösen.
- 742 Vor diesem Hintergrund hält der Sachverständige die für die DVAG erstellte Planung auch im Vergleich zu den tatsächlichen IST-Zahlen für plausibel. Die größte Relevanz besitze dabei der Jahresüberschuss, der die Grundlage zur Ableitung der finanziellen Überschüsse der Anteilseigner darstelle. Die Gegenüberstellung der gutachterlichen Planzahlen mit den IST-Werten bestätigt insbesondere die gutachterliche Annahme zur Ermittlung dieser Ergebnisgröße. So beträgt der vom Sachverständigen angesetzte Jahresüberschuss in seinem nachhaltigen Ergebnis im Jahr 2020 ff. EUR 211 Mio. Der im Jahr 2020 tatsächliche erzielte Jahresüberschuss der DVAG i. H. v. EUR 212 Mio. ist nahezu deckungsgleich. Auch in den Jahren zuvor weichen die realisierten Jahresüberschüsse nur unwesentlich von den von sachverständigenseits prognostizierten Jahresüberschüssen ab.
- 743 Vor diesem Hintergrund wird deutlich, dass bei der Planung der Provisionserlöse der DVAG nicht, wie die Antragsgegnerin meint, etwaige Erlöse aus der Übernahme des im Jahr 2018 übernommenen exklusiven Vertriebs berücksichtigt wurden. Die Plandaten sind unbeeinflusst davon.
- 744 Zusätzlich hat der Sachverständige im Rahmen der externen Plausibilitätsbeurteilung seine Planungsprämissen anhand von Kennzahlen der wesentlichen Wettbewerber der DVAG auf dem deutschen Allfinanzmarkt plausibilisiert und damit die eigene Planung validiert. Hierzu zählen neben der Entwicklung der Provisions- bzw. Umsatzerlöse u.a. die EBIT-Marge, die Kosten-/Ertragsrelation sowie die Umsatzrendite der wesentlichen deutschen Allfinanzbetriebe. Die Daten sind über einen Zeitraum von 2006 bis 2012 analysiert worden. Folgende Tabelle zeigt diese Analysen auf aggregierter Ebene:

Gesellschaft	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Umsatz- bzw. Provisionserlöse in Mio. €							
DVAG	863	1.004	1.224	1.097	1.066	1.111	1.186
Übrige	287	314	311	266	268	279	257
EBIT-Margen							
DVAG	18,8%	19,1%	17,3%	18,2%	20,7%	22,8%	22,5%
Übrige	4,8%	8,7%	5,7%	2,4%	6,6%	8,0%	8,2%
Kosten-Ertragsrelation							
DVAG	81,2%	80,9%	82,7%	81,8%	79,3%	77,2%	77,5%
Übrige	95,2%	91,3%	94,3%	97,6%	93,4%	92,0%	91,8%
Umsatzrenditen							
DVAG	13,2%	12,6%	12,2%	12,7%	14,1%	15,4%	15,6%
Übrige	1,7%	5,7%	4,1%	3,6%	3,6%	3,3%	4,6%

Tabelle 99 - Zusammenfassende Darstellung wesentlicher Ertragskennzahlen der DVAG und ihrer wesentlichen Wettbewerber von 2006 bis 2012

- 745 Die Tabelle verdeutlicht die marktführende Position der DVAG, deren Umsatzerlöse im Betrachtungszeitraum weit oberhalb der übrigen Marktteilnehmer liegen. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (Compound Annual Growth Rate, „**CAGR**“) der Umsatzerlöse beträgt für den Zeitraum von 2006 bis 2012 für die DVAG 5,4 %, wohingegen die CAGR der Vergleichsunternehmen im Mittel bei -1,5 % liegt.
- 746 Die Kosten-Ertragsrelation der DVAG liegt dabei in den Jahren 2006 bis 2012 jeweils unterhalb der Kosten-Ertragsrelation sämtlicher in die Analyse einbezogener Wettbewerber. Auch in dieser Gegenüberstellung zeigt sich die hohe Rentabilität der DVAG im Vergleich zu den Wettbewerbern. Die Kosten-Ertragsrelation der DVAG beläuft sich im betrachteten Zeitraum von 2006 bis 2012 im Mittel auf 80,1 %, wohingegen die Wettbewerber im Mittel eine Kosten-Ertragsrelation i. H. v. 93,4 % aufweisen.
- 747 Auch in Bezug auf die Umsatzrendite entwickelt sich die DVAG oberhalb bzw. am oberen Rand der Wettbewerber. Über den betrachteten Zeitraum liegen die Umsatzrenditen der Wettbewerber im Durchschnitt zwischen -2,1 % (Postbank Finanzberatung) und 7,9 % (MLP). Die durchschnittliche Umsatzrendite der DVAG beträgt im selben Zeitraum 13,7 % und liegt deutlich oberhalb dieser Bandbreite.
- 748 Insgesamt zeigen die dargestellten Analysen zur Entwicklung wesentlicher Kennzahlen der deutschen Allfinanzbranche deutlich die Ertragsstärke der DVAG im Vergleich zu ihren Wettbewerbern sowie die mit Abstand marktführende Position der DVAG. Dies wird durch die Stellungnahme der Antragsgegnerin bzw. die gutachtliche Stellungnahme von jedoch nicht deutlich, da sich diese lediglich auf das EBITDA und nicht auf die relevanten Jahresergebnisse der DVAG beziehen.

749 Die Kammer hält diese Ausführungen des Sachverständigen für überzeugend. Der Kerneinwand der Antragsgegnerin, dass bei der Planung ab dem Jahr 2018 zusätzliche Erlöse aus der Übernahme des exklusiven Vertriebs durch die DVFA berücksichtigt worden seien, ist sehr detailliert und nachvollziehbar vom Sachverständigen widerlegt worden.

2. Betafaktor

750 Auch die anhaltende Kritik der Antragsgegnerin zur methodischen Herleitung des Betafaktors der DVAG von 0,7 gibt keine Veranlassung, die diesbezüglichen Feststellungen des Sachverständigen infrage zu stellen.

751 Die Antragsgegnerin beanstandet in ihrer letzten Stellungnahme, dass der Sachverständige den Betafaktor der DVAG von 0,7 methodisch falsch ermittelt habe. Denn es sei lediglich eine Peer Group mit drei Unternehmen berücksichtigt worden, wobei der höchste und der niedrigste Wert aufgrund der Verwendung des Median ausgeschieden seien, so dass im Ergebnis nur ein Unternehmen bei der Ableitung des Peer Group-Betas berücksichtigt worden sei. Bei einer Mittelwertbildung zu allen drei Peer Group-Unternehmen sei ein Betafaktor in einer Bandbreite von 0,80-1,11 berechtigt. Zudem sei der Betafaktor von MLP bei zweijähriger Betrachtung berücksichtigt worden, obwohl das Bestimmtheitsmaß zu gering und der sogenannte T-Test nicht bestanden worden sei. Unabhängig davon sei der Betafaktor der DVAG unzulässig reduziert worden. Auf diese Kritik sei der Sachverständige in seiner ergänzenden Stellungnahme nicht eingegangen. Es sei ein Wert an der untersten Grenze der Bandbreite angesetzt worden in der fehlerhaften Annahme, dass der Betafaktor der DVAG unter Berücksichtigung der Betafaktoren der operativen Versicherungsgesellschaften der GDH in deren Betafaktor überführbar sein müsse.

752 Der Sachverständige hat sich mit diesen Einwänden im Ergänzungsgutachten auseinandergesetzt. Zunächst geht er in nochmals auf die Herleitung des Betafaktors für den GDH-Konzern zwischen 0,9 und 1,0 ein. Er zeigt auf, dass die Annahme eines Betafaktors von 0,7 für die DVAG in einen konzerneinheitlichen Betafaktor von 0,98 bzw. 1,02 mündet, je nach Berücksichtigung der unterschiedlichen Aktiengattungen.

753 Zusätzlich zur Herleitung des Betafaktors der DVAG als Residualgröße hat der Gutachter den Betafaktor auf der Basis einer Peer Group-Analyse hergeleitet. Dabei hat er sechs

börsennotierte Unternehmen identifiziert, deren Geschäftsmodell mit der DVAG vergleichbar seien. Nach Anwendung von Liquiditätskriterien seien drei Vergleichsunternehmen verblieben, und zwar die MLP SE, Rathbone Brothers Inc. und die Swiss Life Holding AG. Für die drei Vergleichsunternehmen hat der Sachverständige zum Bewertungsstichtag folgende unverschuldete Betafaktoren ermittelt:

Übersicht Betafaktoren Peer Group DVAG	Index	2 Jahre, wö- chentlich	3 Jahre, wöchentlich	5 Jahre, mo- natlich
MLP SE	CDAX	0,18	0,36	1,10
Rathbone Brothers Inc	ASX	0,73	0,71	0,48
Swiss Life Holding AG	SPI	1,48	1,62	1,74
Mittelwert		0,80	0,90	1,11
Median		0,73	0,71	1,10

Tabelle 100 - (Unverschuldete) Betafaktoren der Peer Group der DVAG für unterschiedliche Betrachtungszeiträume und Renditeintervalle

- 754 Zusammengefasst liegen die Betafaktoren in einem zwei- und dreijährigen Betrachtungszeitraum mit wöchentlichen Renditeintervallen und im fünfjährigen Betrachtungszeitraum mit monatlichen Renditeintervallen im Mittelwert in einer Bandbreite zwischen 0,8 und 1,1 und im Median zwischen 0,7 und 1,1.
- 755 Zusätzlich hat sich der Gutachter mit den von der Antragsgegnerin vorgelegten Analysen der zur Entwicklung der rollierenden Betafaktoren auseinandergesetzt. Dazu hat er in seinem Ergänzungsgutachten die rollierenden Betafaktoren der MLP im Zeitraum von 2009-2013 wie folgt dargestellt hat:

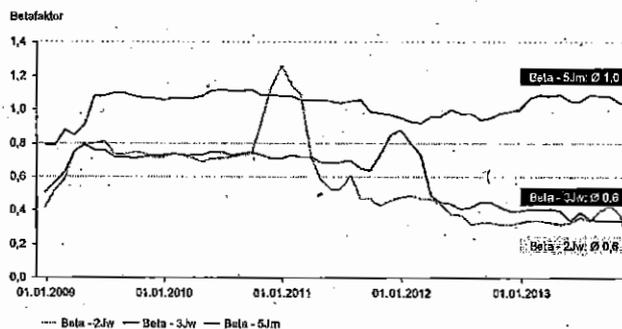


Abbildung 29 - Entwicklung der rollierenden Betafaktoren der MLP SE im Zeitraum von 2009 bis 2013

Aus der vorstehenden Darstellung geht nach den Ausführungen des Sachverständigen hervor, dass mit einigen Ausnahmen die rollierenden Betafaktoren für unterschiedliche Zeiträume parallele Verläufe aufweisen. Dass die rollierenden zwei- und dreijährigen Betafaktoren zeitweise volatiler seien, verwundere nicht, da wöchentliche Renditeintervalle zugrunde gelegt werden, während bei den rollierenden fünfjährigen Betafaktoren die Volatilitäten durch die Einbeziehung monatlicher Renditen geglättet werden. Hieraus

folgt insgesamt aber nicht, dass fünfjährige Betafaktoren mit monatlichen Renditeintervallen vorzugswürdig seien.

756 Zu dem Einwand der Antragsgegnerin, dass die Konzerngesellschaften der GDH und der DVAG von denselben Produkten und Kunden abhängig sei und es eine wechselseitige Abhängigkeit zwischen der GDH und der DVAG gebe mit der Folge, dass auch der Betafaktor der DVAG entsprechend höher ausfallen müsse, hat der Sachverständige ausgeführt, dass es erhebliche Unterschiede zwischen den Konzerngesellschaften der GDH und der DVAG gebe, die die unterschiedlich hohen Betafaktoren rechtfertigten. Die Konzerngesellschaften seien Risiken ausgesetzt, die auf die DVAG nicht zuträfen. Das gelte beispielsweise für die Risiken der Versicherungsgesellschaften der GDH zu den versicherungstechnischen Risiken (Prämienrisiko, Reserverisiko, Zinsgarantierisiken usw.). Diese Risiken träfen die DVAG nicht, da sie mit Vertragsabschluss einen Anspruch auf die Provision habe. Daher seien die diesbezüglichen Einwände der Antragsgegnerin unzutreffend, was die Kammer ebenso sieht.

757 Bei dieser Sachlage ist festzustellen, dass der Sachverständige den Betafaktor der DVAG nicht ausschließlich auf der Grundlage einer Peer Group ermittelt hat, sondern er ihn vielmehr als Residualgröße unter Berücksichtigung der Betafaktoren der Konzerngesellschaften ermittelt hat. Entgegen der Darstellung der Antragsgegnerin wurde der Betafaktor der GDH und der Konzerngesellschaften solide ermittelt. Dagegen hat die Antragsgegnerin zuletzt nichts mehr eingewendet, sondern lediglich darauf hingewiesen, dass die diesbezüglich vom Sachverständigen verwendete Studie von Fuller und Kerr nicht unumstritten sei, was aber kein beachtlicher Einwand ist.

758 Lediglich ergänzend hat der Gutachter eine Peer Group-Analyse für die DVAG durchgeführt. Zwar ist die Datenbasis schwach, da lediglich drei Vergleichsunternehmen berücksichtigt werden konnten. Allerdings dient diese Analyse auch lediglich der Bestätigung. Selbst wenn die höheren rollierenden Betafaktoren der MLP SE für den Betrachtungszeitraum von zwei Jahren, drei Jahren und fünf Jahren zugrunde gelegt werden, ergibt sich daraus aber letztendlich kein anderes Ergebnis. Bei der Verwendung des Median verbleibt es bei dem Betafaktor von 0,7 für die DVAG. Doch selbst bei der von der Antragsgegnerin favorisierten Mittelwertbildung ergeben sich nicht zwangsläufig Mittelwerte von 0,94 (zwei Jahre), 0,89 (drei Jahre) und 1,07 (fünf Jahre), denn diese Art der Mittelwertbildung ist ebenso angreifbar wie die Bildung des Median. Denn bei der Mittelwert-

bildung würde der sehr hohe Betafaktor der Swiss Life Holding von 1,48-1,74 in die Berechnung einfließen und damit als deutlicher Ausreißer den Mittelwert verzerren. Daher drängt sich auf, für die Mittelwertbildung auf die nahe zusammenliegenden Betafaktoren der MLP SE mit Werten von 0,60, 0,60 und 1,0 sowie der Rathbone Brothers mit Werten von 0,73, 0,71 und 0,48 zurückzugreifen bzw. diese deutlich zu gewichten. Dann erscheint sowohl der Peer Group-Betafaktor als auch der als Konzern-Residualwert ermittelte Betafaktor für die DVAG von 0,7 als sachgerecht.

I. Zusammenfassung

759 Auf der Grundlage des ausführlichen und in jeder Hinsicht überzeugenden Sachverständigengutachtens ist die angemessene Barabfindung gemäß den §§ 327a ff. AktG auf einen Betrag von EUR 135,99 festzusetzen. Dieser Betrag ergibt sich aus dem festgestellten Unternehmenswert der GDH i. H. v. EUR 7.300 Mio. Die angemessene Barabfindung i. H. v. 135,99 € liegt geringfügig unter dem zunächst im Gutachten festgestellten Wert je Aktie der GDH i. H. v. EUR 136,74 €. Die Gründe dafür sind im Ergänzungsgutachten und in diesem Beschluss dargelegt worden (vergleiche dazu Ziffer G.I. „Ergebnisse des Ergänzungsgutachtens“, S. 188 ff.). Der Börsenkurs liegt unter dem quotalen Unternehmenswert und ist folglich für die Bemessung der Abfindung nicht relevant.

760 Die Kammer geht davon aus, dass der Sachverständige mit dem vorgelegten Gutachten das Bewertungsziel – Verkehrswert des Unternehmens – trotz der primären Anwendung des IDW S 1 umfassend ermittelt hat. Denn aufgrund des klar formulierten Bewertungsauftrags hat der Sachverständige zusätzlich zur IDW S 1-Bewertung auch eine belastbare Multiplikatorbewertung sowie zusätzlich eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt, die den fundamentalen Unternehmenswert nach IDW S 1 bestätigt haben. Ferner ist zu berücksichtigen, dass die Bewertung der GDH inzwischen von drei Bewertungsexperten geprüft wurde und weitgehende Übereinstimmung – mit Ausnahme der DVAG – erzielt wurde. Aus diesem Grund besteht kein Anlass, aus den von der Kammer in anderem Zusammenhang geäußerten Zweifeln an der Bewertungszielerreichung des IDW S 1 weitere Prüfungen anzuordnen. Das gilt auch in Anbetracht der bereits erheblichen Verfahrensdauer von ca. 8 Jahren.

J. Zinsen

761 Die von einigen Antragstellern gestellten Anträge auf die Titulierung von Zinsen auf die gerichtlich festgesetzte Barabfindung sind zurückzuweisen.

762 Gegenstand des Spruchverfahrens ist nur die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung. Der im Spruchverfahren ergehende Beschluss ist kein Vollstreckungstitel. Über die Verzinsung als Teil des konkreten Zahlungsanspruchs hat daher im Streitfall erst das nach § 16 SpruchG für die Leistungsklage zuständige Gericht zu entscheiden, mit der der Anteilsinhaber einen Vollstreckungstitel erlangen kann

OLG Düsseldorf, Beschl. v. 4.7.2012 – I-26 W 11/11 (AktE), juris, Rn. 56.

K. Nebenentscheidungen

I. Verfahrenskosten

763 Die Gerichtskosten sind gemäß § 15 Abs. 2 S. 1 SpruchG der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Zu diesen Kosten zählen auch die Vergütung und die Auslagen des gemeinsamen Vertreters nach § 6 SpruchG. Das Honorar und die Auslagen des gemeinsamen Vertreters in konkreter Höhe werden durch gesonderten Beschluss festgesetzt.

764 Von dem Grundsatz der Belastung des Antragsgegners mit Gerichtskosten kann zwar aus Billigkeitsgründen abgewichen werden. Eine vollständige oder teilweise Kostenbelastung eines Antragstellers ist möglich bei einem offensichtlich unbegründeten, leicht erkennbar unzulässigen oder einem rechtsmissbräuchlichen Antrag. Ferner kann die Verletzung einer Verfahrensförderungspflicht zur Kostenbelastung des Antragstellers führen.

765 Zur Kostentragung der Antragsteller führende Billigkeitsgründe liegen aber nicht vor. Im Ergebnis haben die Anträge der Antragsteller bzw. des gemeinsamen Vertreters Erfolg, auch wenn das Ergebnis hinter ihren Vorstellungen zurückbleibt.

II. Außergerichtliche Kosten

766 Grundsätzlich haben die Verfahrensbeteiligten des Spruchverfahrens, entgegen der früheren Rechtslage nach § 13a FGG, ihre außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen

Hüffer, AktG, 10. Auflage, § 15 SpruchG Rn. 6.

767 Das Gericht kann gemäß § 15 Abs. 4 SpruchG anordnen, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig sind, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Im Allgemeinen wird es als der Billigkeit entsprechend angesehen, dem Antragsgegner neben den Gerichtskosten auch

die notwendigen außergerichtlichen Kosten der übrigen Beteiligten jedenfalls dann aufzuerlegen, wenn der Antrag deutlich Erfolg hat

Hüffer, AktG, 10. Auflage, § 15 SpruchG, Rn. 6.

768 Unter Berücksichtigung des deutlichen Erfolgs der zulässigen Anträge entspricht es der Billigkeit, die Antragsgegnerin mit den eigenen außergerichtlichen Kosten sowie denen der Antragsteller zu belasten, mit Ausnahme der Antragsteller zu 39, 94, 95, 114, 115, 120 und 121, die einen unzulässigen Antrag gestellt haben.

III. Gerichtlicher Geschäftswert

769 Der Geschäftswert beträgt EUR 7,5 Mio.

770 Nach § 74 GNotKG in der Fassung vom 23.7.2013 richtet sich der Geschäftswert im gerichtlichen Verfahren nach dem SpruchG nach dem Betrag, der von allen in § 3 SpruchG genannten Antragsberechtigten nach der Entscheidung des Gerichts zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt gefordert werden kann. Der Geschäftswert beträgt nach § 15 Abs. 1 S. 2 SpruchG mindestens EUR 200.000,00 und höchstens EUR 7,5 Mio. Maßgeblicher Zeitpunkt für die Bestimmung des Werts ist der Tag nach Ablauf der Antragsfrist.

771 Bei insgesamt 2.116.410 außenstehenden von insgesamt 53.679.994 ausgegebenen Inhaberaktien der GDH lag der Streubesitzanteil bei ca. 3,94 %. Aus der Erhöhung der Abfindung um EUR 28,22 von EUR 107,77 auf EUR 135,99 resultiert ein Geschäftswert in Höhe von ca. EUR 60 Mio. Dieser Betrag wird durch die Höchstgrenze gemäß § 74 GNotKG auf EUR 7,5 Mio. begrenzt.

IV. Geschäftswert der anwaltlichen Tätigkeit

772 Die Geschäftswerte der anwaltlichen Tätigkeit sind unabhängig von dem gerichtlichen Geschäftswert nach § 31 Abs. 1 RVG festzusetzen. Die Festsetzung erfolgt durch gesonderten Beschluss auf der Grundlage der mitgeteilten Beteiligungsverhältnisse.

Rechtsbehelfsbelehrung

773 Gegen die Entscheidung findet die Beschwerde statt. Die Beschwerde kann nur durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift eingelegt

werden. Die Beschwerde ist gemäß § 63 FamFG innerhalb eines Monats ab der Zustellung des Beschlusses an den Beteiligten einzulegen. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass des Beschlusses. Die Beschwerde ist nach § 64 Abs. 1 FamFG bei dem Gericht einzulegen, dessen Beschluss angefochten wird, hier beim Landgericht Köln. Die Beschwerde soll begründet werden. Eine Anschlussbeschwerde ist nach Maßgabe von § 66 FamFG möglich.