

Aktenzeichen:
24 AktE 2/13 (2)



Landgericht Mannheim

Beschluss

In dem Rechtsstreit

wegen Antrag gem. § 327f AktG

hat das Landgericht Mannheim - 4. Kammer für Handelssachen - durch die Vorsitzende Richterin
am Landgericht den Handelsrichter und den Handelsrichter am
08.05.2023 beschlossen:

1. Die Anträge der Antragsteller auf gerichtliche Bestimmung der angemessenen Barabfindung werden zurückgewiesen.
2. Die Antragsgegnerin trägt Kosten des Verfahrens und die außergerichtlichen Kosten des Vertreters der außenstehenden Aktionäre. Die Antragsteller und die Antragsgegnerin tragen ihre außergerichtlichen Kosten selbst.
3. Der Gegenstandswert wird auf 200.000 € festgesetzt.

Gründe:

I.

Die Beteiligten streiten um die angemessene Barabfindung nach § 327a AktG wegen der Übertragung von Anteilen auf die Hauptaktionärin.

1.)

Die Antragsteller waren Aktionäre der Mannheimer Holding AG mit Sitz in Mannheim.

Die Mannheimer Holding AG (im Folgenden: MAG) war die börsennotierte Muttergesellschaft der Mannheimer-Gruppe, eines auf Marktnischen und -segmente spezialisierten Versicherungskonzernes. Die MAG betrieb neben ihrer Funktion als konzernleitende Holding in geringem Umfang ein eigenes Rückversicherungsgeschäft. Das operative Versicherungsgeschäft wurde von den Konzerntöchtern Mannheimer Versicherung AG (im Folgenden: MVG), Mannheimer Krankenversicherung AG (im Folgenden: MKV) und mamax Lebensversicherung AG (im Folgenden: mamax), jeweils mit Sitz in Mannheim, betrieben.

Die Antragsgegnerin ist die vormalige (im Folgenden:) mit Sitz in Dortmund. Sie ist im Handelsregister des Amtsgerichts Dortmund unter eingetragen. Nach der Einschmelzung der MAG firmiert die Antragsgegnerin als . Die Antragsgegnerin ist über eine mittelbare Tochtergesellschaft der

2.)

Das Grundkapital der MAG betrug 63.080.000 € und war in ebenso viele auf den Namen lautende Stückaktien aufgeteilt. Die Aktien waren unter der ISIN DE0008428004 (WKN 842800) zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet. Sie wurden darüber hinaus im Freiverkehr an den Wertpapierbörsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg und Stuttgart gehandelt.

Die war seit dem Jahr 2004 Mehrheitsaktionärin der MAG und baute ihre Beteiligung kontinuierlich aus. Im Jahr 2011 hielt 57.883.230 Aktien an der MAG (91,68 %).

Am 23.11.2011 teilte per Ad-Hoc-Mitteilung mit, dass sie ihre Anteile an der MAG an die Gruppe zu veräußern beabsichtigte.

Mit Kaufvertrag vom 16.04.2012 erwarb die Antragsgegnerin von deren Anteile an der MAG zu einem Kaufpreis von 205.583.000 € (3,555 €/Aktie). übernahm gegenüber Gesellschaften der MAG-Gruppe weitere Verpflichtungen, als Gegenleistung zahlte die Muttergesellschaft der einen Betrag von 1.000.000 € an Weitere Einzelheiten des Kaufvertrages unterliegen der Geheimhaltung.

Am 29.06.2012 erfolgte die dingliche Übertragung der von der gehaltenen Aktien an die Antragsgegnerin.

Am 07.08.2012 veröffentlichte die Antragsgegnerin eine Angebotsunterlage für ein Pflichtangebot an die Aktionäre der MAG. Im Rahmen des Pflichtangebots erwarb die Antragsgegnerin weitere 991.089 Aktien der MAG. Am 24.10.2012 hielt die Antragsgegnerin 58.824.319 Aktien.

Mit Schreiben vom 16.07.2012 informierte die Antragsgegnerin den Vorstand der MAG über ihre Verschmelzungsabsicht und die Absicht, einen Beschluss der Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin gegen

Gewährung einer angemessenen Barabfindung herbeizuführen.

Die Antragsgegnerin hat die angemessene Barabfindung auf der Grundlage einer Unternehmensbewertung der MAG unter sachverständiger Unterstützung der

auf 3,73 €/Aktie festgelegt. Unter Anwendung des Ertragswertverfahrens nach den Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (Standard S1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. in der Fassung vom 2.4.2008; IDW S1) wurde ein Unternehmenswert der MAG zum Bewertungsstichtag 18.12.2012 von 110.671.000 €, mithin 1,75 €/Aktie ermittelt. Der durchschnittliche, volumengewichtete Börsenkurs im Zeitraum 16.04.2012 bis 16.07.2012 – dem letzten Börsenhandelstag vor der Bekanntmachung der Absicht der Verschmelzung und des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre – betrug nach Auskunft der BaFin 3,73 €/Aktie.

Mit Beschluss des Landgerichts Mannheim vom 09.08.2012 - 23 AktE 2/12 – wurde

zum sachverständigen Prüfer zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung bestellt. Mit Bericht vom 26.10.2012 hat der Prüfer die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung in Höhe von 3,73 €/Aktie bestätigt.

Am 24.10.2012 schlossen die Antragsgegnerin und die MAG den Verschmelzungsvertrag unter der aufschiebenden Bedingung, dass im Zusammenhang mit der Verschmelzung ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre erfolgen soll.

Die außerordentliche Hauptversammlung der MAG beschloss am 18.12.2012 im Rahmen der Verschmelzung der MAG auf die Antragsgegnerin die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der MAG auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer Barabfindung von 3,73 €/Aktie. Der Übertragungsbeschluss wurde am 08.03.2013 im Handelsregister der MAG beim Amtsgericht Mannheim unter HRB 37 eingetragen mit dem Vermerk, dass die Übertragung erst mit der Eintragung der Verschmelzung im Register des Sitzes der übernehmenden Gesellschaft wirksam wird.

Die Verschmelzung der MAG (alt) auf die Antragsgegnerin wurde am 11.03.2013 im Handelsregister beim Amtsgericht Dortmund unter HRB 14652 eingetragen. Der Übertragungsbeschluss und die Verschmelzung wurden am 15.03.2013 im Bundesanzeiger bekannt gemacht.

3.)

In der Zeit zwischen dem 25.03.2013 und Montag, dem 17.06.2013 haben ausgeschlossene Min-

derheitsaktionäre der MAG beim Landgericht Mannheim Anträge auf gerichtliche Bestimmung der angemessenen Barabfindung gestellt. Durch Beschluss vom 24.04.2014 (AS 185 ff) und vom 04.06.2014 (AS 248ff) wurden die Verfahren über die Einzelanträge verbunden. Den ausgeschlossenen Aktionären, die nicht selbst Antragsteller sind, wurde zur Wahrung ihrer Rechte

als gemeinsamer Vertreter bestellt und die Bestellung am 27.05.2014 im Bundesanzeiger bekannt gemacht (AS 236 ff).

Im Spruchverfahren machen die Antragsteller geltend, die von der Antragsgegnerin gewährte Barabfindung sei zu niedrig bemessen. Insbesondere bringen die Antragsteller folgende Einwendungen vor:

Der der Barabfindung zugrunde gelegte durchschnittliche volumengewichtete Börsenkurs sei zu niedrig. Der ermittelte Kurs im Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Squeeze-Out-Absicht (17.04.2012 – 16.07.2012) berücksichtige nicht ausreichend die Verhältnisse der Gesellschaft zum Stichtag 18.12.2012. Denn in dem Zeitraum zwischen dem 17.07.2012 und dem 18.12.2012 habe sich die Börse außergewöhnlich positiv entwickelt, so dass auch die MAG-Aktie ohne die Bekanntgabe des Squeeze-Out an der Kurssteigerung teilgenommen hätte. Daher müsse der zum Stichtag ermittelte Börsenwert auf das Datum der Hauptversammlung hoch gerechnet werden.

Von Antragstellerseite bestehen zudem Bedenken, inwieweit die BaFin den durchschnittlichen Börsenkurs der MAG-Aktie zutreffend ermittelt habe, da solche Ermittlungen nicht zu ihrem Aufgabenbereich gehörten und sie selbst ausweislich ihrer Mitteilung vom 20.09.2012 keine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit ihrer Angaben übernommen habe. Die BaFin habe den Handel im Freiverkehr an den Börsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg und Stuttgart nicht ausreichend berücksichtigt.

Zudem müssten die genauen Konditionen des Kaufvertrages zwischen der Antragsgegnerin und vom 13.04.2012 ermittelt werden. In internen Kreisen sei bekannt geworden, dass der von der Antragsgegnerin an tatsächlich gezahlte Preis mindestens 4,32 €/Aktie betragen habe.

Einige Antragsteller machen geltend, der Börsenkurs sei – wie vom gerichtlichen Sachverständigen angeregt – zum Stichtag 23.11.2011 zu ermitteln, weil bereits die Ankündigung der Übernahme der Mehrheitsbeteiligung an der MAG durch zu Börsenspekulationen geführt habe und der Börsenkurs sich von der allgemeinen Entwicklung an der Börse abgekoppelt habe.

Der Unternehmenswert der MAG sei ebenfalls unzutreffend ermittelt worden.

Der Kapitalisierungsgegenstand sei bereits nicht korrekt bewertet worden. Denn die zugrunde gelegten Planzahlen, die der Vorstand lediglich eine Woche vor Ankündigung des Übertragungsverlangens beschlossen habe, seien anlassbezogen und deutlich zu pessimistisch. Die Belastungen des Krisenjahres 2009 und der Euro-Krise seien übergewichtet worden. Sinkende Ertragsaussichten seien angesichts der langen Tradition und des guten Rufs der Gesellschaft nicht plausibel. Wechselnde Bruttobeiträge und ein erhöhter Bedarf an privater Vorsorge würden gegen den geplanten Rückgang des durchschnittlichen Wachstums sprechen. Die prognostizierte Ausweitung der Schadensquoten sei nicht plausibel. Der Gewinnrückgang 2011 beruhe auf einem einmaligen Ereignis, der Abschreibung griechischer Staatsanleihen.

Die Annahme eines „Normalisierungsjahres 2017“ zur Überleitung in die „ewige Rente“ sei von der Sache her nicht begründbar.

Die Annahme einer Ausschüttungsquote von 50 % für die Phase II sei abwegig.

Ebenfalls unzutreffend sei der angewendete Kapitalisierungszinssatz.

Der angenommene Basiszinssatz von 2,25 % vor persönlichen Steuern für die Phase I sei überhöht.

Der Ansatz einer - erhöhten - Marktrisikoprämie von 5,5 % sei nicht richtig. Die entsprechenden Empfehlungen des FAUB von September 2012 überzeugten nicht. Nachdem die bedeutenden Notenbanken große Geldmengen bereitstellen, könne nicht die These aufgestellt werden, dass der Geldanleger erhöhte Risikoprämien fordern könne. In der Literatur sei die Auffassung im Vordringen, dass zur Ermittlung des Mittelwertes auf das geometrische Mittel abzustellen sei und nicht den IDW-Empfehlungen gemäß auf das arithmetische Mittel. Jedenfalls seien die jeweiligen methodisch bedingten Verzerrungen abzufedern.

Der angewendete Beta-Faktor sei willkürlich gewählt. Die Bildung einer Peer-Group unter Einbeziehung ausländischer Gesellschaften leuchte nicht ein. Das individuelle Marktrisiko einer Versicherungsgesellschaft müsse unter dem allgemeinen Marktrisiko liegen, weil Versicherungsgesellschaften schon von Rechts wegen gehalten seien, Rückstellungen zu bilden.

Auch die angesetzten Wachstumsabschläge von 0,5 % für die MAG, MKV und mamax sowie von 1,0 % für die MVG seien zu niedrig angesetzt. Richtigerweise müsse der Wachstumsabschlag bei 2,0 % liegen, um nicht von einem ständig schrumpfenden Unternehmen auszugehen.

Der Grundbesitz der MAG (alt) und die Kunstsammlung seien ebenfalls nicht zutreffend bewertet worden.

4.)

Die Antragsgegnerin verteidigt ihre Bewertung, die auch von dem gerichtlich bestellten Barabfindungsprüfer bestätigt worden sei.

Der Börsenwert sei korrekt ermittelt. Nach der Stollwerck-Entscheidung des Bundesgerichtshofs sei der Referenzzeitraum für die Ermittlung des Börsenkurses der Drei-Monats-Zeitraum vor dem Tag der Bekanntgabe der Squeeze-Out-Absicht. Die BaFin habe sämtliche Geschäfte berücksichtigt, auch diejenigen im Freiverkehr. Eine Hochrechnung des Börsenkurses entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung auf den Zeitpunkt der Hauptversammlung habe zu unterbleiben, weil zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung weniger als sechs Monate und mithin kein längerer Zeitraum im Sinne der BGH-Rechtsprechung gelegen habe.

Auch der Ertragswert sei unter korrekter Anwendung der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1 2008) zutreffend ermittelt. Dabei handele es sich um eine in der Wirtschaftswissenschaft anerkannte und in der Praxis gebräuchliche Bewertungsmethode. Um die Ertragskraft der MAG und ihrer wesentlichen Tochtergesellschaften vollständig zu berücksichtigen, seien die geplanten finanziellen Überschüsse jeweils einzeln ermittelt worden (Sum-of-the-parts-Bewertung). Basis für die jeweiligen Ertragswertermittlungen hätten die am 28.06.2012 erstellten und am 10.07.2012 vom Vorstand der MAG (alt) verabschiedeten HGB-Planungsrechnungen der jeweiligen Gesellschaften für die Jahre 2012-2016 gewesen. Die Planung sei nicht zweckgerichtet gewesen, und, soweit Anpassungen noch am 28.06.2012 vorgenommen wurden, hätten sich diese ausschließlich zugunsten der ausgeschlossenen Aktionäre ausgewirkt. In dieser Planung sei entgegen dem Vorbringen der Antragsteller die beabsichtigte Integration der Mannheimer-Gruppe in die Continentale-Gruppe nicht zu berücksichtigen. Denn die Integrationsmaßnahme habe gerade unter der Bedingung gestanden, dass die Minderheitsaktionäre ausgeschlossen werden, so dass es sich insoweit um echte Synergie-Effekte gehandelt habe. Der Planungszeitraum bis 2016 sei nicht zu kurz gewesen, die Berücksichtigung eines sogenannten Normalisierungsjahres sachgerecht. Ebenso sei die Vergangenheitsanalyse anhand der Geschäftsjahre 2009 – 2011 unter Bereinigung von einmaligen oder außerordentlichen Effekten korrekt vorgenommen worden. Die Einwendungen gegen die Ertragsplanung der Gesellschaften der MAG-Gruppe würden auf Zahlen einzelner Vergangenheitsjahre gestützt, ohne aber die Entwicklung im gesamten Vergangenheitszeitraum zu berücksichtigen, im übrigen seien sie pauschal und ohne jegliche Unterlegung ins Blaue hinein erhoben.

Der Kapitalisierungszins sei nicht zu hoch. Sowohl der Basiszins als auch der Risikozuschlag und der Wachstumsabschlag seien methodisch korrekt ermittelt worden. Auch eine den Antragstellern günstigere Berechnung wirke sich nicht auf die angemessene Barabfindung aus.

5.)

Das Gericht hat gemäß Beweisbeschluss vom 27.03.2015 Beweis erhoben durch Einholung eines schriftlichen Sachverständigengutachtens des Wirtschaftsprüfers
vom 20.12.2019 (Sonderband) und
durch mündliche Anhörung des Sachverständigen am 07.11.2022 (Protokoll vom 07.11.2022, AS 870 ff).

Wegen der weiteren Einzelheiten des Sach- und Streitstandes wird auf die gewechselten Schriftsätze nebst Anlagen Bezug genommen.

II.

Die Anträge auf gerichtliche Bestimmung der angemessenen Barabfindung sind zulässig. Sie sind gemäß § 1 Nr. 3 SpruchG statthaft und innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 SpruchG gestellt worden. Die Anträge wurden auch gemäß den gesetzlichen Anforderungen des § 4 Abs. 2 Satz 2 SpruchG – zum Teil gerade noch – ausreichend begründet. Die Anforderungen an das Gebot, konkrete Einwendungen im Sinne des § Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 SpruchG zu erheben, sind dabei nicht zu hoch anzusetzen, um den direkten Zugang der ausgeschlossenen Aktionäre zu einer gerichtlichen Überprüfung nicht übermäßig zu erschweren. Die Antragsberechtigung der einzelnen Antragsteller im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG wurde jeweils gemäß § 3 Satz 3 SpruchG nachgewiesen.

Das Landgericht Mannheim – Kammer für Handelssachen – ist gemäß § 2 Abs. 1 SpruchG in Verbindung mit § 13 Abs. 2 Nr. 8 ZuVOJu Baden-Württemberg örtlich, sachlich und funktional zuständig.

III.

Anträge bleiben in der Sache jedoch ohne Erfolg.

Nach § 327f Satz 2 AktG hat das Gericht die angemessene Barabfindung zu bestimmen, wenn die durch den Hauptaktionär festgelegte Barabfindung nicht angemessen ist.

Vorliegend war aber die von der Antragsgegnerin in der Hauptversammlung vom 18.12.2012 festgelegte Barabfindung in Höhe von 3,73 € je Aktie angemessen.

Angemessen ist eine Abfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung für den Verlust seiner unternehmerischen Beteiligung gewährt (BGH, Beschluss vom 12.03.2001 – II

ZB 15/00 –, BGHZ 147, 108; juris Rn. 17; BVerfGE 100, 289, juris Rn. 47f). Zu ermitteln ist deshalb der Grenzwert, zu dem der außenstehende Aktionär aus der Gesellschaft ausscheiden kann, ohne einen wirtschaftlichen Nachteil zu erleiden (BGH, Beschluss vom 04.03.1998 – II ZB 5/97 –, BGHZ 138, 136; juris Rn. 12). Für die Bemessung der Abfindung sind die am Tag der Beschlussfassung der Hauptversammlung bestehenden Verhältnisse der beherrschten Gesellschaft zu berücksichtigen (§ 327b Abs. 1 Satz 1 HS 2 AktG). Dabei stellt der Börsenkurs grundsätzlich die Untergrenze der den ausgeschlossenen Minderheitsaktionären zu gewährenden Abfindung dar (BVerfGE 100, 289; BGH, Beschluss vom 19.07.2020 – II ZB 18/09 – Stollwerck, BGHZ 186, 229; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 22.06.2015 – 12a W 5/15 – BeckRS 2015, 12205).

Vorliegend war die angemessene Barabfindung nach dem Börsenkurs zu bestimmen und betrug 3,73 € je Aktie (dazu unter 1). Eine Bewertung nach dem Unternehmenswert ergibt keine höhere Barabfindung (dazu unter 2). Der außerbörslich an _____ für den Erwerb der Mehrheitsbeteiligung gezahlte Kaufpreis bleibt außer Betracht (dazu unter 3).

1.)

Die angemessene Barabfindung war im vorliegenden Fall nach dem Börsenwert zum Stichtag 17.07.2012 zu bestimmen und betrug – wie von der Antragsgegnerin festgesetzt – 3,73 € je Aktie.

Bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft bildet der Börsenwert im Rahmen des Squeeze-Out die absolute Untergrenze der anzubietenden Abfindung (BVerfGE 100, 289; BGH, Beschluss vom 12.03.2001 – II ZB 15/00 – BGHZ 147, 108; Beschluss vom 19.07.2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229). Dieser ist analog § 5 Abs. 1 und 3 WpÜG-AV nach dem durchschnittlichen gewichteten Börsenkurs in einem dreimonatigen Referenzzeitraum vor dem Stichtag zu bestimmen (vgl. BGHZ 186, 229 juris Rn. 10 und 31).

a)

Maßgeblicher Stichtag für die Ermittlung des Börsenkurses ist der Tag der Bekanntmachung der die Barabfindung auslösenden Strukturmaßnahme. Denn mit der Ankündigung einer Strukturmaßnahme tritt die Markterwartung an die Abfindungshöhe an die Stelle der Markterwartung hinsichtlich der Entwicklung des Unternehmenswertes und damit des der Aktie innewohnenden Verkehrswertes (BGH, Beschluss vom 19.07.2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229, juris Rn. 12 – Stollwerck). Dabei ist auf den Zeitpunkt abzustellen, zu welchem erstmals belastbare Informationen über die anstehende Strukturmaßnahme bekannt gemacht werden, unabhängig davon, von wem diese Informationen verlautbart werden – ob durch eine Ad-hoc-Mitteilung der Mehrheitsaktionärin,

durch Bekanntgabe der beherrschten Gesellschaft oder sonstige belastbare Berichterstattungen (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 22.06.2015 – 12a W 5/15, – BeckRS 2015, 12205 Rn. 29 m.w.N.). Die Ankündigung muss sich auf eine im Zeitpunkt der Bekanntgabe hinreichend wahrscheinliche spätere Strukturmaßnahme beziehen (OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 21.12.2010 – 5 W 15/10 –, BeckRS 2011, 3054 Rn. 33 ff).

Nach diesem Maßstab ist der Stichtag für den Referenzzeitraum von drei Monaten für die Ermittlung des maßgeblichen Börsenkurses der 17.07.2012. An diesem Tag informierte die Antragsgegnerin den Vorstand der MAG über ihre Verschmelzungsabsicht und die Absicht, einen Beschluss der Hauptversammlung der MAG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin (damals noch als () firmierend) als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung herbeizuführen. Soweit ersichtlich handelte es sich hierbei um die erstmalige - belastbare - Verlautbarung einer Verschmelzungs- und Squeeze-Out-Absicht.

Der Referenzzeitraum ist nicht bereits vom 24.11.2011 zurückzurechnen. An diesem Tag teilte () zwar per Ad-Hoc-Mitteilung mit, dass sie beabsichtige, alle ihre Anteile an der börsennotierten Mannheimer AG Holding an den Versicherungsverbund () abzugeben und dass eine grundsätzliche Übereinkunft über den Verkauf am 23.11.2011 unterzeichnet worden sei. Zu diesem Zeitpunkt wurden aber keine – belastbaren – Informationen über weitere im Raum stehende Strukturmaßnahmen nach Übernahme der Mehrheitsbeteiligung durch () verlautbart. Es erfolgte in keiner Weise eine Ankündigung, dass () beabsichtige, die Minderheitsaktionäre nach Übernahme der Mehrheitsbeteiligung auszuschließen. Es mag sein, dass ein solches Vorgehen im Bereich des Möglichen lag und daher für die in der Zeit nach der Ad-Hoc-Mitteilung vom 24.11.2011 in dem Gutachten des Sachverständigen vom 29.12.2019 auf Seite 13f, 20 dargestellten Kursschwankungen mit ursächlich gewesen ist. Dabei handelte es sich aber um reine Spekulationen, die nicht auf einer belastbaren Information über eine hinreichend wahrscheinliche Strukturmaßnahme durch die künftige Mehrheitsaktionärin gestützt waren und mithin der Antragsgegnerin nicht zuzurechnen waren.

b)

Bezogen auf den Stichtag 17.07.2012 betrug der durchschnittliche volumengewichtete Börsenkurs im Referenzzeitraum 17.04.2012 bis zum 16.07.2012 – wie bereits von der Antragsgegnerin als Barabfindung angeboten – 3,73 €/Akte.

Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat in seinem Gutachten vom 29.12.2019 den von der Antragsgegnerin auf Grundlage der Mitteilung der BaFin (Anlage AGG 2) ermittelten und von dem Prüfgutachter bestätigten (Gutachten Seite 111f) Wert von 3,73 €/Akte nach eigenen Ermittlung bestätigt (Gutachten Seite 9f). Dabei hat der Sachverständige auch die Handelsdaten der von Antragstellerseite genannten Handelsplätze – Frankfurt, Stuttgart, Düsseldorf und Berlin – aus dem Finanzinformationssystem Bloomberg abgerufen, die durchschnittlichen Börsenkurse je Handelsplatz ermittelt und zu einem Gesamtdurchschnitt zusammengefasst. Die von einigen Antragstellern gegen die Ermittlungsmethode der Antragsgegnerin auf Grundlage einer einfachen Auskunft der BaFin vorgebrachten Bedenken sind damit ausgeräumt, da der gerichtliche Sachverständige eigene Ermittlungen angestellt, auf die Daten eines gewerblichen Anbieters zurückgegriffen und auch die Freiverkehrsumsätze einbezogen hat.

c)

Eine Hochrechnung des Börsenkurses des Referenzzeitraumes auf den Stichtag der Hauptversammlung am 18.12.2012 anhand der Entwicklung des allgemeinen bzw. branchenspezifischen Börsenkurses ist nicht vorzunehmen.

Eine solche Hochrechnung ist nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes ausnahmsweise vorzunehmen, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung der Gesellschaft ein „längerer Zeitraum“ liegt und die Entwicklung der Börsenkurse diese Anpassung geboten erscheinen lassen (BGH, Beschluss vom 19.07.2010 - II ZB 18/09 -, BGHZ 186, 229 – Stollwerck).

Zwischen dem Datum der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 17.07.2012 und dem Datum der Hauptversammlung am 18.12.2012 lagen im vorliegenden Fall lediglich fünf Monate. Dieser Zeitraum genügt nicht für die Annahme eines längeren Zeitraums im vorgenannten Sinne, der grundsätzlich nicht vor Ablauf von 7 Monaten zu bejahen ist (vgl. Singhof, in: BeckOGK AktG, Stand 1.1.2012, § 327b Rn. 10, Fußnote 78).

Wenn aber zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der Durchführung der Hauptversammlung kein längerer Zeitraum gelegen hat, ist eine Hochrechnung des Börsenkurses nicht allein deshalb vorzunehmen, weil sich die Aktienkurse an der Börse in jenem Zeitraum positiv entwickelt haben. Denn hierbei handelt es sich um eine enge Ausnahmeregelung, die Missbrauch begegnen soll, wenn für die Bekanntgabe ein günstiger Zeitpunkt gewählt wird und sodann das Verfahren willkürlich in die Länge gezogen wird (BGH, Beschluss vom 19.07.2010 - II ZB 18/19 - Stollwerck, juris Rn. 29). Hierfür liegen in casu keine Anhaltspunkte vor.

d)

Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller sind keine weiteren Ermittlungen zu dem von
an für die Übertragung der Mehrheitsbeteiligung gemäß Kaufvertrag vom
13.04.2012 gezahlten Kaufpreis erforderlich.

Der außerhalb der Börse gezahlte Preis für Mehrheitsbeteiligung ist im Rahmen der Ermittlung des Werts einer Unternehmensbeteiligung grundsätzlich unbeachtlich (OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 24.11.2011 - 21 W 7/11 -, juris Rn. 30; OLG Stuttgart Beschluss vom 19.01.2011 - 20 W 2/07 - juris Rn 147 ff; LG München, Beschluss vom 28.04.2017 - 5 HK 26513/11 -, juris Rn. 191; Singhof in: BeckOGK AktG Stand 1.1.2023, § 327b Rn. 5). Der außerbörslich gezahlte oder angebotene Preis für Aktien der Gesellschaft besagt nichts über den objektiven Wert des Unternehmens (BVerfGE 100, 289 (306); BGHZ 186, 229 Rn. 31), zumal solche Preise von subjektiven Wertvorstellungen und Beweggründen bestimmt werden und gerade wenn es um den Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung geht, der Erwerber bereit sein kann, einen besonderen Zuschlag zu zahlen.

2.)

Eine höhere Barabfindung ergibt sich nicht bei der Berechnung des Abfindungsbetrags nach der Ertragswertmethode. Der anteilige Unternehmenswert pro Aktie nach dem Ertragswertverfahren liegt deutlich unter dem Börsenwert von 3,73 €/Aktie.

a)

Im Rahmen der Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung ist der Unternehmenswert gemäß § 287 Abs. 2 ZPO anhand einer anerkannten Wertermittlungsmethode zu schätzen. Diese Schätzung obliegt dem erkennenden Gericht (OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 24.11.2011 - 21 W 7/11 - AG 2012, 513, juris Rn. 33). Ausgangspunkt dieser gerichtlichen Schätzung ist die zur Grundlage der unternehmerischen Maßnahme durchgeführte, der Hauptversammlung vorgelegte und sodann von einem gerichtlich bestellten Prüfer untersuchte Wertbemessung der Antragsgegnerin. Die dort enthaltenen Prognosen, Parameter und Methoden sind im Regelfall vom Gericht zur eigenen Schätzung heranzuziehen, solange sie ihrerseits vertretbar sind und insgesamt zu einem angemessenen Ausgleich führen (OLG Frankfurt, a.a.O. Rn. 36 m.w.N.).

Die Ermittlung des Werts nach der Ertragswertmethode - wie hier - entspricht der nahezu durchgängigen Praxis der Gerichte. Nach dieser Methode bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens und wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens, das regelmäßig mit dem

Liquidationswert angesetzt wird (BGH AG 2003, 627; OLG Karlsruhe - Beschluss vom 15.11.2012 - AG 2013, 353). Der Ertragswert eines Unternehmens ist der Unternehmenswert, der durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen (Ertragsüberschussrechnung) abgeleitet werden, gewonnen wird.

Danach wird der Unternehmenswert nach den erwarteten Gewinnen in der Zukunft aus der Sicht eines Unternehmenskäufers ermittelt. Die zu erwartenden Gewinne können naturgemäß nur aus einer ex ante-Betrachtung des maßgeblichen Stichtages, d.h. des Zeitpunkts der Beschlussfassung der Gesellschaft über den Unternehmensvertrag, geschätzt werden. Grundlage der Schätzung sind hierbei in der Regel die früheren Erträge der Gesellschaft in den vergangenen 3 bis 5 Jahren. Diese werden in die Zukunft fortgeschrieben, wobei bei der Prognose der zukünftigen Erträge nur solche positiven und negativen Entwicklungen berücksichtigt werden dürfen, die in dem fraglichen Zeitraum zumindest in ihrem Kern bereits angelegt und absehbar sind (sog. Wurzeltheorie) (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12.09.2017 – 12 W 1/17 – BeckRS 2017, 124895 Rn. 43).

b)

Die von der Antragsgegnerin für die Ermittlung der Barabfindung zugrunde gelegten Planzahlen sind methodisch korrekt ermittelt worden und können daher auch der gerichtlichen Schätzung zugrunde gelegt werden. Es bestehen keine durchgreifenden Anhaltspunkte für eine generell zu pessimistische Planung.

aa)

Die Antragsgegnerin hat den Unternehmenswert ausgehend von der Ertragswertmethode im Einklang mit den durch das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (IDW) in seinem Fachausschuss für Unternehmensbewertungen (FAUB) erarbeiteten Empfehlungen, namentlich dem IDW Standard 1 ermittelt. Das Verfahren nach IDW Standard S1 stellt als anerkannte Expertenauffassung eine zulässige Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der Ermittlung des Unternehmenswertes dar (vgl. van Rossum, in MüKo AktG, 5. Auflage 2020, § 305 Rn. 85).

Die Antragsgegnerin hat dabei den Ertragswert der MAG (alt) auf Basis der HGB-Planungen der MAG sowie deren wesentlicher operativ tätiger Tochtergesellschaften mittels einer „Sum-of-the-parts“-Bewertung ermittelt. Separate Unternehmenswerte wurden dabei für die Tochtergesellschaften MVG, MKV, mamax sowie für die Holdinggesellschaft MAG ermittelt (Übertragungsbericht, Seite 70, 85 ff). Die Basis für die jeweiligen Ertragswertableitungen bildeten die

am 28.06.2012 und am 10.07.2012 vom Vorstand der MAG verabschiedeten und am 16.08.2012 vom Aufsichtsrat zur Kenntnis genommenen HBG-Planungsrechnungen der jeweiligen Gesellschaften für die Jahre 2012 bis 2016.

Zunächst wurde für jede der vier Gesellschaften die Entwicklung der Vermögenslage im Rahmen einer Vergangenheitsanalyse der Jahre 2009–2011 untersucht, wobei diese Zahlen um außergewöhnliche Ereignisse bereinigt wurden. Namentlich wurde das Rückversicherungsergebnis um eine einmalige Kostenerstattung der i.H.v. 5,7 Mio € sowie das Kapitalanlageergebnis hinsichtlich der Zu- bzw. Abschreibungen auf Kapitalanlagen sowie Gewinn bzw. Verluste aus dem Abgang von Kapitalanlagen bereinigt (Übertragungsbericht Seite 91 ff). Die Zahlen der MVG wurden zum einen im Rückversicherungsergebnis um die einmalige Kostenerstattung der Re und zum anderen im Kapitalanlageergebnis bereinigt (Übertragungsbericht Seite 91 ff). Bei der MKV und bei der mamax wurde das Kapitalanlageergebnis ebenfalls bereinigt, was aufgrund der Beteiligung der Versicherungsnehmer an diesen geänderten Kapitalanlageergebnissen zu einer Anpassung des Aufwands für Beitragsrückerstattungen führte (Übertragungsbericht Seite 103 ff; Seite 115 ff). Die Bewertung der MAG erfolgte unter Ausschluss der Erträge aus den separat bewerteten operativen Beteiligungen (Übertragungsbericht Seite 126 ff).

Sodann wurden die Planungsrechnungen für einen vierjährigen Prognosezeitraum 2012 – 2016 (Phase I), für ein Normalisierungsjahr 2017 als „technische Überleitungsperiode“ und für den Zeitraum des nachhaltigen Ergebnisses, der sogenannten „ewigen Rente“ ab 2018 (Phase II), erstellt (Übertragungsbericht Seite 90 ff).

Der Kapitalisierungszins wurde ausgehend von einem Basiszinssatz von 2,25 % vor Steuern, einer Marktrisikoprämie von 5,5 %, einem Betafaktor von 0,95 (MVG), 1,00 (MAG) und 1,10 (MKV/mamax) und einer Wachstumsrate von 1,00 % bei der MVG und 0,5 % bei der MAG, MKV und mamax errechnet (Übertragungsbericht Seite 72-85). Damit wurde der Unternehmenswert der MAG aus der Summe der einzeln bewerteten Gesellschaften und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens in Gestalt der Kunstsammlung und eines Körperschaftssteuergutachtens auf 110.700.000 € geschätzt (Übertragungsbericht, Seite 131)

Dies entspricht einem Unternehmenswert von 1,75 € pro Aktie (Übertragungsbericht, Seite 132).

Diesen Unternehmenswert hat der Angemessenheitsgutachter bestätigt (Angemessenheitsgutachten Seite 110).

bb)

Auf Basis der gerichtlichen Ermittlungen (§ 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 26 FamFG) und nach umfassender Würdigung der vorliegenden Gutachten und des gesamten Vorbringens aller Beteiligten erscheint der Kammer die den ausgeschlossenen Minderheitsaktionären in der Hauptversammlung vom 18.12.2012 angebotene Barabfindung nach dem Börsenwert angemessen. Die sachverständig beratene Kammer kann keinen höheren Unternehmenswert nach dem Ertragswertverfahren feststellen.

Dabei ist es im Rahmen des Verfahrens nach § 327f AktG nicht zu beanstanden, dass der gerichtlich bestellte Sachverständige in seinem Gutachten vom 20.12.2019 keine vollständig neue Unternehmensbewertung erstellt hat, sondern sich nur mit den Einwendungen gegen die Bewertungen des Übertragungsberichts der Antragsgegnerin vom 25.10.2012 und der gerichtlich bestellten Prüferin vom 26.10.2012 auseinander gesetzt hat. Denn soweit die Planungen und Prognosen des Unternehmens vertretbar sind, muss der Sachverständige sie seinem Gutachten zugrunde legen und darf sie nicht durch eigene, ebenfalls nur vertretbare Annahmen ersetzen (OLG Karlsruhe Beschluss vom 12.09.2017 – 12 W 1/17 –, BeckRS 2017, 124895 Rn. 48 m.w.N.).

Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat dabei methodengerecht, ausgehend von der Ertragswertmethode die Planungsrechnungen untersucht und diese für überwiegend plausibel gehalten. Soweit der Sachverständige punktuell zweifelhafte Annahmen aufgedeckt hat, wirken sich diese auf das Planungsergebnis nicht oder kaum aus und führen in keinem Fall zu einem so hohen Unternehmenswert, dass eine höhere als nach dem Börsenwert bestimmte Barabfindung zu bestimmen wäre. Die Kammer schließt sich nach eigener kritischer Würdigung den fachlich fundierten, in sich schlüssigen und überzeugenden Ausführungen des Sachverständigen an.

aaa)

Der Sachverständige bestätigt, dass ihm sämtliche nach den Vorgaben des IDW S1 für eine ordnungsgemäße Unternehmensbewertung erforderlichen integrierten Planungsrechnungen zur Verfügung gestellt wurden (Gutachten Seite 31).

bbb)

Der Sachverständige erläutert, dass die Vergangenheitsanalyse dem üblichen Vorgehen entspricht, wobei die Untersuchung der letzten drei vor dem Bewertungszeitpunkt abgelaufenen Geschäftsjahre im vorliegenden Fall ausreichend ist. Eine längerfristige Vergangenheitsanalyse ist nur dann notwendig, wenn das Bewertungsobjekt langfristigen Konjunktur- oder Investitionszy-

klen unterliegt, was aber bei der MAG nicht der Fall war (Gutachten Seite 33f).

ccc)

Der Sachverständige erläutert weiter, dass die Bewertung nach dem „Sum-of-the-parts“-Ansatz nicht zu beanstanden ist. Es handelt sich um ein in der Fachliteratur anerkanntes Verfahren zur Bewertung eines Konzerns, wenn im Rahmen des sogenannten „Vielheitskonzepts“ jedes Konzernunternehmen bzw. jeder Geschäftsbereich einzeln und isoliert bewertet und der Wert des Gesamtkonzerns im Wege der Addition der Einzelwerte ermittelt wird. In der Fachliteratur wird zwar auch die Bewertung nach dem sogenannten „Einheitskonzept“ dargestellt, bei welchem der Wert des Gesamtkonzerns als Gesamtwert auf Grundlage des aggregierten Ergebnisses der wirtschaftlichen Einheit des Konzerns ermittelt wird. Aber in der Literatur wird keines dieser zwei möglichen Bewertungskonzepte als besser hervorgehoben (Gutachten Seite 32f).

Die Bereinigung um einmalige oder nicht wiederkehrende Effekte ist nicht zu beanstanden, soweit die einmalige Kostenerstattung der an die MVG sowie die Zu- und Abschreibungen bei den Kapitalanlageergebnissen aller Gesellschaften berücksichtigt wurden (Gutachten Seite 30). Kritisch zu sehen ist dagegen die Bereinigung des Kapitalanlageergebnisses um Gewinne und Verluste aus den Abgängen von Kapitalanlagen, da das Umschichten von Kapitalanlagen und die daraus tatsächlich realisierten Ergebnisse zu den normalen und üblichen Prozeduren um Zuge der Portfolio-Pflege gehören. Der Sachverständige kommt aber zu dem Ergebnis, dass der Umfang der notwendigen Bereinigungen des Kapitalanlageergebnisses hier dahin gestellt bleiben kann, weil die bereinigten Vergangenheitsanalysen für die Plausibilitätsbetrachtungen der Planung nur begrenzte Bedeutung haben. Denn die Planung des Kapitalanlageergebnisses erfolgt auf Basis der Marktwerte der Kapitalanlagen zum Bewertungsstichtag sowie der angenommenen realisierbaren Verzinsungen pro Anlageklasse, basierend auf dem Zinsniveau zum Bewertungsstichtag. Die in der Vergangenheit realisierte Verzinsung hat dabei keinen Einfluss auf die (plausible) Planungssystematik (Gutachten Seite 30f).

ddd)

Der Planungshorizont für die Detailplanung zum Zeitpunkt der Berichterstattung des Bewertungsgutachters und zum Zeitpunkt der Hauptversammlung betrug vier Jahre und ging mithin mit den Vorgaben des IDW S1 von drei bis fünf Jahren konform (Gutachten Seite 31, 34). Ebenso nicht zu beanstanden ist das Vorgehen des Bewertungsgutachters, den Unternehmenswert zunächst für den technischen Bewertungsstichtag 01.01.2012 zu ermitteln und sodann auf den Bewertungsstichtag 18.12.2012 aufzuzinsen. Eine mehrwertige Planung ist nicht zwingend erforderlich

(Gutachten Seite 31f).

eee)

Es bestehen keine Anhaltspunkte dafür, dass die Planzahlen, wie von den Antragstellern geltend gemacht, generell zu pessimistisch sind.

Zwar ist es nicht auszuschließen, dass - wie die Antragsteller vermuten - die Planzahlen durch die Antragsgegnerin beeinflusst worden sein könnten, zumal diese Zahlen vom 10.07.2012 schon aufgrund der zeitlichen Abläufe im Hinblick auf den geplanten Squeeze-Out zweckgerichtet angepasst worden sein könnten. Tatsächlich wurde die Detailplanung ausweislich der Ausführungen des Angemessenheitsgutachters anlässlich des Wechsels des Mehrheitsaktionärs im zweiten Quartal 2012 aktualisiert. Indes sind für den gerichtlichen Sachverständigen keine konkreten Anhaltspunkte für eine solche bewusst zu pessimistische Planung erkennbar; die von den Antragstellern vorgebrachten Einwände stützen nicht den geäußerten Verdacht (Gutachten Seite 35 ff, Seite 38 ff).

(1)

Soweit von Seiten der Antragsteller eingewandt wird, ein Rückgang der geplanten Erträge um 20 % sei nicht plausibel, hat der Sachverständige herausgearbeitet, dass ein solcher Rückgang bei den Erträgen der MVG nur in der Originalplanung vorgesehen war, nicht aber in der der Bewertung zugrunde gelegten angepassten Planung (Gutachten Seite 39). Der Einwand ist mithin schon sachlich unzutreffend.

(2)

Es kann auch nicht festgestellt werden, dass die Belastungen des Krisenjahres 2009 und der Euro-Krise übergewichtet worden seien. Die Belastungen haben sich im Wesentlichen in den hohen Abschreibungen auf den Wert von Kapitalanlagen widerspiegelt, die aber im Rahmen der Vergangenheitsanalyse zutreffend bereinigt wurden (Gutachten Seite 39 und 40).

(3)

Generell sind die Ertragsaussichten entgegen dem Antragstellervorbringen nicht „sinkend“ geplant (Gutachten Seite 39).

Die Planung ist auch nicht deshalb unplausibel, weil gleichzeitig steigende Schadensquoten und rückläufige Wachstumsraten geplant wären. Der Sachverständige hat herausgearbeitet, dass die Antragsteller hier einen unzulässigen Vergleich der Ist-Wachstumsraten der mamax, einer im Wachstum befindlichen Lebensversicherungsgesellschaft, mit den Plan-Wachstumsraten der

MVG, einer etablierten Gesellschaft im Bereich Sach- und Schadenversicherung, vorgenommen haben (Gutachten, Seite 40).

(4)

Soweit die Antragsteller die Planung für den Versicherungsbetrieb bei der MKV deshalb für nicht plausibel halten, weil die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb in den Jahren 2009 bis 2011 konstant gewesen seien und dann im Planungsjahr 2012 plötzlich gestiegen seien, vermag der Sachverständige dem zwar zum Teil, jedoch ohne Auswirkung auf die angemessene Barabfindung zu folgen (Gutachten Seite 45 ff).

Die Schadensquote in den Jahren 2009 bis 2011 war zwar stetig gesunken, mithin auch die Aufwendungen für Versicherungsfälle, während für 2012 wieder erhöhte Quoten angesetzt wurden, die im weiteren Planungsverlauf kontinuierlich auf das niedrigere Niveau des letzten Ist-Jahres 2011 sanken. Auch das Ist-Ergebnis 2012 lag deutlich unterhalb der der Bewertung zugrunde gelegten Quote. Der Sachverständige hat herausgearbeitet, dass dies damit zu erklären ist, dass die Planung der Schadensentwicklung tatsächlich auf den Ist-Werten der Jahre 2006-2010 beruhte, und dabei der sehr günstige Schadensverlauf 2011 nicht berücksichtigt wurde. Die Planung war an dieser Stelle tatsächlich zu pessimistisch. Allerdings gibt der Sachverständige für die Plausibilitätsbeurteilung zu bedenken, dass die Schadensquoten sodann im weiteren Verlauf sinkend geplant wurden und am Ende der Detailplanungsphase sogar unter dem Ist-Wert 2012 lagen. Die Ist-Quote der MKV 2012 und der mittelfristige Planungsansatz lagen deutlich unter dem Branchendurchschnitt. Nach Einschätzung des Sachverständigen ist mithin der mittelfristige Planungsansatz nicht zu pessimistisch, sondern nur der Anstieg der Schadensquote zu Beginn der Planungsrechnung (Gutachten Seite 45f). Im Termin vom 07.11.2022 hat der Sachverständige bekräftigt, dass sich eine unplausible Zahl nur dann auf die Folgejahre auswirkt, wenn die methodischen Ansätze falsch angewendet wurden, etwa ein Kostenposten nicht berücksichtigt wurde. Wenn aber nur die einzelne Planzahl unplausibel geschätzt ist, bleibt dies ohne Auswirkung auf die Planzahlen der Folgejahre (Protokoll vom 07.11.2022, Seite 9, AS 878).

Der Sachverständige hat die Plausibilität der Planung 2012 anhand der tatsächlichen Ist-Zahlen 2012 überprüft. Die Ist-Zahlen für die MAG Holding und für die MVG waren deutlich schlechter als geplant, während die Zahlen der mamax denjenigen der Planung entsprachen, und das Ergebnis der MKV besser war als geplant. Im Ergebnis aber war das Ist-Ergebnis des Konzerns insgesamt schlechter als geplant (Gutachten Seite 56).

Zuletzt hat der Sachverständige überschlägig ermittelt, welche Ergebnisverbesserung sich ergäbe, wenn sich die PKV-Schadensquote linear vom Ist-Wert des Jahres 2012 auf die im Jahr 2016 angesetzte Planzahl entwickelt hätte. Dies würde im Ergebnis zu einer Erhöhung des Ertragswertes der MKV um rund 2,4 Mio € führen, was sich im Gesamtkontext der Bewertung der MAG-Gruppe nur marginal auswirken würde (Gutachten Seite 45f). Angesichts des deutlich höheren Börsenwerts der Aktien kann dies aber außer Betracht bleiben.

(5)

Die Einwendungen der Antragsteller gegen die angesetzten Kostenquoten greifen nicht durch. Wie der Sachverständige ausführt, hat die Antragsgegnerin die jeweiligen Ansätze plausibel erläutert (Gutachten Seite 47). Insbesondere bei der MVG sind die Planzahlen der Kostenquote unterhalb der Ist-Zahlen 2010 und 2011 und unterhalb des Branchendurchschnitts. Der geplante Anstieg in der Detailplanungsphase ist plausibel damit begründet, dass nach Angaben der Antragsgegnerin höhere Provisionskosten aufgrund eines Ausbaus des Makleranteils und höhere Kosten durch veränderte aufsichtsrechtliche Anforderungen zu erwarten waren. Bezogen auf die mamax war eine steigende Kostenquote geplant, weil bei der geplanten Erweiterung des Marktanteils auch größere Aufwendungen erforderlich waren, insbesondere durch die beim erstmaligen Vertragsabschluss anfallende einmalige Abschlussprovision (Gutachten Seite 47f).

(6)

Die Planungsrechnung ist auch insoweit nicht zu beanstanden, als die Antragsteller die Kosten für die Rückversicherung bei der MKV für zu hoch halten (Gutachten Seite 48f). Der Sachverständige führt dazu aus, dass nach Auskunft der Antragsgegnerin die Rückversicherungskonditionen aufgrund der Besonderheiten des Geschäftsmodells der Mannheimer Versicherung als Spezialitätenversicherer und aufgrund der geringen Eigenkapitalausstattung der Gesellschaft nur bedingt mit den Konditionen anderer Marktteilnehmer vergleichbar sind. Gleichwohl hat die Firma AON Benfield Analytics, Hamburg in einem Gutachten über die Bewertung der Rückversicherung der Mannheimer Versicherung zum 31.03.2012 festgestellt, dass die Rückversicherung der Mannheimer risikogerecht und als Gesamtabgabe überdurchschnittlich günstig sei (Gutachten Seite 48f).

(7)

Die Aufwendungen für Beitragsrückerstattungen bei der MKV und der mamax sind ebenfalls nicht zu beanstanden. Die Einwendungen der Antragsteller einer Verdoppelung oder jedenfalls eines unplausiblen Anstiegs der Aufwendungen und gegen die Plausibilität der Rückstellungen für Beitragsrückerstattungen sind nach Einschätzung des gerichtlichen Sachverständigen nicht nach-

vollziehbar (Gutachten Seite 49f).

(8)

Der Sachverständige erläutert weiter, dass die bei der MVG angesetzten Schaden- und Schwankungsrückstellungen aus Rechtsgründen nicht werterhöhend in die Unternehmensbewertung eingestellt werden dürfen. Schadensrückstellungen sind nach dem handelsrechtlichen Vorsichtsprinzip so zu bemessen, dass sie mit hinreichender Wahrscheinlichkeit eine spätere Auszahlung decken. Soweit sie zwangsläufig „stille Reserven“ enthalten, sind diese vergleichbar mit einer gesetzlich vorgeschriebenen Rücklagenbildung und könnten nicht nach dem Ermessen des Unternehmens aufgelöst und ausgeschüttet werden (Gutachten Seite 51).

Die angesetzten Kapitalanlageergebnisse sind plausibel. Nach Ausführungen des Sachverständigen sind diese Erträge auf Basis der Bestände an Kapitalanlagen zu Marktwerten - anhand der je nach Anlageklasse zu erwartenden durchschnittlichen Verzinsung - ermittelt worden. Die Renditeerwartung liegt unterhalb des Kapitalisierungszinssatzes, weil das Portfolio der Kapitalanlagen bereits aufgrund aufsichtsrechtlicher Vorgaben ein starkes Gewicht auf risikoarme Anlagen mit festen Zahlungsströmen habe, aber auch wiederum deutlich über der Renditeerwartung reiner risikoarmer Anlagen, da das operative Versicherungsgeschäft wiederum auch Unsicherheiten beinhaltet (Gutachten Seite 53).

(9)

Die Synergieeffekte bei den Verwaltungskosten wurden korrekt berücksichtigt.

Dabei sind im Rahmen des objektivierten Unternehmenswertes nur die unechten Synergieeffekte zu berücksichtigen, soweit die die Synergie stiftende Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind. Hier waren – bedingt durch den Erwerb der Mehrheitsbeteiligung an der MAG durch die Antragsgegnerin - langfristige Kosteneinsparungen in den Bereichen IT und Kapitalanlageverwaltung i.H.v. 3,0 Mio Euro realisierbar und in der Planung berücksichtigt, was der Sachverständige für einen plausiblen Ansatz hält (Gutachten Seite 54f).

Soweit ein weiterer Synergieeffekt bei der langfristigen Senkung der Schadensquoten der MKV berücksichtigt wurde, handelt es sich um einen echten – erst durch die Verschmelzung – zu erreichenden Effekt, der an sich im Rahmen der Unternehmensbewertung nicht zu berücksichtigen ist, sich aber jedenfalls nicht zum Nachteil der Aktionäre ausgewirkt hat (Gutachten Seite 55).

(10)

Schließlich erläutert der Sachverständige dass es korrekt gewesen ist, die MAG Holding mit einem negativen Unternehmenswert anzusetzen und nicht – wie von Antragstellerseite für

richtig gehalten – mit einem Liquidationswert. Denn bei der gewählten Bewertung nach dem Sum-of-the-parts-Ansatz sind die vier wesentlichen Bewertungseinheiten sowohl nach der jeweiligen Versicherungssparte als auch nach dem Umfang der jeweiligen Legaleinheit abgegrenzt worden. Dabei hat die Bewertungseinheit MAG-Holding neben dem eigenen operativen Geschäft auch Verwaltungs- und Overhead-Kosten – insbesondere auch Pensionsverpflichtungen – für die ganze Gruppe umfasst, welche planungstechnisch gerade nicht weiter gereicht wurden. Die MAG-Holding kann nicht isoliert behandelt und beurteilt werden. Der Sachverständige führt aus, dass selbst wenn man im Rahmen der Planung diese Kosten auf die Konzerntöchter umlegen würde und sich dann für die MAG Holding ein positiver Ertragswert ergäbe, die Umlage zu einer Verminderung der Ertragswerte der anderen Bewertungseinheiten führen würde und das Gesamtergebnis im Konzern unverändert bliebe (Gutachten Seite 55f).

fff)

Das für die Zukunftsplanung gewählte Bewertungsmodell unter Berücksichtigung einer fünfjährigen Detailplanungsphase (2012-2016), einer einjährigen Überleitungsphase (2017) und einer anschließenden ewigen Rente (ab 2018) ist methodisch nicht zu beanstanden und steht im Einklang mit den zitierten Vorgaben des IDW S 1.

Der Sachverständige erläutert, dass die Praxis zwar in der Regel nur in zwei Phasen bewertet und davon ausgeht, dass gleich nach Ende der Detailplanung der sogenannte Beharrungszustand eintritt. Das von der Antragsgegnerin angewandte Drei-Phasen-Modell mit einer Konsolidierungsphase zwischen Detailplanungsphase und Beharrungszustand gewinnt aber an Bedeutung. Es ist aus Sachverständigensicht auch nachvollziehbar, dass für bestimmte Sachverhalte zum Ende der Detailplanungsphase noch kein „Gleichgewichts- oder Beharrungszustand“ unterstellt werden und daher eine Konvergenzphase zur Glättung eventueller Strukturbrüche - vorliegend etwa bei im Hinblick auf die Entwicklung der versicherungstechnischen Rückstellungen – erforderlich sein kann. Im übrigen führen bestimmte operativen Annahmen im Normalisierungsjahr zu einer deutlichen Verbesserung der Ergebnisse in der ewigen Rente und wirken sich mithin werterhöhend aus (Gutachten Seite 40ff).

ggg)

Die Annahme einer Ausschüttungsquote von 50 % für die Zeit der ewigen Rente ist nicht zu beanstanden.

Grundsätzlich ist gemäß IDW Standard S1 eine markt- bzw. branchenübliche Ausschüttungsquote für Bewertungszwecke anzusetzen. Hier lag in der Detailplanungsphase keine Ausschüttungsplanung vor, so dass in beanstandungsfreier Weise mit der markt- bzw. branchenüblichen Quote

gearbeitet wurde. Der Sachverständige erläutert die Vorgehensweise dahin, dass die Ausschüttungsquote von 50 % für alle vier einbezogenen Unternehmen – also sowohl für die MKV, MVG und die mamax als auch für die MAG als Holding – dadurch realisiert werden kann, dass die Tochtergesellschaften MKV, MVG und mamax ihre Gewinne an die MAG ausschütten, diese auf Ebene der MAG mit deren Aufwendungen verrechnet werden und der verbleibende Überschuss zu 50 % an die Anteilseigner ausgeschüttet werden. Mithin bildet die Annahme einer 50%-Ausschüttungsquote im Rahmen des Sum-of-the-parts-Ansatzes das Verfahren in vereinfachter Form ab. Zwar wird für beherrschte Gesellschaften innerhalb eines Konzernverbundes häufiger eine Vollausschüttung der erwirtschafteten Ergebnisse an die Muttergesellschaft vorgenommen (mithin 100 % Ausschüttungsquote). Aber die angenommene Quote von 50 % erhöht gegenüber einer Vollausschüttung die Zuflüsse beim Anteilseigner und wirkt sich mithin werterhöhend – und nicht zum Nachteil der Aktionäre – aus (Gutachten Seite 42ff).

c)

Kapitalisierungszinssatz

Die künftig zufließenden Erträge des betriebsnotwendigen Vermögens sind um den Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren, um ihren Barwert zu erhalten. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich aus einem risikolosen Basiszinssatz sowie einem Risikozuschlag zusammen. Außerdem ist in der der Detailplanung nachgelagerten Phase der sogenannten „ewigen Rente“ ein Wachstumszuschlag zu berücksichtigen (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12.09.2017 – 12 W 1/17 – a.a.O. Rn. 54).

Der von der Antragsgegnerin angesetzte Kapitalisierungszins von 6,66 % für die MAG, 5,88 % für die MVG und von 7,21 % für die MKV und die mamax – unter Zugrundelegung eines Basiszinssatzes von 2,25 % vor persönlichen Steuern, einer Marktrisikoprämie von 5,5 %, eines Betafaktors von 0,95 (MVG), 1,00 (MAG) und 1,10 (MKV/mamax) und einer Wachstumsrate von 1,00 % bei der MVG und 0,5 % bei der MAG, MKV und mamax (Übertragungsbericht Seite 85) – ist nicht zu beanstanden. Der Angemessenheitsgutachter hält diese Ansätze für vertretbare Schätzwerte (Angemessenheitsgutachten Seite 90 ff, namentlich Seite 91, Seite 97, Seite 103 und Seite 106). Diese Zahlen bestätigt der gerichtliche Sachverständige in seinem Gutachten vom 20.12.2019 (dort Seite 58 ff). Selbst bei Ansatz von den Antragsteller günstigeren Zahlen (niedrigerer Basiszinssatz, niedrigere Marktrisikoprämie, höherer Wachstumsabschlag) ergibt sich kein über dem Börsenwert liegender Unternehmenswert (Gutachten Seite 98).

aa)

Der Basiszins von 2,25 % ist gemäß den Empfehlungen des IDW ermittelt worden.

Der Basiszins repräsentiert dabei die Rendite einer laufzeitäquivalenten, aber risikofreien Alternativanlage. Da bei der Unternehmensbewertung regelmäßig von einer unendlichen Lebensdauer des Bewertungsobjekts ausgegangen wird, ist zur Wahrung der Laufzeitäquivalenz ein Basiszins zu ermitteln, der ebenfalls für einen unendlichen Anlagehorizont Gültigkeit hat (Gutachten Seite 59). Der Basiszins wird auf Basis von aktuell am Markt beobachteten Renditen von deutschen Bundesanleihen – die als risikolos angesehen werden – abgeleitet. Aus den beobachteten Renditen lassen sich die sogenannten Zinsstrukturkurven ableiten. Die Deutsche Bundesbank veröffentlicht regelmäßig Schätzungen von Zinsstrukturkurven nach der Svensson-Methode, die die laufzeitspezifischen Basiszinssätze abbilden. Das IDW empfiehlt, die Zinsstrukturkurve auf Basis der Daten der Deutschen Bundesbank als Durchschnittswert über drei Monate für Restlaufzeiten bis zu 30 Jahren zu ermitteln (Gutachten Seite 63).

Ausgehend von den Zinsstrukturkurven der Deutschen Bundesbank für die Monate Juli bis September hat die Antragsgegnerin einen einheitlichen Basiszinssatz von 2,33 %, den sie zur Glättung von kurzfristigen Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler auf 2,25 % abgerundet hat (Übertragungsbericht Seite 74 f). Der gerichtliche Sachverständige hat nach derselben Methode zum maßgeblichen Bewertungsstichtag 18.12.2012 ebenfalls einen Basiszinssatz von 2,25 % vor persönlichen Steuern ermittelt (Gutachten Seite 63f).

Dem Ansinnen der Antragsgegner, einen geringeren Basiszinssatz etwa in Höhe von 1,18 %, 1,5 %, 2,0 % anzusetzen, kann nicht gefolgt werden. Denn der Basiszins ist nicht nach den Zinsstrukturkurven für Anleihen mit kürzeren Renditelaufzeiten zu ermitteln, weil – wie ausgeführt – bei der Ertragswertermittlung eine unendliche Lebensdauer der Gesellschaft unterstellt wird. Soweit der Zeitpunkt der Ermittlung im Übertragungsbericht vom Oktober 2012 kritisch gesehen wird, zeigt die eigene Ermittlung des Sachverständigen zum Bewertungsstichtag 18.12.2012 keine Abweichung von dem von der Antragsgegnerin angesetzten Basiszins.

bb)

Der angesetzte Risikozuschlag – unter Berücksichtigung einer Marktrisikoprämie von 5,5 % und von Betafaktoren von 0,95 (MVG), 1,00 (MAG) und 1,10 (MKV/mamax) – ist im Ergebnis nicht zu beanstanden (Übertragungsbericht Seite 76 ff). Die Ansätze der Antragsgegnerin sind vertretbar, ohnehin wäre auch bei Ansatz von den Antragstellern günstigeren Werten kein über dem Börsenwert liegender Unternehmenswert zu erreichen.

Der Risikozuschlag ist dem Basiszins – der per definitionem risikofrei ist – hinzuzurechnen, damit der Kapitalisierungszins das Risiko des zu bewertenden Unternehmens angemessen abbildet. Zur Ableitung des Risikozuschlags hat sich das Capital Asset Pricing Modell (CAPM) durchgesetzt, bei dem zum einen die sogenannte Marktrisikoprämie und der unternehmensspezifische Betafaktor berücksichtigt werden.

Die Marktrisikoprämie bestimmt sich aus der Differenz zwischen der Rendite eines vollständig diversifizierten Marktportfolios und dem risikolosen Basiszinssatz. Sie beschreibt die Prämie für die Übernahme des Risikos des Marktportfolios, das nicht durch Diversifikation beseitigt werden kann.

Der Betafaktor ist das Maß, mit dem der individuelle Risikobeitrag eines Unternehmens im Vergleich zum Marktrisiko beschrieben wird. Für die Berechnung des Betafaktors wird die Volatilität der Rendite des individuellen Wertpapiers zur Volatilität der Rendite des Marktportfolios in Beziehung gesetzt. Für börsennotierte Gesellschaften kann der Betafaktor anhand der Entwicklung historischer Aktienrenditen im Vergleich zur Rendite des Marktportfolios ermittelt werden. Wenn der Börsenkurs des Bewertungsobjekts nicht herangezogen werden kann, wird der Betafaktor aus der Betrachtung von börsennotierten Vergleichsunternehmen mit ähnlichem Geschäftsmodell und ähnlicher Unternehmensstruktur (sogenannte Peer Group) erhoben (Gutachten Seite 59f).

aaa)

Hinsichtlich der Marktrisikoprämie hat sich die Antragsgegnerin an den zum Bewertungszeitpunkt gültigen Empfehlungen des IDW und des FAUB (Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft) orientiert und mit 5,5 % den Mittelwert der vom FAUB empfohlenen Bandbreite zwischen 5 % und 6 % angesetzt. Dies ist nicht zu beanstanden.

Wie der gerichtliche Sachverständige ausführlich unter Vorstellung des Meinungsstandes in der betriebswirtschaftlichen Lehre und Praxis (Gutachten Seite 70 ff) und in der Rechtsprechung (Gutachten Seite 77ff) darlegt, gibt es keine einheitliche Auffassung zur Notwendigkeit des Ansatzes einer Marktrisikoprämie und zu deren methodisch korrekten Ermittlung. Die Auffassung, dass es langfristig keinerlei Überrenditen von Aktien gegenüber risikolosen Anlage gebe und daher keine Marktrisikoprämie anzusetzen sein soll, steht im Widerspruch zur überwiegenden Meinung in der Literatur. Die von Antragstellerseite in Bezug genommene langfristige Studie der Deutschen Bank erhebt nach Einschätzung des Sachverständigen nicht den Anspruch, eine maßgebliche neue Erkenntnis zu bringen, sondern nur einen Impuls in die Fachdiskussion zu setzen (Protokoll vom 07.11.2022, Seite 11, AS 989).

Die Empfehlung des FAUB im September 2012, die Marktrisikoprämie von 4,5 % auf 5,5 % zu erhöhen, ist nach Einschätzung des Sachverständigen nachvollziehbar und stellt eine plausibel mögliche Sichtweise dar. Aber selbst wenn als Marktrisikoprämie nicht der vom FAUB empfohlene erhöhte Wert von 5,5 %, sondern lediglich der bis September 2012 empfohlene Wert von 4,5 % angesetzt würde, erhöhte sich der Unternehmenswert nur in dem Maße, dass die einzelne Aktie einen Wert von 2,17 € hätte, aber immer noch unter dem Börsenwert von 3,73 € läge (Gutachten Seite 80).

bbb)

Der angesetzte Betafaktor von 1,1 für die MKV und die mamax, von 0,95 für die MVK und von 1,00 für die MAG Holding liegt nach den Ausführungen des gerichtlichen Sachverständigen innerhalb einer angemessenen und plausiblen Bandbreite (Gutachten Seite 83 ff, 94).

(1)

Die Antragsgegnerin hat keinen eigenen Beta-Faktor für die MAG angesetzt, weil dieser im Zeitraum 2008-2012 aufgrund von Erwerbs- und Squeeze-Out-Spekulationen, eines geringen Handelsvolumens und eines geringen Free Float statistisch nicht signifikant gewesen sei. Der Angemessenheitsgutachter hat diese Einschätzung ebenso bestätigt wie der gerichtlich bestellte Sachverständige. Der gerichtliche Sachverständige hält die Nichtanwendung eines eigenen Beta-Faktors nach Durchführung eigener Vergleichsuntersuchungen für richtig, weil in der Mehrzahl der betrachteten Berechnungsvarianten der Betafaktor der MAG deutlich unter demjenigen der Vergleichsunternehmen lag und dies ökonomisch nicht nachvollziehbar sei. Ein durchweg hoher Bid-ask-Spread deutet auf eine eingeschränkte Liquidität im Handel mit MAG-Aktien hin (Gutachten Seite 85 ff).

(2)

Der Beta-Faktor ist aus einer Vergleichsgruppe (Peer Group) abzuleiten.

Die Antragsgegnerin hat die Peer Group aus europäischen Erstversicherern gebildet, und zwar getrennt jeweils für die beiden Bereiche „Leben“ und „Komposite“. Im Bereich „Leben“ hat die Antragsgegnerin einen Beta-Faktor von 1,1 festgelegt ausgehend von einer ermittelten Bandbreite in der Peer-Group von 0,96 bis 1,60; im Bereich „Komposite“ einen Beta-Faktor von 1,0 ausgehend von einer ermittelten Bandbreite von 0,93 bis 1,09. Der Angemessenheitsgutachter hat die angesetzten Beta-Faktoren für angemessen gehalten.

Auch der gerichtliche Sachverständige

kommt nach eigenen Ermittlungen und Überlegun-

gen zum Ergebnis, dass die angesetzten Beta-Faktoren vertretbar sind (Gutachten Seite 89 ff). Die Vorgehensweise der Antragsgegnerin ist nicht zu beanstanden, soweit sie die Peer-Group unter Einbeziehung auch west- und nordeuropäischer Versicherer gebildet hat, weil in Deutschland nur wenige Versicherungsunternehmen börsennotiert sind. Rückversicherer sind aufgrund eines abweichenden Risikoprofils nicht einzubeziehen. Die von den Antragstellern angesprochenen deutschen Versicherer Württembergische Lebensversicherungen AG, Generali Deutschland Holding AG, RheinLand Versicherungs AG und Talanx AG waren aus näher dargelegten Gründen nicht einzubeziehen (Gutachten Seite 90). Ebenso hält der Sachverständige die Erhebung der Betafaktoren für die Vergleichsunternehmen aus Kapitalmarktdaten für vertretbar (Gutachten Seite 91).

Anhand eigener alternativer Berechnungen kommt der Sachverständige unter Einbeziehung der UNIQA Insurance Group AG in die Peer Group, zum Stichtag 18.12.2012 und unter Verwendung eines Zweijahreszeitraums bzw. alternativ eines Dreijahreszeitraums, der Berücksichtigung des europäischen Stoxx 600 als weiteren Vergleichsindex neben den breiten lokalen Indizes, bei wöchentlichen Betrachtungsintervallen und Ermittlung des RawBeta zu einer Bandbreite von 0,9 bis 1,04 im Bereich „Komposit“ und von 1,32 bis 1,5 im Bereich „Leben“. Im Bereich „Komposit“ liegt der von der Antragsgegnerin verwendete Beta-Faktor innerhalb der vom Sachverständigen ermittelten Bandbreite; im Bereich „Leben“ dagegen unterhalb. Diese Abweichung ist jedoch noch nicht als unangemessen anzusehen, so dass der angesetzte Beta-Faktor vertretbar ist (Gutachten Seite 94).

ccc)

Der von der Antragsgegnerin angenommene Wachstumsabschlag von 0,5 % für die MAG, die MKV und die mamax sowie von 1,0 % für die MVG (Übertragungsbericht Seite 84f) ist nicht zu beanstanden.

Nachdem in der Regel von einer unendlichen Lebensdauer des Bewertungsobjekts ausgegangen wird, werden die Zahlungsströme an die Anteilseigner nach der Detailplanungsphase in Form der sogenannten „ewigen Rente“ prognostiziert. Hierbei handelt es sich um das auf der Basis des vorliegenden Unternehmenskonzepts und der vorhandenen Kapazitäten nachhaltig erzielbare Ergebnis. Dabei ist auch zu erwarten, dass das Unternehmen ab dem Stadium der ewigen Rente weitere nominale Ergebniszuwächse realisieren kann, etwa durch eine nachhaltige Entwicklung des Preisniveaus oder Absatzausweitungen und Kosteneinsparungen. Dieses Wachstumspotential wird mathematisch im Rahmen des so genannten Wachstumsabschlags beim Kapitalisie-

rungszinssatz für die „ewige Rente“ berücksichtigt. Eine Kürzung des Kapitalisierungszinssatzes um 1 % in der ewigen Rente entspricht der Diskontierung einer unendlichen Zahlungsreihe, die jährlich um 1 % wächst (Gutachten Seite 61).

Die Bemessung des Wachstumsabschlags erfordert eine unternehmensindividuelle Prognose, die aber mit erheblichen Unsicherheiten verbunden ist. Hier sind keine Anhaltspunkte gegeben, dass die angesetzte langfristige Wachstumserwartung von 0,5 % bzw. 1,0 % außerhalb eines plausiblen Bereichs lagen.

Langfristige Untersuchungen kommen zu dem Ergebnis, dass die durchschnittlichen Gewinnsteigerungen deutscher Unternehmen in der Vergangenheit immer unter der Inflationsrate lagen, etwa konstant bei rund 45 % der Inflationsrate. Diesen Erkenntnissen folgend ergibt sich bei einer erwarteten langfristigen Inflationsrate von 1,5 % bis 2,0 % ein Wachstumsabschlag von 0,7 % bis 0,9 % im gesamten Durchschnitt der deutschen Industrie. Die langfristige Inflationsrate von 1,5 % bis 2,0 % basiert dabei auf dem von der Europäischen Zentralbank verfolgten Ziel einer Inflationsrate von 2,0 % (Gutachten Seite 97).

Gemessen daran liegt der Ansatz eines Wachstumsabschlags von 0,5 % bzw. 1,0 % - wie im Übertragungsgericht geschehen – geringfügig unter bzw. über der Bandbreite des erwarteten Gesamtdurchschnitts der deutschen Industrie und damit in einem nicht zu beanstandenden plausiblen Bereich (Gutachten Seite 97). Bei der Anhörung am 07.11.2022 hat der Sachverständige des weiteren erläutert, dass der Ansatz eher konservativer Wachstumsabschläge in der Versicherungsbranche der Tatsache geschuldet ist, dass es sich um eine sehr wettbewerbsintensive Branche handelt.

ddd)

Ausgehend von den einzelnen Komponenten – Basiszinssatz, Marktrisikoprämie, Betafaktor, Wachstumsabschlag – ermittelt die Antragsgegnerin Kapitalisierungszinssätze von 6,66 % für die MAG, 5,88 % für die MVG und von 7,21 % für die MKV und die mamax in der ewigen Rente.

Diese Kapitalisierungszinssätze sind im Branchenvergleich plausibel, auch wenn der Ansatz eines höheren Betafaktors zu rechtfertigen gewesen wäre. Aus Sicht des gerichtlichen Sachverständigen sind die Kapitalisierungszinssätze angesichts der angenommenen eher durchschnittlichen nachhaltigen Wachstumsraten aber insgesamt angemessen (Gutachten Seite 98).

d)

Schließlich wurde die Beteiligung der MAG an der Immobiliengesellschaft MV Augustaanlage GmbH & Co. KG in der Planungsrechnung angemessen berücksichtigt. Es bestehen keine An-

haltungspunkte für Unplausibilitäten (Gutachten Seite 44).

Auch die Kunstsammlung ist als nicht betriebsnotwendiges Vermögen mit 3,0 Millionen € angemessen berücksichtigt worden. Es bestehen keine Bedenken, weil der Wert im Jahr 2010 ermittelt wurde und daher zu lange zurück liegen könnte, zumal der Kunstsachverständige nach Angaben der Antragsgegnerin den Wert der Sammlung auch für das Jahr 2012 nachträglich bestätigt hat (Gutachten Seite 99). Angesichts des Ausgangswertes von 3,0 Millionen € ist aus sachverständiger Sicht keine für die Ermittlung des Unternehmenswertes und die zu gewährende Barabfindung relevante Wertsteigerung zu erwarten, so dass weitergehende Ermittlungen unterbleiben konnten (Gutachten Seite 105).

3.)

Bei der Beurteilung der Angemessenheit der gewährten Barabfindung ist auch zu berücksichtigen, dass der auf Basis des Ertragswerts ermittelte Unternehmenswert vom 1,75 €/Akte deutlich niedriger als die auf Grundlage des Börsenwertes mit 3,73 €/Akte gewährte Abfindung liegt. Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat ausgeführt, dass der Unternehmenswert nach der Ertragswertmethode selbst bei einer angenommenen Reduktion des Kapitalisierungszinssatzes auf einheitlich 3,1 % (nach persönlichen Steuern und Wachstumsabschlag) niedriger wäre als der nach dem Börsenwert ermittelte. Eine so geringe Renditerwartung wiederum wäre aber aus seiner Sicht nicht plausibel (Gutachten Seite 98).

Daher ist zusammenfassend festzuhalten, dass die von der Antragsgegnerin gewährte Barabfindung von 3,73 €/Akte angemessen war.

IV.

Gemäß § 136 Abs. 1, Abs. 5 Nr. 2 GNotKG ist § 15 SpruchG in der am 31.07.2013 geltenden Fassung anzuwenden, da das vorliegende Spruchverfahren vor Inkrafttreten des Zweiten Kostenrechtsmodernisierungsgesetzes vom 23.07.2013 anhängig geworden ist.

Gemäß § 15 Abs. 2 SpruchG a.F. sind die Gerichtskosten der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Umstände, die ausnahmsweise die Belastung der Antragsteller mit diesen Kosten rechtfertigen könnten, sind nicht ersichtlich. Allein die Unzulässigkeit oder Unbegründetheit des Antrags reichen hierfür nicht, wenn die mangelnden Erfolgsaussichten nicht offensichtlich waren oder ein Missbrauch der Verfahrensrechte vorliegt (vgl. Kubis, in: MüKo AktG, 3. Auflage 2010, § 15 SpruchG Rn. 16).

Die Antragsteller und die Antragsgegnerin haben ihre außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen.

Nach § 15 Abs. 4 SpruchG a.F. ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Eine Überbürdung der außergerichtlichen Kosten auf den Antragsgegner scheidet jedoch aus, wenn die Anträge unzulässig oder unbegründet sind (Kubis, a.a.O. Rn. 20 m.w.N.). Eine Überbürdung der außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin auf die Antragsteller kommt nur unter den Voraussetzungen in Betracht, unter denen die Gerichtskosten den Antragstellern auferlegt werden könnten. Diese sind hier nicht gegeben.

Der Geschäftswert ist gemäß § 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG a.F. auf 200.000 € festzusetzen. Grundsätzlich ist als Geschäftswert der Betrag anzunehmen, der von allen Antragsberechtigten nach der Entscheidung des Gerichts zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt gefordert werden kann, er beträgt mindestens 200.000 und höchstens 7,5 Millionen Euro. Wird die Barabfindung nicht erhöht, bleibt es beim Mindestgeschäftswert von 200.000 € (Kubis, a.a.O. Rn. 6).

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der **Beschwerde** statt.

Die Beschwerde ist binnen einer Frist von einem Monat bei dem

Landgericht Mannheim
A 1, 1
68159 Mannheim

einzu legen.

Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Zustellung nach den Vorschriften der Zivilprozessordnung, ist das Datum der Zustellung maßgebend. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Aufgabe zur Post und soll die Bekanntgabe im Inland bewirkt werden, gilt das Schriftstück 3 Tage nach Aufgabe zur Post als bekanntgegeben, wenn nicht der Beteiligte glaubhaft macht, dass ihm das Schriftstück nicht oder erst zu einem späteren Zeitpunkt zugegangen ist. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von 5 Monaten nach Erlass des Beschlusses. Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.

Die Beschwerde kann nur durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift eingelegt werden.

Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird.

Die Beschwerde soll begründet werden.

Rechtsbehelfe können auch als elektronisches Dokument eingelegt werden. Eine Einlegung per E-Mail ist nicht zulässig. Wie Sie bei Gericht elektronisch einreichen können, wird auf www.ejustice-bw.de beschrieben.

Schriftlich einzureichende Anträge und Erklärungen, die durch einen Rechtsanwalt, durch eine Behörde oder durch eine juristische Person des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihr zu Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse eingereicht werden, sind als elektronisches Dokument zu übermitteln. Ist dies aus technischen Gründen vorübergehend nicht möglich, bleibt die Übermittlung nach den allgemeinen Vorschriften zulässig. Die vorübergehende Unmöglichkeit ist bei der Ersatzeinreichung oder unverzüglich danach glaubhaft zu machen; auf Anforderung ist ein elektronisches Dokument nachzureichen.