Bericht

über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG für die beabsichtigte Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der

**NÜRNBERGER Beteiligungs-AG,
Nürnberg,**

auf die

**VIENNA INSURANCE GROUP AG
Wiener Versicherung Gruppe,
Wien/Österreich**

IVA
VALUATION & ADVISORY AG

INHALTSVERZEICHNIS

Seite

INHALTSVERZEICHNIS I

ANLAGEN IV

ABBILDUNGSVERZEICHNIS V

TABELLENVERZEICHNIS VII

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS XII

A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG 1

I. Auftrag 1
II. Auftragsdurchführung 3

B. GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG 11

C. PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG 13

I. Methode zur Ermittlung der Barabfindung 13
II. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung 15
1. Vorbemerkung 15
2. Ertragswert und Discounted Cash Flow 17
3. Börsenkurs 19
4. Liquidationswert 22
5. Substanzwert 24
6. Vergleichende Marktbewertung 24
7. Vorerwerbe 25
8. Ergebnis 26
III. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung 27

D. PRÜFUNGSFESTSTELLUNGEN IM EINZELNEN 28

I. Rechtliche Grundlagen 28
II. Wirtschaftliche Grundlagen 35
1. Unternehmensgeschichte 35
2. Geschäftsmodell 37

a) Überblick 37
b) Lebensversicherungsgeschäft 38
c) Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft 38
d) Krankenversicherungsgeschäft 39
e) Bankdienstleistungen 40
f) Weitere Konzerngesellschaften 40
3. ESG-Rahmenbedingungen sowie Nachhaltigkeitsstrategie des NBG-Konzerns 41
a) Vorbemerkungen und Analyserahmen 41
b) Environmental (Eigener Geschäftsbetrieb) 41
c) Versicherungstechnische Nachhaltigkeitsrisiken 42
d) Governance und Humankapital 42
e) Zusammenfassung und prüferische Einordnung 43
4. Markt und Wettbewerbssituation 45
a) Makroökonomisches Umfeld Deutschland 45
b) Demografie 51
c) Regulatorisches Umfeld 54
d) Branchenspezifische Rahmenbedingungen 56
e) Wettbewerbsumfeld 94
III. Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des NBG-Konzerns 121
1. Vermögens- und Finanzlage 121
2. Ertragslage 129
IV. Analyse des Börsenkurses 138
1. Vorbemerkung 138
2. Entwicklung des Börsenkurses 141
3. Ermittlung des relevanten Börsenkurses 146
a) Börsenkursstichtag und Durchschnittsbildung 146
b) Hochrechnung des Börsenkurses 146
c) Ableitung des Dreimonatsdurchschnittskurses 147
4. Beurteilung des Börsenkurses als Wertuntergrenze der Barabfindung 150
5. Beurteilung des Börsenkurses als Maßstab des „wahren“ Werts nach IDW S 17 152
a) Vorbemerkung 152
b) Anteilseignerstruktur 153
c) Liquidität im Aktienhandel 157
d) Marktabdeckung durch Marktbeobachter 162
e) Umfang der Berichterstattung der Gesellschaft 164
f) Stichtagsprinzip 166
g) Kursbeeinflussung 166
6. Zusammenfassendes Ergebnis 174
V. Ermittlung des Unternehmenswertes des NBG-Konzerns 176
1. Generelle Vorgehensweise und übergreifende Annahmen 176
a) Bewertungsstichtag 176
b) Bewertungsansatz 176
c) Planungsprozess und Planungsanalyse 178
d) Planungstreue 181
e) Kapitalanlageergebnis 184
f) Ertragsteuern des Unternehmens 187
g) Ausschüttung 187
h) Ertragsteuern der Anteilseigner 189
i) Synergien 190

2. Kapitalisierungszinssatz 201
a) Vorbemerkung 201
b) Basiszinssatz 201
c) Risikozuschlag 202
d) Wachstumsabschlag 226
e) Darstellung der Kapitalisierungszinssätze 232
3. Wertermittlung der NBG AG und ihrer Beteiligungen 233
a) NÜRNBERGER Lebensversicherung AG („NLV“) 233
b) NÜRNBERGER Krankenversicherung AG („NKV“) 256
c) NÜRNBERGER Allgemeine Versicherung AG („NAV“) 272
d) NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung AG („NBA“) 293
e) CG Car-Garantie Versicherungs-AG („CG“) 306
f) NÜRNBERGER Asset Management GmbH („NAM“) 321
g) Fürst Fugger Privatbank AG („FFPB“) 333
h) NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH („NVG“) 346
i) CodeCamp:N GmbH („COC“) 361
j) evo-X GmbH („EVO“) 368
k) NÜRNBERGER Beteiligungs-AG („NBG Holding“) 369
l) Sonderwerte 377
4. Unternehmenswert und Wert je Aktie 381
5. Sensitivitätsanalysen 383
a) Vorbemerkungen 383
b) Basiszinssatz 383
c) Marktrisikoprämie 384
d) Betafaktor 385
VI. Vergleichende Marktbewertung 386

E. ABLEITUNG DER BARABFINDUNG 396

F. ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DER FESTGELEGTEN BARABFINDUNG 397

ANLAGEN

1 Beschluss des Landgerichts Nürnberg-Fürth – 1. Kammer für Handelssachen – vom 3. Juli 2026 über die Bestellung der IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, zur sachverständigen Prüferin für die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung (Angemessenheitsprüferin)

2 Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Juli 2026

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1:	Beurteilungsmaßstab für die Plausibilität einer Annahme	8
Abbildung 2:	Gesellschaftsrechtliche Struktur der NBG AG zum Bewertungsstichtag (vereinfacht)	31
Abbildung 3:	Gebuchte Bruttobeiträge (in Mrd. €) und Versicherungsbestand (in Mio. Stück) in der Erstversicherung	57
Abbildung 4:	Gebuchte Beitragseinnahmen (in Mrd. €) und Versicherungsbestand (in Mio. Stück) in der Lebensversicherungssparte	59
Abbildung 5:	Beiträge nach Versicherungsarten im Jahr 2024 in %	62
Abbildung 6:	Entwicklung des Deckungsvermögens in der Lebensversicherung und des verwalteten Fondsvermögens seit 2020	63
Abbildung 7:	Entwicklung des Höchstrechnungszinses in der Lebensversicherung und der Umlaufrendite zehnjähriger Bundeswertpapiere	64
Abbildung 8:	Nettoverzinsung der Kapitalanlagen und Zinsstrukturkurve (20 Jahre) in % seit 2000	65
Abbildung 9:	Entwicklung von Referenzzins und Zinszusatzreserve von 2010 bis 2025 und Prognose des Referenzzinses bis 2033	67
Abbildung 10:	Solvabilitätsquote der Lebensversicherer in %	68
Abbildung 11:	Leistungsquote der Lebensversicherer in %	69
Abbildung 12:	Marktanteile der Lebensversicherer nach verdienten Brutto-Beiträgen (in %) in 2024	71
Abbildung 13:	Verwaltungskostenquote der Lebensversicherer in %	72
Abbildung 14:	Überschussverwendungsquote der Lebensversicherer in %	73
Abbildung 15:	Gebuchte Bruttobeiträge (in Mrd. €) (inländisches Direktgeschäft) in der Schaden- und Unfallversicherungssparte und Bestand an Verträgen	77
Abbildung 16:	Combined Ratio der Schaden- und Unfallversicherungen in %	78
Abbildung 17:	Durchschnittliches Beitragswachstum von 2019 bis 2024 und versicherungstechnischer Gewinn 2024 nach Versicherungszweigen	79
Abbildung 18:	Solvabilität – Bedeckungssatz von Schaden- und Unfallversicherern in %	85
Abbildung 19:	Laufende Verzinsung der Kapitalanlagen von Krankenversicherern in %	86
Abbildung 20:	Entwicklung der Anzahl der Versicherten in der privaten Krankenversicherung seit 2015	87

Abbildung 21:	Entwicklung der Leistungsausgaben privater und gesetzlicher Krankenkassen seit 2015	88
Abbildung 22:	Brutto-Schadenquote privater Krankenversicherer in %	89
Abbildung 23:	Abschlusskosten- und Verwaltungsaufwandsquoten privater Krankenversicherer in %	89
Abbildung 24:	Überschussverwendungsquote privater Krankenversicherer in %	90
Abbildung 25:	Versicherte und Versicherungsnehmer in der betrieblichen Krankenversicherung seit 2021	91
Abbildung 26:	Anzahl der Vollversicherten bei den führenden privaten Krankenkassen in 2023 und 2024	93
Abbildung 27:	Marktanteile in der privaten Krankenversicherung 2024	94
Abbildung 28:	Aktienkurs und Handelsvolumina der Aktie der NBG AG vom 9. Januar 2023 bis zum 21. Juni 2026	141
Abbildung 29:	Relativer BAS der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG-Aktie vom 22. März 2026 bis zum 21. Juni 2026	160
Abbildung 30:	Aktienkurs und Handelsvolumina der Aktie der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG vom 22. März 2026 bis zum 21. Juni 2026	168
Abbildung 31:	Entwicklung des indexierten Börsenkurses der NBG AG sowie ausgewählter Indizes im Zeitraum vom 22. Juni 2023 bis zum 21. Juni 2026	170
Abbildung 32:	Beteiligungsstruktur der NVG	347

TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle 1:	Maßnahmen der materiellen Planungsplausibilisierung gemäß IDW-Praxishinweis 2/2017	9
Tabelle 2:	Rechtliche Verhältnisse der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG	31
Tabelle 3:	Wesentliche Geschäftsfelder des NBG-Konzerns	38
Tabelle 4:	ESG-Risiken sowie deren Bewertungsrelevanz	43
Tabelle 5:	Kriterien zur Peer Group-Auswahl für den Bereich Leben/Kranken der NBG AG	96
Tabelle 6:	Kriterien zur Peer Group-Auswahl für den Bereich Asset Management der NBG AG	110
Tabelle 7:	Kriterien zur Peer Group-Auswahl für den Bereich Banking der NBG AG	115
Tabelle 8:	Bilanz des NBG-Konzerns der Geschäftsjahre 2023, 2024 und 2025 nach HGB	122
Tabelle 9:	Gewinn- und Verlustrechnung des NBG-Konzerns der Geschäftsjahre 2023 bis 2025 nach HGB	129
Tabelle 10:	Übersicht zu Handelsvolumina und Aktienkursen der NBG AG-Aktie vom 22. März 2026 bis zum 21. Juni 2026	149
Tabelle 11:	Übersicht zu Handelsumsatz und Handelsquote der NBG-Aktie den Referenzzeitraum (22. März 2026 bis 21. Juni 2026) sowie für zwei, drei und fünf Jahre bis zum 21. Juni 2026	161
Tabelle 12:	Übersicht zu den Liquiditätskennzahlen des MDAX im Zeitraum vom 22. März 2026 bis zum 21. Juni 2026	162
Tabelle 13:	Übersicht der Analyseergebnisse in Bezug auf die Kriterien des IDW S 17 zur Angemessenheit des Börsenkurses als „wahrer“ Wert	174
Tabelle 14:	Übersicht der im SOTP-Ansatz anhand der Ertragswertmethode bewerteten Konzerngesellschaften	177
Tabelle 15:	Abweichungsanalyse für die Jahre 2023 bis 2025 - Konzernebene	183
Tabelle 16:	Ergebnisse der Analyse zum unternehmenseigenen Betafaktor der NBG AG	208
Tabelle 17:	Vergleich der Peer Group-Unternehmen für den Bereich Leben/Kranken	211
Tabelle 18:	Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich Leben/Kranken über einen Zweijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall	212

Tabelle 19: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich Leben/Kranken über einen Dreijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall 212
Tabelle 20: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich Leben/Kranken über einen Fünfjahreszeitraum bei monatlichem Renditeintervall 213
Tabelle 21: Vergleich der Peer Group-Unternehmen für den Bereich Schaden/Unfall 215
Tabelle 22: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich Schaden/Unfall über einen Zweijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall 216
Tabelle 23: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich Schaden/Unfall über einen Dreijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall 217
Tabelle 24: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich Schaden/Unfall über einen Fünfjahreszeitraum bei monatlichem Renditeintervall 218
Tabelle 25: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich Asset Management über einen Zweijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall 221
Tabelle 26: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich Asset Management über einen Dreijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall 221
Tabelle 27: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich Asset Management über einen Fünfjahreszeitraum bei monatlichem Renditeintervall 222
Tabelle 28: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich FFPB über einen Zweijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall 224
Tabelle 29: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich FFPB über einen Dreijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall 224
Tabelle 30: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich FFPB über einen Fünfjahreszeitraum bei monatlichem Renditeintervall 225
Tabelle 31: Nachhaltige Wachstumsrate nach Sparten 228
Tabelle 32: Ermittlung der Eigenkapitalkosten für die Bereiche der NBG AG 232
Tabelle 33: NLV – Rechtliche Verhältnisse 234
Tabelle 34: NLV – Vermögens- und Finanzlage 236
Tabelle 35: NLV – Gewinn- und Verlustrechnung 238
Tabelle 36: NLV – Managementplanung 242
Tabelle 37: NLV – Zukunftserfolgsplanung 249
Tabelle 38: NLV – Nettoausschüttungen 254

Tabelle 39:	NLV – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 12. November 2026	255
Tabelle 40:	NKV – Rechtliche Verhältnisse	256
Tabelle 41:	NKV – Vermögens- und Finanzlage	259
Tabelle 42:	NKV – Gewinn- und Verlustrechnung	261
Tabelle 43:	NKV – Managementplanung	263
Tabelle 44:	NKV – Zukunftserfolgsplanung	266
Tabelle 45:	NKV – Nettoausschüttungen	270
Tabelle 46:	NKV – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 12. November 2026	271
Tabelle 47:	NAV – Rechtliche Verhältnisse	273
Tabelle 48:	NAV – Vermögens- und Finanzlage	276
Tabelle 49:	NAV – Gewinn- und Verlustrechnung	279
Tabelle 50:	NAV – Managementplanung	281
Tabelle 51:	NAV – Zukunftserfolgsplanung	287
Tabelle 52:	NAV – Nettoausschüttungen	291
Tabelle 53:	NAV – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 12. November 2026	292
Tabelle 54:	NBA – Rechtliche Verhältnisse	294
Tabelle 55:	NBA – Vermögens- und Finanzlage	296
Tabelle 56:	NBA – Gewinn- und Verlustrechnung	298
Tabelle 57:	NBA – Managementplanung	300
Tabelle 58:	NBA – Zukunftserfolgsplanung	302
Tabelle 59:	NBA – Nettoausschüttungen	304
Tabelle 60:	NBA – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 12. November 2026	305
Tabelle 61:	CG – Rechtliche Verhältnisse	307
Tabelle 62:	CG – Vermögens- und Finanzlage	310
Tabelle 63:	CG – Gewinn- und Verlustrechnung	312
Tabelle 64:	CG – Managementplanung	315
Tabelle 65:	CG – Zukunftserfolgsplanung	317
Tabelle 66:	CG – Nettoausschüttungen	319
Tabelle 67:	CG – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 12. November 2026	320
Tabelle 68:	NAM – Rechtliche Verhältnisse	322
Tabelle 69:	NAM – Vermögens- und Finanzlage	324
Tabelle 70:	NAM – Gewinn- und Verlustrechnung	325
Tabelle 71:	NAM – Managementplanung	327
Tabelle 72:	NAM – Zukunftserfolgsplanung	329
Tabelle 73:	NAM – Nettoausschüttungen	331

Tabelle 74:	NAM – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 12. November 2026	332
Tabelle 75:	FFPB – Rechtliche Verhältnisse	334
Tabelle 76:	FFPB – Vermögens- und Finanzlage	336
Tabelle 77:	FFPB – Gewinn- und Verlustrechnung	338
Tabelle 78:	FFPB – Managementplanung	340
Tabelle 79:	FFPB – Zukunftserfolgsplanung	343
Tabelle 80:	FFPB – Nettoausschüttungen	344
Tabelle 81:	FFPB – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 12. November 2026	345
Tabelle 82:	NVG – Rechtliche Verhältnisse	346
Tabelle 83:	NVG – Vermögens- und Finanzlage	349
Tabelle 84:	NVG – Gewinn- und Verlustrechnung	351
Tabelle 85:	NVG – Managementplanung	355
Tabelle 86:	NVG – Zukunftserfolgsplanung	357
Tabelle 87:	NVG – Nettoausschüttungen	358
Tabelle 88:	NVG – Ertragswert zum 12. November 2026	359
Tabelle 89:	NVG – Sonderwerte	360
Tabelle 90:	NVG – Unternehmensgesamtwert	360
Tabelle 91:	COC – Rechtliche Verhältnisse	361
Tabelle 92:	COC – Vermögens- und Finanzlage	362
Tabelle 93:	COC – Gewinn- und Verlustrechnung	363
Tabelle 94:	COC – Managementplanung	364
Tabelle 95:	COC – Zukunftserfolgsplanung	365
Tabelle 96:	COC – Nettoausschüttungen	366
Tabelle 97:	COC – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 12. November 2026	367
Tabelle 98:	NBG Holding – Vermögens- und Finanzlage	369
Tabelle 99:	NBG – Gewinn- und Verlustrechnung	371
Tabelle 100:	NBG Holding – Pro-Forma Gewinn- und Verlustrechnung	373
Tabelle 101:	NBG Holding – Managementplanung	373
Tabelle 102:	NBG Holding – Zukunftserfolgsplanung	374
Tabelle 103:	NBG Holding – Nettoausschüttungen	375
Tabelle 104:	NBG Holding – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 12. November 2026	376
Tabelle 105:	Ableitung des Sonderwerts für die Unterdeckung mittelbarer Pensionszusagen	378
Tabelle 106:	Ableitung des Sonderwerts für künftige IT-Modernisierungskosten	380
Tabelle 107:	Unternehmenswert der NBG AG zum 12. November 2026 in Mio. €	381
Tabelle 108:	Wert je Aktie der NBG AG zum 12. November 2026	381

Tabelle 109: Wert je Aktie bei Veränderung des Basiszinssatzes 383
Tabelle 110: Wert je Aktie bei Veränderung der Marktrisikoprämie 384
Tabelle 111: Wert je Aktie bei Veränderung des Betafaktors 385
Tabelle 112: P/E-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen der Sparte Leben/Kranken 389
Tabelle 113: Marktwert des Eigenkapitals der Sparte Leben/Kranken der NBG AG anhand von P/E-Multiplikatoren 390
Tabelle 114: P/E-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen der Sparte Schaden/Unfall 391
Tabelle 115: Marktwert des Eigenkapitals der Sparte Schaden/Unfall der NBG AG anhand von P/E-Multiplikatoren 392
Tabelle 116: P/E-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen der Sparte Finanzdienstleistungen 393
Tabelle 117: Marktwert des Eigenkapitals der Sparte Finanzdienstleistungen der NBG AG anhand von P/E-Multiplikatoren 394
Tabelle 118: Marktwert des Eigenkapitals der NBG AG anhand von P/E-Multiplikatoren 395

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Az	Aktenzeichen
Bafin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAS	Bid-Ask-Spread (Geld-Brief-Spanne)
BGH	Bundesgerichtshof
bspw.	beispielsweise
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BvR	Aktenzeichen einer Verfassungsbeschwerde zum Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
c.p.	ceteris paribus
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPEX	Capital Expenditures
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite Deutscher Aktienindex
CF	Cashflow
CG	CG Car-Garantie Versicherungs-AG, Freiburg
CG GmbH	Car-Garantie GmbH, Freiburg im Breisgau
CHF	Schweizer Franken
CMS	Compliance-Management-System
Co.	Company
COC	CodeCamp:N GmbH, Nürnberg
Corp.	Corporation
CSRD	Corporate Sustainability Reporting Directive
d.h.	das heißt
DAV	Deutsche Aktuarvereinigung
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
DKK	Dänische Krone

DNK	Deutscher Nachhaltigkeitskodex
DORA	Digital Operational Resilience Act
e.V.	eingetragener Verein
EAT	Earnings after Taxes
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings before Taxes
ESG	Environmental, Social and Governance
ESRS	European Sustainability Reporting Standards
EStG	Einkommensteuergesetz
etc.	et cetera
EUR	Euro
EV	Enterprise Value; Gesamtunternehmenswert
EVO	evo-X GmbH, Aachen
EZB	Europäische Zentralbank
f.	Folgende
f.e.R.	für eigene Rechnung
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft
FC	Forecast
ff.	[und] die folgenden
FFPB	Fürst Fugger Privatbank Aktiengesellschaft, Augsburg
FOCF	Free Operating Cash Flow
FTE	Full Time Equivalent
GACVA	Global Association of Certified Valuators and Analysts
GAV	GARANTA Versicherungs-AG, Nürnberg
GBP	Britische Pfund
GDV	Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V.
GewSt	Gewerbesteuer
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GSG	GSG Garantie-Service GmbH, Freiburg im Breisgau
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
GVD	GARANTA Versorgungs- und Versicherungsdienst GmbH, Nürnberg
HGB	Handelsgesetzbuch

i.d.F.	in der Fassung
i.H.v.	in Höhe von
i.S.d.	im Sinne des/der
i.V.m.	in Verbindung mit
IDD	Insurance Distribution Directive
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IDW S 1	IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen
IDW S 17	IDW Standard: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW S 17) mit Stand vom 18. November 2025
IFRS	International Financial Reporting Standards
Inc.	Incorporated
insb.	insbesondere
ISIN	International Securities Identification Number
IVA	IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
IVSC	International Valuation Standards Council
IWF	Internationaler Währungsfonds
JV	Joint Venture
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KI	Künstliche Intelligenz
KSt	Körperschaftsteuer
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LG	Landgericht
LLC	Limited Liability Company
LP	Limited Partnership
Ltd.	Limited
MAR	Marktmissbrauchsverordnung (Market Abuse Regulation)
MCR	Mindestkapitalanforderung
Mio.	Million/en
Mrd.	Milliarde/n
NAM	NÜRNBERGER Asset Management GmbH
NAU	NÜRNBERGER AutoMobil Versicherungsdienst GmbH, Nürnberg
NAV	NÜRNBERGER Allgemeine Versicherungs-Aktiengesellschaft, Nürnberg
NBA	NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung AG, Nürnberg
NBG AG	NÜRNBERGER Beteiligungs-AG, Nürnberg

NBL	NÜRNBERGER Beamten Lebensversicherung AG, Nürnberg
NESBEG	Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH, Nürnberg
NGFS	Network for Greening the Financial System
NIG	NÜRNBERGER Versicherung Immobilien AG, Nürnberg
NKV	NÜRNBERGER Krankenversicherung AG, Nürnberg
NLV	Nürnberger Lebensversicherung AG, Nürnberg
NOK	Norwegische Krone
NRV	Neue Rechtsschutz-Versicherungsgesellschaft Aktiengesellschaft, Mannheim
NVG	NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH, Nürnberg
OLG	Oberlandesgericht
OPEX	Operational Expenditures
ORSA	Own Risk and Solvency Assessment
p.a.	per annum
PCAF	Partnership for Carbon Accounting Financials
pers.	persönlich/e/r/n
PwC	PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main
rd.	rund
RfB	Rückstellung für erfolgsabhängige und erfolgsunabhängige Beitragsrückerstattung
Rn.	Randnummer
S&P Capital IQ	S&P Capital IQ, Standard & Poor's Financial Services LLC, USA
S.	Seite
S.A.	Société Anonyme (französische Aktiengesellschaft)
S/U	Schadens- und Unfallversicherungsgeschäft
SCR	Solvabilitätskapitalanforderung
SFDR	Sustainable Finance Disclosure Regulation
sog.	so genannt(e)
SolZ	Solidaritätszuschlag
SOTP	Sum-of-the-Parts
T	Tausend/e
Tax-CAPM	Tax Capital Asset Pricing Model
THG	Treibhausgase
TV	Terminal Value
Tz.	Textziffer

u.a.	unter anderem
USD	US-Dollar
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
ValueTrust	ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München
VFE	Vermögens-, Finanz- und Ertragslage
vgl.	vergleiche
VIG	VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe, Wien/Österreich
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngVO	WpÜG-Angebotsverordnung
z.B.	zum Beispiel
ZB	Registerzeichen des BGH für Zivilsachen
ZZR	Zinszusatzreserve
€	Euro

A. AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

I. Auftrag

1. Die VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe, Wien/Österreich („**VIG**“ oder „Hauptaktionärin“), hat dem Vorstand der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG, Nürnberg („**NBG AG**“ oder „Gesellschaft“ bzw. zusammen mit ihren direkten und indirekten Tochtergesellschaften „**NBG-Konzern**“), mit Schreiben vom 22. Juni 2026 mitgeteilt, dass sie beabsichtigt, ein Verfahren zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NBG AG gegen eine angemessene Barabfindung auf die VIG nach §§ 327a ff. AktG durchzuführen.

2. Nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft i.H.v. mindestens 95 % des Grundkapitals gehören (Hauptaktionärin), die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen (sog. aktienrechtlicher Squeeze Out).

3. Das Grundkapital der NBG AG beträgt insgesamt 40.320.000 € und ist in 11.520.000 nennwertlose auf den Namen lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von 3,50 € je Stückaktie eingeteilt. Jede NBG-Aktie gewährt eine Stimme und ist voll stimm- und dividendenberechtigt. Es bestehen keine unterschiedlichen Aktiengattungen. Die NBG-Aktien können gemäß § 5 Abs. 1 der Satzung der NBG AG grundsätzlich nur mit Zustimmung der NBG AG übertragen werden (vinkulierte Aktien). Von diesem Zustimmungserfordernis ausgenommen sind gemäß § 5 Abs. 2 der Satzung der NBG AG diejenigen Aktien, die durch Beschluss der Hauptversammlung vom 27. April 2022 von Inhaberaktien in nichtvinkulierte Namensaktien umgewandelt worden sind. Zum 31. Dezember 2025 sind von den Aktien der NBG AG 11.514.672 vinkuliert und 5.328 nichtvinkuliert.

4. Ausweislich des Depotauszugs der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, Wien/Österreich, vom 25. September 2026 hält die VIG unmittelbar 9.267.072 Stückaktien der NBG AG. Darüber hinaus hält die VIG gemäß Depotauszug der Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main, vom 25. September 2026 2.170.761 Aktien der NBG AG mittelbar im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 AktG i.V.m. §§ 16 Abs. 4, 17 Abs. 2 AktG über ihre einhundertprozentige Tochtergesellschaft, die Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH, Nürnberg. Damit hält die VIG mittel- und unmittelbar 11.437.833 der insgesamt 11.520.000 auf den Namen lautenden nennwertlosen Stückaktien der NBG AG. Die NBG AG hält auskunftsgemäß keine eigenen Aktien. Damit entspricht der Anteil der VIG rd. 99,29 % des

Grundkapitals der NBG AG. Die restlichen rd. 0,71 % der Aktien befinden sich auskunftsgemäß im Streubesitz.

5. Die außerordentliche Hauptversammlung der NBG AG, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NBG AG auf die VIG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen soll, ist für den 12. November 2026 geplant.

6. Nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG ist die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung durch einen oder mehrere sachverständige Prüfer zu prüfen.

7. Mit Beschluss vom 3. Juli 2026 hat das Landgericht Nürnberg-Fürth – 1. Kammer für Handelssachen – die IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main (kurz: „**IVA**“), zur sachverständigen Prüferin zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ausgewählt und bestellt (vgl. Anlage 1). Die VIG hat uns daraufhin mit der Prüfung der Angemessenheit der den Minderheitsaktionären zu gewährenden Barabfindung beauftragt.

8. Die Festlegung der Höhe der Barabfindung durch die VIG basiert auf einer Unternehmensbewertung der NBG AG, die auf Basis allgemein anerkannter Unternehmensbewertungsgrundsätze durchgeführt wurde. Der Unternehmenswert der NBG AG wurde im Auftrag der VIG durch die ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München (kurz: „**ValueTrust**“ oder „**Bewertungsgutachterin**“), ermittelt. Die Bewertungsgutachterin hat bei ihrer Bewertung den IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2026) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) herangezogen und ihr Gutachten in der Funktion als neutraler Gutachter mit Datum vom 28. September 2026 erstattet („**Gutachten**“). Den Inhalt und das Ergebnis des Gutachtens hat sich die Hauptaktionärin in vollem Umfang zu eigen gemacht. Das Gutachten ist dem Übertragungsbericht der Hauptaktionärin als Anlage 7 beigefügt.

9. Die zu gewährende Barabfindung wurde auf der Grundlage des Gutachtens durch die VIG festgelegt. Die Ausführungen zur Festlegung der Barabfindung gemäß § 327b AktG auf den Stichtag der außerordentlichen Hauptversammlung am 12. November 2026 sind im Bericht der VIG über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NBG AG auf die VIG und zur Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG vom 28. September 2026 (kurz: „**Übertragungsbericht**“) wiedergegeben.

II. Auftragsdurchführung

10. Wir haben die Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung bis zum 29. September 2026 in unseren Büros in Frankfurt am Main, Hamburg und in Landau in der Pfalz sowie in den Homeoffices der an der Prüfung beteiligten Mitarbeiter durchgeführt. Die als Grundlage der Wertermittlung dienenden Planungsrechnungen und Unterlagen zur Bewertung der NBG AG haben wir erhalten und in Gesprächen mit Vertretern der Gesellschaft sowie der Bewertungsgutachterin auf ihre Plausibilität überprüft.

11. Unsere Prüfung erfolgte dabei überwiegend zeitlich parallel zu den Bewertungsarbeiten. Dabei haben wir unsere Prüfungshandlungen jeweils unmittelbar nach Fertigstellung und Vorlage von Teilergebnissen durch die Bewertungsgutachterin durchgeführt. Die Ergebnisse der Bewertungsgutachterin haben wir anhand eigener Analysen plausibilisiert und ergänzende Sensitivitätsrechnungen durchgeführt.

12. Für die Durchführung der Prüfung standen uns im Wesentlichen folgende Unterlagen zur Verfügung:

- Handelsregisterauszug der NBG AG vom 25. September 2026;
- Satzung der NBG AG in der Fassung vom 2. Juni 2026;
- Prüfungsberichte der PricewaterhouseCoopers GmbH Wirtschaftsprüfungs-gesellschaft, Frankfurt am Main („PwC“), zu den mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehenen Konzernabschlüssen und Konzernlageberichten der NBG AG für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025;
- Prüfungsberichte der PwC zu den mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehenen Jahresabschlüssen und Lageberichten der NBG AG für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025;
- Prüfungsberichte der PwC zu den mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehenen Jahresabschlüssen und Lageberichten der Nürnberger Lebensversicherung AG, Nürnberg („NLV“), für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025;
- Prüfungsberichte der PwC zu den mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehenen Jahresabschlüssen und Lageberichten der NÜRNBERGER Krankenversicherung AG, Nürnberg („NKV“), für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025;

- Prüfungsberichte der PwC zu den mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehenen Jahresabschlüssen und Lageberichten der NÜRNBERGER Allgemeine Versicherungs-Aktiengesellschaft, Nürnberg („NAV“), für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025;

- Prüfungsberichte der PwC zu den mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehenen Jahresabschlüssen und Lageberichten der NÜRNBERGER BEAMTEN ALLGEMEINE VERSICHERUNG AKTIENGESELLSCHAFT, Nürnberg („NBA“), für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025;

- Prüfungsberichte der PwC zu den mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehenen Jahresabschlüssen und Lageberichten der NÜRNBERGER Asset Management GmbH, Nürnberg („NAM“), für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025;

- Prüfungsberichte der PwC zu den mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehenen Jahresabschlüssen und Lageberichten der Fürst Fugger Privatbank Aktiengesellschaft, Augsburg („FFPB“), für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025;

- Geschäftsberichte der NLV, der NKV, der NAV, der NBG AG, der CG Car-Garantie Versicherungs-AG, Freiburg („CG“), der NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH, Nürnberg („NVG“) und der CodeCamp:N GmbH, Nürnberg („COC“), für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025;

- Monatliche Management-Reporting-Unterlagen der NBG AG, NAV, NLV, NKV, FFPB bzw. Quartalsmanagement-Reporting-Unterlagen für die NAM jeweils für das laufende Jahr 2026;

- Planungsrechnung des NBG-Konzerns, der NBG AG sowie der Tochtergesellschaften NLV, NKV, NAV, NBA, CG, NAM, FFPB, NVG, COC für die Geschäftsjahre 2026 bis 2030, bestehend aus Plan-GuV und Plan-Bilanzen;

- Planungsrechnung der FFPB für die Geschäftsjahre 2026 bis 2031, bestehend aus Plan-GuV und Plan-Bilanzen mit Stand vom 2. Juli 2026;

- Protokolle der Sitzungen der Vorstände und Aufsichtsräte u.a. der NBG AG, NLV, NAV, NKV und FFPB in den Geschäftsjahren 2024 und 2025 sowie im laufenden Geschäftsjahr 2026 sowie Verwaltungsratsprotokolle der NAM (GmbH) für 2024, 2025 und das laufende Geschäftsjahr 2026 sowie Protokolle ihrer Geschäftsführungssitzungen aus dem laufenden Geschäftsjahr 2026;

- Gutachten der ValueTrust vom 28. September 2026 sowie vorhergehende Entwürfe;
- Auszüge aus den Arbeitspapieren der Bewertungsgutachterin;
- Übertragungsbericht vom 28. September 2026 sowie vorhergehende Entwürfe;
- Noch nicht finalisierte und nicht verabschiedete unkommentierte Planungsrechnung des NBG-Konzerns, der NBG AG sowie der Tochtergesellschaften NLV, NKV, NAV, NBA, CG, NAM, FFPB, NVG, COC für die Geschäftsjahre 2026 bis 2031, bestehend aus Plan-GuV und Plan-Bilanzen;
- sonstige für die Bewertung relevante Unterlagen und Informationen.

13. Darüber hinaus haben wir auf öffentlich zugängliche Informationen und Kapitalmarktdaten zurückgegriffen.

14. Ergänzende Auskünfte wurden uns vom Vorstand der NBG AG und den von ihm benannten Auskunftspersonen erteilt. Der Vorstand der NBG AG sowie der Vorstand der VIG haben uns gegenüber jeweils am 29. September 2026 schriftlich versichert, dass die erteilten Erläuterungen und Auskünfte, die für die Erstellung unseres Berichts über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung von Bedeutung sind, vollständig und richtig erteilt wurden.

15. Die im Standard **IDW S 1** des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland enthaltenen Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen i.d.F. vom 11. Februar 2026[1] haben wir beachtet. Im Sinne des IDW S 1 entspricht unsere Tätigkeit vom Umfang her einer vollumfänglichen Plausibilitätsbeurteilung der wesentlichen Annahmen sowie der Planungsrechnung. Darüber hinaus haben wir den GACVA Professional Standard sowie die relevanten International Valuation Standards des IVSC (International Valuation Standards Council) beachtet. Die Standards geben die herrschende Meinung zur Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung wieder und bilden einen Rahmen für die jeweils eigenverantwortliche Lösung.

16. Im Hinblick auf die Plausibilisierung der Planungsrechnung haben wir den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ beachtet.

[1] Veröffentlicht im April 2026, IDW Life 4/2026, Neufassung des IDW Standards: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i. d. F. 2026), S. 535 ff.

17. Art und Umfang unserer Prüfungshandlungen haben wir in unseren Arbeitspapieren festgehalten. Im Rahmen unserer Prüfung haben wir in die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachterin Einsicht genommen.

18. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung am 29. September 2026 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der außerordentlichen Hauptversammlung der NBG AG am 12. November 2026 wesentliche Veränderungen in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Bewertung der NBG AG ergeben, wären diese bei der Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung noch zu berücksichtigen.

19. Wir weisen ausdrücklich darauf hin, dass wir keine Prüfung der Buchführung, Jahresabschlüsse, Lageberichte oder Geschäftsführung der beteiligten Gesellschaften vorgenommen haben. Diese Prüfungen sind nicht Gegenstand einer Angemessenheitsprüfung der Barabfindung für Minderheitsaktionäre. Die Übereinstimmung der Jahres- bzw. Konzernabschlüsse und Lageberichte bzw. Konzernlageberichte mit den jeweiligen Rechnungslegungsvorschriften ist vom Abschlussprüfer der NBG AG für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 jeweils mit einem uneingeschränkten Bestätigungsvermerk versehen worden. Hinsichtlich der Vollständigkeit der Jahres- und Konzernabschlüsse und der Beachtung bilanzieller Bewertungsvorschriften gehen wir daher von der Richtigkeit und Vollständigkeit der uns vorgelegten Unterlagen aus.

20. Dieser Prüfungsbericht dient der Dokumentation unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung. Die Verwendung unseres Prüfungsberichts außerhalb der schriftlichen und mündlichen Berichterstattung an die Aktionäre bzw. der Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung der NBG AG, der Information der Organe, der Vorlage beim Registergericht sowie im Rahmen eventueller Gerichtsverfahren (z.B. Spruchverfahren) bedarf unserer vorherigen schriftlichen Einwilligung. Ohne diese schriftliche Einwilligung darf unser Prüfungsbericht nicht an Dritte weitergegeben werden. Die Einwilligung wird nicht aus unbilligen Gründen verweigert werden.

21. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit sind, auch im Verhältnis zu Dritten, die als Anlage 2 beigefügten **Allgemeinen Auftragsbedingungen** für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften i.d.F. vom 1. Juli 2026 maßgebend. Bei einer Verwendung unseres Berichts für andere als dem Auftrag zugrunde liegende Zwecke ist dafür Sorge zu tragen, dass auch in diesen Fällen die vorgenannten Allgemeinen Auftragsbedingungen Anwendung finden.

22. Wir weisen darauf hin, dass die im Prüfungsbericht nachfolgend dargestellten Berechnungen grundsätzlich ohne Nachkommastelle ausgewiesen werden. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgten, kann die Addition und Subtraktion von Tabellenwerten zu

Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- und Gesamtsummen führen. Soweit nicht gesondert erläutert, entsprechen sämtliche für die NBG AG bzw. den NBG-Konzern wiedergegebenen Finanzzahlen den Bestimmungen des Handelsgesetzbuchs (HGB).

Beurteilungsmaßstab im Rahmen unserer Untersuchungen

23. Nach § 327a Abs. 1 AktG muss die Höhe der gewährten Abfindung angemessen sein. Der Begriff der „Angemessenheit" wird im Gesetz inhaltlich nicht näher definiert. Die ständige Rechtsprechung fordert eine volle Entschädigung des Minderheitsaktionärs für den Verlust seiner Beteiligung.[2] Demnach muss die Abfindung den wirklichen bzw. wahren Wert der Beteiligung abbilden, damit der ausscheidende Aktionär für den Verlust seiner Rechtsposition wirtschaftlich voll entschädigt wird. Die Beurteilung der Angemessenheit einer Barabfindung erfolgt daher sowohl im Rahmen der Angemessenheitsprüfung als auch in dem sich potenziell anschließenden Spruchverfahren auf Basis einer Gesamtbetrachtung.[3] Nur in diesem Rahmen kann sichergestellt werden, dass der ausscheidende Aktionär eine volle Entschädigung für den Verlust seiner Beteiligung erhält.

24. Die Unternehmensbewertung in dem Gutachten enthält sowohl bei der Prognose der finanziellen Überschüsse als auch bei der Ermittlung der Kapitalkosten eine Vielzahl von Annahmen. Wir haben diese Annahmen auf Plausibilität geprüft und dabei folgenden Maßstab zugrunde gelegt:

25. Im Rahmen unserer Prüfungen wird eine Annahme dann als **plausibel** betrachtet, wenn sie (1) auf einer **sachgerechten Methodik** und (2) einer **vollständigen Datenbasis** beruht, (3) der **Höhe nach vertretbar** ist und (4) die **rechnerische Richtigkeit** gewährleistet wird.[4]

26. Die Ermittlungsmethodik ist als **sachgerecht** anzusehen, wenn sie im Einklang mit den aktuellen wissenschaftlichen und praktischen Erkenntnissen auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung steht. Sofern hingegen eine nicht anerkannte oder nicht

---

2 Vgl. BGH, Beschluss v. 31.1.2017 – Az II ZR 285/15BGH, ZIP 2017, 469; BGH, Beschluss v. 12.1.2016 – Az II ZB 25/14, AG 2016, 359 Rz. 21 m.w.N.; OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 26.1.2017 – Az 21 W 75/15; OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 17.1.2017 – Az 21 W 37/12, ZIP 2017, 974; OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 20.7.2016 – Az 21 W 21/14, BB BBL2017-1585-6; OLG Karlsruhe, Beschluss v. 12.9.2017 – Az 12 W 1/17, NZG 2017, 1188; BayObLG, Beschluss v. 19.10.1995 – Az 3Z BR 17/90, AG 1996, 127.

3 Vgl. Stephan in Schmidt/Lutter (Hrsg.), AktG, 4. Aufl., § 305 Rz. 65; Ruiz de Vargas in Bürgers/Körber (Hrsg.), Aktiengesetz, 4. Aufl., Anh § 305, Rn. 7a.

4 Vgl. ausführlich hierzu Creutzmann, A.: Plausibilität und Vertretbarkeit von Annahmen bei Unternehmensbewertungen in: BewertungsPraktiker, 1/2021, S. 12-14, (Hrsg.: CORPORATE FINANCE und EACVA), Creutzmann, A.: Planungsrechnungen bei rechtsgeprägten Unternehmensbewertungen, in: RWZ 2/2024, S. 91-97.

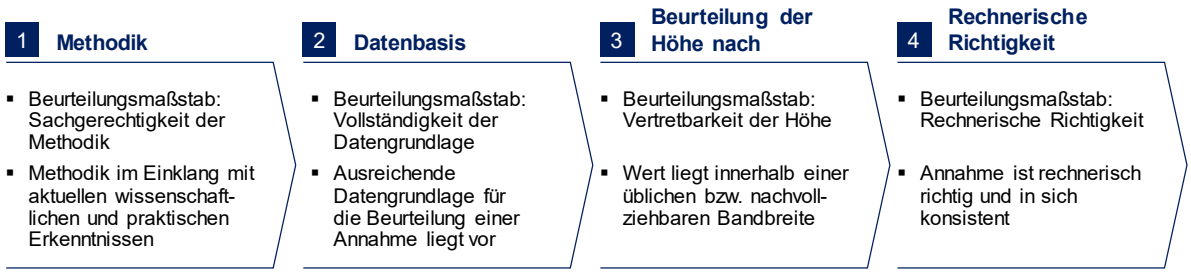
gebräuchliche Methodik angewendet wird, ist die Sachgerechtigkeit zumindest kritisch zu hinterfragen.

27. Die **Vollständigkeit** der Datenbasis ist gegeben, wenn eine ausreichende Datengrundlage für die Beurteilung einer Annahme vorliegt. Hierbei kann es sich etwa um Daten aus der Vergangenheitsanalyse oder entsprechende Mengen- und Wertgerüste handeln, welche einer angenommenen bestimmten Entwicklung zugrunde liegen.

28. Eine Annahme ist der Höhe nach als **vertretbar** zu beurteilen, wenn sich der betrachtete Parameterwert innerhalb einer üblichen bzw. intersubjektiv nachvollziehbaren Bandbreite von möglichen Parameterwerten bewegt. Abhängig von der konkret zu analysierenden Annahme kann sich diese Bandbreite etwa aus der Anwendung verschiedener, jeweils sachgerechter Methoden ergeben und enger oder weiter gefasst sein. Sofern der betrachtete Parameterwert außerhalb dieser Bandbreite liegt, ist die Annahme nicht mehr als vertretbar anzusehen.

29. Darüber hinaus ist zu analysieren, ob die Annahme **rechnerisch richtig** abgeleitet wurde und in sich konsistent ist.

30. Die folgende Abbildung stellt unsere Vorgehensweise und die einzelnen Prüfschritte bei der Beurteilung der Plausibilität einer Annahme zusammenfassend dar:



Quelle: IVA-Analysen

Abbildung 1: Beurteilungsmaßstab für die Plausibilität einer Annahme

31. Wenn sämtliche Kriterien erfüllt sind, ist die **Annahme insgesamt als plausibel** anzusehen. Wird hingegen mindestens ein Kriterium nicht erfüllt, ist die Plausibilität der Annahme zu hinterfragen. Ergänzend weisen wir darauf hin, dass wir die beschriebene Vorgehensweise sowohl bei der Betrachtung in Bezug auf die Planungsrechnung (Zähler des Kalküls) als auch in Bezug auf den Kapitalisierungszinssatz (Nenner des Kalküls) zugrunde gelegt haben.

32. Bei der Betrachtung von Annahmen in Bezug auf die Planungsrechnung haben wir zudem den vom **IDW** veröffentlichten **Praxishinweis** „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei

Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“, der sich mit der Plausibilisierung von Planungsrechnungen befasst, berücksichtigt.[5] Der Praxishinweis bezieht sich jedoch ausschließlich auf die Plausibilität einer Planungsrechnung und damit den Zähler des Bewertungskalküls. Gemäß dem IDW-Praxishinweis gliedert sich die materielle Plausibilität einer Planungsrechnung in die interne und externe Plausibilität.

33. Im Rahmen der materiellen Plausibilitätsanalyse wird gewürdigt, ob die der Planung zugrunde gelegten Annahmen sowie die aus den Annahmen und dem Planungsmodell resultierenden Ergebnisse insgesamt unter angemessener Berücksichtigung von Chancen und Risiken abgeleitet wurden. Die Plausibilität ist gegeben, wenn die Annahmen und die Planansätze für den jeweiligen Anlass nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen, d.h. in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse sind. Bestehen Abweichungen zu den Erkenntnissen aus den vorgenannten Analysen, sollten diese intersubjektiv nachvollziehbar sein. Ein sachkundiger Dritter sollte bei entsprechender Informationslage zu vergleichbaren Einschätzungen kommen. Die materiellen Analysehandlungen lassen sich unterteilen in die Analyse der internen und externen Plausibilität.[6]

34. Folgende Tabelle zeigt die vom IDW konkret empfohlenen Maßnahmen im Rahmen der materiellen Planungsplausibilisierung für Bewertungszwecke.

Materielle, interne Plausibilität		**Materielle, externe Plausibilität**	
Erläuterungen des Managements	Unternehmensanalyse (einschließlich Vergangenheitsanalyse)	Marktanalyse	Analyse der Wettbewerber
Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung mit den Erläuterungen	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung mit den Ist-Entwicklungen in der Vergangenheit und den Unternehmenspotenzialen zum Stichtag	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung z.B. mit volkswirtschaftlichen Prognosen, Absatzmarkt-analysen etc.	Nachvollziehbarkeit und Konsistenz der Planung z.B. mit Ist-Zahlen und Analystenschätzungen

Quelle: IDW

Tabelle 1: Maßnahmen der materiellen Planungsplausibilisierung gemäß IDW-Praxishinweis 2/2017

5 Vgl. IDW, IDW Life 3/2017, Praxishinweis 2/2017: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion, S. 345.

6 Vgl. IDW, Praxishinweis 2/2017, Tz. 16.

35. Wie in obiger Tabelle dargestellt, werden im Rahmen der materiellen Plausibilitätsprüfung sowohl interne als auch externe Aspekte gewürdigt, wobei das IDW weder den Aspekten der internen noch der externen Plausibilität eine Gewichtung zukommen lässt.

36. Die interne Plausibilität betrifft den Abgleich der zugrunde liegenden Planungsrechnung mit den entsprechenden Erläuterungen des Managements und damit verbunden die Würdigung, ob die in der Planungsrechnung verarbeiteten Annahmen mit den strategischen Vorstellungen und beabsichtigten operativen Maßnahmen des Managements in Übereinstimmung stehen. Des Weiteren ist im Rahmen der internen Plausibilitätsprüfung eine Vergangenheits- und Lageanalyse des Unternehmens durchzuführen. Hierzu werden in der Vergangenheit erzielte Ist-Werte mit entsprechenden Plan-Werten für GuV- und Bilanzgrößen verglichen.[7]

37. Im Rahmen der externen Plausibilitätsprüfung werden die der Planung zugrunde liegenden Annahmen der Markt- und Wettbewerbsanalyse für das Unternehmen auf Grundlage der zum Planungszeitpunkt vorherrschenden Rahmenbedingungen gegenübergestellt. Dabei soll die externe Plausibilitätsprüfung insbesondere eine Analyse der Entwicklung der für das Unternehmen relevanten Absatz- und Beschaffungsmärkte sowie der Ist-Entwicklung und Prognosen wesentlicher Wettbewerber beinhalten.[8]

38. Im Sinn des IDW Standards: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2026) haben wir eine vollumfängliche Plausibilitätsbeurteilung vorgenommen.

---

7 Vgl. IDW, Praxishinweis 2/2017, Tz. 17, 22 f.

8 Vgl. IDW, Praxishinweis 2/2017, Tz. 17, 28, 32.

B. GEGENSTAND, ART UND UMFANG DER PRÜFUNG

39. Gegenstand unserer Prüfung ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der von der Hauptaktionärin festgelegten Barabfindung.

40. Dementsprechend haben wir geprüft, ob die von der VIG festgelegte Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse bei der NBG AG zum Bewertungsstichtag als angemessen anzusehen ist. Eine weitergehende rechtliche Prüfung, insb. der Voraussetzungen und Rechtmäßigkeit für eine Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und der steuerlichen Auswirkungen, haben wir nicht vorgenommen.

41. Der Prüfungsbericht ist gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG und § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob die festgelegte Barabfindung angemessen ist. Im Prüfungsbericht ist gemäß § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG anzugeben,

- nach welchen Methoden die Barabfindung ermittelt worden ist,
- aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist,
- welche Barabfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist darzulegen, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der festgelegten Barabfindung und der ihnen zugrunde liegenden Werte beigemessen worden ist und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung des Unternehmens aufgetreten sind.

42. Bei der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung für Anteile an einem börsennotierten Unternehmen darf aufgrund der höchstrichterlichen Rechtsprechung der Börsenkurs als Verkehrswert der Aktien nicht außer Betracht bleiben. Ob der Börsenkurs tatsächlich den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt, gilt es im Einzelfall zu prüfen. Sofern für die Bewertung Börsenkurse herangezogen werden, ist die Ableitung des Börsenkurses zu beurteilen.

43. Sofern eine Unternehmensbewertung die Grundlage für die Ableitung der angemessenen Barabfindung darstellt, hat der Prüfer die der Barabfindung zugrunde liegende Bewertung hinsichtlich ihrer methodischen Konsistenz und der inhaltlichen Prämissen zu beurteilen. Basiert die Barabfindung auf einer zukunftsbezogenen analytischen Unternehmensbewertung, ist insb. zu untersuchen, ob die wertrelevanten Parameter sachgerecht abgeleitet wurden und

ob die geplanten Zukunftsergebnisse plausibel erscheinen. Eine eigenständige Bewertung der Gesellschaft durch den Prüfer ist nicht vorzunehmen.

44. Gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG hat die Hauptaktionärin der beschlussfassenden Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der außenstehenden Aktionäre auf die Hauptaktionärin dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (Übertragungsbericht).

45. Der Übertragungsbericht ist nicht Gegenstand unserer Prüfung. Es gehört auch nicht zu den Aufgaben des gesetzlichen Prüfers, die Vollständigkeit, Richtigkeit und Zweckmäßigkeit des Übertragungsberichts oder das Vorliegen der Voraussetzungen der Übertragung zu beurteilen. Soweit der Bericht der Hauptaktionärin jedoch die Höhe der Barabfindung erläutert und begründet, haben wir die enthaltenen Angaben zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung verwendet.

46. Die als Bewertungsbasis dienende Unternehmensplanung sowie Arbeitspapiere zur Bewertung haben wir erhalten, in Gesprächen mit Vertretern der Gesellschaft und der Bewertungsgutachterin erörtert und auf ihre Plausibilität untersucht. Wir haben die methodische Konsistenz des Bewertungsmodells überprüft und die Bewertung rechnerisch nachvollzogen.

47. In seinem Beschluss vom 3. Juli 2026 hat das Landgericht Nürnberg-Fürth von jeglichen weiteren den sachverständigen Prüfer anleitenden oder ein möglicherweise folgendes Spruchverfahren bereits fördernden Anordnungen abgesehen.

48. Unser Bericht gibt das Ergebnis unserer Prüfung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung wieder. Die Angaben im Prüfungsbericht beschränken sich auf die für die Beurteilung der Barabfindung wesentlichen Aspekte.

C. PRÜFUNG DER ANGEMESSENHEIT DER BARABFINDUNG

I. Methode zur Ermittlung der Barabfindung

49. Die VIG hat im Entwurf des Übertragungsbeschlusses die Barabfindung für die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG auf die Hauptaktionärin VIG zum 12. November 2026 wie folgt festgelegt:

> *„Die auf den Namen lautenden Stückaktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) der Gesellschaft werden gemäß dem Verfahren zum Ausschluss von Minderheitsaktionären nach §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer von der VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe, einer Aktiengesellschaft österreichischen Rechts mit Sitz in Wien, Österreich (Hauptaktionärin), zu zahlenden angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 120,00 je eine auf den Namen lautende Stückaktie der Gesellschaft auf die Hauptaktionärin übertragen."*

50. Der Übertragungsbericht der Hauptaktionärin enthält Erläuterungen und Begründungen in Bezug auf die Angemessenheit der Barabfindung.

51. Die Barabfindung wurde auf der Grundlage einer von ValueTrust zum Bewertungsstichtag 12. November 2026 durchgeführten Unternehmensbewertung festgelegt. Für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung wurde eine Ertragswertermittlung im Wege einer „Sum-of-the-Parts"-Bewertung („SOTP-Bewertung") durchgeführt und anhand kapitalmarktgestützter Multiplikatoren plausibilisiert. Zudem hat die Bewertungsgutachterin den gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der NBG AG im relevanten Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 22. Juni 2026 ermittelt.

52. Die Bewertungsgutachterin ermittelte zum Bewertungsstichtag 12. November 2026 auf Basis des Ertragswertverfahrens einen Wert von 108,82 € je Aktie. Der volumengewichtete durchschnittliche Börsenkurs der NBG AG beträgt im relevanten Referenzzeitraum 119,95 € und liegt damit über dem auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten Wert je Aktie.

53. Die von der VIG auf der Grundlage dieser Überlegungen festgelegte und an die Minderheitsaktionäre der NBG AG nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG zu zahlende **angemessene Barabfindung** beträgt **120,00 € je Aktie der NBG AG**.

54. Die VIG hat sich bei der Festlegung der angebotenen Barabfindung dem von der Bewertungsgutachterin gewählten methodischen Vorgehen angeschlossen und sich das Gutachten vollständig zu eigen und zum Gegenstand des Übertragungsberichts gemacht. Das

Gutachten sowie dessen Entwürfe sind uns für Zwecke der Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung zur Verfügung gestellt worden.

55. In dem Gutachten werden das methodische Vorgehen, die Ermittlung des Unternehmenswerts der NBG AG sowie des Unternehmenswerts je Aktie im Detail dargestellt.

II. Angemessenheit der Methode zur Ermittlung der Barabfindung

1. Vorbemerkung

56. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) und des Bundesgerichtshofs (BGH) ist eine Barabfindung im Hinblick auf den verfassungsrechtlichen Eigentumsschutz dann angemessen, wenn sie dem ausgeschlossenen Aktionär eine volle wirtschaftliche Kompensation für den Verlust seiner Unternehmensbeteiligung gewährt. Dabei ist nach der Rechtsprechung des BVerfG (Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94) sicherzustellen, dass der ausscheidende Aktionär nicht weniger erhält, als er bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Maßnahme erhalten hätte. Die Entschädigung darf somit nicht unter dem Verkehrswert liegen.[9]

57. Die angemessene Barabfindung muss nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien der Gesellschaft berücksichtigen. Für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung stehen grundsätzlich unterschiedliche Bewertungsmethoden zur Verfügung. Das Aktiengesetz schreibt keine bestimmte Bewertungsmethode vor, die zur Beurteilung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung heranzuziehen ist. Eine Bewertungsmethode scheidet nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des Einzelfalls nicht geeignet ist, den wahren Wert abzubilden.

58. Der BGH hat festgestellt, dass es eine **Rechtsfrage** ist, ob eine angewendete Bewertungsmethode dem gesetzlichen Bewertungsziel entspricht. Dies hat der BGH sowohl für die Ertragswertmethode als auch für den Börsenkurs bejaht. Die Frage, welche der grundsätzlich geeigneten Bewertungsmethoden im konkreten Fall den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet, ist Teil der tatsächlichen Würdigung des Sachverhalts (**Tatsachenfrage**) und nach der betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und Praxis zu beurteilen. Die Bewertungsmethode muss dabei in der Betriebswirtschaftstheorie anerkannt und in der Praxis gebräuchlich sein.[10]

59. Die zugrunde gelegte Bewertungsmethode ist vom Prüfer hinsichtlich der Art und Gründe für ihre Anwendung sowie ihrer Angemessenheit zu überprüfen.

60. Der Bundesgerichtshof hat sowohl mit Beschluss vom 21. Februar 2023 (BGH, II ZB 12/21) als auch mit Beschluss vom 31. Januar 2024 (BGH, II ZB 5/22) festgestellt, dass der

---

9 Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94.

10 Vgl. BGH, Urteil vom 8. November 2017 – XII ZR 108/16.

Börsenkurs eines Unternehmens bei Einhaltung bestimmter Voraussetzungen allein eine geeignete Schätzgrundlage für die Bestimmung einer angemessenen Barabfindung nach § 305 AktG und die Ableitung des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG sein kann. Gemäß BGH kann der Anteilswert nur dann nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden, wenn im konkreten Fall nicht von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer ausgegangen werden kann.[11]

61. Nach herrschender Rechtsprechung und Bewertungspraxis ist die Barabfindung bei Ausschluss von Minderheitsaktionären grundsätzlich auch aus einem objektivierten Unternehmenswert abzuleiten. Der objektivierte Unternehmenswert stellt gemäß IDW S 1 i.d.F. 2026 einen intersubjektiv nachvollziehbaren Zukunftserfolgswert aus der Sicht von typisierten Anteilseignern dar, die über die Verhältnisse des Unternehmens und des Marktes umfassend informiert sind, rein finanzielle Interessen verfolgen und keinen einseitigen Einfluss auf den Unternehmenswert haben (Perspektive atomistischer Anteilseigner).[12] Der objektivierte Unternehmenswert ist auf Grundlage der Verhältnisse des Unternehmens und des Markts zum Bewertungsstichtag und der darauf aufbauenden Erwartungen zu ermitteln. Die Prognose der künftigen Unternehmenserfolge hat ausgehend von dem vom Management verfolgten Geschäftsmodell zu erfolgen und realistische Annahmen über die Marktchancen und -risiken, die finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstige Einflussfaktoren zugrunde zu legen.[13]

62. Die bei der Unternehmensbewertung von deutschen Wirtschaftsprüfern anzuwendenden Bewertungsgrundlagen und Methoden sind in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insb. im Standard IDW S 1 vom 11. Februar 2026 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ festgelegt. Demnach wird der Wert eines Unternehmens aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften.

63. Nachfolgend werden daher zunächst das Ertragswertverfahren sowie der Börsenkurs methodisch erläutert. Anschließend werden dann die weiteren Methoden dargestellt und gewürdigt.

---

11 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 18; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 20.

12 Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 19.

13 Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 77.

2. Ertragswert und Discounted Cash Flow

64. Der Wert eines operativ tätigen Unternehmens wird nach heute allgemein anerkannten Grundsätzen aus seiner Eigenschaft abgeleitet, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften. Dieser Wert ergibt sich grundsätzlich aufgrund der finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens erwirtschaftet werden können (Zukunftserfolgswert). Der Unternehmenswert kann dabei entweder nach dem Ertragswertverfahren oder dem Discounted Cash Flow-Verfahren („DCF“) ermittelt werden. Beide Bewertungsverfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen bei gleichen Bewertungsannahmen, insb. hinsichtlich der Finanzierung, zu identischen Ergebnissen, da sie auf derselben investitionstheoretischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) basieren.

65. Bei beiden Bewertungsverfahren wird zunächst der Barwert der finanziellen Überschüsse ermittelt. Zur Ableitung des Barwerts dieser Überschüsse wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert. Bei materiellen oder immateriellen Vermögenswerten oder Gruppen von Vermögenswerten, die im Rahmen der Ableitung der Zukunftserfolge (finanziellen Überschüsse) aus der Managementplanung nicht oder nur unvollständig abgebildet werden, sind die Zukunftserfolge entweder so anzupassen, dass eine vollständige Abbildung erreicht wird, oder sie sind dem Zukunftserfolgswert als gesondert bewertetes Vermögen hinzuzurechnen. Dabei ist sicherzustellen, dass keine Doppelerfassung erfolgt. Die Summe der Barwerte der finanziellen Überschüsse und eines etwaigen gesondert bewerteten Vermögens ergibt grundsätzlich den Unternehmenswert.

66. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Die in der Vergangenheit erwiesene Ertragskraft dient im Allgemeinen als Ausgangspunkt für Plausibilitätsüberlegungen. Die Verantwortlichkeit für die Zukunftserfolgsplanung ergibt sich aus der Funktion, in welcher der Wirtschaftsprüfer tätig wird. In der Funktion des neutralen Gutachters sowie des neutralen Sachverständigen i.S. des IDW S 1 i.d.F. 2026 liegt die Verantwortung für die Eignung der Zukunftserfolgsplanung für Zwecke der Unternehmensbewertung beim Wirtschaftsprüfer; die Verantwortung für die Managementplanung verbleibt beim Management. Dabei sind bei der Bewertung nur die Überschüsse zu berücksichtigen, die aus dem zum Bewertungsstichtag verfolgten Geschäftsmodell und darauf aufbauenden realistischen Erwartungen resultieren. Sofern die Ertragsaussichten aus unternehmensbezogenen Gründen bzw. aufgrund veränderter Markt- und Wettbewerbsbedingungen zukünftig andere sein werden, sind die erkennbaren Unterschiede zu berücksichtigen. Das nachhaltige Ergebnis als Teil der

Zukunftserfolgsplanung ist vom neutralen Gutachter bzw. Sachverständigen i.S.d. IDW S1 i.d.F. 2026 unter Berücksichtigung gesonderter Analysen herzuleiten.[14]

67. Bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte ist von der Ausschüttung bzw. Ausschüttbarkeit derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen, die unter Berücksichtigung der zum Bewertungsstichtag erwarteten Entwicklung des Geschäftsmodells und der rechtlichen Restriktionen für Ausschüttungen zur Verfügung stehen.[15]

68. Die künftigen finanziellen Überschüsse sind mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Dieser Kapitalisierungszinssatz dient dazu, die sich ergebenden finanziellen Überschüsse mit einer Entscheidungsalternative zu vergleichen. Hierzu wird bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten typisierend auf Renditen von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) abgestellt.

69. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte anlassbezogene Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner vorzunehmen. Bei gesellschaftsrechtlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen werden gemäß IDW S 1 – im Einklang mit der langjährigen Bewertungspraxis und der deutschen Rechtsprechung – die steuerlichen Verhältnisse einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen Person typisierend zugrunde gelegt. In diesem Rahmen sind sachgerechte Annahmen über die persönliche Besteuerung der Nettoeinnahmen aus dem Bewertungsobjekt und der Alternativrendite zu treffen.

70. Die Bewertungsgutachterin ValueTrust hat den Unternehmenswert und darauf aufbauend den Wert je Aktie der NBG AG auf der Grundlage des in Rechtsprechung und Bewertungspraxis in Deutschland vorherrschenden Ertragswertverfahrens ermittelt. Die Bewertungsgutachterin hat dabei einen SOTP-Ansatz gewählt, bei dem für die wesentlichen operativen Tochtergesellschaften und Beteiligungen sowie für die NBG AG als Holdinggesellschaft jeweils eigenständige Ertragswerte ermittelt wurden. Die Ertragswerte der wesentlichen operativen Tochtergesellschaften und Beteiligungen, der NBG AG als Holdinggesellschaft sowie die Sonderwerte wurden sodann zum Gesamtunternehmenswert aggregiert. Dieses Vorgehen ist bei Versicherungsunternehmen mit heterogenen Geschäftsbereichen methodisch sachgerecht und in der Bewertungspraxis etabliert.

71. Wir haben uns davon überzeugt, dass den vorliegenden Bewertungen der einzelnen Gesellschaften des NBG-Konzerns neben der Ertragsplanung auch eine abgestimmte

---

14 Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz.54.

15 Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz.85.

Bilanzplanung zugrunde liegt. Bei der Bewertung von Versicherungsunternehmen und Kreditinstituten ist das von der Bewertungsgutachterin herangezogene Ertragswertverfahren als die in der Bewertungspraxis etablierte Vorgehensweise anzusehen, da sie die den Eigenkapitalgebern unmittelbar zufließenden finanziellen Überschüsse in den Mittelpunkt der Bewertung stellt und damit dem spezifischen Geschäftsmodell von Versicherungsunternehmen und Kreditinstituten – insbesondere der aufsichtsrechtlich determinierten Kapitalstruktur und der engen Verzahnung von operativem Geschäft und Finanzierungsbereich – methodisch adäquat Rechnung trägt.

3. Börsenkurs

72. Die NBG AG ist nicht börsennotiert i.S.d. § 3 Abs. 2 AktG. Die vinkulierten Aktien der NBG AG sind nicht zum Handel im regulierten Markt zugelassen, werden aber in den Handel im Freiverkehr der Wertpapierbörsen Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart sowie über XETRA, Tradegate Berlin Stock Exchange, Quotrix, Gettex, CBOE DXE und Lang & Schwarz Exchange einbezogen (ISIN: DE0008435967). Die nichtvinkulierten NBG-Aktien können hingegen weder im regulierten Markt noch im Freiverkehr gehandelt werden.

73. Der BGH hat mit den Beschlüssen vom 21. Februar 2023 („TLG/WCM“)[16] und vom 31. Januar 2024 („Kabel Deutschland“)[17] bestätigt, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft den gesetzlichen Bewertungszielen grundsätzlich nicht widerspricht.[18] Die Heranziehung der marktorientierten Methode sei für die Ermittlung eines **Schätzwerts** als Basis für die angemessene Barabfindung nach § 305 AktG und die Ableitung des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG grundsätzlich geeignet. Die Angemessenheit ist dabei im Hinblick auf den nach ständiger BGH-Rechtsprechung geforderten Ausgleich des „vollen Werts der Beteiligung“ zu beurteilen. Hierzu ist anhand der wirtschaftswissenschaftlichen oder betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und Praxis zu analysieren, ob der Börsenkurs den **„wahren Wert“** der Beteiligung abbildet.[19]

74. Der Heranziehung des Börsenkurses für die Schätzung des Werts einer Beteiligung an dieser Gesellschaft liegt die Annahme zugrunde, dass die Marktteilnehmer auf Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des

---

16 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21.

17 Vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22.

18 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 18; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 20.

19 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 17, 19; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 22, 24.

Unternehmens zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs niederschlägt.[20]

75. Demnach kann die Angemessenheit der Barabfindung i.S.d. § 305 AktG anhand des Börsenkurses bestimmt werden, wenn dieser aufgrund der Umstände des Einzelfalls nicht ungeeignet ist.

76. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer **effektiven Informationsbewertung** durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann und der Börsenkurs somit keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert erlaube, könne der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.[21]

77. Der BGH hält es für rechtsfehlerfrei, eine effektive Informationsbewertung anzunehmen, wenn auffällige Kurssprünge, Kursmanipulationen oder Informationsdefizite durch die Nichteinhaltung von kapitalmarktrechtlichen Veröffentlichungspflichten ausgeschlossen sind. Einer hohen Liquidität der Aktie könne bei der Beurteilung des Vorliegens einer effektiven Informationsbewertung eine besondere Bedeutung beigemessen werden. In diesem Zusammenhang weist der BGH explizit darauf hin, dass eine strenge Allokations- und Informationseffizienz des Kapitalmarkts keine Voraussetzung für die Bestimmung des Werts einer Unternehmensbeteiligung nach dem Börsenkurs ist.[22]

78. Die Entscheidungen des BGH lassen jedoch offen, ob der Börsenkurs stets allein für die Ermittlung einer angemessenen Barabfindung herangezogen werden kann oder weiterhin im Zusammenspiel weiterer Bewertungsverfahren betrachtet werden muss. Diese Fragestellung wird in der Praxis insb. dann an Bedeutung gewinnen, wenn der Ertragswert (deutlich) oberhalb des Börsenwertes liegt. In der juristischen Literatur wird hierzu die Auffassung vertreten, dass die alleinige Betrachtung des Börsenkurses als Schätzgrundlage regelmäßig nicht sachgerecht sein dürfte und zusätzlich zumindest eine Plausibilisierung durch den Ertragswert erfolgen sollte.[23]

79. Zur Unterstützung der Bewertungs- und Prüfungspraxis hat der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW den IDW Standard:

---

20 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 20; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 26.

21 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 20; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 26.

22 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 20.

23 Vgl. Decher, Die Bedeutung des Börsenkurses für die Unternehmensbewertung bei Strukturmaßnahmen, in: AG 2023, S. 115.

Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW S 17) mit Stand vom 18. November 2025 veröffentlicht. Der IDW S 17 legt dar, unter welchen Voraussetzungen aus beobachtbaren Börsenkursen auf eine angemessene Kompensation geschlossen werden kann und welche Beurteilungshandlungen der Wirtschaftsprüfer zur Beurteilung im Hinblick auf den nach der Rechtsprechung geforderten „wahren" Wert vorzunehmen hat.[24]

80. Diese Beurteilung ist zu trennen von der Frage, ob ein Börsenkurs als **Wertuntergrenze** für eine Abfindung Relevanz hat. Die Funktion des Börsenkurses als Wertuntergrenze geht zurück auf die Entscheidung des BVerfG vom 27. April 1999.[25] Nach dieser Entscheidung gebietet Art. 14 GG, dass der ausscheidende Aktionär eine volle Entschädigung für seine gesellschaftliche Beteiligung erhält, die nicht unter dem Verkehrswert liegen darf. Der Verkehrswert kann bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden, es sei denn, dass der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt.[26]

81. Für die Bestimmung der Wertuntergrenze ist nach der Rechtsprechung der Desinvestitionswert maßgeblich, d.h. derjenige Preis, zu dem die Aktie unter Abstraktion von der Strukturmaßnahme am Markt hätte veräußert werden können.[27] Für die Würdigung ist in diesem Zusammenhang lediglich relevant, ob eine Veräußerung der Aktie zu diesem Kurs möglich gewesen wäre. Auf das Ausmaß der Informationseffizienz oder eine richtige Informationsverarbeitung oder -bewertung durch den Markt kommt es dabei – anders als beim „wahren" Wert – nicht an.

82. Nach der Rechtsprechung des BGH vom 19. Juli 2010 („Stollwerck")[28] ist ein der angemessenen Abfindung im Rahmen eines Ausschlusses der Minderheitsaktionäre zugrunde zu legender Börsenkurs der Aktie grundsätzlich auf Basis eines **gewichteten Durchschnittskurses** innerhalb eines Dreimonatszeitraumes **vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme** zu ermitteln. In seinem Beschluss vom 21. Februar 2023 hat der BGH bestätigt, dass diese Vorgehensweise auch für den Börsenkurs als Schätzgrundlage für den wahren Wert anzuwenden ist.[29]

---

24 Vgl. IDW S 17, Tz. 5.

25 Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94.

26 Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94, Tz. 67.

27 Vgl. IDW S 17, Tz. 42.

28 Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09.

29 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 16.

83. Die Bewertungsgutachterin hat untersucht, ob die Voraussetzungen für die Festlegung der Barabfindung auf Basis des Börsenkurses als alleiniger Methode erfüllt sind. Dabei kommt die Bewertungsgutachterin zu dem Ergebnis, dass der Verkehrswert der NBG AG-Aktie sowie die angemessene Barabfindung gemäß §327b AktG vor dem Hintergrund der rechtlichen Anforderungen und der ökonomischen Betrachtung nicht allein auf Basis des Börsenkurses bestimmt werden kann. Nach den Analysen der Bewertungsgutachterin ist der Börsenkurs im Referenzzeitraum als ausreichend liquide i.S.d. Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO anzusehen.

84. Die Bewertungsgutachterin hat den volumengewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Aktie der NBG AG im relevanten Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme mit 119,95 € je Aktie ermittelt.

85. Zu den Einzelheiten der Analyse des Börsenkurses und seiner Relevanz für die Angemessenheit der Barabfindung im vorliegenden Fall verweisen wir auf Abschnitt D.IV unseres Berichts.

4. Liquidationswert

86. Falls ein Unternehmen nicht für begrenzte Dauer eingerichtet ist oder aufgrund besonderer Umstände eine begrenzte Dauer angenommen werden muss, wird für Unternehmensbewertungszwecke von einer unbegrenzten Lebensdauer ausgegangen. Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, sämtliche betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögensteile gesondert zu veräußern, so ist der Bewertung jedenfalls nach in der Betriebswirtschaft vorherrschender Auffassung der Liquidationswert zugrunde zu legen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.

87. Die Höhe des Liquidationswertes hängt sowohl von der Zerschlagungsgeschwindigkeit, welche den Zeitraum der Veräußerung bestimmt, als auch von der Zerschlagungsintensität, welche den Grad der Aufsplitterung der Vermögenswerte bestimmt, ab.

88. Der Wert des Vermögens wird vom Absatzmarkt der zu liquidierenden Vermögenswerte bestimmt, wobei im Zusammenhang mit einer Veräußerung entstehende und vom zu liquidierenden Unternehmen zu tragende Kosten die Veräußerungserlöse mindern. Vom Liquidationswert der Vermögenswerte sind die Unternehmensschulden abzuziehen, wobei auch die Schulden zu berücksichtigen sind, die sich erst infolge der Liquidation ergeben. Demgegenüber sind Schulden, die durch die Liquidation entfallen, nicht mit anzusetzen.

89. Die aus der Liquidation entstehenden Überschüsse sind des Weiteren um anfallende Unternehmenssteuern auf einen ggf. vorhandenen Liquidationsgewinn zu kürzen. Darüber hinaus sind auch persönliche Ertragsteuern auf Ebene des Anteilseigners zu berücksichtigen. Die so ermittelten Nettozuflüsse aus der Liquidation sind dann auf den Bewertungszeitpunkt zu diskontieren.

90. Da die Gesellschaften des NBG-Konzerns versicherungsaufsichtsrechtlichen Regelungen unterliegen, deren zentrales Ziel die Sicherung des Fortbestands des Unternehmens und der Schutz der Versicherungsnehmer ist, stellt eine Liquidation nach den Ausführungen der Bewertungsgutachterin kein realistisches Szenario dar. Es ist vielmehr davon auszugehen, dass die NBG AG unbefristet fortgeführt werden soll. Vor diesem Hintergrund hat die Bewertungsgutachterin keinen Liquidationswert für die NBG AG ermittelt.

91. Nach unserer Einschätzung ist zudem davon auszugehen, dass der Ertragswert aufgrund der bei einer Liquidation anfallenden Kosten (z.B. Sozialpläne, Entschädigungen etc.) sowie der Preisabschläge im aktuellen Marktumfeld für die Veräußerung der Vermögenswerte über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegen würde.

92. In der Rechtsprechung wird der Ansatz des Liquidationswerts zunehmend von den tatsächlichen Zielvorstellungen und Handlungsmöglichkeiten abhängig gemacht. Dementsprechend soll es auf den Liquidationswert nur noch dann ankommen, wenn die Absicht besteht, das Unternehmen zu liquidieren und die Ertragsaussichten auf Dauer negativ sind.[30] Als wesentliches Argument für diese Auffassung wird vorgebracht, dass der Aktionär auch dann keine Aussicht auf den Liquidationswert hätte, wenn die Strukturmaßnahme nicht vorgenommen worden wäre.[31] Nach der Auffassung des OLG Düsseldorf ist zur Beurteilung der Relevanz des Liquidationswertes als Wertuntergrenze auf den unternehmerischen Willen abzustellen, ob der Inhaber eine Fortführung des Unternehmens beabsichtige.[32] Der Liquidationswert könne nur noch dann die Wertuntergrenze bilden, wenn die Ertragsaussichten auf Dauer negativ sind, weil in diesem Fall die Fortführung regelmäßig nicht dem unternehmerischen Handeln entsprechen könne.[33] Auch nach der Auffassung des OLG Frankfurt am Main soll die Berücksichtigung des Liquidationswertes unterbleiben, soweit die Ertragsaussichten des Unternehmens nicht auf Dauer negativ sind und dessen Liquidation nicht abzusehen ist, weil die Unternehmensführung ihrer Planung zufolge keine Abwicklung

---

30 Vgl. IDW, WPH Edition, Bewertungs- und Transaktionspraxis, Kap. C Tz. 129; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 10. Juni 2009 – Az. I-26 W 1/07 (AktE); OLG Düsseldorf, Beschl. v. 28. Januar 2009 – Az. I-26 W 7/07 (AktE); OLG Frankfurt a.M., Beschl. v. 7. Juni 2011, Az.: 21 W 2/11.

31 Vgl. OLG Frankfurt a.M., Beschl. v. 7. Juni 2011, Az.: 21 W 2/11.

32 Vgl. OLG Düsseldorf, Beschl. v. 10. Juni 2009 – Az. I-26 W 1/07 (AktE).

33 Vgl. OLG Düsseldorf, Beschl. v. 28. Januar 2009 – Az. I-26 W 7/07 (AktE).

der Gesellschaft beabsichtige. Als wesentliches Argument für diese Auffassung wird vorgebracht, dass bei einem solchen Unternehmen der Aktionär auch dann keine Aussicht auf den Liquidationswert hätte, wenn die Strukturmaßnahme nicht vorgenommen worden wäre.[34]

93. Da zum Bewertungsstichtag keine Liquidation der Gesellschaft beabsichtigt ist, erachten wir es vor dem Hintergrund der einschlägigen Rechtsprechung für sachgerecht, auf eine Ermittlung eines Liquidationswerts zu verzichten.

5. Substanzwert

94. Im Rahmen einer Unternehmensbewertung kommt dem Substanzwert kein selbstständiger Aussagewert zu. Die Bewertung der Substanz unter Beschaffungsgesichtspunkten führt zu dem sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Werte nur ein Teilrekonstruktionswert ist. Dieser hat keinen selbstständigen Aussagewert für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung.

95. Vor diesem Hintergrund ist es angemessen, dass im vorliegenden Fall ein Substanzwert nicht ermittelt wurde.

6. Vergleichende Marktbewertung

96. Eine vergleichende Marktbewertung kann auf Basis von Multiplikatoren, die als branchenüblich angesehen werden, erfolgen. Sie setzt eine Analyse der zurückliegenden und ebenso der erwarteten Ergebnissituation des Bewertungsobjekts voraus. Die Multiplikatoren werden aus einer Analyse der Marktpreise vergleichbarer Unternehmen abgeleitet. Bewertungen auf Basis von Multiplikatoren stellen oft nur vereinfachte und pauschale Ertragsbewertungen dar. Sie werden daher meist lediglich zu Plausibilisierungszwecken vorgenommen.

97. Da die spezifische Situation der Gesellschaft in der Bewertung auf Basis von Multiplikatoren keine ausreichende Berücksichtigung findet, ist eine derartige vergleichsorientierte Bewertung zur Bestimmung einer angemessenen Barabfindung nicht sachgerecht.

98. Daher ist eine umfassende analytische Bewertung nach der Ertragswertmethode vorzuziehen. Eine Bewertung auf der Basis von Multiplikatoren wurde lediglich zur groben Plausibilisierung des Ertragswertes vorgenommen (vgl. hierzu auch Abschnitt D.VI).

---

[34] Vgl. OLG Frankfurt a.M., Beschl. v. 7. Juni 2011, Az.: 21 W 2/11.

7. Vorerwerbe

99. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmensanteile können zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen. Sie ersetzen indes keine Unternehmensbewertung.[35]

100. Die VIG erwarb ihre Mehrheitsbeteiligung an der NBG AG zunächst im Rahmen eines freiwilligen öffentlichen Erwerbsangebots, dessen Abgabe sie am 16. Oktober 2025 ankündigte und dessen Angebotsunterlage am 24. Oktober 2025 veröffentlicht wurde. Das Angebot sah eine Geldleistung von 120,00 € je NBG-Aktie vor und wurde für insgesamt 8.860.742 NBG-Aktien, entsprechend rund 76,92 % des Grundkapitals der NBG AG, angenommen. Der Vollzug erfolgte am 18. Mai 2026. Darüber hinaus erwarb die VIG aufgrund eines am 7. November 2025 geschlossenen Anteilskauf- und Übertragungsvertrags sämtliche Geschäftsanteile an der Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH, Nürnberg (kurz: „**NESBEG**"), die unverändert 2.170.761 NBG-Aktien bzw. rund 18,84 % des Grundkapitals der NBG AG hielt. Seit Vollzug des Anteilskauf- und Übertragungsvertrags ebenfalls am 18. Mai 2026 werden diese Aktien der VIG zugerechnet. Ferner erwarb die VIG außerhalb des Erwerbsangebots in mehreren Tranchen, erstmals am 17. November 2025 und zuletzt am 17. Juni 2026, börslich und außerbörslich insgesamt 406.330 NBG-Aktien bzw. rund 3,53 % des Grundkapitals der NBG. Zu den für diese weiteren Erwerbe gezahlten Preisen enthält der Übertragungsbericht keine näheren Angaben. Auch sind uns keine Veröffentlichungen zum Erwerbspreis bekannt.

101. Nach Rechtsprechung und herrschender Meinung in der Literatur sind die Preise, die die Hauptaktionärin in einem sachlichen und zeitlichen Zusammenhang mit einem Squeeze Out-Verfahren für den außerbörslichen Erwerb von Aktien gezahlt hat, nicht bei der Feststellung einer angemessenen Barabfindung zu berücksichtigen.[36]

102. Nach der Rechtsprechung des BVerfG (Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94) ist die Nichtberücksichtigung der von der Hauptaktionärin tatsächlich gezahlten Preise für Aktien der abhängigen Gesellschaft unbedenklich. Tatsächlich gezahlte Preise der Hauptaktionärin könnten aufgrund der ihnen innewohnenden Grenznutzenbetrachtung hinsichtlich des Kontrollerwerbs vom Verkehrswert der Aktien abweichen. Aus Sicht eines Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär für einzelne Aktien gezahlte (erhöhte) Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelinge, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf bestehe aber verfassungsrechtlich kein Anspruch.

---

35 Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz.42.

36 Vgl. etwa Fleischer in Großkommentar zum AktG, § 327b AktG, Tz. 19.

103. Der fehlenden Bedeutung für die Bewertung steht nach Auffassung des BGH jedoch nicht entgegen, vorhandene Vorerwerbspreise im Einzelfall im Rahmen von Plausibilitäts- und Kontrollerwägungen zu berücksichtigen.[37]

104. Vor dem Hintergrund, dass nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung aus Vorerwerbspreisen keine Rückschlüsse auf die Angemessenheit der Barabfindung gezogen werden können, wurde diesbezüglich auf eine detaillierte Analyse verzichtet.

8. Ergebnis

105. Die dargestellten Grundsätze und Bewertungsverfahren gelten heute in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung als gesichert. Sie haben ihren Niederschlag in der Literatur und in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insb. im Standard IDW S 1 vom 11. Februar 2026 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“, gefunden und werden grundsätzlich auch von der Rechtsprechung anerkannt.

106. Die Hauptaktionärin hat im vorliegenden Fall die Barabfindung ausgehend von einem mit Hilfe des Ertragswertverfahrens im Wege einer SOTP-Bewertung ermittelten Unternehmenswert, welcher anhand von Analysen zu Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren plausibilisiert wurde, unter anschließendem Vergleich mit dem durchschnittlichen Börsenkurs im dreimonatigen Referenzzeitraum festgelegt.

107. Wir erachten die im vorliegenden Fall zugrunde gelegte Methode zur Ermittlung des Ausgangswerts für die Barabfindung als angemessen.

108. Zu den Einzelheiten unserer Prüfungsfeststellungen verweisen wir auf Kapitel D unseres Berichts.

---

37 Vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 51.

III. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung

109. Sofern sich besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung ergeben haben, sind wir gemäß § 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG verpflichtet, diese in unserem Prüfungsbericht anzugeben.

110. Aufgrund unserer Tätigkeit im Rahmen der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung stellen wir fest, dass keine besonderen Schwierigkeiten i.S.d. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG aufgetreten sind.

D. PRÜFUNGSFESTSTELLUNGEN IM EINZELNEN

I. Rechtliche Grundlagen

111. Die folgende tabellarische Darstellung enthält einen Überblick über die rechtlichen Verhältnisse der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG zum Zeitpunkt der Erstattung dieses Berichts.

Firma:	NÜRNBERGER Beteiligungs-AG
Sitz:	Nürnberg
Satzung:	Vom 15.04.1884, zuletzt geändert am 02.06.2026
Rechtsform:	Aktiengesellschaft
Handelsregister:	HRB 66
Gegenstand des Unternehmens:	Die Gesellschaft leitet eine Versicherungsgruppe und hält Beteiligungen an Versicherungs- und anderen Unternehmen. Sie ist ferner in den Bereichen Kapitalanlagen, Dienstleistungen aller Art einschließlich Beratung (ausgenommen Rechts- und Steuerberatung) sowie Vermittlung tätig. Die Gesellschaft ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die geeignet erscheinen, dem Gegenstand des Unternehmens zu dienen. Sie kann andere Unternehmen gründen, erwerben oder sich an ihnen beteiligen, Unternehmen leiten oder sich auf die Verwaltung der Beteiligung beschränken. Im Rahmen ihres Unternehmensgegenstands ist die Gesellschaft berechtigt, Kredite aufzunehmen und Schuldverschreibungen auszustellen. Geschäftsbereich des Unternehmens ist das In- und Ausland.
Geschäftsjahr:	Kalenderjahr
Grundkapital:	Das Grundkapital der Gesellschaft beträgt 40.320.000,00 € und ist eingeteilt in 11.520.000 nennwertlose auf den Namen lautende Aktien mit einem rechnerischen anteiligen Betrag am Grundkapital von 3,50 € je Aktie. Die Aktien können gemäß § 5 Abs. 1 der Satzung grundsätzlich nur mit Zustimmung der NBG AG übertragen werden (vinkulierte Aktien). Von diesem Zustimmungserfordernis ausgenommen diejenigen Aktien, die durch Beschluss der Hauptversammlung vom 27. April 2022 von Inhaberaktien in nichtvinkulierte Namensaktien umgewandelt worden sind. Zum 31. Dezember 2025 sind von Aktien der NBG AG 11.514.672 vinkuliert und 5.328 nichtvinkuliert Die Gesellschaft hält keine eigenen Aktien.

Aktionärsstruktur:	Die Aktionärsstruktur stellt sich derzeit wie folgt dar: VIG (mittelbar und unmittelbar) 99,29 % Streubesitz 0,71 %
Aufsichtsrat:	Hartwig Löger (Vorsitzender des Aufsichtsrats) Eva Amschler (stellvertretende Vorsitzende) Christine Bruchmann Jan Duschek Marion Ebentheuer Peter Forster Gerhard Lahner (stellvertretender Vorsitzender) Burkhard Oppenberg Prof. Dr. Christian Rödl Jens-Uwe Schmiedecke Birgit Weiß Mirko Wolf
Vorstand:	Harald Rosenberger (Vorsitzender) Katja Briones-Schulz Christine Kaaz Wolfram Politt Dr. Peter Ott Andreas Politycki Markus Svanda

Steuerliche Verhältnisse:	Im NBG AG-Konzern bestehen folgende Organschaften, Beherrschungs- und Ergebnisabführungsverträge:[38] BGAV: NBG AG (OT) – NLV (OG), COC (OG) NLV (OT) – EVO (OG) NRV (OT) – JCL (OG) NVB (OT) – NBB (OG) BV: NBG AG (OT) – NKV (OG), NAM (OG), NBA (OG) NVG (OT) – NIG (OG) Zum 31. Dezember 2025 bestehen im NBG-Konzern körperschaftsteuerliche Verlustvorträge i.H.v. insgesamt 308.922.203,78 € sowie gewerbesteuerliche Verlustvorträge i.H.v. insgesamt 289.150.966,35 €. Diese verteilen sich zum 31. Dezember 2025 insbesondere auf folgende Gesellschaften: NAV – 173.036.610 € (KSt), 181.174.604 € (GewSt)[39] TVD – 7.689.635 €[40] (KSt), 8.719.845 € (GewSt) GAV – 21.656.154 € (KSt), 26.441.616 € (GewSt) GVÖ – 2.142.344 € (KSt) NPK – 63.708.776 € (KSt), 61.784.781 € (GewSt) NAU – 15.113.721 € (KSt), 11.015.907 € (GewSt) NTP – 25.574.965 € Das steuerliche Einlagekonto der NBG AG gem. § 27 Abs. 2 KStG beträgt zum 31. Dezember 2024 sowie auf Basis einer Hochrechnung zum 31. Dezember 2025 unverändert 135.596.501 €.

38 Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag („BGAV“); Beherrschungsvertrag („BV“); Organträger („OT“); Organgesellschaft („OG“)

39 Nach Angaben der Gesellschaft sind die ertragsteuerlichen Verlustvorträge der NAV und der GAV im Zuge der Übernahme durch die VIG bzw. im Zuge der konzerninternen Verschmelzungen untergegangen oder werden untergehen. Die Verlustvorträge der NPK und der NAU unterliegen infolge der Übernahme durch die VIG ebenfalls § 8c KStG. Die Gesellschaft geht jedoch davon aus, dass sie über § 8d KStG (fortführungsgebundener Verlustvortrag) erhalten bleiben. Die Verlustvorträge der NTP unterliegen US-amerikanischem Recht. Eine Nutzung ist nach Angaben der Gesellschaft nicht absehbar.

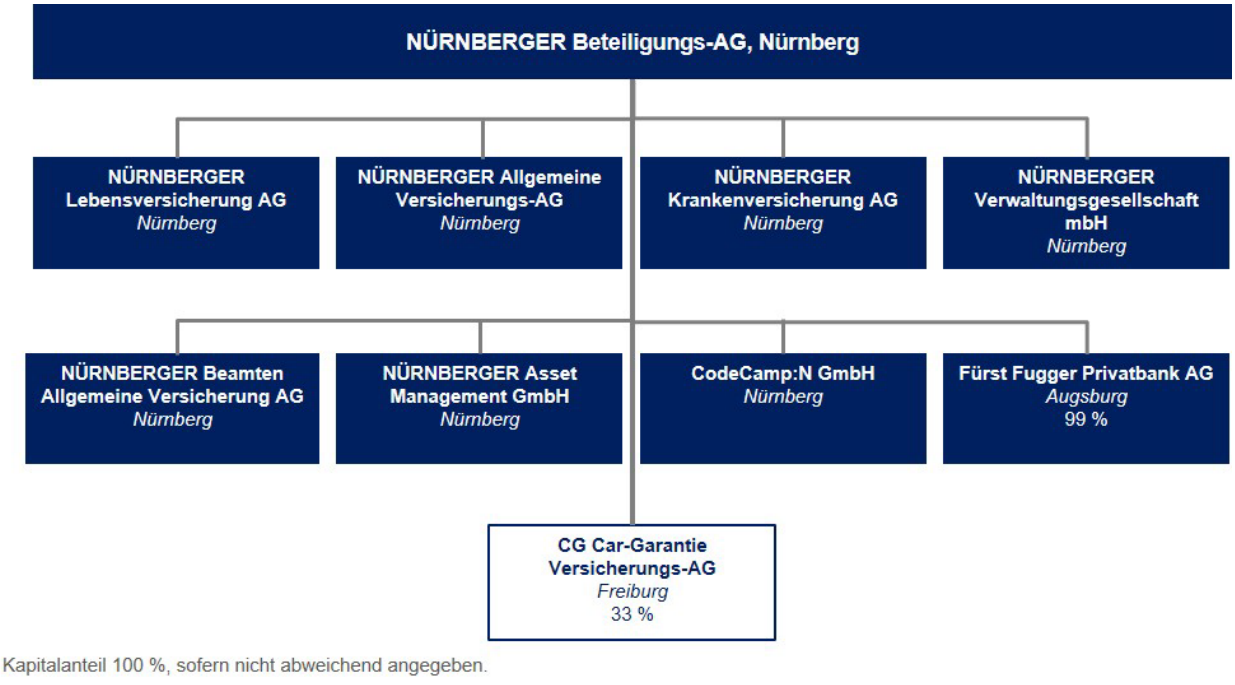
40 Die TVD wurde im Jahr 2026 auf die NAU verschmolzen.

Börsennotierung:	Die vinkulierten Aktien der Gesellschaft werden unter der ISIN DE0008435967 in den Handel im Freiverkehr (Segment Scale) der Frankfurter Wertpapierbörse sowie in den Freiverkehr der Wertpapierbörsen Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart sowie über XETRA, Tradegate Berlin Stock Exchange, Quotrix, Gettex, CBOE DXE und Lang & Schwarz Exchange einbezogen. Die nichtvinkulierten Aktien werden hingegen weder im regulierten Markt noch im Freiverkehr gehandelt.

Quelle: NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Tabelle 2: Rechtliche Verhältnisse der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

112. Der NBG-Konzern umfasst zum 31. Dezember 2025 neben der NBG AG als Muttergesellschaft weitere 29 vollkonsolidierte Tochterunternehmen. Die folgende Abbildung zeigt die vereinfachte gesellschaftsrechtliche Struktur des NBG-Konzerns, welche die unmittelbaren Beteiligungen der NBG AG darstellt.[41]



Quelle: NBG AG

Abbildung 2: Gesellschaftsrechtliche Struktur der NBG AG zum Bewertungsstichtag (vereinfacht)

41 Die NÜRNBERGER evo-X GmbH wird aufgrund der 80 %igen Direktbeteiligung der NLV der NLV zugeordnet.

113. Die NBG AG führt als Konzernobergesellschaft mit ihrem eigenen Personal im Wesentlichen für die unter ihrer Leitung stehenden Konzerngesellschaften mit Sitz in Nürnberg definierte Arbeiten insbesondere in den Bereichen Revision, Risikomanagement, Recht und Compliance inklusive Geldwäschebekämpfung, Datenschutz, Planung und Controlling, Marketing sowie Steuern aus. Für die Neue Rechtsschutz-Versicherungsgesellschaft AG, Mannheim, und ihre Tochtergesellschaften erbringt sie Dienstleistungen in den Bereichen Datenschutz, Recht, Steuern und Geldwäschebekämpfung.

114. Das Geschäftsfeld Lebensversicherung umfasst, gemessen an den gebuchten Bruttobeiträgen, als größtes Geschäftsfeld des Konzerns insbesondere die NLV. Sie betreibt das konventionelle und fondsgebundene Lebens-, Renten- und Berufsunfähigkeitsversicherungsgeschäft sowie das Kapitalisierungsgeschäft in Deutschland und gehört zu den führenden Anbietern im Bereich der Berufsunfähigkeitsversicherung. Ihr sind zwei wesentliche Tochtergesellschaften zugeordnet. Die NÜRNBERGER Pensionskasse AG betreibt die betriebliche Altersversorgung im Rahmen des Pensionskassenmodells. Die NÜRNBERGER evo-X GmbH ist ein digitales Vertriebsvehikel. An dieser Gesellschaft sind die NBG AG mit 20 % und die NLV mit 80 % beteiligt.

115. Die NAV ist die bedeutendste Gesellschaft im Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft innerhalb des NÜRNBERGER Konzerns. Ihr Geschäft umfasst insbesondere die Sparten Kraftfahrt, Sach, Haftpflicht, Unfall und Rechtsschutz. Die NAV durchläuft seit 2024 ein umfassendes Sanierungsprogramm zur Steigerung der Profitabilität des Bestands. Ihr sind zwei wesentliche Tochtergesellschaften zugeordnet. Die GARANTA Versicherungs-AG mit Sitz in Nürnberg („GAV") ist auf die Kraftfahrtversicherung spezialisiert und vertreibt ihre Produkte überwiegend über Automobilclubs und den Kfz-Handel.[42] Die Neue Rechtsschutz-Versicherungsgesellschaft Aktiengesellschaft mit Sitz in Mannheim („NRV"), an der die NAV mit 51 % beteiligt ist, betreibt das Rechtsschutzversicherungsgeschäft des Konzerns.

116. Die NBA betreibt ebenfalls das Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft und ist auf Versicherungsprodukte für Beamte und Angehörige des öffentlichen Dienstes spezialisiert und ergänzt das Produktangebot des Konzerns in diesem Kundensegment.

117. Die NKV betreibt die private Kranken-, Zusatz- und Pflegeversicherung.

---

[42] Die Gesellschaft war zudem über ihre österreichische Zweigniederlassung mit Sitz in Salzburg („GARANTA Versicherungs-AG Österreich") auf dem österreichischen Markt tätig. Mit Wirkung zum 1. September 2026 wurde der gesamte österreichische Versicherungsbestand auf die DONAU Versicherung AG (eine Tochtergesellschaft der VIG) übertragen; parallel wurde die deutsche GARANTA Versicherungs-AG auf die NÜRNBERGER Allgemeine Versicherungs-AG verschmolzen.

118. Die NVG dient als konzerninterne Holdinggesellschaft für Beteiligungen an Dienstleistungs- und Immobiliengesellschaften, darunter die NÜRNBERGER Versicherung Immobilien AG, Nürnberg („NIG“). Die NÜRNBERGER AutoMobil Versicherungsdienst GmbH, Nürnberg („NAU“), ist auf den Vertrieb von Kfz-Versicherungsprodukten spezialisiert und erbringt versicherungsnahe Dienstleistungen für Konzerngesellschaften.

119. Die NAM ist die konzerninterne Kapitalverwaltungsgesellschaft. Sie verantwortet die Strukturierung und Verwaltung der Kapitalanlagen des Konzerns und legt eigene Investmentvehikel auf, darunter die im Immobilienbereich eingesetzten ADN-Fonds.

120. Die COC ist das konzerneigene IT- und Technologieunternehmen. Die Gesellschaft bündelt digitale Kompetenzen des Konzerns, treibt die Entwicklung digitaler Produkte und Prozesse voran und ist Teil der strategischen Transformation des NBG-Konzerns zum Präventionsversicherer.

121. Die FFPB an der die NBG AG mit 99 % beteiligt ist, bildet das Segment Bankdienstleistungen. Sie ist auf Vermögensberatung, Vermögensverwaltung und Wertpapierhandel für vermögende Privatkunden spezialisiert und vertreibt ihre Leistungen über eigene Niederlassungen sowie ein bundesweites Beraternetzwerk.

122. Der Konsolidierungskreis umfasst darüber hinaus überwiegend inländische Gesellschaften. Die ausländischen Einheiten sind im Wesentlichen Investmentvehikel mit Sitz in Luxemburg, Irland, den USA und den Cayman Islands. Mit Ausnahme von fünf Gesellschaften hält die NBG AG jeweils 100 % der Kapitalanteile direkt oder indirekt. Ausnahmen bilden die Fürst Fugger Privatbank AG (99 %), die ADN Immo-Direkt Core Invest GmbH & Co. Geschl. InvKG (99,9996 %) sowie die GARANTA Versorgungs- und Versicherungsdienst GmbH, Nürnberg („GVD“) und die NRV (sowie deren Tochtergesellschaft JurCall GmbH) mit jeweils 51 %.

123. Vier der vollkonsolidierten Gesellschaften werden nach § 290 Abs. 2 Nr. 4 HGB als Zweckgesellschaften einbezogen, da die NBG AG über die jeweiligen Investmentstrukturen die Mehrheit der Risiken und Chancen trägt (Feronia Infra Feeder, L.P., Feronia Infra, L.P., Feronia Infra Cayman, Ltd. sowie Vega Invest (Guernsey) Ltd.). Auf die Einbeziehung der ebenfalls als Zweckgesellschaft zu qualifizierenden Versorgungskasse der NÜRNBERGER VERSICHERUNGSGRUPPE e. V., Nürnberg, wurde wegen deren untergeordneter Bedeutung verzichtet.

124. Nach der Equity-Methode werden drei assoziierte Unternehmen in den Konzernabschluss zum 31. Dezember 2025 einbezogen. Dabei handelt es sich um die CG Car-Garantie Versicherungs-AG, Freiburg (33 %), die GÖVD GARANTA Österreich Vermittlungsdienst

Ges.m.b.H., Salzburg[43] (26 %), sowie die NÜRNBERGER Immobilienfonds Vierzehnte KG, Nürnberg (23,08 %).

125. Darüber hinaus hält die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG mittelbar Kapitalanteile an 26 weiteren Gesellschaften, die nicht in den Konsolidierungskreis einbezogen sind. Es handelt sich dabei überwiegend um Beteiligungen an geschlossenen Immobilien- und Infrastrukturfonds sowie strategische Minderheitsbeteiligungen.

43 Im Zuge der Bestandsübertragung der österreichischen Niederlassung (GVÖ) der GAV wurde die GÖVD GARANTA Österreich Vermittlungsdienst Ges.m.b.H., Salzburg, zwischenzeitlich veräußert.

II. Wirtschaftliche Grundlagen

1. Unternehmensgeschichte

126. Die NBG AG ist die Muttergesellschaft des NBG-Konzerns. Die Versicherungstradition des Unternehmens reicht bis in das Jahr 1884 zurück. Im Geschäftsjahr 2025 ist der NBG-Konzern als Versicherungs- und Finanzdienstleistungsunternehmen in den Segmenten Lebens-, Kranken-, Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft sowie Bankdienstleistungen tätig. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt auf Privatkunden, kleinen und mittelständischen Unternehmen sowie berufsständischen Versorgungseinrichtungen. Als reine Beteiligungs- und Holdinggesellschaft betreibt die NBG AG selbst kein operatives Versicherungsgeschäft. Sie nimmt als oberstes Mutterunternehmen i.S.d. Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) die Konzernleitung wahr, steuert die strategische Ausrichtung der Gruppe und verantwortet die Kapitalallokation. Der Hauptmarkt des NBG-Konzerns ist Deutschland.

127. Die NÜRNBERGER stützt den Vertrieb ihrer Versicherungsprodukte auf drei Vertriebswege: „Ausschließlichkeitsvermittler", „Makler, Mehrfachagenturen und Finanzvertriebe" sowie „Autohausagenturen". Die Autohausagenturen stellen einen für die NÜRNBERGER charakteristischen Vertriebskanal dar. Über diesen Kanal betreibt insbesondere die GVD das Kraftfahrtversicherungsgeschäft in enger Zusammenarbeit mit Autohäusern. Ergänzend nutzt die NÜRNBERGER digitale Medien und Online-Kanäle zur Kundenansprache und Leadgenerierung für die genannten Vertriebswege.

128. Die Vertriebsorganisation umfasst rd. 3.700 angestellte Mitarbeiter im Innen- und Außendienst sowie rd. 14.000 haupt- und nebenberufliche Vermittler. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte der NBG-Konzern gebuchte Beitragseinnahmen von rd. 3,5 Mrd. € und verwaltete Kapitalanlagen von rd. 35,8 Mrd. € bei rd. 5,3 Mio. Verträgen im Bestand. Damit zählt sie zu den großen deutschen Erstversicherungs-Unternehmen.

129. Im Geschäftsjahr 2023 hat die NBG AG den Strategieprozess „#VomICHzumWIR" erarbeitet. Als Leitstern wurde die Positionierung als Präventionsversicherer definiert. Dieser Leitstern bildet die Basis für die strategischen Ziele Ertrag, profitables Wachstum und Sicherheit. Die operative Steuerung erfolgt vor allem über finanzielle Kenngrößen. Die bedeutsamsten Steuerungsgrößen sind das Konzernergebnis, die Segmentergebnisse im Versicherungsgeschäft, die Entwicklung des Neugeschäfts und der Beitragseinnahmen sowie die aufsichtsrechtliche Solvenzquote.

130. Zur Umsetzung dieser strategischen Ziele hat die NBG AG das konzernweite Effizienzprogramm „Fit für die Zukunft" durchgeführt. Dabei wurden Sach- und Personalkosten in Höhe von rd. 85 Mio. € eingespart und rd. 600 Vollzeitarbeitsstellen abgebaut. Die Trennung

von den betreffenden Mitarbeitern erfolgte auf der Basis eines mit der Arbeitnehmervertretung verhandelten Sozialplans. Betriebsbedingte Kündigungen konnten vollständig vermieden werden. Infolge des Programms ist die durchschnittliche Anzahl der Mitarbeiter im NÜRNBERGER-Konzern gegenüber dem Vorjahr um rd. 9,7 % auf 3.829 gesunken, davon 3.244 im Innendienst, 478 im angestellten Außendienst und 107 Auszubildende.

131. Das Geschäftsfeld Schaden- und Unfallversicherung verzeichnete in den Geschäftsjahren 2023 und 2024 erhebliche Verluste. Vor diesem Hintergrund wurde das Transformationsprogramm „TAN" (Turnaround NÜRNBERGER) initiiert und im Jahr 2025 inhaltlich erweitert. Dieses Maßnahmenpaket bündelt das Effizienzprogramm „Fit für die Zukunft", das Sanierungsprogramm „back2black" für die Schaden- und Unfallversicherung, die Aktivitäten zum Geschäftsmodell Prävention und die Weiterentwicklung der Unternehmenskultur. Kernstück ist das Sanierungsprogramm „back2black". Dabei wurden Prämienanpassungen vorgenommen, der Verkauf einzelner verlustbringender Produkte eingestellt und eine Exzellenz-Initiative in der Versicherungstechnik eingeführt. Diese Initiative reicht vom Underwriting über Pricing und Schadenmanagement bis zur Rückversicherung. Ziel ist es, spätestens ab dem Geschäftsjahr 2027 mit der Schaden- und Unfallversicherung wieder positiv zum Konzernergebnis beizutragen.

132. Im Oktober 2025 veröffentlichte die VIG ein freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot an die Aktionäre der NBG AG. Mit dem Vollzug dieses Angebots wird der NBG-Konzern Teil der VIG-Gruppe.

2. Geschäftsmodell

a) Überblick

133. Die Geschäftstätigkeit des NBG-Konzerns gliedert sich in die vier Geschäftsfelder

- **Lebensversicherungsgeschäft,**
- **Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft,**
- **Krankenversicherungsgeschäft**
- sowie **Bankdienstleistungen**.

134. Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über die Geschäftsfelder, deren wesentliche Gesellschaften sowie die jeweiligen Produktschwerpunkte.

Geschäftsfeld	Wesentliche Gesellschaften	Produktschwerpunkte
Lebensversicherung	• NÜRNBERGER Lebensversicherung AG • NÜRNBERGER Pensionskasse AG	• Fondsgebundene und konventionelle Lebens- und Rentenversicherungen • Berufsunfähigkeitsversicherung • betriebliche Altersversorgung • Kapitalisierungsgeschäft
Schaden- und Unfallversicherung	• NÜRNBERGER Allgemeine Versicherungs-AG • NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung AG[44] • GARANTA Versicherungs-AG • Neue Rechtsschutz-Versicherungsgesellschaft AG	• Unfallversicherung • Haftpflichtversicherung • Kraftfahrtversicherung • Feuer- und Sachversicherung • Rechtsschutzversicherung
Krankenversicherung	NÜRNBERGER Krankenversicherung AG	• Krankheitskosten-Voll- und -Zusatzversicherung • Pflegekrankenversicherung • betriebliche Krankenversicherung

44 Die NBA und die GAV sollen mit steuerlicher und bilanzieller Wirkung zum 1. Januar 2026 auf die NAV verschmolzen werden. Die Verschmelzungsverträge wurden am 25. August 2026 notariell beurkundet und die Bafin hat die Verschmelzungen genehmigt. Die Verschmelzungen werden mit Eintragung in das Register des Sitzes der NAV wirksam.

Geschäftsfeld	Wesentliche Gesellschaften	Produktschwerpunkte
Bankdienstleistungen	Fürst Fugger Privatbank AG	• Vermögensberatung • Vermögensverwaltung • Individualkundenbetreuung • Wertpapierhandel

Quelle: NBG AG; IVA-Darstellung

Tabelle 3: Wesentliche Geschäftsfelder des NBG-Konzerns

135. Darüber hinaus gehören verschiedene konzerninterne Dienstleistungs- und Querschnittsgesellschaften zum Konzern. Hierzu zählen insbesondere die NAM sowie die NVG.

b) Lebensversicherungsgeschäft

136. Die Gesellschaften des Geschäftsfeldes bieten modular aufgebaute Kapital- sowie Risikoversicherungen an. Die wichtigsten Produkte sind fondsgebundene und konventionelle Lebens- und Rentenversicherungen sowie Berufsunfähigkeitsversicherungen. Bei der Berufsunfähigkeitsversicherung gehört der NBG-Konzern seit Jahren zu den führenden Anbietern in Deutschland und erhält regelmäßig Spitzenbewertungen unabhängiger Ratingagenturen. Ergänzt wird das Produktportfolio durch Angebote der betrieblichen Altersversorgung, insbesondere Direktversicherungen und Pensionskassenzusagen.

c) Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft

137. Das Geschäftsfeld Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft wird von vier operativen Versicherungsgesellschaften getragen: der NAV, der NBA, der GVD sowie der NRV. Ergänzt wird das Geschäftsfeld durch die JurCall GmbH, Mannheim, als Dienstleistungsgesellschaft im Bereich Rechtsberatung sowie durch Teilinvestmentvermögen und assoziierte Unternehmen. Rückwirkend zum 1.1.2026 wurden die NBA und die GVD im Zuge der Konzernrestrukturierung auf die NAV verschmolzen.

138. Das Kerngeschäft des Segments besteht darin, Privatkunden Versicherungsschutz für Risiken des täglichen Lebens und Gewerbekunden Absicherungen für ihren Geschäftsbetrieb anzubieten. Im selbst abgeschlossenen Geschäft betreibt der Konzern ein breites Spektrum an Versicherungszweigen: Unfallversicherung, Haftpflichtversicherung, Kraftfahrzeug-Haftpflichtversicherung, Kraftfahrtversicherung, Rechtsschutzversicherung, Feuerversicherung, Einbruchdiebstahl- und Raub-(ED-)Versicherung, Leitungswasser-Versicherung, Glasversicherung, Sturmversicherung, Verbundene Hausratversicherung, Verbundene Gebäudeversicherung, Technische Versicherungen, Transportversicherung, Betriebsunterbrechungs-Versicherung, Beistandsleistungsversicherung, Luft- und

Raumfahrzeug-Haftpflichtversicherung sowie Sonstige Schadenversicherung. In Rückdeckung übernimmt der Konzern darüber hinaus Geschäft in den Zweigen Unfallversicherung, Haftpflichtversicherung, Kraftfahrtversicherung, Feuerversicherung, Verbundene Hausratversicherung, Verbundene Gebäudeversicherung, Technische Versicherungen, Transportversicherung sowie Sonstige Schadenversicherung.

139. Der NBG-Konzern versteht sich schwerpunktmäßig als deutsche Versicherungsgruppe mit internationalen Verbindungen. In Österreich war der NBG-Konzern bis zum 1. September 2026 über die Zweigniederlassung GARANTA Versicherungs-AG Österreich mit Sitz in Salzburg direkt vertreten. Im Zusammenhang mit der im Mai 2026 vollzogenen Übernahme der NÜRNBERGER Versicherungsgruppe durch die VIG wurde der gesamte Versicherungsbestand dieser Zweigniederlassung im Wege einer aufsichtsrechtlich angezeigten Bestandsübertragung mit Wirkung zum 1. September 2026 auf die DONAU Versicherung AG Vienna Insurance Group, Wien, übertragen. Der NBG-Konzern ist in Österreich seither nicht mehr direkt vertreten, eine eigene Niederlassung unterhält er dort nicht mehr.

140. Im übrigen Europäischen Wirtschaftsraum deckt die NAV den Bedarf der eigenen Kunden im Wege der Dienstleistungsfreiheit ab. Eine eigene Niederlassung unterhält die NAV dort nicht. Darüber hinaus ist der NBG-Konzern über Kooperationspartner im Ausland präsent. Die Zusammenarbeit dient vor allem dazu, deutsche Kunden bei Auslandsaktivitäten abzusichern. Es besteht eine Kooperation zwischen der NBG AG und der Daido Life Insurance Company, Osaka/Japan. Die Vereinbarung besteht auf Ebene der NBG und nicht auf Ebene der NAV, ein vorrangiger oder ausschließlicher Bezug zum Schadenversicherungsgeschäft besteht nicht. Die bis zum Geschäftsjahr 2024 gehaltene 25 %-Beteiligung an der Bene Assicurazioni S.p.A. Società Benefit, Mailand/Italien, wurde mit Wirkung zum 1. Januar 2025 veräußert.

d) Krankenversicherungsgeschäft

141. Die NKV bietet als Alternative und Ergänzung zur gesetzlichen Gesundheitsversorgung Produkte im Rahmen der Privaten Krankheitskosten-Voll- und -Zusatzversicherung sowie der Pflegekrankenversicherung für Arbeitnehmer, Beamte und Selbstständige an. In der Krankheitskosten-Vollversicherung richtet sich das Angebot sowohl an Selbstständige als auch an Beamte und Angestellte mit einem Einkommen oberhalb der Versicherungspflichtgrenze, während die Zusatzversicherung gesetzlich Versicherten ergänzende Absicherungen im Bereich Zahnersatz, Sehhilfen, stationäre Behandlung und Auslandsreisekrankenversicherung ermöglicht. Darüber hinaus bietet die NKV spezielle Angebote in der betrieblichen Krankenversicherung an, mit denen Arbeitgeber ihren Mitarbeitern arbeitgeberfinanzierte Gesundheitsleistungen als Zusatzvorsorge zur Verfügung stellen können.

e) Bankdienstleistungen

142. Das Geschäftsfeld Bankdienstleistungen besteht allein aus der Fürst Fugger Privatbank AG. Die FFPB ist als Kreditinstitut auf die Geschäftsbereiche Vermögensberatung, Vermögensverwaltung, Individualkundenbetreuung und Wertpapierhandel spezialisiert. Sie richtet sich vornehmlich an vermögende Privatkunden sowie institutionelle Anleger. Neben eigenen Finanzprodukten in der Vermögensverwaltung, etwa hauseigenen Fonds und diskretionären Portfoliomandaten, bietet die FFPB auch Kapitalanlagen anderer Anbieter an. Der überwiegende Teil der Erlöse resultiert aus der privaten Vermögensverwaltung. Die Vergütung besteht im Wesentlichen aus volumenabhängigen Provisionen und Verwaltungsgebühren.

f) Weitere Konzerngesellschaften

143. Neben den operativen Versicherungs- und Bankgesellschaften gehören zum NBG-Konzern verschiedene Dienstleistungs- und Querschnittsgesellschaften. Die NAU ist als Vertriebsgesellschaften für die Vermittlung von Versicherungsprodukten tätig. Die NAM, erbringt Dienstleistungen im Bereich des Kapitalanlagemanagements für den Konzern. Die COC fungiert als Beratungs- und Umsetzungspartner für Unternehmen der Versicherungs- und Finanzbranche sowie des Mittelstands. Die EVO, die GVD sowie die NVG, alle mit Sitz in Nürnberg, runden als weitere Dienstleistungs- und Verwaltungsgesellschaften den Konzern ab.

3. ESG-Rahmenbedingungen sowie Nachhaltigkeitsstrategie des NBG-Konzerns

a) Vorbemerkungen und Analyserahmen

144. Grundlage der nachfolgenden Analyse sind die Nachhaltigkeitsberichte des NBG-Konzerns für die Geschäftsjahre 2023 und 2024 sowie die nichtfinanzielle Konzernerklärung im Geschäftsbericht 2025.

145. Die Wesentlichkeitsanalyse wurde im Geschäftsjahr 2025 vollumfänglich neu durchgeführt. Die NBG AG hat dabei sowohl die Auswirkungswesentlichkeit (Impact Materiality) als auch die finanzielle Wesentlichkeit (Financial Materiality) analysiert und insgesamt 34 (wesentliche) Impacts, Risks and Opportunities (IROs) identifiziert. Als wesentlich eingestuft wurden die Standards E1 (Klimawandel), S1 (Eigene Belegschaft), S4 (Verbraucher und Endnutzer) und G1 (Geschäftsgebaren). Der ökologische Fußabdruck des eigenen Geschäftsbetriebs ist strukturell gering, da die Wertschöpfung im Wesentlichen auf der Übernahme von Versicherungsrisiken und der Verwaltung von Kapitalanlagen beruht. Die bewertungsrelevanten Wirkungskanäle liegen vor allem in den Bereichen Kapitalanlage-ESG, versicherungstechnische Nachhaltigkeitsrisiken sowie Governance und Humankapital.

b) Environmental (Eigener Geschäftsbetrieb)

146. Die Treibhausgasemissionen (THG-Emissionen) des Konzerns beliefen sich im Geschäftsjahr 2025 auf insgesamt rd. 13.303.398 t CO_2e. Davon entfielen rd. 13.293.688 t CO_2e auf die finanzierten Emissionen der Kapitalanlagen (Scope 3.15). Finanzierte Emissionen bezeichnen die THG-Emissionen, die den Kapitalanlagen des Konzerns zuzurechnen sind. Die Scope-1-Emissionen aus Fuhrpark und Gebäudeheizung betrugen rd. 278 t CO_2e, die Scope-2-Emissionen aus Strom und Fernwärme rd. 2.841 t CO_2e. Einen Übergangsplan für den Klimaschutz oder messbare Klimaziele hat die NBG AG zum Berichtszeitpunkt nicht definiert. CAPEX- oder OPEX-Beträge für Dekarbonisierungsmaßnahmen im eigenen Betrieb waren nicht geplant.

147. Die Integration von ESG-Aspekten in den Kapitalanlagenprozess ist für die Bewertung des NBG-Konzerns von unmittelbarer Bedeutung. Das Kapitalanlageergebnis ist ein wesentlicher Bestandteil des Jahresergebnisses und beeinflusst die finanziellen Überschüsse, die den Eigentümern zufließen, direkt. Der NBG-Konzern hat in der innerbetrieblichen Richtlinie Kapitalanlagen (IBR) verbindliche Ausschlusskriterien verankert. Diese untersagen insbesondere Investitionen in kontroverse Waffen, in Unternehmen mit wesentlicher Abhängigkeit von Kraftwerkskohle oder Ölsandextraktion sowie in Unternehmen, die die Prinzipien des UN Global Compact nicht einhalten. Ergänzend wird ein aggregiertes ESG-Rating eines externen Datenanbieters herangezogen.

148. Im Rahmen des Own Risk and Solvency Assessment (ORSA) werden Nachhaltigkeitsrisiken mittels Klimawandelszenarien des Network for Greening the Financial System (NGFS) identifiziert und bewertet. Die NBG AG verwendet die Szenarien „Net-Zero 2050“ und „Current Policies“ für die Betrachtungszeitpunkte 2030, 2050 und 2100. Die Analyse hat ergeben, dass die NBG AG in keinem der Szenarien eine besondere Exponierung aufweist.

149. Die EU-Taxonomie-Verordnung definiert, welche Wirtschaftstätigkeiten als ökologisch nachhaltig gelten. Von den Kapitalanlagen entfielen im Geschäftsjahr 2025 umsatzbasiert rd. 2,30 % und CAPEX-basiert rd. 3,40 % auf taxonomiekonforme Tätigkeiten. Die transitorischen Risiken (z. B. Entwertung kohlenstoffintensiver Investments) werden durch die implementierten Ausschlusskriterien begrenzt. Die laufenden Kosten für das ESG-Datenmanagement sind in den allgemeinen Verwaltungsaufwendungen der Planungsrechnung enthalten. Eine gesonderte Planungsanpassung ist nach derzeitigem Stand nicht erforderlich.

c) Versicherungstechnische Nachhaltigkeitsrisiken

150. Klimabedingte Schadenaufwendungen aus Naturkatastrophenereignissen wie Starkregen, Hagel, Sturm und Überschwemmungen stellen für die Sachversicherungssparten der NBG AG einen wesentlichen Risikotreiber dar. Die NBG AG steuert dieses Risiko durch eine risikoindividuelle Bewertung beim Vertragsabschluss, bei der insbesondere die Hochwasser- und Starkregengefährdungsklasse nach dem ZÜRS-Geo-System des Gesamtverbands der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (GDV) geprüft wird. Neben der Kalkulation der Neugeschäftstarife bilden Beitragsanpassungsklauseln eine wichtige Möglichkeit zur Berücksichtigung sich verändernder Klimawandelrisiken im Bestand.

151. Im Nicht-Lebens- und Rückversicherungsgeschäft entfielen im Geschäftsjahr 2025 rd. 5,9 % der Bruttoprämien (rd. 60,2 Mio. €) auf Versicherungsprodukte, die nach der EU-Taxonomie als nachhaltig eingestuft sind. Die klimabedingten Schadenrisiken werden im Rahmen des Risikomanagementprozesses fortlaufend überwacht und die Rückversicherung wird kontinuierlich an die sich verändernde Risikosituation angepasst. Die identifizierten versicherungstechnischen Nachhaltigkeitsrisiken werden bereits in der Schadenkalkulation und der Tarifierung berücksichtigt und sind damit im Wesentlichen in der Planungsrechnung enthalten. Eine gesonderte Adjustierung ist nach derzeitigem Stand nicht erforderlich.

d) Governance und Humankapital

152. Die NBG AG verfügt über ein nach dem Prüfungsstandard PS 980 des IDW geprüftes Compliance-Management-System (CMS), dessen Angemessenheit 2018 durch einen Wirtschaftsprüfer bestätigt wurde. Im Geschäftsjahr 2025 wurden keine schwerwiegenden Compliance-Verstöße verzeichnet. Es wurden keine wesentlichen Geldbußen, Sanktionen

und Schadenersatzzahlungen gegen die NBG AG verhängt. Die nachhaltigkeitsbezogene variable Vergütung der Vorstandsmitglieder betrug 1 % der variablen Vergütungskomponente. Der Aufsichtsrat setzt sich aus zwölf Mitgliedern zusammen, von denen im Geschäftsjahr 2025 durchschnittlich rd. 37 % weiblich waren.

153. Zum 31. Dezember 2025 beschäftigte die NBG AG 3.721 Arbeitnehmer. Die Beschäftigungsstruktur ist stabil: rd. 98 % verfügen über unbefristete Arbeitsverträge, rd. 85 % sind von Tarifverträgen abgedeckt, und die Arbeitnehmerfluktuation betrug rd. 9,0 %. Etwa 41 % der Arbeitnehmer waren über 50 Jahre alt, was auf eine erhöhte Notwendigkeit der Nachfolgeplanung hindeutet. Zur Risikominderung hat die Gesellschaft Maßnahmen zur Personalgewinnung und -bindung ergriffen.

154. Die regulatorischen Compliance-Kosten aus CSRD, EU-Taxonomie und Solvency II sind in den Verwaltungsaufwendungen der Planungsrechnung enthalten. Eine gesonderte Planungsanpassung ist nicht erforderlich.

e) Zusammenfassung und prüferische Einordnung

155. Die ESG-Risiken sowie deren Bewertungsrelevanz fassen sich wie folgt zusammen.

ESG-Wirkungskanal	Bewertungsrelevanz	Würdigung für Planung
Physische Klimarisiken (Naturkatastrophen, Extremwetter)	Cashflow (Schadenaufwand)	In Schadenkalkulation und Tarifierung berücksichtigt, keine gesonderte Adjustierung
Klimarisiken Kapitalanlage (transitorische Risiken, finanzierte Emissionen)	Cashflow (Kapitalanlageergebnis) / Risikoprofil	Ausschlusskriterien implementiert, ORSA-Analyse ohne besondere Exponierung, keine gesonderte Adjustierung
Regulatorische Anforderungen (CSRD, EU-Taxonomie, Solvency II)	Cashflow (Verwaltungsaufwand)	In allgemeinen Verwaltungsaufwendungen enthalten
Governance-Defizite (Compliance-Verstöße, Reputationsrisiken)	Risikoprofil (Kapitalisierungszinssatz)	CMS nach PS 980 zertifiziert, keine wesentlichen Vorfälle
Personalrisiken (Fachkräftemangel, Fluktuation, Altersstruktur)	Cashflow (Personalaufwand) / Planungserreichung	Maßnahmen zur Personalgewinnung und -bindung ergriffen, keine gesonderte Adjustierung

Quelle: Nürnberger Beteiligungs-AG; IVA-Darstellung

Tabelle 4: ESG-Risiken sowie deren Bewertungsrelevanz

156. Wesentliche bewertungsrelevante ESG-Risiken, die über die bereits in der Planungsrechnung berücksichtigten Faktoren hinausgehen und eine gesonderte Adjustierung erfordern würden, sind auf Basis der vorliegenden Informationen nicht erkennbar.

4. Markt und Wettbewerbssituation

a) Makroökonomisches Umfeld Deutschland

Konjunktur und BIP-Entwicklung

157. Die deutsche Wirtschaft befand sich im Verlauf des Jahres 2025 nach einem mehrjährigen Abschwung in einer Phase der Erholung, die jedoch durch den Ende Februar 2026 eingetretenen Energiepreisschock infolge des Iran-Krieges in ihrer Dynamik gebremst wurde. Das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt ist im Jahr 2025 mit einem Anstieg von nur 0,2 % nahezu stagniert, nachdem die Wirtschaftsleistung in den beiden Vorjahren rückläufig gewesen war (2024: -0,5 %, 2023: -0,9 %). Die konjunkturelle Wende nimmt dabei einen für die deutsche Wirtschaft untypischen Verlauf. Während die exportorientierte Industrie aufgrund weiter abnehmender internationaler Wettbewerbsfähigkeit und hoher geopolitischer Unsicherheiten weiter schwächelt, wird die Erholung insbesondere von der Binnenwirtschaft getragen. Dabei leistet der private Konsum den wesentlichen Wachstumsbeitrag, der durch hohe Einkommenszuwächse und rückläufige Inflation gestützt wird.

158. Für das Jahr 2026 prognostiziert die Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 0,6 % und für das Jahr 2027 eine Zunahme um 0,9 %. Die Institute haben ihre Prognose im Vergleich zum Herbstgutachten 2025 für das laufende Jahr um 0,6 Prozentpunkte und für das kommende Jahr um 0,4 Prozentpunkte nach unten revidiert. Der dämpfende Effekt des Energiepreisschocks auf das Wirtschaftswachstum wird in den Jahren 2026 und 2027 auf jeweils rd. 0,3 Prozentpunkte geschätzt. Kompensierend wirkt hingegen der expansive Kurs der Finanzpolitik, der vor allem Unternehmen der Verteidigungsindustrie und des Tiefbaus durch die Ausweitung der Neuverschuldung für Verteidigung, Infrastruktur und Klimaschutz stützt. Dieser Effekt wird im Jahr 2026 auf rd. 0,7 % und im Jahr 2027 auf rd. 0,8 % des nominalen Bruttoinlandsprodukts geschätzt.[45] Gemäß der aktuellsten Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute vom September 2026[46] wird für das laufende Jahr 2026 ein Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 1,3 % und für das Jahr 2027 um 1,1 % prognostiziert. Gegenüber der Frühjahrsprognose 2026 wurden die Erwartungen damit um 0,7 bzw. 0,2 Prozentpunkte angehoben. Ausschlaggebend für die Anpassung ist insbesondere die unerwartet kräftige Entwicklung der Exporte und der Wertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe im ersten Halbjahr 2026. Die Institute erwarten, dass die expansive Finanzpolitik die

---

45 Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (DIW, ifo, Kiel Institut, IWH, RWI), Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2026: „Erholung unter Gegenwind", März 2026.

46 Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Aufschwung mit Strukturproblemen – Finanzpolitik auf Abwegen, Herbst 2026, 24. September 2026.

weitere Erholung stützt. Hohe Energiepreise und die schwache private Investitionstätigkeit wirken hingegen dämpfend.

159. Der IWF bestätigte in seinem World Economic Outlook Update vom Juli 2026 seine verhaltenen, jedoch gegenüber der Gemeinschaftsdiagnose leicht optimistischeren Wachstumsprognosen für Deutschland von rd. 0,7 % für 2026 und rd. 1,0 % für 2027. Die Abweichung ist auf die Berücksichtigung neuerer Daten zurückzuführen, die für das erste Quartal 2026 eine annualisierte BIP-Expansion von rd. 1,4 % beinhalten, die damit doppelt so hoch ausfiel wie die im April projizierten Rate von rd. 0,7 %.[47]

Einkommensentwicklung und privater Konsum

160. Die Einkommensentwicklung der privaten Haushalte in Deutschland ist durch gegenläufige Tendenzen gekennzeichnet. Im Jahr 2025 stiegen die Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer um rund 4,5 %. Der im langfristigen Vergleich hohe Zuwachs ist insbesondere auf nachholende Lohnanpassungen infolge der starken Preissteigerungen in den Jahren 2021 bis 2023 zurückzuführen. Die real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte legten im selben Jahr um rd. 0,5 % zu. Der private Konsum nahm mit einer Expansionsrate von 1,6 % deutlich stärker zu als die Einkommen.

161. Für die Jahre 2026 und 2027 rechnet die Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute vom Frühjahr 2026 mit einer deutlichen Abschwächung der nominalen Verdienstzuwächse auf jeweils rd. 2,8 %, da sich der Energiepreisanstieg weder unmittelbar noch in den anstehenden Tarifabschlüssen in höheren Lohnforderungen niederschlagen dürfte. Die nominalen verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte dürften mit Zuwachsraten von rd. 3,1 % im Jahr 2026 und rd. 3,5 % im Jahr 2027 verhalten expandieren. Da die erneut anziehende Inflationsrate den nominalen Einkommensanstieg in weiten Teilen aufzehren dürfte, werden die realen Einkommenszuwächse auf lediglich rd. 0,3 % im Jahr 2026 und rd. 0,6 % im Jahr 2027 geschätzt.[48]

162. Entsprechend bleibt die Dynamik des privaten Konsums im Prognosezeitraum sehr verhalten: Die Institute rechnen für die Jahre 2026 und 2027 mit einem Anstieg der realen privaten Konsumausgaben von jeweils lediglich rd. 0,4 %, da die gestiegenen Energiekosten über den gesamten Prognosehorizont die Kaufkraft der Haushalte belasten dürften und die Konsumentenstimmung sich nach dem Ausbruch des Iran-Krieges merklich eingetrübt hat. Die Geschäftserwartungen der Einzelhändler und der konsumnahen Dienstleister sind im März

47 Vgl. IWF, World Economic Outlook Update, Juli 2026, Washington, D.C.

48 Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2026: Energiepreisschock überlagert Fiskalimpuls, April 2026, S. 47.

2026 kräftig zurückgegangen, und die monatlichen Pkw-Neuzulassungen liegen im Januar und Februar 2026 rd. 12,4 % niedriger als im Schlussquartal 2025.[49]

163. Für die Versicherungswirtschaft resultieren aus dieser Einkommensentwicklung ambivalente Implikationen: Einerseits stützen die nominal weiterhin steigenden Einkommen das Prämienpotenzial in der Lebens- und Krankenversicherung, andererseits besteht bei real stagnierender Kaufkraft die Gefahr einer erhöhten Storno- und Beitragsfreistellungsquote, insbesondere im Bestand fondsgebundener und klassischer Lebensversicherungen, wenn Versicherungsnehmer im Zuge des Kaufkraftverlusts ihre Vorsorgeleistungen einschränken.

Inflation

164. Die Entwicklung der Verbraucherpreise in Deutschland wird im laufenden Jahr 2026 maßgeblich durch den Energiepreisschock infolge des militärischen Konflikts im Nahen Osten bestimmt. Nachdem der Preisauftrieb im Jahr 2025 mit einem Anstieg des Verbraucherpreisindex um 2,2 % gegenüber dem Vorjahr auf einem moderaten Niveau gelegen hatte und sich damit deutlich von den Inflationsraten der Jahre 2022 (6,9 %) und 2023 (5,9 %) deutlich abgesetzt hatte, führte der sprunghafte Anstieg der Rohölpreise auf über 100 US-Dollar je Barrel der Sorte Brent und die gleichzeitige Verdopplung des europäischen Gaspreises (Dutch TTF) auf zeitweilig über 60 € je Megawattstunde zu einer erneuten spürbaren Beschleunigung der Teuerungsrate.

165. Die Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute vom Frühjahr 2026 prognostiziert für das Gesamtjahr 2026 eine Inflationsrate von rd. 2,8 %. Der Anstieg im laufenden Jahr wird vornehmlich durch die gestiegenen Energiepreise dominiert, die die Inflationsrate im zweiten Quartal 2026 auf voraussichtlich 2,9 % treiben. Für das Jahr 2027 rechnen die Institute mit einer nur geringfügig höheren Inflationsrate von rd. 2,9 %, da sich die verzögerte Weitergabe der gestiegenen Energiekosten in der Kerninflationsrate zunehmend bemerkbar machen dürfte, selbst wenn die Energiepreise, wie in der Prognose unterstellt, allmählich wieder sinken sollten. Der Anstieg der Verbraucherpreise ohne Energie wird von durchschnittlich 2,4 % im Jahr 2026 auf 2,8 % im Jahr 2027 geschätzt.[50]

166. Für die Versicherungswirtschaft ist die Inflationsentwicklung in mehrfacher Hinsicht bewertungsrelevant. In der Schaden- und Unfallversicherung erhöhen inflationsbedingt

---

49 Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2026: Energiepreisschock überlagert Fiskalimpuls, April 2026, S. 47.

50 Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2026: Energiepreisschock überlagert Fiskalimpuls, April 2026, S. 30, 51 f.

steigende Schadenkosten, insbesondere in der Kraftfahrt- und Sachversicherung, die Combined Ratios und können bei langlaufenden Haftpflichtschäden zusätzlichen Reservierungsbedarf und Prämienanpassungen erfordern. In der Lebensversicherung reduziert eine höhere Inflation einerseits den Realwert nominal garantierter Leistungen. Andererseits können steigende Nominalzinsen über höhere Wiederanlagerenditen die Verzinsung klassischer Policen verbessern, wobei letztlich die Realverzinsung maßgeblich ist.

Zinsentwicklung und Geldpolitik

167. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat ihren geldpolitischen Lockerungszyklus, der im Juni 2024 mit der ersten Zinssenkung seit der Straffungsphase begonnen hatte, vor dem Hintergrund des erneuten Inflationsanstiegs im Frühjahr 2026 unterbrochen und die Leitzinsen seit Mitte des Jahres 2025 zunächst unverändert gelassen und im Juni 2026 um 25 Basispunkte angehoben. Der Zinssatz für die Einlagefazilität liegt damit seit Juni 2026 bei 2,25 %, der Hauptrefinanzierungssatz bei 2,40 % und der Spitzenrefinanzierungssatz bei 2,65 %. Im Zuge des Energiepreisschocks zogen die Futures-Preise für die Euro Short-Term Rate (€STR) deutlich an, worin höhere Leitzinserwartungen zum Ausdruck kommen. Marktanalysten rechnen mit bis zu zwei weiteren Zinserhöhungen, die den Einlagesatz auf 2,75 % im Jahr 2027 anheben könnten.[51]

168. An den Kapitalmärkten ist ein vorübergehender Rückgang der Renditen festverzinslicher Wertpapiere zu Jahresbeginn 2026 nach Ausbruch des Iran-Krieges vollständig ausgeglichen worden. Für den weiteren Prognoseverlauf bis zum Jahr 2027 rechnen die Institute der Gemeinschaftsdiagnose damit, dass die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen auf etwa 3,5 % ansteigen.[52] Die Renditen für Unternehmensanleihen dürften diesem Verlauf weitgehend folgen. Bereits zu Jahresbeginn haben die Banken ihre Kreditvergaberichtlinien angesichts gestiegener Risiken leicht verschärft, und die jüngsten geopolitischen Entwicklungen dürften dazu führen, dass die Banken ihre Richtlinien auch zukünftig nicht lockern.[53]

169. Die Kreditzinsen veränderten sich seit Mitte des Jahres 2025 bis zum Frühjahr 2026 Datenrand kaum. Lediglich für Konsumentenkredite war im Januar 2026 ein Anstieg gegenüber dem Vorjahr von 0,3 Prozentpunkten zu verzeichnen. Im Prognosezeitraum bis zum Jahr 2027 dürften die Kreditzinsen im Einklang mit den Kapitalmarktzinsen auf dem erhöhten Niveau

---

51 Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2026: Energiepreisschock überlagert Fiskalimpuls, April 2026, S. 23.

52 Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2026: Energiepreisschock überlagert Fiskalimpuls, April 2026, S. 23.

53 Vgl. EZB, The euro area bank lending survey - First quarter of 2026, April 2026.

bleiben. Bei Wohnbaukrediten deuten aktuelle Daten von Kreditvermittlern auf einen leichten Anstieg hin.[54]

170. Für die Versicherungswirtschaft resultieren aus dem skizzierten Zinsumfeld und der geldpolitischen Wende gegenläufige Effekte: Einerseits verbessert das im Vergleich zur Niedrigzinsphase der Jahre 2016 bis 2022 weiterhin erhöhte und perspektivisch weiter steigende Zinsniveau die Wiederanlagerenditen im Kapitalanlageportfolio. Dadurch steigt die Attraktivität klassischer garantieverzinster Lebensversicherungsprodukte, insbesondere vor dem Hintergrund des zum 1. Januar 2025 auf 1,0 % angehobenen Höchstrechnungszinses. Andererseits führen die erhöhten Marktzinsen zu stillen Lasten bei festverzinslichen Bestandsanlagen, deren Marktwerte unter den Anschaffungskosten liegen. Gleichzeitig sind die Barwerte der versicherungstechnischen Verpflichtungen gesunken, wodurch sich die Solvenzquoten der Lebensversicherer nach Solvency II insgesamt verbessert haben.

Investitionsentwicklung

171. Die Investitionstätigkeit in Deutschland ist derzeit von der Übergangsphase zwischen dem auslaufenden industriellen Abschwung und den erst allmählich wirksam werdenden fiskalischen Impulsen geprägt. Die Ausrüstungsinvestitionen, d.h. die Anschaffungen von Maschinen, Geräten und Fahrzeugen, waren im Jahr 2025 das dritte Mal in Folge rückläufig (-1,9 %). Die Investitionszurückhaltung der privaten Unternehmen (-5,8 %) wurde durch die kräftige Ausweitung der öffentlichen Ausrüstungsinvestitionen (+33,0 %), insbesondere durch Beschaffungen für die Bundeswehr im Rahmen des Sondervermögens, teilweise kompensiert.

172. Die Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute vom Frühjahr 2026 rechnet für das Jahr 2026 mit einem nur marginalen Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen um rd. 0,5 %, bei dem abermals ein deutlicher Zuwachs der öffentlichen Anschaffungen einen erneuten Rückgang im privaten Bereich ausgleichen dürfte, bevor im Jahr 2027 mit der Belebung der Industriekonjunktur und dem stärker werdenden Fiskalimpuls ein kräftigerer Anstieg um rd. 3,4 % erwartet wird. Die Unternehmensunsicherheit, gemessen an der Streuung der ifo-Produktionserwartungen, hat sich zwar bis Februar 2026 verringert, ist jedoch mit Ausbruch des Iran-Krieges wieder deutlich angestiegen, und eine DIHK-Umfrage ergibt, dass rd. ein Drittel der Unternehmen für das laufende Jahr Investitionskürzungen plant.

173. Die Bauinvestitionen, die in den Jahren 2023 (-5,9 %) und 2024 (-3,4 %) kräftig zurückgegangen waren und damit eine der tiefsten Baurezessionen der vergangenen Jahrzehnte markierten, zeigten im Jahresdurchschnitt 2025 mit einem Rückgang von nur noch

---

54 Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2026: Energiepreisschock überlagert Fiskalimpuls, April 2026, S. 23.

0,6 % erste Anzeichen einer Bodenbildung. Im Schlussquartal 2025 war die Dynamik mit +1,6 % bereits positiv. Für die Jahre 2026 und 2027 rechnen die Wirtschaftsforschungsinstitute der Gemeinschaftsdiagnose mit einer Erholung der Bauinvestitionen um jeweils rd. 1,7 %. Die Impulse dürften vornehmlich vom öffentlichen Bau ausgehen, der durch die beschlossenen staatlichen Investitionsprogramme und die steigenden Verteidigungsausgaben mit ihrem hohen Tiefbauanteil besonders profitieren sollte. Der Wohnungsbau dürfte sich angesichts der gestiegenen Auftragseingänge und Baugenehmigungen langsam erholen, auch wenn die erneut angestiegenen Immobilienkreditzinsen die Erholungsdynamik vermutlich bremsen werden.[55]

Kapitalmarktentwicklung

174. Der deutsche Aktienmarkt verzeichnet im Zeitraum 2024 bis September 2026 eine insgesamt aufwärtsgerichtete, wenngleich zunehmend volatile Entwicklung. Der DAX legte im Jahr 2024 um rd. 18,9 % und im Jahr 2025 um rd. 23,0 % zu. In 2026 schwankte der Index bis September 2026 zwischen rd. 22.300 und rd. 26.400 Punkten. Die Bafin weist in ihrer Publikation „Risiken im Fokus 2026" auf die hohen Konzentrationsrisiken an den Aktienmärkten hin, die ein erhöhtes Korrekturrisiko begründen. Der Nahost-Konflikt führte im Februar und März 2026 zu vorübergehenden Kursrücksetzern von rd. 8,0 bis 12,0 % beim DAX, die im zweiten Quartal 2026 jedoch wieder teilweise aufgeholt wurden.

175. Am Rentenmarkt setzte sich der im Jahr 2022 begonnene Renditeanstieg im Betrachtungszeitraum fort. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen stieg im ersten Halbjahr 2026 erstmals seit rund 15 Jahren auf über 3,0 %. Gründe hierfür waren insbesondere die höheren Staatsausgaben für Infrastruktur und Verteidigung, gestiegene Inflationserwartungen infolge höherer Energiepreise sowie die verstärkte Ausgabe von Bundesanleihen. Die Spreads für Unternehmensanleihen im Investmentgrade-Bereich weiteten sich im Zuge des Nahostkonflikts vorübergehend um rd. 30 bis 50 Basispunkte aus, stabilisierten sich jedoch im zweiten Quartal 2026 auf einem moderat erhöhten Niveau.[56]

176. Am deutschen Immobilienmarkt setzte sich die Korrektur der Vorjahre fort, wenngleich Anzeichen einer Bodenbildung erkennbar wurden. Die Segmente Büro und Einzelhandel waren stärker betroffen als Logistik und Wohnimmobilien. Die Deutsche Bundesbank stellte in ihrem Finanzstabilitätsbericht 2025 fest, dass die Preisrückgänge bei Gewerbeimmobilien zwar abflachten, die Bewertungsrisiken aber insbesondere bei fremdfinanzierten Portfolios

---

55 Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2026: Energiepreisschock überlagert Fiskalimpuls, April 2026, S. 45 f.

56 Vgl. Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2025, November 2025; GDV, Economics & Finance Perspectives, Juni 2026.

erhöht blieben. Für Versicherer mit direktem und indirektem Immobilienengagement, das nach GDV-Daten rd. 4,8 % der gesamten Kapitalanlagen der Erstversicherer ausmacht, bleibt die Marktentwicklung daher bewertungsrelevant.

177. Die Kapitalmarktentwicklung ist für die Versicherungswirtschaft in mehrfacher Hinsicht von Bedeutung. Im Bereich der Kapitalanlage der Lebensversicherer, deren Bestände sich nach GDV-Statistik im Jahr 2024 auf rd. 1.015 Mrd. € beliefen, führte der Renditeanstieg zu einer Zunahme der stillen Lasten bei festverzinslichen Wertpapieren: Nach Branchenschätzungen erreichte der Median der stillen Lasten rd. 9 % der Bilanzsumme der Lebensversicherer, und rd. 87 % der Lebensversicherer waren von stillen Lasten betroffen. Die durchschnittliche Solvenzquote (SCR-Bedeckung) der Lebensversicherer betrug gleichwohl rd. 351 % (Median, Q2 2025). Der GDV berichtete für das Gesamtjahr 2025 einen Branchendurchschnitt von rd. 374 %. Die Zinszusatzreserve (ZZR), die in der andauernden Niedrigzinsphase auf einen Höchststand von rd. 96,0 Mrd. € angestiegen war, sank im Jahr 2025 auf rd. 80,5 Mrd. €, da bei steigenden Marktzinsen geringere Aufstockungen erforderlich waren und teilweise Auflösungen vorgenommen werden konnten.[57]

b) Demografie

Bevölkerungsentwicklung und Geburtenrate

178. Die demografische Entwicklung in Deutschland ist durch einen langfristigen Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter bei gleichzeitig steigendem Anteil der über 65-Jährigen gekennzeichnet. Diese Entwicklung wird durch den Renteneintritt der geburtenstarken Jahrgänge weiter verstärkt. Nach der 16. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung des Statistischen Bundesamtes (Variante 2, mittlerer Zuzug) wird die Einwohnerzahl Deutschlands von rd. 83,6 Millionen im Jahr 2024 auf voraussichtlich rd. 81,2 Millionen im Jahr 2040 und rd. 74,7 Millionen im Jahr 2070 zurückgehen. Die Spannbreite der Ergebnisse hängt maßgeblich von den Annahmen zur Nettozuwanderung ab, die im mittleren Szenario bei 250.000 Personen pro Jahr angesetzt wird (Istwert 2024: rd. 430.000 Personen).[58]

179. Die zusammengefasste Geburtenziffer lag im Jahr 2024 bei 1,35 Kindern je Frau und damit deutlich unterhalb des bestandserhaltenden Niveaus von 2,1 Kindern je Frau. Die Zahl der Lebendgeborenen belief sich im Jahr 2024 auf rd. 677.000 und lag damit erheblich unter dem Niveau des Jahres 2021 (rd. 795.000). Die Bevölkerungsvorausberechnung unterstellt in der

---

57 Vgl. GDV, Statistiken zur deutschen Versicherungswirtschaft 2025, September 2025, Tabelle 15 (Kapitalanlagen nach Sparten) und Tabelle 42 (LV Kapitalanlagen); GDV, Financial Stability Perspectives, Q2 2026.

58 Vgl. Statistisches Bundesamt, 16. koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung für Deutschland, Variante 2 (mittlerer Zuzug), 2025.

mittleren Variante eine langfristige Erholung der Geburtenziffer auf 1,47 Kinder je Frau, rechnet jedoch selbst unter dieser Annahme mit einem dauerhaft negativen natürlichen Bevölkerungssaldo von jährlich rd. 390.000 bis 500.000 Personen, da die Zahl der Sterbefälle die Zahl der Geburten strukturell übersteigt.

180. Für die Versicherungswirtschaft bedeutet die rückläufige Geburtenentwicklung eine sukzessive Verkleinerung der nachwachsenden Kundengenerationen, was insbesondere den Neugeschäftszugang in der Lebens- und Berufsunfähigkeitsversicherung im Segment der 25- bis 40-Jährigen langfristig belasten dürfte, sofern die rückläufigen Kopfzahlen nicht durch steigende Durchschnittsbeiträge oder höhere Versicherungsdurchdringung kompensiert werden.

Alterung und Renteneintritt der Babyboomer

181. Der Anteil der über 65-Jährigen an der Gesamtbevölkerung wird nach der mittleren Variante der 16. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung von rd. 22,7 % im Jahr 2024 (rd. 19,0 Millionen Personen) auf voraussichtlich rd. 27,9 % im Jahr 2040 (rd. 22,6 Millionen) ansteigen. Der stärkste Anstieg ist in den Jahren 2025 bis 2035 zu erwarten, wenn die Babyboomer-Kohorten sukzessive das gesetzliche Rentenalter erreichen. Der Anteil der über 80-Jährigen wird sich von rd. 7,2 % im Jahr 2024 auf rd. 11,5 % im Jahr 2050 nahezu verdoppeln und bis zum Jahr 2070 bei rd. 12,0 % verbleiben. Der Altenquotient, d. h. die Zahl der über 65-Jährigen je 100 Personen im Alter von 20 bis 65 Jahren, wird von rd. 38,8 im Jahr 2024 auf voraussichtlich rd. 50,3 im Jahr 2040 und rd. 58,2 im Jahr 2070 ansteigen.

182. Die Lebenserwartung bei Geburt lag im Jahr 2024 bei rd. 78,9 Jahren für Männer und rd. 83,5 Jahren für Frauen. Nach den Annahmen der mittleren Variante der Bevölkerungsvorausberechnung dürfte die Lebenserwartung bis zum Jahr 2070 auf rd. 84,5 Jahre (Männer) und rd. 87,7 Jahre (Frauen) ansteigen. Dieser Anstieg der Lebenserwartung wird in der Tarifkalkulation der privaten Rentenversicherung berücksichtigt. Das versicherungsmathematische Risiko besteht darin, dass die tatsächliche Lebenserwartung die in den Tarifen unterstellten Annahmen übersteigt (sog. Langlebigkeitsrisiko). Zugleich verschärft die steigende Lebenserwartung die Finanzierungslücke in der gesetzlichen Rentenversicherung, die nach den Projektionen des Sachverständigenrats ohne weitere Reformen einen steigenden Beitragssatz von derzeit 18,6 % auf über 22 % bis zum Jahr 2040 erfordern würde.[59]

---

59 Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2023/24, Kapitel 5 (Alterungsschub und Rentenreformen), November 2023.

183. Der Renteneintritt der Babyboomer-Generation hat für die Versicherungswirtschaft zweierlei Konsequenzen: Einerseits beginnt für die kapitalgedeckte Altersvorsorge die Leistungs- bzw. Entsparphase, in der die Lebensversicherer in erheblichem Umfang Rentenleistungen und Kapitalabfindungen auszahlen werden, was die Bilanzsummen und Kapitalanlagebestände der Lebensversicherer in den kommenden zwei Jahrzehnten tendenziell reduzieren wird. Andererseits steigt die Nachfrage nach Produkten für die Absicherung des Langlebigkeitsrisikos, der Pflegebedürftigkeit und der Gesundheitsvorsorge im Alter, was insbesondere den Krankenversicherern und den auf Seniorenprodukte spezialisierten Schaden-/Unfallversicherern Wachstumschancen eröffnet.

Erwerbstätigkeit, Migration und neue Erwerbsformen

184. Die Zahl der Erwerbstätigen in Deutschland erreichte im Jahresdurchschnitt 2025 mit rd. 46,0 Millionen annähernd ihren historischen Höchststand, was auf die bis zuletzt steigende Erwerbsbeteiligung, insbesondere von Frauen und älteren Arbeitnehmern, sowie auf die Zuwanderung ausländischer Arbeitskräfte zurückzuführen ist. Gleichwohl rechnet die Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute vom Frühjahr 2026 für die kommenden Jahre mit einem Rückgang der Erwerbspersonenzahl infolge des demografisch bedingten Ausscheidens der Babyboomer aus dem Arbeitsmarkt, der durch Zuwanderung und steigende Erwerbsquoten nur teilweise kompensiert werden kann.[60]

185. Die Arbeitslosenquote lag im Jahresdurchschnitt 2025 bei rd. 6,3 % und damit etwas höher als im Vorjahr (6,0 %). Die Zahl der registrierten Arbeitslosen betrug rd. 2,95 Millionen. Die Gemeinschaftsdiagnose der Wirtschaftsforschungsinstitute prognostiziert für die Jahre 2026 und 2027 eine Veränderung der Arbeitslosenquote auf rd. 6,4 % bzw. 6,2 %, da die konjunkturelle Schwäche insbesondere im verarbeitenden Gewerbe einen Beschäftigungsabbau erwarten lässt, während es im Dienstleistungssektor und im öffentlichen Dienst zu einem Beschäftigungswachstum kommen dürfte.[61]

186. Die Struktur der Erwerbstätigkeit verändert sich zudem durch die zunehmende Verbreitung nicht traditioneller Erwerbsformen: Die Zahl der Solo-Selbstständigen, der Beschäftigten in der Plattformökonomie (sog. Gig Economy) und der Erwerbstätigen mit mehreren Beschäftigungsverhältnissen hat in den vergangenen Jahren zugenommen. Für die Versicherungswirtschaft ergeben sich hieraus Herausforderungen bei der Absicherung dieser Personengruppen, die häufig weder über eine betriebliche Altersversorgung noch über eine

---

60 Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Frühjahr 2026, Kapitel 3: Potenzialschätzung, Tabelle 3.1, S. 58.

61 Vgl. Bundesagentur für Arbeit, Der Arbeitsmarkt in Deutschland – Jahresbericht 2025, Januar 2026 (Ist-Werte 2025); Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2026: Energiepreisschock überlagert Fiskalimpuls, April 2026, S. 30, 33.

Berufsunfähigkeitsversicherung verfügen, zugleich aber ein erhöhtes Vorsorgebedürfnis aufweisen, da sie nicht in vollem Umfang in die gesetzlichen Sicherungssysteme eingebunden sind.

c) Regulatorisches Umfeld

Solvabilitätskapitalanforderung (SCR) und Mindestkapitalanforderung (MCR)

187. Versicherungsunternehmen, die dem Solvency-II-Regime unterliegen, müssen gemäß § 89 Abs. 1 VAG stets über anrechnungsfähige Eigenmittel mindestens in Höhe der Solvabilitätskapitalanforderung (SCR) und über anrechnungsfähige Basiseigenmittel mindestens in Höhe der Mindestkapitalanforderung (MCR) verfügen. Das SCR wird gemäß § 96 VAG anhand der Standardformel oder eines aufsichtsrechtlich genehmigten internen beziehungsweise partiellen internen Modells ermittelt. Nach § 97 Abs. 2 VAG ist es so zu kalibrieren, dass es dem Value-at-Risk der Basiseigenmittel zu einem Konfidenzniveau von 99,5 % über einen Zeitraum von einem Jahr entspricht.

188. Die MCR bezeichnet gemäß § 122 VAG die Kapitaluntergrenze, unterhalb derer Versicherungsnehmer und Anspruchsberechtigte bei Fortführung des Geschäftsbetriebs einem unannehmbaren Risikoniveau ausgesetzt wären. Die anhand einer linearen Formel ermittelte MCR wird grundsätzlich auf 25 % bis 45 % des SCR begrenzt, darf jedoch den jeweils geltenden absoluten Mindestbetrag nicht unterschreiten. Eine Nichtbedeckung des SCR führt insbesondere zur Pflicht, einen Sanierungsplan vorzulegen (§ 134 VAG). Bei Nichtbedeckung des MCR ist ein kurzfristiger Finanzierungsplan vorzulegen; außerdem kann die Aufsichtsbehörde die Verfügung über Vermögenswerte beschränken (§ 135 VAG). Unter den Voraussetzungen des § 304 Abs. 1 Nr. 2 VAG ist die Erlaubnis zu widerrufen.

189. Die Zusammensetzung des SCR hängt vom individuellen Geschäfts- und Risikoprofil ab. Bei klassischen Lebensversicherern und Krankenversicherern, die ihr Geschäft nach Art der Lebensversicherung betreiben, können insbesondere lebens- beziehungsweise krankenversicherungstechnische Risiken, Marktrisiken sowie Risiken aus langfristigen Garantien und eingebetteten Optionen wesentlich sein. Dabei kommt es insbesondere auf die gemeinsame Zins- und Spread-Sensitivität der Vermögenswerte und Verpflichtungen sowie auf mögliche Laufzeitinkongruenzen an. Bei Schaden-/Unfallversicherern sind häufig das Prämien- und Reserverisiko sowie Katastrophenrisiken besonders bedeutsam. Die relative Bedeutung des Marktrisikos hängt jedoch vom Anlageportfolio und dem konkreten Geschäftsmodell ab und kann daher nicht generell als untergeordnet bezeichnet werden.

190. Die von den Gesellschaften festgelegten Zielbedeckungsquoten liegen deutlich oberhalb der aufsichtsrechtlich erforderlichen Mindestbedeckung von 100 %. Dies entspricht der üblichen

Praxis von Versicherungsunternehmen, zusätzlich zur gesetzlichen Mindestanforderung einen angemessenen Kapitalpuffer vorzuhalten. Dieser dient insbesondere dazu, Schwankungen der anrechnungsfähigen Eigenmittel und des SCR, unerwartete Verluste, Veränderungen des Risikoprofils sowie mögliche aufsichtsrechtliche oder ratingbezogene Anforderungen abzufedern. Die jeweilige Höhe des Puffers hängt vom Geschäftsmodell, vom Risikoprofil, von der Kapitalplanung und von der unternehmensinternen Risikotoleranz ab. Aus einer aufsichtsrechtlichen Bedeckung von mehr als 100 % folgt daher nicht ohne Weiteres, dass der darüber hinausgehende Betrag vollständig ausgeschüttet werden kann.

Solvency-II-Review

191. Die im Dezember 2024 im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlichte Solvency-II-Änderungsrichtlinie (Richtlinie (EU) 2025/2) sieht eine Reihe von Anpassungen des europäischen Versicherungsaufsichtsregimes vor, die von den Mitgliedstaaten bis zum 29. Januar 2027 in nationales Recht umzusetzen sind. Zu den wesentlichen Neuerungen zählen die Einführung von Liquiditätsrisikomanagementplänen für Versicherungsunternehmen, Anpassungen der Extrapolation der risikofreien Zinskurve, Veränderungen bei der Berechnung der Risikomarge und der Volatilitätsanpassung sowie Erleichterungen bei den Berichts- und Meldepflichten für kleinere Versicherer im Rahmen des Proportionalitätsgrundsatzes.[62]

192. Für die Lebensversicherer ist die Anpassung der Extrapolation der risikofreien Zinskurve von besonderer Bedeutung. Hintergrund ist, dass Versicherungsverbindlichkeiten unter Solvency II mit einer von EIOPA veröffentlichten Zinskurve bewertet werden, die ab dem letzten liquiden Marktpunkt (sog. Last Liquid Point, für Euro bisher: 20 Jahre Laufzeit) auf eine langfristige Zielrate (Ultimate Forward Rate) extrapoliert wird. Der Review ändert den Ausgangspunkt dieser Extrapolation, sodass für längere Laufzeiten mehr Marktdaten einbezogen werden. Dies beeinflusst die Bewertung langfristiger Versicherungsverbindlichkeiten und damit die Solvenzquoten unmittelbar. Die Bafin hat mit der Aufsichtsmitteilung 04/2026 (VA) vom 13. Juli 2026 erste Hinweise zur Auslegung und Verwaltungspraxis der durch den Solvency-II-Review betroffenen Regelungen veröffentlicht. Die formale Anwendung der Änderungen ist ab dem 30. Januar 2027 vorgesehen, sobald die nationalen Umsetzungsgesetze in Kraft getreten sind.

62 Vgl. Richtlinie (EU) 2025/2 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2024 zur Änderung der Richtlinie 2009/138/EG, ABl. L, 20. Dezember 2024.

Höchstrechnungszins und Produktkalkulation

193. Der Höchstrechnungszins in der Lebensversicherung, der die maximal zulässige garantierte Verzinsung in der Kalkulation von Lebensversicherungsprodukten bestimmt, wurde auf Empfehlung der Deutschen Aktuarvereinigung (DAV) zum 1. Januar 2025 von 0,25 % auf 1,0 % angehoben. Diese Anhebung, die erste seit dem Jahr 1994, reflektierte das im Vergleich zur Niedrigzinsphase deutlich gestiegene Marktzinsniveau und ermöglichte den Lebensversicherern die Rückkehr zu attraktiveren garantierten Leistungszusagen in der klassischen Lebens- und Rentenversicherung.[63]

194. Die Auswirkungen der Anhebung des Höchstrechnungszinses auf das Neugeschäft der Lebensversicherer waren im Geschäftsjahr 2025 bereits sichtbar. So stiegen die gebuchten Bruttobeiträge der Lebensversicherer nach vorläufigen GDV-Daten um rd. 5,1 % auf 99,4 Mrd. €. Insbesondere klassische Rentenversicherungsprodukte mit Garantiezins profitierten dabei von der erhöhten Attraktivität. Zugleich stieg der Wettbewerbsdruck unter den Lebensversicherern bei der Gestaltung garantierter Produkte, da die höhere Garantieleistung für die Kunden eine bessere Vergleichbarkeit der Angebote ermöglichte.

d) Branchenspezifische Rahmenbedingungen

Der deutsche Versicherungsmarkt

195. Der deutsche Versicherungsmarkt, der sich in die Sparten Lebens-, Kranken- sowie Schaden- und Unfallversicherung unterteilt, zeichnet sich auf der Anbieterseite durch eine große Vielfalt aus. Das Spektrum reicht von globalen Konzernen bis hin zu regionalen Versicherern in unterschiedlichen Rechts- und Organisationsformen. Während die Anzahl der Erstversicherungsunternehmen in Deutschland eine leicht rückläufige Tendenz aufweist, zeigt sich bei der Beitragsentwicklung in der Kranken- sowie der Schaden-/Unfallversicherung ein kontinuierlicher Aufwärtstrend. In der Lebenssparte schrumpften die Einnahmen dagegen zwischen 2021 und 2023, verzeichnen aber seit 2024 wieder eine positive Entwicklung.

196. Über alle Sparten hinweg wiesen die Beitragseinnahmen 2024 ein Plus von 5,2 % auf, dem 2025 eine weitere Zunahme um 6,6 % auf 253,6 Mrd. € folgte.[64] Getragen wurde das Beitragswachstum 2025 von inflationsbedingten Prämienanpassungen, einem starken Einmalbeitragsgeschäft in der Lebensversicherung sowie einem gestiegenen Beitragsaufkommen in der privaten Krankenversicherung. Der Gesamtverband der

---

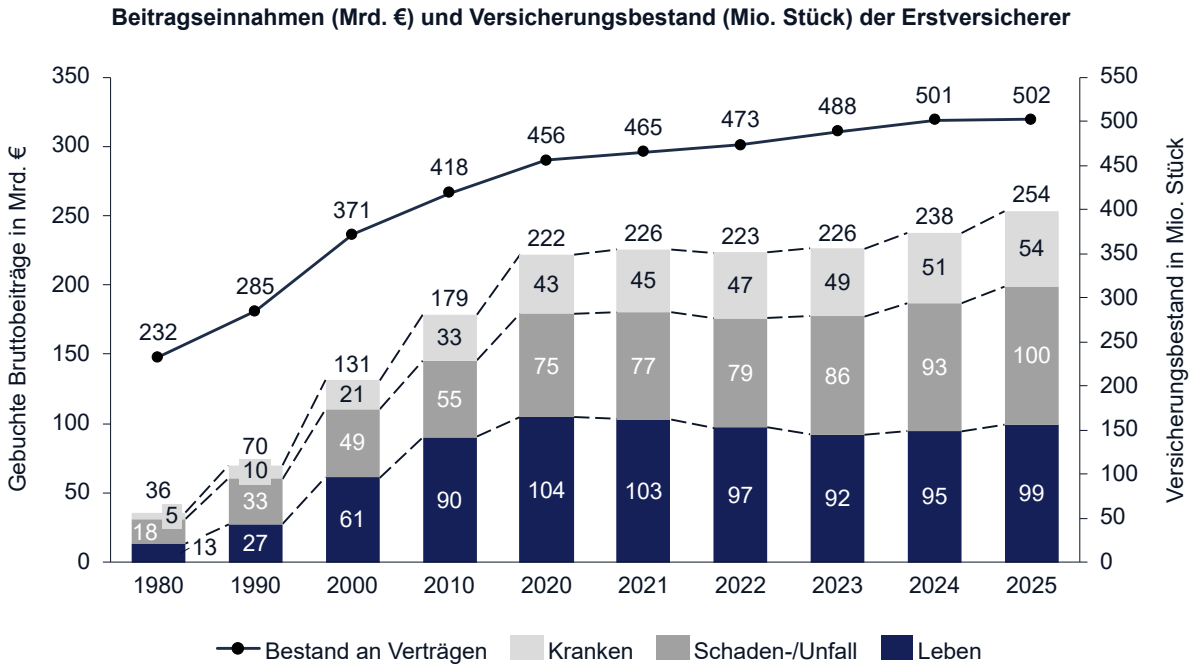
63 Vgl. Deckungsrückstellungsverordnung (DeckRV), § 2 Abs. 1; DAV, Stellungnahme zum Höchstrechnungszins, 2024.

64 Vgl. GDV, Jahresmedienkonferenz 2026: Zahlen & Daten, Branche im Überblick, 4. Februar 2026.

Versicherer attestiert sowohl den Lebens- als auch den Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen im aktuellen Marktumfeld komfortable Solvenzquoten, die aus seiner Sicht deutliche Sicherheitspuffer oberhalb der regulatorischen Anforderungen markieren.

197. Für 2026 erwartet der Verband bei den Beitragseinnahmen einen Anstieg um 5,2 % in der Schaden- und Unfallversicherung, um 10,5 % in der privaten Krankenversicherung und um 1,1 % in der Lebensversicherung. In der Lebenssparte wird bei den laufenden Beiträgen nach einer stagnierenden Entwicklung in 2025 mit einem leichten Rückgang von 0,8 % gerechnet, während bei den Einmalbeitragspolicen von einem neuerlichen Anstieg (+4,8 %) ausgegangen wird.[65]

198. Die nachfolgende Abbildung stellt die gebuchten Beitragseinnahmen in Mrd. € der Erstversicherer im Zeitverlauf dar:



Quelle: GDV, Statistiken zur deutschen Versicherungswirtschaft 2025 und Jahresmedienkonferenz 2026: Zahlen und Daten; IVA-Darstellung

Abbildung 3: Gebuchte Bruttobeiträge (in Mrd. €) und Versicherungsbestand (in Mio. Stück) in der Erstversicherung

65 Vgl. GDV, Versicherungswirtschaft wächst 2025 deutlich – Gedämpfter Ausblick auf 2026, 4. Februar 2026.

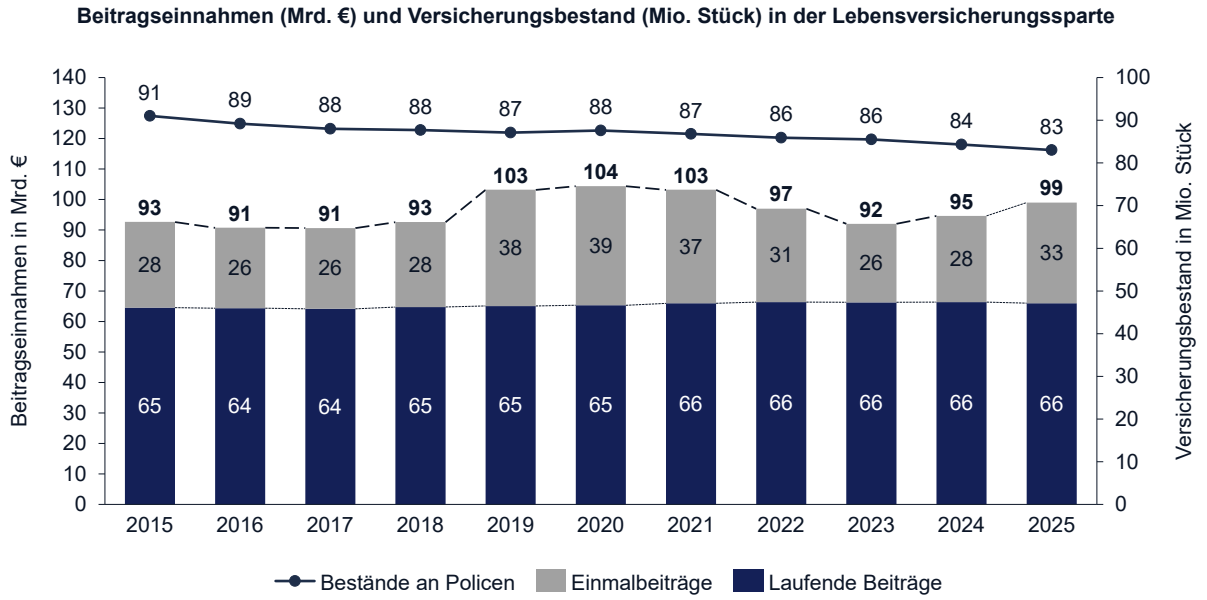
199. Im Jahr 2025 übertraf das Beitragsaufkommen im Schaden- und Unfallbereich mit 99,7 Mrd. € erstmals das Prämienvolumen in der Lebensversicherung, das sich auf 99,4 Mrd. € belief. Wesentlichen Anteil daran hatte die Kfz-Sparte mit einem Beitragsplus von 13,4 %, das aus inflationsbedingten Nachholeffekten infolge gestiegener Reparaturkosten resultierte. In der Lebensversicherung sorgte erneut das Einmalbeitragsgeschäft für Wachstumsimpulse, das der Sparte bereits in der Niedrigzinsphase einen starken Schub verliehen hatte, bevor es mit dem Anstieg der Kapitalmarktzinsen und der Reduzierung des Garantiezinses auf 0,25 % im Jahr 2022 zu einem deutlichen Rückgang kam. 2025 verzeichnete die Branche bei Einmalbeitragspolicen sogar einen beschleunigten Anstieg von 16,9 %, nachdem hier bereits 2024 ein Plus von 10,8 % verbucht werden konnte. Dies verhalf der Sparte trotz eines stagnierenden Geschäfts mit laufenden Beiträgen zu einem Wachstum von 5,1 %. Die private Krankenversicherung steigerte ihre Beitragseinnahmen 2025 vor dem Hintergrund höherer Kosten für die medizinische Versorgung um 7,3 % auf 54,4 Mrd. €.[66]

200. Maßgebliche Ergebnisstütze der Nürnberger Versicherungsgruppe ist der Geschäftsbereich Leben, auf den 2025 knapp zwei Drittel der gebuchten Bruttobeiträge entfielen. Die defizitäre Schaden- und Unfallversicherung steuerte etwas mehr als ein Viertel der Gesamtbeiträge bei, die restlichen knapp 10,0 % kamen aus der Krankenversicherung. Der Schwerpunkt der nachfolgenden Beschreibung des Marktumfelds liegt daher auf den Teilmärkten Lebensversicherung und Schaden- und Unfallversicherung

Lebensversicherungsmarkt

201. Während der Versicherungsbestand bei den Erstversicherern in der Summe stetig zugenommen hat, ist in der Lebensversicherungssparte nicht zuletzt demographisch bedingt ein anhaltender Rückgang zu beobachten. Hier kann das Neugeschäft bereits seit 20 Jahren den Abgang an Verträgen nicht mehr ausgleichen. Immerhin stagnieren die laufenden Beiträge bei rund 65,0 Mrd. €, was nicht zuletzt auf die in vielen Verträgen enthaltenen Dynamikklauseln zurückzuführen sein dürfte, durch die sich die Einzahlungen jährlich automatisch erhöhen. Nachdem es in den Jahren 2022 und 2023 durch inflationsbedingte Realeinkommensverluste zwischenzeitlich zu deutlichen Rückgängen bei den Beitragseinnahmen gekommen war, hat sich das Prämienaufkommen in den beiden Folgejahren erholt und 2025 mit 99,4 Mrd. € wieder nahezu das Niveau von 2021 erreicht.

66 Vgl. GDV, Versicherungswirtschaft wächst 2025 deutlich – Gedämpfter Ausblick auf 2026, 4. Februar 2026.



Quelle: GDV, Statistiken zur deutschen Versicherungswirtschaft 2025; IVA-Darstellung

Abbildung 4: Gebuchte Beitragseinnahmen (in Mrd. €) und Versicherungsbestand (in Mio. Stück) in der Lebensversicherungssparte

202. Dies lag hauptsächlich an den Einmalbeitragspolicen, in die nach Einschätzung des GDV vor allem Mittel aus bereits vorhandenen Vermögenswerten oder Ablaufleistungen aus Kapitallebensversicherungen fließen. Produkte mit Einmalbeiträgen erfreuten sich bereits in der Niedrigzinsphase als Kapitalanlage einer hohen Nachfrage, da die Versicherer bei der laufenden Verzinsung noch von ihren langlaufenden Anleihen im Portfolio zehren konnten und oftmals attraktivere Konditionen versprachen als beispielsweise Festzinsanlagen von Banken. Das galt besonders in der Phase, als das Zinsniveau an den Kapitalmärkten in vielen Ländern in den negativen Bereich gesunken war und Kreditinstitute den “Strafzins“, den sie für ihre bei der Zentralbank geparkten Gelder bezahlen mussten, an ihre Kunden weitergaben. Diese Sondersituation endete mit der abrupten Zinswende in 2022, woraufhin das Neugeschäft gegen Einmalbeitrag um 20,5 % einbrach. Im Folgejahr kam es zu einem weiteren Rückgang um 13,2 %. Von 2015 bis 2025 stiegen die laufenden Beiträge um durchschnittlich 0,1 % p.a. und die Einmalbeiträge um 1,1 % p.a. Für die gesamten Beitragseinnahmen ergibt sich eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 0,4 %.

203. Seither haben die Einmalbeitragspolicen aber offenbar wieder an Attraktivität gewonnen, da sich bei modern konstruierten Produktlösungen Sicherheit und Performancechancen kombinieren lassen. So kann beispielsweise ein Einmalbeitrag in eine festverzinsliche Komponente mit möglichst hoher Garantie bzw. Mindestrückzahlung sowie eine Kapitalmarktkomponente in Form einer Indexanbindung aufgeteilt werden, mit der ein

Mehrertrag über den festverzinslichen Anteil angestrebt wird.[67] Ferner ist zu berücksichtigen, dass immer häufiger Verträge mit flexiblen Beitragszahlungen abgeschlossen werden, zum Beispiel mit der Option, ein 13. Monatsgehalt zusätzlich zum laufenden Beitrag einzuzahlen. Solche Einzahlungen werden ebenfalls als Einmalbeitragsgeschäft verbucht.

204. Es gibt aber auch kritische Stimmen zu den Einmalbeitragspolicen, die den Versicherungsvermittlern unterstellen, die Sparer mit falschen Renditeversprechen zu locken.[68] Eine entsprechende Untersuchung der Bafin mit verdeckten Testern aus dem Jahr 2025 hat diesen Vorwurf zwar so nicht bestätigt, brachte aber zum Vorschein, dass sich die von den Versicherungsunternehmen und deren Vertriebspartnern in Aussicht gestellten Renditen nach Kosten auf unter 2,0 % beliefen. Die jährlichen Kosten, die in einer Bandbreite von 0,7 % bis 3,3 % lagen, wurden allerdings nur in zwei Drittel der Beratungsgespräche thematisiert.[69]

205. Grundsätzlich lässt sich das Angebot an Lebensversicherungen in vier Produktkategorien aufteilen, die sich im Spannungsfeld zwischen sicherheitsorientierter Verzinsung und kapitalmarktorientierten Renditechancen bewegen: *Klassik*, *Neue Klassik*, *Index-* sowie *Fondspolicen*. *Klassik* steht für die Ursprungsform der privaten Lebensversicherung. Sie umfasst Verträge mit einem jährlichem, bis zum Vertragsende unverändert bleibenden Garantiezins und einer – nicht garantierten – Überschussbeteiligung. Hier steht der Sicherheitsgedanke an vorderster Stelle. In der klassischen Rentenversicherung liegt die laufende Verzinsung für 2026 bei durchschnittlich 2,62 %, die in Aussicht gestellte Gesamtverzinsung (einschließlich Schlussüberschüssen) bei durchschnittlich 3,23 %.[70]

206. Eine modifizierte Form der Klassik mit geringeren Beitragsgarantien bilden Produkte der *Neuen Klassik*, die auch als Klassik „light“ bezeichnet wird. Bei diesem Produkt ist der Versicherer von einem Teil seiner Garantieverpflichtungen entbunden, wodurch sich ihm mehr Spielräume für eine renditeorientiertere Kapitalanlage bieten. Die laufende Verzinsung dieser Produktgruppe beträgt aktuell im Schnitt 2,65 %, die Gesamtverzinsung 3,32 %.[71]

207. *Indexpolicen* vereinen durch die Kapitalanlage im Sicherungsvermögen des Lebensversicherers die garantierte Rückzahlung der eingezahlten Beiträge mit der Investition der Überschüsse in eine Option auf einen Aktienindex. Es kann jährlich zwischen einer

---

67 Vgl. Das Investment, Einmalbeiträge: So bleiben Versicherer nach der Zinswende wettbewerbsfähig, 17. Juli 2023.

68 Vgl. Capital, Bei Rentenversicherungen gegen Einmalbeiträge gibt es nur einen Gewinner, 30. Juli 2026.

69 Vgl. Bafin, Bafin prüft Versicherungsberatung, 17. Juni 2025.

70 Vgl. Assekurata, Assekurata-Marktstudie zu Überschussbeteiligungen und Garantien 2026, 4. März 2026.

71 Vgl. Assekurata, Assekurata-Marktstudie zu Überschussbeteiligungen und Garantien 2026, 4. März 2026.

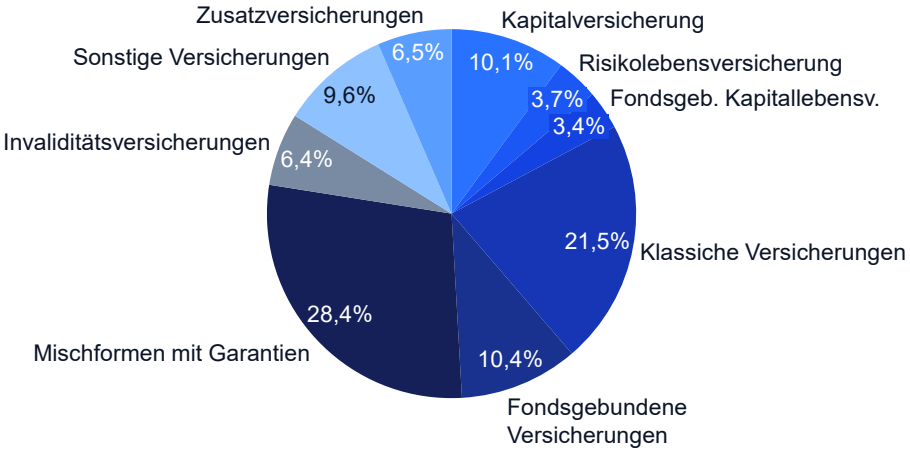
Indexpartizipation und einer festen Verzinsung (klassische Zinsgutschrift) gewählt werden. Gewinne werden durch einen Cap oder eine Partizipationsquote begrenzt, was dazu dient, den Kapitalerhalt der eingezahlten Beiträge zu gewährleisten. Der laufende Überschusszins steht derzeit bei 3,07 %.

208. Bei *Fondspolicen* erfolgt die Geldanlage in Investmentfonds, es gibt keine feste Verzinsung. Fondsgebundene Lebensversicherungen lassen sich mit und ohne Beitragsgarantie abschließen, folglich sind bei dieser Produktvariante im ungünstigen Fall auch Verluste möglich. Die laufende Überschussdeklaration von aktuell 2,49 % ist hier insofern weniger aussagekräftig, als die Erträge vor allem von der Fondsauswahl des Kunden abhängen und nicht aus dem klassischen Sicherungsvermögen des Versicherers resultieren. Entscheidend für den Anlageerfolg ist somit die Fondsallokation.

209. Im Verlauf der Niedrigzinsphase haben sich Lebensversicherer im Bereich der privaten Altersvorsorge aus konventionellen, kapitalgedeckten Garantieprodukten weitgehend zurückgezogen. Um die erforderliche Eigenmittelunterlegung zu reduzieren und die Flexibilität bei der Kapitalanlage zu erhöhen, haben sie ihr Angebot stattdessen auf fondsgebundene und alternative, kapitalschonendere Garantieprodukte verlagert. Den Bedeutungsverlust von kapitalbildenden Policen in der Lebensversicherung verdeutlicht ein Blick auf ihren Anteil an den Hauptversicherungen: Lag dieser im Jahr 2000 noch bei 72,0 %, war er im Jahr 2024 auf nur noch 22,8 % geschrumpft. Inzwischen dominieren Verträge mit rentenförmiger Auszahlung, deren Anteil sich im gleichen Zeitraum von 12,0 % auf 60,4 % erhöhte. Auch innerhalb der Einmalbeiträge überwiegen sofort beginnende oder aufgeschobene Rentenversicherungen.[72]

72 Vgl. GDV, Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen 2025.

Beiträge nach Versicherungsarten (in %) in der Lebensversicherung

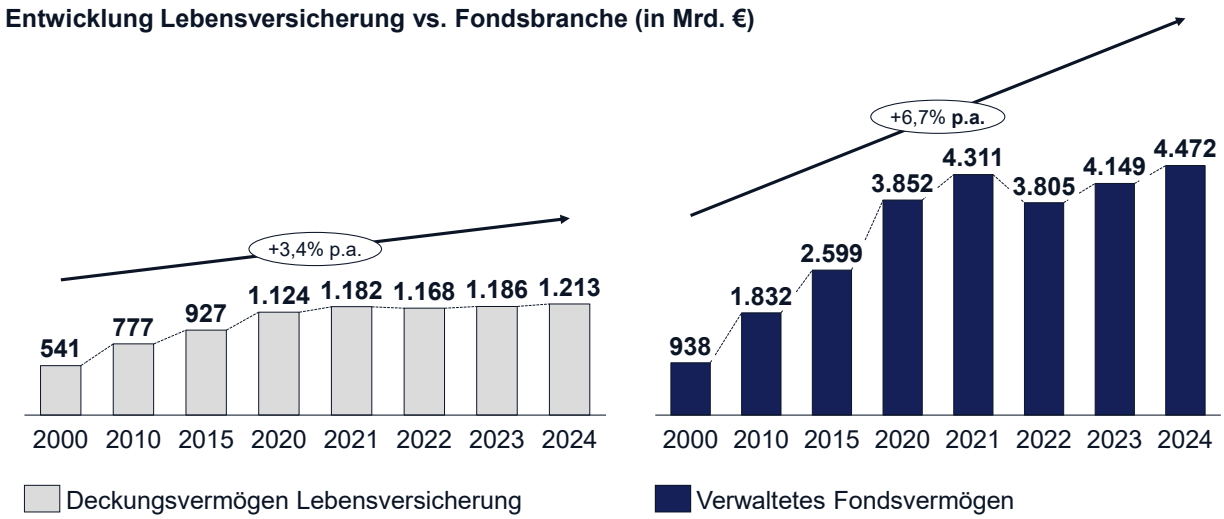


Quelle: GDV, Statistisches Jahrbuch der Versicherungswirtschaft; IVA-Darstellung

Abbildung 5: Beiträge nach Versicherungsarten im Jahr 2024 in %

210. Laut einer Marktstudie der Ratingagentur Assekurata bieten mittlerweile nur noch elf der untersuchten Versicherer im Neugeschäft weiterhin klassische private Rentenversicherungen an. Damit gerät die Branche jedoch in stärkere Konkurrenz zu anderen Finanzdienstleistern, insbesondere bei Fondsprodukten. Tatsächlich verzeichneten letztere schon seit langem ein wesentlich stärkeres Wachstum als die Angebote der Lebensversicherer. Das von der deutschen Fondsbranche verwaltete Vermögen hat sich binnen eines Vierteljahrhunderts mit einer CAGR von 6,7 % nahezu vervierfacht, während sich das Deckungskapital der Lebensversicherer, also das für die bestehenden Verträge angesparte Kapital, mit einer rund

halb so hohen durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von lediglich 3,4 % etwas mehr als verdoppelt hat.



Quelle: GDV, Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen 2025 und BVI, Verwaltetes Fondsvermögen der deutschen Investmentbranche; IVA-Darstellung

Abbildung 6: Entwicklung des Deckungsvermögens in der Lebensversicherung und des verwalteten Fondsvermögens seit 2000

211. Dies dürfte aber nicht die einzige Sorge der Lebensversicherer sein. In einer zu Beginn des Jahres 2026 vom AXA Vorsorge Report beauftragten repräsentativen Umfrage zeigte sich, dass etwa vier von zehn erwachsenen Bundesbürgern aufgrund höherer Lebenshaltungskosten weniger für den eigenen Ruhestand vorsorgen. Im Jahr 2023 äußerte nur rund jeder dritte Befragte, dass die Inflation negative Auswirkungen auf ihre Altersvorsorge hat.[73] Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt der World Life Insurance Report 2026 vom Capgemini Research Institute. Demnach schließen in Deutschland jüngere Verbraucher unter 40 Jahren offenbar nur noch selten eine traditionelle Lebensversicherung ab, obwohl 68,0 % von ihnen eine Lebensversicherung als entscheidend für eine sichere finanzielle Zukunft erachten. Die aktuellen Angebote passen aus Sicht der Befragten nicht zu ihren finanziellen Prioritäten, zudem fehle ihnen der kurzfristige Mehrwert.[74]

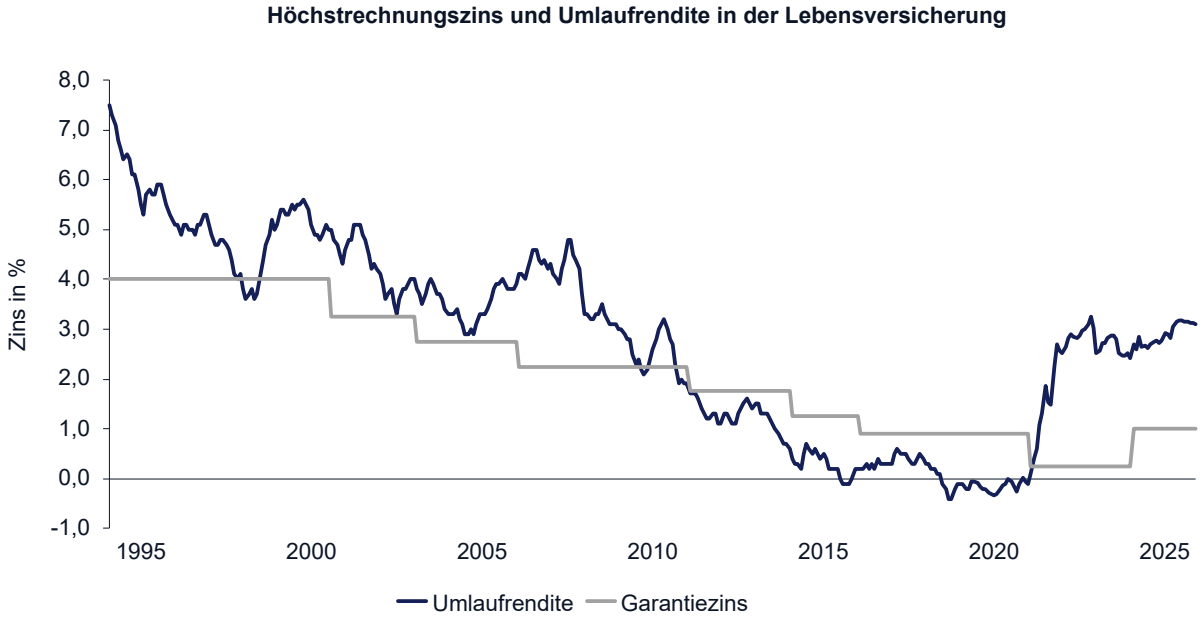
212. Der fehlende Mehrwert könnte auch eine Nachwirkung der langanhaltenden Niedrigzinsphase sein, die für die Lebensversicherer ein fundamentales Dilemma markierte: Die

73 Vgl. AXA, Pressemitteilung vom 22. April 2026.

74 Vgl. Capgemini, Studie zeigt: Millennials und Gen Z verzichten zunehmend auf Lebensversicherungen, Pressemitteilung vom 24. September 2025.

Lebensversicherung dient neben der reinen Risikoabsicherung (Hinterbliebenenschutz) hauptsächlich dem Sparen bzw. der Altersvorsorge. Beides ist in Deutschland seit jeher stark von Sicherheitsgedanken geprägt. Vor diesem Hintergrund bildete lange Zeit der Garantiezins zusammen mit der Aussicht auf Überschussbeteiligungen ein wesentliches Verkaufsargument der Versicherer. Der Garantiezins ist die Mindestverzinsung auf die Sparanteile einer Lebens- und Rentenversicherung über deren gesamte Vertragslaufzeit. Er ist nach oben hin begrenzt durch den Höchstrechnungszinssatz für die Berechnung der Deckungsrückstellungen.

213. In der Vergangenheit entsprach der Garantiezins bei nahezu allen Unternehmen dem Höchstrechnungszins, so dass dieser als guter Indikator für die Entwicklung des Garantiezinses gilt. Die nachfolgende Abbildung zeigt sowohl den deutlichen Rückgang des Höchstrechnungszinses seit der Jahrtausendwende als auch die Entwicklung der längerfristigen Kapitalmarktrendite. Der Garantiezins ist im Zuge des Renditerückgangs bis auf ein Niveau von 0,25 % abgesenkt worden, bevor er zum 1. Januar 2025 auf 1,0 % angehoben wurde, was die erste Erhöhung seit rund 30 Jahren markierte.

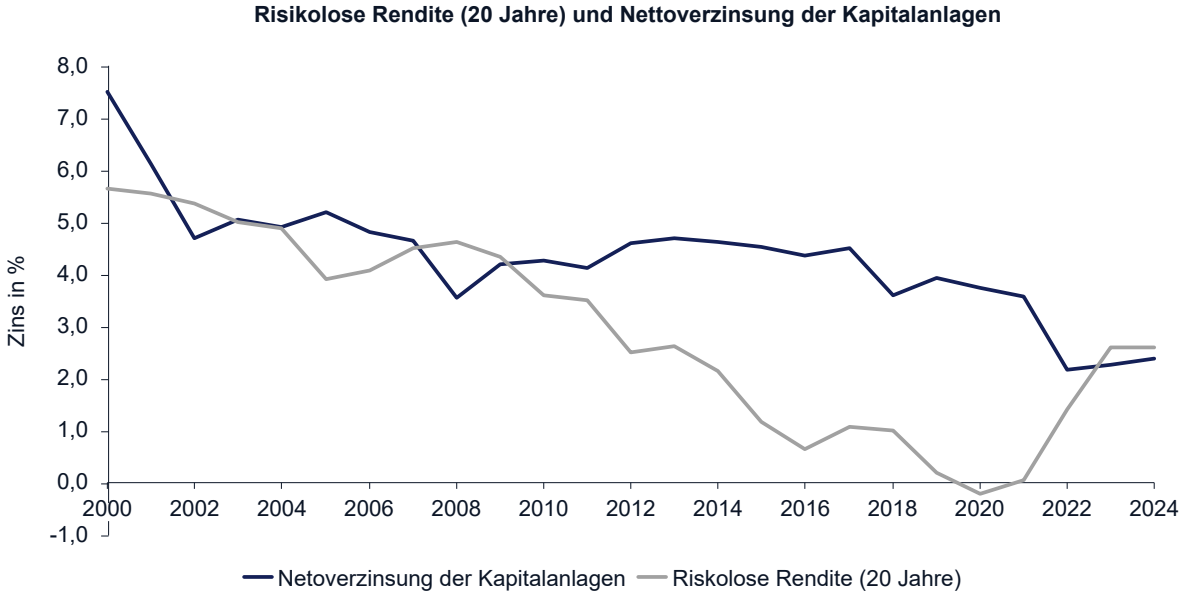


Quelle: DAV, Höchstrechnungszins in der Lebensversicherung; Deutsche Bundesbank, Umlaufrendite börsennotierter Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit von 9-10 Jahren; IVA-Darstellung

Abbildung 7: Entwicklung des Höchstrechnungszinses in der Lebensversicherung und der Umlaufrendite zehnjähriger Bundeswertpapiere

214. Die Nettoverzinsung der Kapitalanlagen (einschl. a.o. Erträgen und Aufwendungen) von Lebensversicherern ist erst 2018 unter die bisherige Höchstmarke des Garantiezinses von 4,0 % gesunken. Bis 2021 schwankte sie in einer Bandbreite von knapp 3,6 % bis 3,9 %. Im

Jahr 2022 folgte ein starker Rückgang auf lediglich noch knapp 2,2 % und damit auf das Niveau der laufenden Durchschnittsverzinsung, bei deren Berechnung außerordentliche Erträge und Aufwendungen unberücksichtigt bleiben. Im Jahr 2024 bewegten sich beide Größen bei rund 2,4 %.[75]



Quelle: GDV, Statistisches Jahrbuch der Versicherungswirtschaft 2020; Bundesbank, Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode) / Börsennotierte Bundeswertpapiere / 20 Jahre RLZ; IVA-Darstellung

Abbildung 8: Nettoverzinsung der Kapitalanlagen und Zinsstrukturkurve (20 Jahre) in % seit 2000

215. Zur Sicherstellung der Garantien sind Deckungsrückstellungen zu bilden, die aus den Sparanteilen der Versicherungsprämien und den Erträgen aus Kapitalanlagen finanziert werden und wertmäßig den Verpflichtungen aus den Lebensversicherungsverträgen entsprechen. Zur Abzinsung der in der Zukunft liegenden Verpflichtungen auf den Bilanzstichtag dient der Rechnungszins, dessen maximale Höhe (Höchstrechnungszins) vom Bundesfinanzministerium auf Empfehlung der DAV festgelegt wird.

216. Der Rechnungszins gibt gleichzeitig die Mindestverzinsung an, die erforderlich ist, um die garantierten Versicherungsleistungen erbringen zu können. Normalerweise müssten die Lebensversicherer jedes Jahr den durchschnittlichen Garantiezins ihres jeweiligen Bestands erwirtschaften. Zeichnet sich ab, dass die zu erwartenden Kapitalanlageerträge des Versicherers nicht mehr ausreichen, um die Garantiezinsverpflichtung zu finanzieren, muss der Versicherer zusätzliches Kapital aufbauen. Die Höhe des nach zu reservierenden

75 Vgl. GDV, Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen, 2024 und 2025.

Unterschiedsbetrags wird mittels eines vom Kapitalmarkt über einen Zehnjahreszeitraum abgeleiteten Referenzzinses berechnet. Seit 2011, als der Referenzzins erstmals den Spitzenwert beim Garantiezins von 4,0 % älterer Verträge unterschritt, erfolgt die Nachreservierung in Form einer Zinszusatzreserve (ZZR), die eine Ergänzung der Deckungsrückstellung darstellt. Durch die ZZR wird die erforderliche Rendite auf das Deckungskapital auf den bestehenden Referenzzinssatz abgesenkt.[76]

217. Aufgrund der Länge der Niedrigzinsphase wuchs die Sorge vor einer Überbelastung der Versicherungen durch zu hohe Rückstellungsdotierungen. Dies veranlasste den Gesetzgeber, 2018 durch Einführung der sogenannten Korridormethode die jährliche Änderung des maßgeblichen Referenzzinses zu begrenzen. Dies entlastete die Versicherungen durch eine zeitliche Streckung der erforderlichen Zuführungen zur ZZR. Umgekehrt hat die Korridormethode seit der Zinswende 2022 zur Folge, dass der Referenzzins für die Berechnung der ZZR nun bereits im sechsten Jahr in Folge bei 1,57 % verharrt.[77]

218. Ein zinsinduzierter Abbau der im Zuge der Niedrigzinsphase aufgebauten ZZR, die 2021 mit rund 96,0 Mrd. € ihren Höchststand erreichte, war daher bislang noch nicht möglich. Dank des konstanten Referenzzinses verbuchen allerdings eine Reihe von Lebensversicherern durch den Ablauf bzw. die Verkürzung der Restlaufzeit bestehender Verträge bereits bestandsinduzierte Rückflüsse. Zudem musste zuletzt kein Unternehmen mehr nachreservieren, da die ZZR als ausfinanziert gilt. 2025 kam es zu Nettorückflüssen aus der ZZR i.H.v. insgesamt rund 4,5 Mrd. €, wodurch das branchenweite Volumen inzwischen auf knapp unter 80,0 Mrd. € abgeschmolzen ist. Damit beträgt ihr Anteil an den Deckungsrückstellungen der Branche noch gut 8,0 %.[78]

219. Hatten die Versicherer während der Niedrigzinsphase noch die Realisierung stiller Reserven zur Finanzierung der Nachreservierungen aus der ZZR genutzt, mutierte mit der Zinswende ein erheblicher Teil der stillen Reserven zu stillen Lasten. Die inzwischen freigesetzten Mittel aus der ZZR, die bilanzrechtlich und wirtschaftlich überwiegend den Versicherten zustehen, können kurzfristig zur Erhöhung der Überschussbeteiligung verwendet werden. Sie können aber ebenso zu Umschichtungen von Kapitalanlagen – also Verkauf und Neuanlage – und einer damit verbundenen Aufdeckung stiller Lasten genutzt wurden. Auf diese Weise können unter Buchwert notierende Kapitalanlagen in den Bilanzen abgebaut, die daraus resultierenden Verluste kompensiert und die Erlöse zu höheren Marktzinsen neu angelegt werden. Dies erhöht für den Versicherer die Aussicht auf höhere Kapitalerträge in der Zukunft,

---

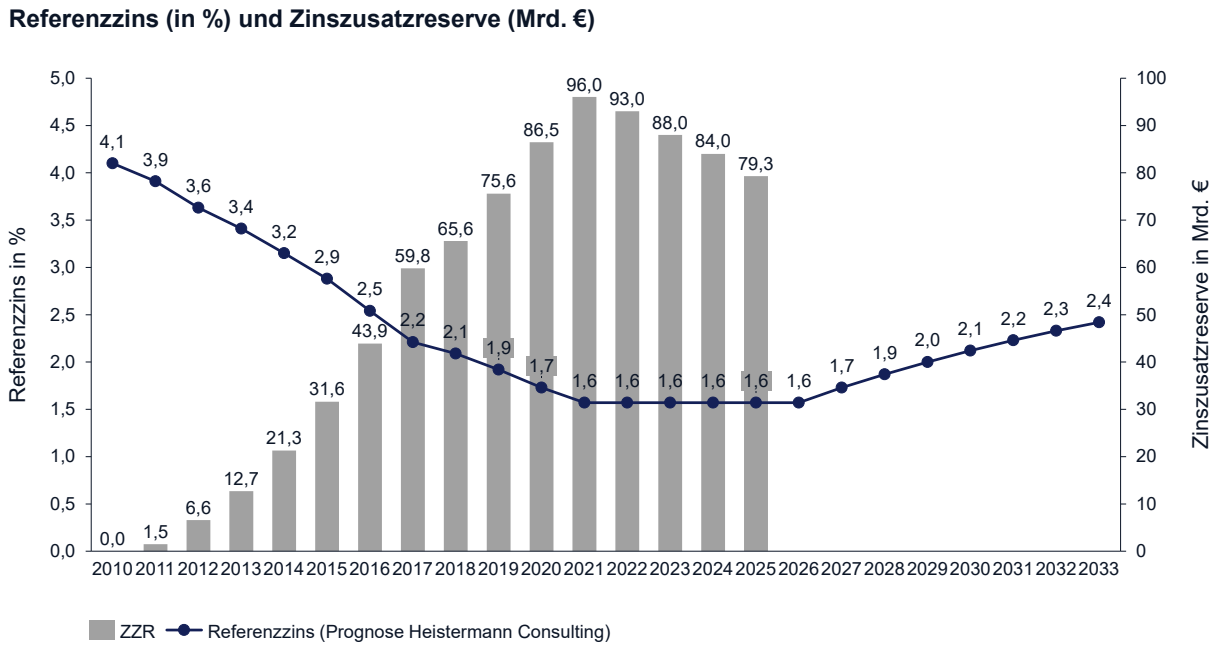
76 Vgl. Allianz Global Investors, Und täglich grüßt der Zins – ZZR: A Never Ending Story?, 6. August 2025.

77 Vgl. Heistermann Consulting, Aktueller Bezugszins und Referenzzins für die Zinszusatzreserve, Juli 2026.

78 Vgl. Assekurata, Marktstudie zu Überschussbeteiligungen und Garantien 2026, S. 26.

um damit die die Rückstellung für Beitragsrückerstattung bzw. letztlich die Überschussbeteiligung der Versicherten anzuheben.

220. Die nachfolgende Abbildung stellt die Entwicklung von Referenzzins und Zinszusatzreserve von 2010 bis 2025 sowie eine Prognose bis 2033 dar.



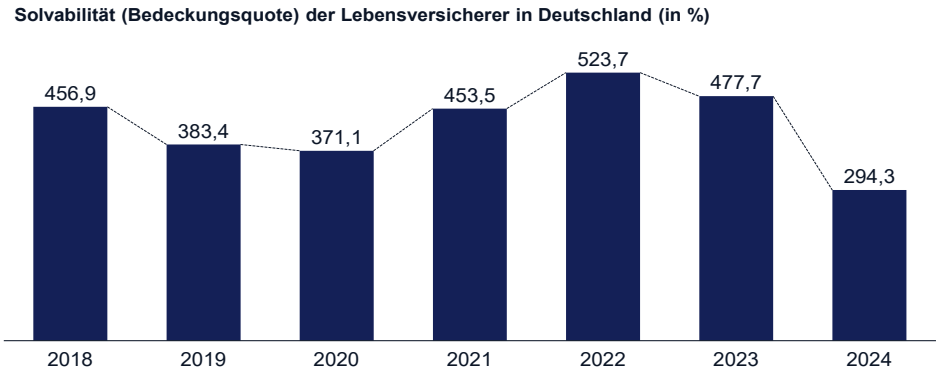
Quelle: Heistermann Consulting, Aktueller Bezugszins und Referenzzins für die Zinszusatzreserve, August 2026; Assekurata, Marktstudie zu Überschussbeteiligungen und Garanztien 2026; IVA-Darstellung

Abbildung 9: Entwicklung von Referenzzins und Zinszusatzreserve von 2010 bis 2025 und Prognose des Referenzzinses bis 2033

221. Laut Deutscher Bundesbank wiesen zur Jahresmitte 2025 rund 87,0 % der Lebensversicherer stille Lasten auf, die sich auf durchschnittlich 9,0 % ihrer handelsrechtlichen Bilanzsummen beliefen – eine Größenordnung, die von der Bundesbank als materiell eingestuft wird. Bei einer Bilanzsumme von 1.271,6 Mrd. € per Ende 2024 entspricht dies einem Volumen von rund 115,0 Mrd. €.[79]Dem steht eine bessere Kapitalausstattung der Branche gegenüber, da die Barwerte künftiger Zahlungsverpflichtungen an die Versicherten bei steigenden Zinsen durch einen höheren Diskontierungsfaktor stärker sinken als die Vermögen. Dies wiederum erklärt

79 Vgl. Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2025, S. 90 und Bafin, Statistik der Erstversicherungsunternehmen (Lebensversicherung) 2025, Tabelle 100.

den deutlichen Anstieg der Solvenzquote (SCR-Bedeckungsquote) der Lebensversicherer, die sich 2025 im Durchschnitt von knapp 295,0 % im Vorjahr auf 374,0 % verbesserte.



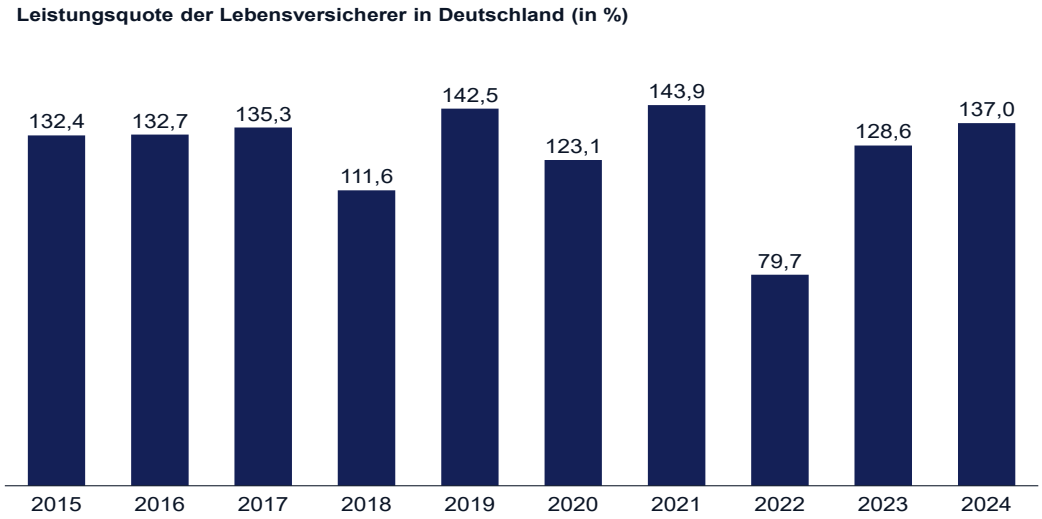
Quelle: Bafin, Statistik der Erstversicherungsunternehmen – Lebensversicherung; IVA-Darstellung

Abbildung 10: Solvabilitätsquote der Lebensversicherer in %

222. Die Garantieversprechen in Lebensversicherungspolicen bedingen aufgrund aufsichtsrechtlicher Vorgaben sehr konservative Anlagestrategien mit einem hohen Anteil festverzinslicher Wertpapiere, da die Erfüllbarkeit der Leistungsversprechen jederzeit mathematisch und bilanziell zu gewährleisten ist, das heißt insbesondere, dass die mit dem Rechnungszins kalkulierten Deckungsrückstellungen jederzeit mit dem Buchwert der Kapitalanlagen bedeckt sein müssen. Aktien spielen daher aufgrund ihrer Volatilität trotz ihrer historisch höheren Performance gegenüber festverzinslichen Wertpapieren bis heute eine untergeordnete Rolle in den Anlageportfolios der Lebensversicherer. Dies bedingt auf lange Sicht strukturelle Renditenachteile, denn Garantien kosten Rendite. Das Paradoxe an der garantieorientierten Anlagestrategie ist, dass Lebensversicherer aufgrund ihres langen Anlagehorizonts eigentlich über einen strukturellen Vorteil verfügen, der es ihnen im Vergleich zu anderen Investoren eher ermöglichen sollte, Risiko- und Illiquiditätsprämien zu vereinnahmen, sie diesen Vorteil aber nicht ausspielen können. Stattdessen hat sie die Marktentwicklung im Rahmen ihrer Anlagerichtlinien dazu gezwungen, zinslose Risiken einzugehen.

223. Das Verhältnis von erbrachten Leistungen zu den gebuchten Bruttobeiträgen schwankte in den vergangenen 15 Jahren um einen Mittelwert von gut 125,0 %, wobei die Leistungen auch den Zuwachs der Leistungsverpflichtungen (Deckungsrückstellungen) enthalten. 2024 erhöhte sich die Leistungsquote von 128,6 % im Vorjahr auf 137,0 %. Die mit Ausnahme des Pandemiejahres 2022 konstant oberhalb von 100,0 % liegende Quote ist nicht zwangsläufig ein Indiz für die Ertragskraft der Branche, sondern dürfte eher in der Altersstruktur des Versicherungsbestands mit einer verstärkten Auszahlung von Altverträgen bei gleichzeitig

verhaltenem Neugeschäftswachstum begründet sein. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung seit 2015.



Quelle: Bafin, Statistik der Erstversicherungsunternehmen – Lebensversicherung; IVA-Darstellung

Abbildung 11: Leistungsquote der Lebensversicherer in %

224. Mit dem nochmaligen Anstieg der längerfristigen Anleiherenditen seit Anfang 2025 um rund 100 Basispunkte auf aktuell rund 3,2 % (gemessen an der Umlaufsrendite börsennotierter Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit von 9-10 Jahren)[80] sollte sich der Spielraum der Versicherer weiter ausgeweitet haben, um vor allem im Neugeschäft ihre Kapitalanlage stärker auf Assets mit höherem Renditepotenzial und leicht erhöhtem Risiko auszurichten. Dies könnte auch eine zusätzliche Erklärung für die zuletzt robuste Entwicklung im Einmalbeitragsgeschäft sein.

225. In Phasen steigender Zinsen nimmt allerdings auch das Risiko zu, dass Policen vermehrt zurückgekauft werden, wie das Beispiel des italienischen Lebensversicherers Eurovita zeigt, der um die Jahreswende 2022/23 durch hohe Mittelabflüsse in Schieflage geraten war. Insofern sorgen sich Finanzaufsicht und Bundesbank neben der Solvenz der Versicherer gleichermaßen um deren Liquiditätsrisiken im Falle einer Kündigungswelle. Die Bundesbank verweist in diesem Zusammenhang auch auf den gestiegenen Anteil illiquider Kapitalanlagen in den Bilanzen der Lebensversicherer, der sich seit 2018 infolge der Niedrigzinsphase und der Suche nach Rendite von 14,0 % auf zuletzt 25,0 % erhöht habe. Auch der verstärkte Einsatz von Derivaten könne über zusätzliche Sicherheitsleistungen (Marginzahlungen) zu

80 Vgl. Deutsche Bundesbank, Makroökonomische Zeitreihen, abrufbar unter: https://statistiken.bundesbank.de/statistiken-de/zeitreihen/BBSIS/M.I.UMU.RD.EUR.S1311.B.A604.R0910.R.A.A._Z._Z.A

einer höheren Belastung der Liquiditätssituation führen.[81] Die Bafin weist ebenfalls auf die gewachsene Bedeutung von Immobilien, Private Equity und Debt für die Versicherer sowie die Komplexität und Illiquidität solcher Alternative Investments hin.[82]).

226. Mit dem im Januar 2027 in Kraft tretenden Altersvorsorgedepot entfällt in Deutschland erstmals die gesetzliche Pflicht einer hundertprozentigen Beitragsgarantie bei staatlich geförderten Verträgen.[83] Dadurch werden künftig bei der staatlich geförderten Vorsorge auch direkte Anlagen in ETFs und sonstige Fonds ohne Versicherungsmantel möglich. Zudem können bestehende Riester-Verträge förderunschädlich in ein neues Altersvorsorgedepot übertragen werden. Dabei bleiben sowohl das angesparte Kapital als auch alle bereits erhaltenen staatlichen Zulagen und Steuervorteile erhalten.[84]

227. Damit müssen sich die Lebensversicherer in ihrem ureigensten Geschäft auf neuen Wettbewerb vor allem durch Neobroker, Robo-Advisors und Fintechs einstellen, von denen viele das staatlich geförderte Altersvorsorgedepot anbieten wollen.[85] Deutschlands größter Neobroker, Trade Republic, soll bereits 2024 mit rund 2,8 Mio. mehr neue Kunden gewonnen haben als die gesamte Versicherungsbranche, die einen Zuwachs von 2,4 Mio. Kunden verzeichnete.[86]

228. Der seit Jahren zu beobachtende Konzentrationsprozess in der Branche könnte durch diese Entwicklung weiter Fahrt aufnehmen. Namhafte Beispiele der jüngeren Vergangenheit sind die Übernahme der AachenMünchener, die vor ihrer Akquisition durch die Generali im Jahr 2020 der drittgrößte Lebensversicherer in Deutschland war, sowie die Fusion von Gothaer und Barmenia zu Deutschlands zehntgrößtem Versicherungskonzern im Jahr 2024.

---

81 Vgl. Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2025, S. 92.

82 Vgl. Bafin, Die kapitalbildende Lebensversicherung ist ein wichtiger Pfeiler der Altersvorsorge von Millionen von Menschen, Rede von Julia Wiens, 17. März 2026.

83 Vgl. Altersvorsorgereformgesetz vom 26. Mai 2026, BGBl. 2026 I Nr. 156; Regierungsentwurf BT-Drs. 21/4088.

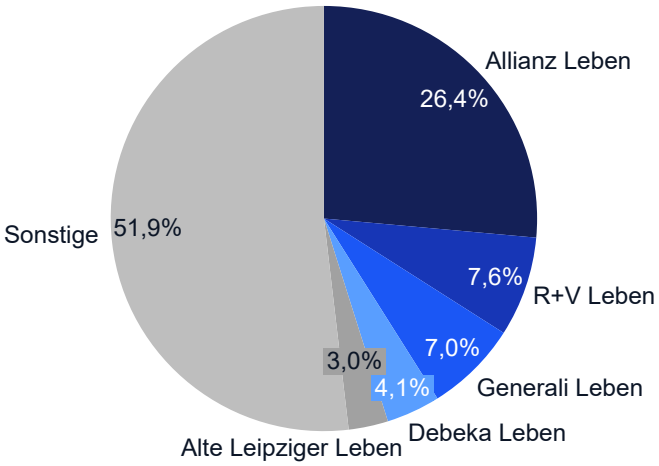
84 Vgl. DWS, Informationen für Riester-Sparer, 23. Juli 2026.

85 Vgl. Platow Brief, Altersvorsorgedepot: Wer liefert – und wer noch schweigt, 9. Juni 2026.

86 Vgl. hba consulting, Lebensversicherung unter Druck: „Wenn die Neo-Broker in die Altersvorsorge kommen, fressen sie uns auf.“, 29. September 2025.

229. Unangefochtener Marktführer in der deutschen Lebensversicherungsbranche bleibt die Allianz, auf die 2024 mit 26,4 % gut ein Viertel der verdienten Bruttobeiträge entfielen. 2019 fiel der Anteil mit 29,2 % allerdings noch ein gutes Stück höher aus. Mit weitem Abstand und einem Marktanteil von 7,6 % bzw. 7,0 % folgten R+V Lebensversicherung und Generali Leben. Insgesamt vereinten die Top 5 der Branche 2024 einen Marktanteil von 48,1 % auf sich. Nürnberger Leben rangierte unter den knapp 80 Lebensversicherern mit einem Anteil von 2,5 % auf Platz 7. Neben Übernahmen hat es in Deutschland zudem zahlreiche Bestandskonsolidierungen gegeben. In diesem Marktsegment dominieren große externe Run-off-Anbieter wie Viridium, Frankfurter Leben und Athora, es gibt aber auch einige Gesellschaften, die sich in einem internen Run-off befinden.

Marktanteile in der Lebensversicherung 2024 (in %)



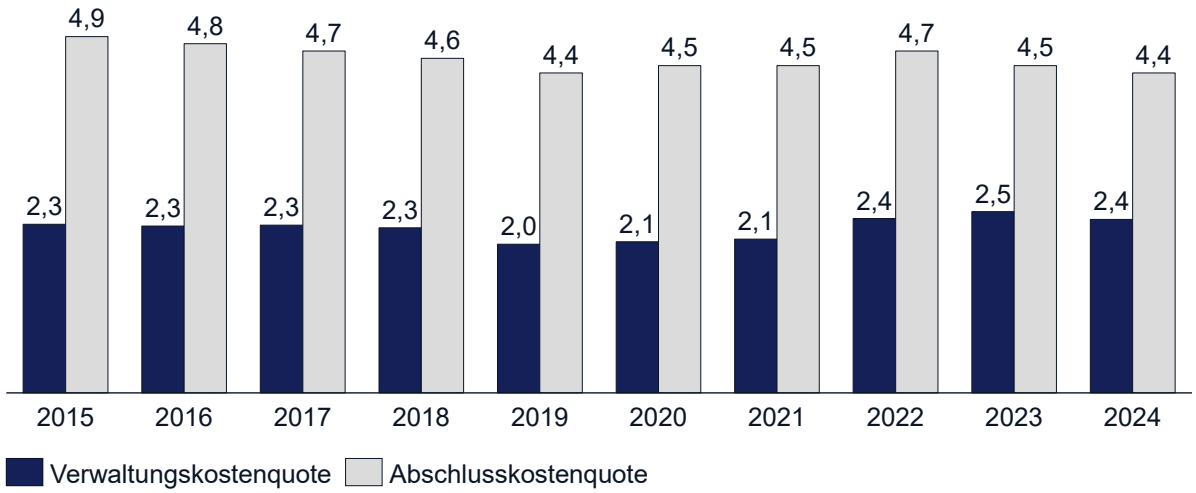
Quelle: Bafin, Statistik der Bafin - Erstversicherungsunternehmen 2024 (Lebensversicherung); IVA-Darstellung

Abbildung 12: Marktanteile der Lebensversicherer nach verdienten Brutto-Beiträgen (in %) in 2024

230. Für die Bewältigung der vielfältigen Herausforderungen ist neben der Kapitalkraft der Unternehmen auch deren Ertragslage von hoher Bedeutung. Die Branche ist daher kontinuierlich bemüht, ihre Kosten zu senken. Ein Blick auf die Aufwandsquoten verdeutlicht die hierbei erzielten Erfolge: Während die Verwaltungsaufwendungen in Relation zu den gebuchten Bruttobeiträgen im Jahr 2000 noch bei 3,5 % lagen, ist diese Quote zwischenzeitlich auf 2,1 % (2019-2021) gesunken. Seither bewegt sie sich wieder auf einem

Niveau von 2,4 % bis 2,5 %. Die Abschlusskosten pendeln bezogen auf die Beitragssumme des Neugeschäfts um ein Niveau von 4,4-4,5 %.[87]

Verwaltungs- und Abschlusskostenquote der Lebensversicherer in Deutschland (in %)



Quelle: GDV, Altersvorsorge in Zahlen - Kostenquote: Laufende Verwaltungsaufwendungen in Prozent der BBE; IVA-Darstellung

Abbildung 13: Verwaltungskostenquote der Lebensversicherer in %

231. Eine Deckelung der vor allem von Verbraucherschützern als zu hoch erachteten Abschlusskosten der Lebensversicherer wird es vorerst nicht geben. Politisch besteht dafür keine Mehrheit, und auch die Finanzaufsicht, die in der Vergangenheit selbst die zu hohen Kosten bei Fondspolicen moniert hatte, ist von einer möglichen Provisionsbegrenzung abgerückt. Stattdessen hat die Bafin ein Merkblatt zu wohlverhaltensaufsichtlichen Aspekten bei kapitalbildenden Lebensversicherungsprodukten veröffentlicht, das auf die unternehmenseigene Feststellung eines angemessenen Kundennutzens der Produkte und eine Vermeidung von Interessenskonflikten beim Vertrieb abstellt.[88]

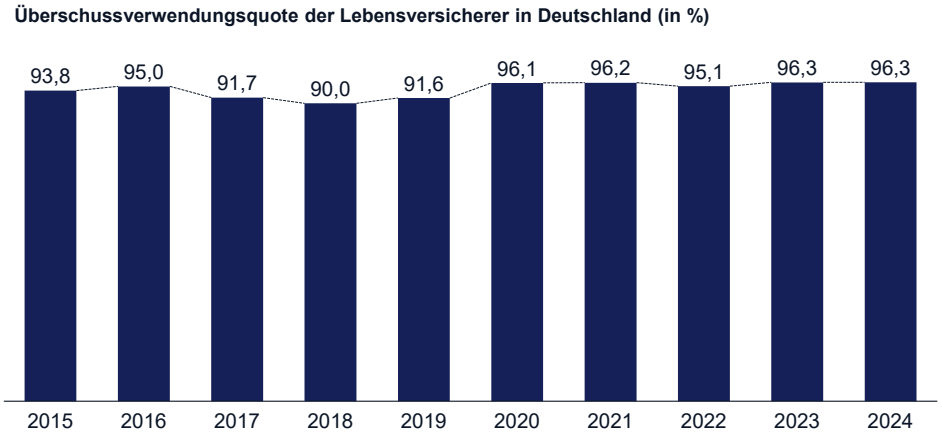
232. Versicherungsnehmer sind an den Überschüssen von Lebensversicherungsgesellschaften zu beteiligen. Ein Teil der laufenden Überschüsse wird in Form von Direktgutschriften an sie weitergegeben. Sofern die in einem Geschäftsjahr erzielten und für die Versicherungsnehmer bestimmten Überschüsse nicht für die Direktgutschrift benötigt werden, werden sie der Rückstellung für Beitragsrückerstattung (kurz: „RfB“) zugewiesen. Dabei bilden die RfB den Anspruch von Versicherungsnehmern auf zukünftige Überschussbeteiligungen ab. Gemäß der Verordnung über die Mindestbeitragsrückerstattung in der Lebensversicherung (sog.

87 Vgl. GDV, Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen 2025.

88 Vgl. Bafin, Merkblatt 01/2023 (VA) zu wohlverhaltensaufsichtlichen Aspekten bei kapitalbildenden Lebensversicherungsprodukten, 8. Mai 2023.

„Mindestzuführungsverordnung“ bzw. „MindZV“) sind zur Sicherstellung einer ausreichenden Mindestzuführung zur RfB die überschussberechtigten Versicherungsverträge am Kapitalanlageergebnis, Risikoergebnis und übrigem Ergebnis der Lebensversicherer zu beteiligen. Die Mindestzuweisung an den Versicherungsnehmer beträgt 90,0 % des Kapitalanlageergebnisses, 90,0 % vom Risikoergebnis und 50,0 % vom übrigen Ergebnis (vgl. § 4, 6 ff. MindZV).

233. Nachfolgende Abbildung zeigt die branchendurchschnittliche Gewinnverwendung zugunsten der Versicherungsnehmer, die sich aus der Zuführung zur RfB und den Direktgutschriften zusammensetzt, im Verhältnis zum Rohüberschuss (Überschussverwendungsquote). Der Rohüberschuss ist der Überschuss der Erträge über die Aufwendungen vor Berücksichtigung der Aufwendungen für Beitragsrückerstattungen an die Versicherten und der Direktgutschriften.



Quelle: Bafin, Statistik der Erstversicherungsunternehmen – Lebensversicherung; IVA-Darstellung

Abbildung 14: Überschussverwendungsquote der Lebensversicherer in %

234. Aus der Abbildung geht hervor, dass die Überschussverwendungsquote im Zeitraum von 2015 bis 2024 in einer Bandbreite zwischen 90,0 % und 96,3 % schwankte. Der Mittelwert liegt bei 94,2 %, wobei sich die Quote in den Jahren 2023 und 2024 am oberen Ende der mehrjährigen Spanne bewegte. Es gilt allerdings zu berücksichtigen, dass eine über dem Durchschnittswert liegende Quote zwar bedeutet, dass ein vergleichsweise höherer Anteil des Gewinns den Versicherten zusteht. Mindestens ebenso wichtig ist aber die Höhe des Überschusses, da in absoluter Betrachtung eine unterdurchschnittliche Quote bei einem hohen Gewinn für die Versicherten durchaus vorteilhafter sein kann als eine höhere Quote bei einem vergleichsweise niedrigeren Gewinn.

235. Perspektivisch eröffnen sich der Branche durch robuste Solvenzquoten, höhere Neuanlagezinsen und Rückflüsse aus der ZZR neue Handlungsspielräume, während traditionelle Lebensversicherungsprodukte einen wohl weiter zunehmenden Wettbewerb

durch renditeorientiertere Anlageformen und neue Wettbewerber erfahren werden. Die schwache Konjunktur verspricht wenig Rückenwind für das Neugeschäft, wohingegen die mit dem Altersvorsorgereformgesetz beschlossene Reform der privaten Altersvorsorge, deren Ziel ein flexibleres, kostengünstigeres und renditestärkeres Fördersystem ist, für neue Impulse sorgen könnte. Kritisch sieht die Branche, dass der Staat mit einem eigenen Standardprodukt selbst als Anbieter am Markt auftreten will. Abzuwarten bleibt auch, inwieweit es zu Mittelabflüssen bei etablierten Anbietern durch Übertragung von Riesterverträgen mit ihrer gesetzlich vorgeschrieben Bestandsgarantie von 100,0 % in das künftige Altersvorsorgedepot von neuen Anbietern kommt.

236. Ein weiterer, wesentlicher Faktor für das längerfristige Wachstumspotenzial der Lebensversicherer ist die demographische Entwicklung in Deutschland. Bereits im Jahr 2020 prognostizierte die Managementberatung Oliver Wyman bis 2030 ein Schrumpfen der Kernzielgruppen im Alter von 20 bis 60 Jahren, während die Gruppe der über 60jährigen um mehr als drei Millionen wächst.[89] Eine vom GDV in Auftrag gegebene Studie des International Center for Insurance Regulation (ICIR) skizziert die Entwicklung der Versicherungswirtschaft bis 2040. Der Studie liegt ein Basisszenario mit einem Bevölkerungsrückgang bis 2040 auf 80 Millionen und einem sinkenden Anteil der erwerbstätigen Bevölkerung von 60,0 % auf 53,0 % zugrunde. Demnach ist zwar mit einer insgesamt steigenden Nachfrage nach Versicherungen zu rechnen, an der allerdings nicht alle Sparten partizipieren. Vor dem Hintergrund einer alternden und schrumpfenden Bevölkerung sowie einem sinkenden Anteil der Erwerbstätigen zeichnet sich bei privaten Renten-, kapitalbildenden Lebens- und Risikolebensversicherungen gegenüber dem Basisjahr 2018 ein demographiebedingter Rückgang von rund 5,0 % ab. Davon ist besonders die kapitalbildende Lebensversicherung betroffen, während für private Rentenversicherungen bis 2040 ein Anstieg um 40,0 % in Aussicht gestellt wird. Der alterungsbedingte Prämienrückgang im Lebensbereich könnte sich auf rund 3,0 % abschwächen, wenn beispielsweise das Renteneintrittsalter an die steigende Lebenserwartung gekoppelt werden würde.[90]

237. Unterdessen spricht angesichts einer steigenden Neuverschuldung des Staats einschließlich der sogenannten ‚Sondervermögen' auf absehbare Zeit wenig für eine Rückkehr zu einem Niedrigzinsumfeld. Vielmehr sind sogar weiter steigende Kapitalmarktzinsen nicht auszuschließen, vor allem, wenn es zu einer Herabstufung der Kreditwürdigkeit Deutschlands käme. Laut Ifo-Chef Clemens Fuest könnte Deutschland sein Top-Rating verlieren, sofern weiterhin nichts gegen den Anstieg der Staatsschulden unternommen wird und das Wachstum

89 Vgl. Oliver Wyman, Vorwärts bei Gegenwind – Mit klarem Kurs Richtung Versicherung 2030, 2020, S. 4.

90 Vgl. GDV, Studie: Demografischer Wandel beflügelt Nachfrage nach Versicherungen, 13. Oktober 2023.

schwach bleibt.[91] Für die Versicherer sollte ein weiterer Renditeanstieg tendenziell von Vorteil sein, solange dieser nicht zu abrupt ausfällt.

238. Es gibt aber auch eine Reihe von Risiken für die Branche, von denen einige gewachsen oder neuerer Natur sind. Neben dem immanenten Risiko signifikanter Korrekturen an den Finanzmärkten zählen dazu insbesondere operationelle Risiken im IT-Bereich infolge von Cyber-Angriffen. Laut Bafin wurden 2025 mehr als 700 schwerwiegende Vorfälle im Bereich Informations- und Telekommunikationstechnik von Finanzunternehmen (einschließlich Cyber-Angriffe) gemeldet.[92] Zudem muss sich die Branche auf das veränderte Marktumfeld einstellen. Mit der Reform der privaten Altersversorgung wird neuen Anbietern der Weg geebnet, in die Domäne der Lebensversicherer einzudringen. Für die Experten der Ratingagentur Assekurata wird es für die Lebensversicherungsbranche darauf ankommen, ihre Stärken in eine einfachere, transparenter und kapitalmarktnähere Vorsorgelogik zu übertragen, um auch gerade in der jüngeren Generation wieder mehr Zuspruch zu erfahren.[93]

239. Zu den Stärken der Lebensversicherer gehören nicht zuletzt die Kompetenz im Bereich Biometrie, also der Absicherung von Lebensrisiken wie Tod, Berufsunfähigkeit und Langlebigkeit (Stichwort Rente). Zudem können sie sich im Gegensatz zu anderen Finanzdienstleistern auf einen Deckungsstock stützen, der einen Risikoausgleich im Kollektiv und über die Zeit ermöglicht. Auch steuerlich bietet die Lebensversicherung Vorteile gegenüber Direktanlagen. Der Erfolg der Branche wird nicht zuletzt davon abhängen, wie stark sie mit diesen Vorzügen bei ihren Zielgruppen punkten kann.

240. Handlungsbedarf leitet sich für die Lebensversicherer weiterhin aus den auch von der Bafin ins Visier genommenen Kostenstrukturen ab, um den Kundennutzen zu verbessern. Dies sollte schon angesichts eines zunehmenden Wettbewerbs im ureigensten Interesse der Branche sein. Auch werden sich einige Anbieter kritisch hinterfragen müssen, ob sie im Asset Management über die nötige Expertise verfügen, um in einem weiterhin schwierigen Umfeld unter hohen Anforderungen an das Risikomanagement wettbewerbsfähige Renditen zu erwirtschaften. Der Hinweis der Bafin, dass Versicherer nur in Anlagen investieren sollten, die sie auch wirklich verstehen, lässt hier auf einen gewissen Nachholbedarf schließen.[94] Vor diesem Hintergrund ist nicht auszuschließen, dass weitere Versicherer, die sich von

---

91 Vgl. Handelsblatt, Sorgen um Deutschlands Kreditwürdigkeit, 6. Juni 2026, S.1.

92 Vgl. Bafin, Die kapitalbildende Lebensversicherung ist ein wichtiger Pfeiler der Altersvorsorge von Millionen von Menschen, Rede von Julia Wiens, 17. März 2026.

93 Vgl. Assekurata, Assekurata-Marktausblick zur Lebensversicherung 2026, 24. Juni 2026.

94 Vgl. Bafin, Die kapitalbildende Lebensversicherung ist ein wichtiger Pfeiler der Altersvorsorge von Millionen von Menschen, Rede von Julia Wiens, 17. März 2026.

kapitalintensiven Garantieversprechen aus der Vergangenheit trennen wollen, dem Beispiel anderer Versicherer folgen, indem sie ihre Altbestände extern abwickeln lassen.

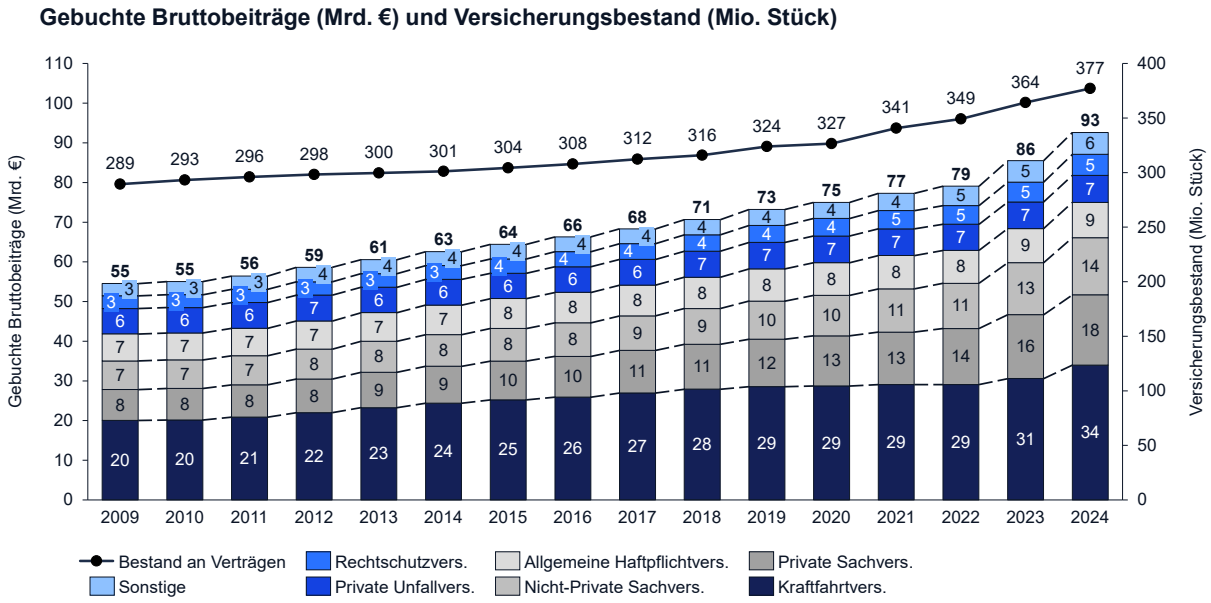
Schaden- und Unfallversicherungsmarkt

241. Die deutschen Schaden- und Unfallversicherer sehen sich vor allem infolge zunehmender klimabedingter Schäden mit einer hohen und tendenziell weiter steigenden Schadeninflation konfrontiert, durch die das Thema Erschwinglichkeit von Versicherungsschutz auch in Deutschland zu einer strukturellen Herausforderung für die Branche werden könnte. Nachdem 2021 eine historisch hohe Elementarschadenbelastung sogar zu einem versicherungstechnischen Verlust geführt hatte, sorgen seither überproportionale Kostensteigerungen in der Schadenregulierung für einen anhaltenden Margendruck. Dieser hat zur Folge hat, dass sich die versicherungstechnischen Gewinne der Branche in den vergangenen Jahren unter ihrem langjährigen Durchschnitt bewegten.[95]

242. Im Jahr 2025 haben die Schaden- und Unfallversicherer Beitragseinnahmen von 99,7 Mrd. € erzielt, was einen Anstieg um 7,7 % gegenüber dem Vorjahr bedeutete. Das Wachstum beruhte in vielen Versicherungszweigen weniger auf einer Ausweitung des versicherten Bestands, sondern vor allem auf Prämienerhöhungen. Die Beitragssteigerungen sind eine Folge gestiegener Schaden- und Kostenrisiken, in denen sich Nachlaufeffekte der hohen Preissteigerungen vor allem bei Bauleistungen und Kfz-Reparaturen in den Jahren 2022 und 2023 widerspiegeln. Für das laufende Jahr prognostiziert der GDV für die Schaden- und Unfallversicherung einen weiteren, wenn auch etwas moderateren Beitragszuwachs von 5,2 %.[96]

95 Vgl. Assekurata, Assekurata Marktausblick zur Schaden-/Unfallversicherung.

96 Vgl. GDV, Versicherungswirtschaft wächst 2025 deutlich – Gedämpfter Ausblick auf 2026, 4. Februar 2026.



Quelle: GDV, Statistiken zur deutschen Versicherungswirtschaft 2025 und früher; IVA-Darstellung

Abbildung 15: Gebuchte Bruttobeiträge (in Mrd. €) (inländisches Direktgeschäft) in der Schaden- und Unfallversicherungssparte und Bestand an Verträgen

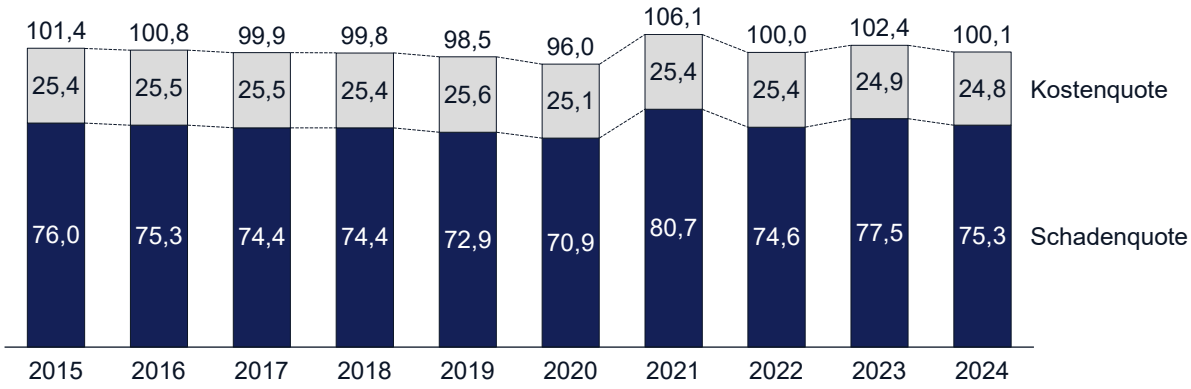
243. Die deutlich über der allgemeinen Teuerungsrate liegenden Prämienerhöhungen beruhen auf der überproportionalen Schadeninflation, in die auch die Kosten für Material und Reparaturen einfließen. Während sich die Anzahl der jährlichen Schadenfälle seit den 1990er Jahren in einer relativ engen Spanne zwischen 20.000 und dem in 2024 verzeichneten Niveau von 25.342 bewegt, haben sich die erbrachten Leistungen der Versicherer und damit die Schadensumme im gleichen Zeitraum in etwa verdoppelt. Bei den Verbraucherpreisen belief sich der Anstieg seit Mitte der 1990er Jahre zum Vergleich ‚lediglich' auf rund 70,0 % (der vom Statistischen Bundesamt ermittelte Verbraucherpreisindex kletterte von 71,0 Indexpunkten im Jahr 1995 bis Ende 2025 auf 121,9 Punkte[97]).

244. Die nachfolgende Abbildung zeigt auf Grundlage von BaFin-Daten die Entwicklung der Bruttoschadenquote und der Bruttokostenquote. Erstere setzt die Aufwendungen für Versicherungsfälle, letztere die Abschluss- und Verwaltungsaufwendungen ins Verhältnis zu den verdienten Bruttobeiträgen. Zusammen ergeben beide Kennzahlen die Combined Ratio. Liegt sie unter 100,0 %, übersteigen die verdienten Bruttobeiträge die berücksichtigten Schaden- und Betriebsaufwendungen. Dies deutet auf ein positives versicherungstechnisches Ergebnis vor Kapitalanlageerträgen hin. Ein Wert von über 100,0 % bedeutet hingegen, dass

97 Vgl. Destatis, Verbraucherpreisindex, abrufbar unter: https://genesis.destatis.de/datenbank/online/statistic/61111/table/61111-0001.

innerhalb eines Jahres die Aufwendungen für Schäden und den Versicherungsbetrieb die eingenommenen Beiträge übersteigen.

Brutto-Schaden- und Kostenquote der Schaden- und Unfallversicherer in Deutschland



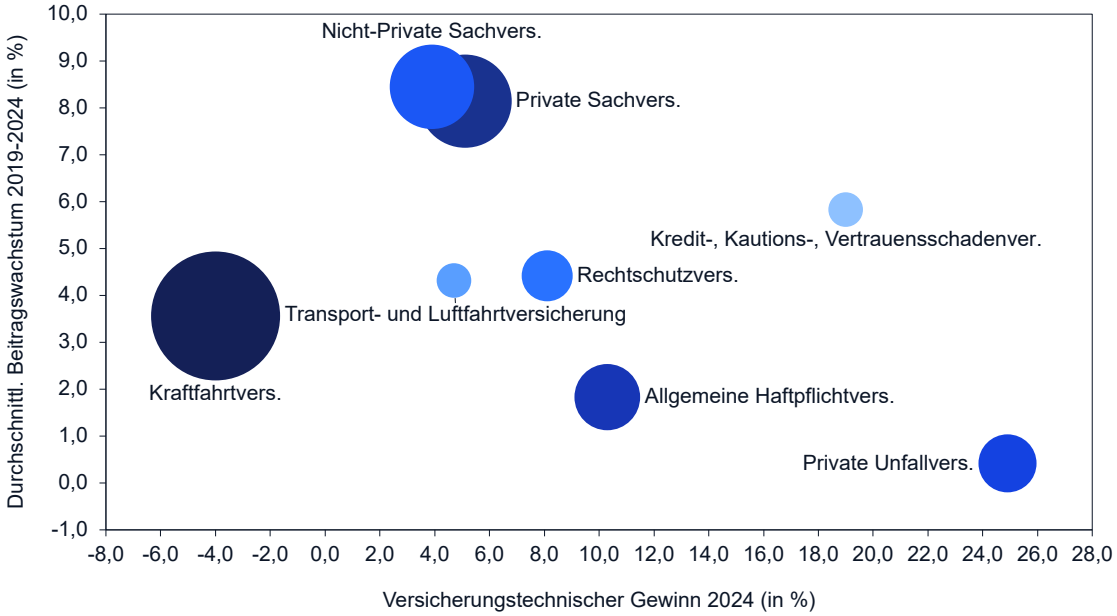
Quelle: Bafin, Statistiken der Erstversicherungsunternehmen – Schaden- und Unfallversicherung; IVA-Darstellung

Abbildung 16: Combined Ratio der Schaden- und Unfallversicherungen in %

245. Die gebuchten Bruttobeiträge in der Schaden- und Unfallversicherung erhöhten sich von 64.422 Mio. € im Jahr 2015 auf 92.516 Mio. € im Jahr 2024. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von rd. 4,1 % (vgl. GDV – Statistiken zur deutschen Versicherungswirtschaft, September 2025, S. 59). Die Sachversicherung ist seit Jahren der stärkste Wachstumstreiber in der Schaden- und Unfallversicherung. Das Wachstum wird dabei gleichermaßen von der privaten und der nicht-privaten Sachversicherung getragen.

246. Die folgende Grafik zeigt einerseits das versicherungstechnische Ergebnis des Jahres 2024, andererseits das durchschnittliche Beitragswachstum im Zeitraum von 2019 bis 2024. Die Größe der Datenpunkte spiegelt den Anteil der Versicherungszweige am gesamten Prämienaufkommen wider. Aus der Abbildung wird ersichtlich, dass zwar alle Zweige zum Wachstum beigetragen haben, es sich aber beim wachstumsstärksten Versicherungsprodukt, der Wohngebäudeversicherung (sie ist Teil der Privaten Sachversicherung) mit einer Combined Ratio von zuletzt 99,6 % sowie bei der beitragsstärksten Sparte (Kfz-Versicherung) mit einer Combined Ratio von 104,0 % letztlich um ein ertragsloses bzw. sogar verlustträchtiges Wachstum handelte.

Durchschnittl. Beitragswachstum 2019-2024 und Versicherungstechnischer Gewinn 2024 nach Versicherungszweigen



Quelle: GDV, Statistiken zur deutschen Versicherungswirtschaft 2025 und früher; IVA-Berechnungen

Abbildung 17: Durchschnittliches Beitragswachstum von 2019 bis 2024 und versicherungstechnischer Gewinn 2024 nach Versicherungszweigen

247. Ein genauerer Blick auf die Entwicklung der erbrachten Leistungen der Versicherer verdeutlicht, wie stark die Schadeninflation vor allem in den vergangenen Jahren vom langfristigen Trend abweicht. Hatten sich die Schadenaufwendungen in den 20 Jahren vor der Katastrophe im Ahrtal im Schnitt jährlich um rund 1,2 % erhöht, beläuft sich der durchschnittliche jährliche Anstieg seither auf rund 6,0 %. Die häufiger werdenden Extremwetterereignisse sind zwar zumeist lokal begrenzt, treiben aber aufgrund ihrer Intensität den Aufwand pro Fall in die Höhe. Bei Totalzerstörungen und erforderlichen Neubauten schlagen neben den allgemein gestiegenen Baukosten vor allem höhere Anforderungen der aktuellen Bauvorschriften zu Buche.

248. Überproportional fielen die Aufwandssteigerungen insbesondere in den beiden wichtigsten Versicherungszweigen aus, in der Kfz- und der Sachversicherung, wo sich die Leistungen zwischen 2020 und 2024 um jeweils mehr als 40,0 % erhöhten.[98] Sollte sich die Entwicklung im bisherigen Tempo fortsetzen, würden die Schadenaufwendungen in 2030 ein Niveau von

98 Vgl. GDV, Statistiken zur deutschen Versicherungswirtschaft 2022 und 2025, Tabellen 59 und 61; GDV, Jahresmedienkonferenz 2026: Zahlen und Daten.

mehr als 90,0 Mrd. € erreichen, was die Frage aufwirft, ob sich das allein durch fortlaufende Beitragserhöhungen kompensieren lässt.

249. Mit der Kostenexplosion in der mit rund 36,0 % Beitragsanteil größten Sparte der Schaden- und Unfallversicherung mutierte die Kfz-Versicherung in den vergangenen Jahren zum Sorgenkind der Branche. Besonders stark verteuert haben sich elektronische Komponenten wie Steuergeräte, Sensoren oder Abgasanlagen. Die Gründe sind gestiegene Rohstoffpreise wie etwa bei Platin oder Palladium, hinzu kommen höhere Produktions-, Energie- und Transportkosten. Preistreibend sind auch die aufwendigere Technik moderner Fahrzeuge sowie die Modulbauweise, die dazu geführt hat, dass statt Einzelteile oftmals ganze Baugruppen ersetzt werden müssen. Zudem fallen die gestiegenen Stundenlöhne in den Werkstätten ins Gewicht.

250. Auch der technologische Wandel in der Autoindustrie hin zu elektrischen Fahrzeugen hat Auswirkungen auf die Schadenbilanz. So treten bei Elektrofahrzeugen in der Kfz-Haftpflicht im Schnitt 5,0 % bis 10,0 % und in der Kasko rund 20,0 % weniger Schäden auf. Dennoch fallen deutlich höhere Kosten für Reparaturen an, da diese um durchschnittlich 25,0 % bis 30,0 % teurer sind als bei Verbrennern. Dies liegt u.a. an der komplexeren Hochvolttechnik, teureren Spezialkomponenten (z.B. Batterie, Sensorik) sowie höheren Anforderungen an Werkstätten und Personal.[99]

251. Um den Kostenanstieg einzudämmen, bieten viele Kfz-Versicherer schon seit längerem Verträge mit Werkstattbindung an, d.h. Versicherte verpflichten sich, Kaskoschäden (Teilkasko und Vollkasko) von einem Partnerbetrieb des Versicherers beheben zu lassen. Mit diesen Partnerbetrieben haben die Versicherer im Voraus Rabatte auf Arbeitskosten und Ersatzteile vereinbart. Im Gegenzug gewähren die Versicherer den Versicherungsnehmern einen Beitragsrabatt, der sich im Schnitt auf 11,0 % beläuft.[100] Darüber hinaus gibt es Telematiktarife, bei denen eine Smartphone-App über einen Sensor an der Windschutzscheibe Daten wie Geschwindigkeit, Brems- und Beschleunigungsverhalten erfasst. Bei vorausschauender Fahrweise winkt ein Rabatt von bis zu 30,0 %, während ein riskanter Fahrstil zu weniger Ersparnis, aber nicht zu höheren Beiträgen führt.[101]

252. Eine Mitverantwortung für die starken Kostensteigerungen dürften auch die etablierten Autohersteller tragen, die im Neuwagengeschäft aufgrund eines verschärften Wettbewerbs immer weniger Geld verdienen. Im traditionell sehr profitablen Aftersales- und

99 Vgl. Aon Marktreport 2025, S. 44.

100 Vgl. Finanztip, Die richtige Werkstatt macht Deinen Kfz-Versicherung günstiger, 26. September 2025.

101 Vgl. HUK-Coburg, Telematik Plus, abrufbar unter: https://www.huk.de/fahrzeuge/kfz-versicherung/telematik-plus.html.

Ersatzteilgeschäft verfügen sie dagegen noch über eine erhebliche Markt- und Preissetzungsmacht, da ihre Vertragswerkstätten auf Verlangen der Hersteller fast immer Originalteile verbauen. Diese tragen zwar das Logo des Automobilherstellers, werden aber überwiegend im Auftrag des Automobilherstellers von Zulieferern gefertigt.

253. Mit den gestiegenen Leistungen in der Schaden- und Unfallversicherung sind auch die Schäden durch Versicherungsbetrug gestiegen. Im Schnitt gilt etwa jede zehnte Schadenmeldung als verdächtig. Bereits 2024 veranschlagte der Verband den dadurch entstandenen Schaden auf mehr als 6,0 Mrd. €.[102]

254. Diese Entwicklungen bescherten der Kfz-Versicherung zuletzt mehrere Verlustjahre, auf die die Branche mit wiederholten kräftigen Prämienerhöhungen im Neu- und Bestandsgeschäft reagierte. Im Jahr 2025 fielen die Beitragsanpassungen in der Kfz-Versicherung mit einem nochmaligen zweistelligen Plus von 13,4 % abermals am höchsten aus, wodurch der Sparte der Turnaround gelang und sie wieder ein positives versicherungstechnisches Ergebnis erzielen konnte.[103] Die Kfz-Sparte ist allerdings durch das jährliche Werben um Neukunden im Herbst sowie aufgrund einer hohen Preistransparenz über Online-Portale traditionell von einer hohen Wettbewerbsintensität geprägt. Insofern lässt die Prämienentwicklung auf eine gewisse Preisdisziplin der Anbieter schließen.

255. Es bleibt jedoch abzuwarten, inwieweit einzelne Anbieter in der kommenden Wechselsaison möglicherweise wieder auf Beitragsnachlässe setzen, denn die Branche nutzt Kfz-Policen gerne als Türöffner zur Gewinnung neuer Kunden, um ihnen anschließend noch andere Versicherungsprodukte zu verkaufen. Inzwischen hat auch die Finanzaufsicht ein Auge auf die Prämienentwicklung und die Kampfpreise gegen Jahresende gerichtet. Aus ihrer Sicht basieren die gewährten Rabatte nicht immer auf dem Risiko des jeweiligen Produkts. Darüber hinaus will die Bafin das sogenannte Price-Walking genauer untersuchen, also wiederholte Prämienerhöhungen, die weder mit dem versicherten Risiko noch mit den Kosten des Versicherers zusammenhängen.[104] Für die Ratingagentur Assekurata wird es seitens der Versicherer vor allem auf eine nachhaltige Kalkulation ankommen, die das hohe Kostenniveau realistisch abbildet.[105] Vom Wachstum des Fahrzeugbestands dürften angesichts bescheidener realer Einkommenszuwächse vieler Haushalte hingegen weiterhin keine großen

---

102 Vgl. GDV, Versicherungsbetrug verursacht Schäden von über sechs Milliarden Euro im Jahr, 2. Mai 2024.

103 Vgl. Assekurata, Assekurata-Marktausblick zur Schaden-/Unfallversicherung 2026.

104 Vgl. Bafin, Unsere Aufsicht ist wirksam, 29. Oktober 2025.

105 Vgl. Assekurata, Assekurata-Marktausblick zur Schaden-/Unfallversicherung 2026.

Impulse ausgehen. Nach einem kleinen Plus von 0,8 % in 2024 flachte der Anstieg 2025 weiter auf 0,5 % ab.[106]

256. Ein weiterer großer Belastungsfaktor für die Branche waren in den vergangenen Jahren die Schäden aus extremen Wetterereignissen. 2025 sanken die durch Naturgefahren verursachten Schäden in der Sachversicherung allerdings mit einem Volumen von 1,4 Mrd. € deutlich unter die 4,7 Mrd. € aus dem schadenträchtigen Vorjahr.[107] Damit trug neben der Kfz-Versicherung auch die Naturgefahrenbilanz maßgeblich zur Stabilisierung der Branche bei. Bei den vergleichsweise geringen Elementarschäden dürfte es sich allerdings um eine Momentaufnahme handeln, die kein belastbarer Indikator für die künftige Entwicklung ist. Vielmehr gehen Experten davon aus, dass Naturgefahren auf längere Sicht eine der größten Herausforderungen der Branche bilden.

257. Die Dachorganisation der Versicherer etwa warnt längerfristig vor den Folgen des Klimawandels und dessen Einfluss auf die Zunahme von Naturkatastrophen. Bereits bei der Vorstellung des Naturgefahrenreports 2024 prognostizierte Jörg Asmussen, Hauptgeschäftsführer des GDV, bis 2050 mindestens eine Verdoppelung der Schäden.[108] Eine Studie der Gesellschaft für Wirtschaftliche Strukturforschung (GWS) geht noch weiter. Sie kommt zu dem Ergebnis, dass der Klimawandel in Deutschland von 2025 bis 2050 gemessen am realen Bruttoinlandsprodukt einen Wertschöpfungsverlust von rund 690,0 Mrd. € verursachen könnte.[109]

258. Die Versicherungswirtschaft hat dabei im Szenario der GWS die höchsten Lasten zu tragen – höhere Versicherungsprämien, Rückstellungen und Rücklagen summieren sich laut GWS auf einen kumulierten ökonomischen Schaden von rund 230,0 Mrd. €. Nur im Gesundheitssektor werden die wirtschaftlichen Auswirkungen mit rund 240,0 Mrd. € noch etwas höher veranschlagt. Allerdings gibt es auch Potenzial für Anpassungsmaßnahmen, durch die die Nettoverluste durch Klimaschäden bis 2050 auf rund 90,0 Mrd. € begrenzt werden könnten.[110]

259. Vor dem Hintergrund der zunehmenden Klimarisiken steigt der Bedarf an Absicherung insbesondere in der Wohngebäude- und Hausratversicherung. In Deutschland verfügt nur etwa die Hälfte aller Hausbesitzer über eine Elementarschadenversicherung, wo sich die Beiträge allein aufgrund klimabedingter Schäden in den nächsten zehn Jahren verdoppeln

---

106 Vgl. Bundeskraftfahramt, Bestand nach Fahrzeugarten 1960 bis 2026.

107 Vgl. GDV, Pressemitteilung, Sachversicherung: Naturgefahren haben 2025 Schäden in Höhe von 1,4 Milliarden Euro verursacht, 30. April 2026.

108 Vgl. GDV, Klimawandel in Zahlen und Fakten, 24. Oktober 2024.

109 Vgl. GWS, Die Kosten des Klimawandels für Deutschland 2025-2050, April 2025, S. 18.

110 Vgl. GWS, Die Kosten des Klimawandels für Deutschland 2025-2050, April 2025, S. 18.

könnten. In der Wohngebäudeversicherung gehen Experten laut dem Finanzberater MLP 2026 von einem Beitragswachstum von 5,0 % bis 7,0 % aus, bedingt durch Baukosteninflation und erweiterte Deckungen bei Leitungswasserschäden und Elementarversicherungen. Auch im Gebäudesektor haben die Preise für Baustoffe wie Ziegel, Dämmstoffe, Beton und Stahl sowie für Handwerkerleistungen kräftig angezogen. In der Hausratversicherung wird dagegen ein nur geringfügiges Wachstum von 1,0 % bis 2,0 % erwartet.[111]

260. In der Wohngebäudeversicherung ist spätestens seit der Katastrophe im Ahrtal im Jahr 2021 die Einführung einer verpflichtenden Elementarschutzversicherung im Gespräch, da in Deutschland eine normale Wohngebäudeversicherung bei Schäden durch Naturgewalten nicht greift. Die aktuellen Regierungsparteien haben eine entsprechende Verankerung des Elementarschutzes in der Wohngebäudeversicherung in ihrem Koalitionsvertrag vereinbart, wozu es Presseberichten zufolge zeitnah einen Entwurf geben soll. Das Thema ist insofern komplex, weil sich laut GDV mehr als 400.000 Wohngebäude in Gegenden befinden, in denen risikogerechte Versicherungsprämien nur schwer zu tragen wären.[112] Die Versicherungsbranche lehnt eine Pflichtversicherung ab, zeigt sich aber offen für eine Opt-out-Klausel.[113]

261. Ein in diesem Zusammenhang vor allem in den USA bekanntes, aber auch für Europa zu erwartendes Phänomen ist Social Inflation. Der Begriff beschreibt den Trend, dass Kosten für Schadensfälle und gerichtliche Vergleiche durch gesellschaftliche und rechtliche Veränderungen schneller steigen als die Kosten für Waren und Dienstleistungen. Dazu zählen etwa höhere von Gerichten zugesprochene Entschädigungssummen, eine Zunahme von Rechtsstreitigkeiten, aggressive Werbung von Anwälten sowie eine gegenüber Unternehmen kritische öffentliche Stimmung. Neue Rechtsstreitrisiken können sich darüber hinaus durch den Einsatz künstlicher Intelligenz und den übermäßigen Gebrauch sozialer Medien ergeben. Für die Versicherer erfordert das aus Sicht des Swiss Re Institute verstärkte Investitionen in Risikobewertung und -modellierung, Verteidigungsstrategien sowie ein besseres Schadenmanagement.[114]

262. Dabei dürften zunehmend KI-Anwendungen zum Einsatz kommen, die schon heute fester Bestandteil vieler Arbeitsabläufe im Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft sind. Marktführer Allianz beispielsweise arbeitet konzernweit bereits mit mehr als 600 skalierbaren

---

111 Vgl. MLP, Geschäftsbericht 2025, S. 98.

112 Vgl. Augsburger Allgemeine, Wann kommt die verpflichtende Versicherung gegen Elementarschäden, 7. August 2026.

113 Vgl. Handelsblatt, Versicherer setzen 2025 auf höhere Beitragseinnahmen, 13. Februar 2025.

114 Vgl. Swiss Re Institute, sigma, No. 4/2024, S. 38.

KI-Anwendungen. Diese unterstützen die Bereiche Preisgestaltung, Risikobewertung, Vertrieb, Kundenkommunikation und Schadenbearbeitung.[115]

263. Gleichzeitig wächst auf Unternehmensseite mit der Zunahme von Cyberrisiken durch die Integration von KI in die Betriebsabläufe das systemische Risiko. Für die Versicherungswirtschaft liegt das Problem in einer sich daraus ergebenden Risikoaggregation, was die vom GDV konstatierte Zurückhaltung der Versicherer bei der Zeichnung entsprechender Risiken erklären könnte. Das Prämienaufkommen von Cyberrisikoversicherungen hatte 2024 ein Volumen von rund 330,0 Mio. €, was zwar einem Plus von 24,5 % gegenüber dem Vorjahr, aber nur knapp 0,4 % des Prämienaufkommens in der Schaden- und Unfallversicherung entsprach.[116]

264. In diesem Bereich könnte sich Marktpotenzial für parametrische Versicherungen ergeben, die sich dazu eignen, Deckungslücken für sonst schwer versicherbare Risiken zu schließen. Mit einem solchen Absicherungsinstrument wird ein bestimmtes Ereignis versichert, bei dessen Eintreten der Versicherer unabhängig vom tatsächlichen Schaden einen pauschalen Entschädigungsbeitrag leistet. Diese Versicherungen bestechen durch ihre Einfachheit, da auf Schadensermittlungen und Kostenbelege etc. verzichtet werden kann. Abgesichert werden typischerweise neben Cyber-Risiken vor allem NatCat- und Klima-Risiken.[117]

265. Parametrische Versicherungen mögen eine sinnvolle Ergänzung oder Alternative sein, wenn klassische Sachversicherungen an ihre Grenzen stoßen. Sie können aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich das Thema Erschwinglichkeit für die Versicherungsbranche immer mehr zu einer zentralen strukturellen Herausforderung entwickelt. Nach Erkenntnissen der Allianz beginnen in einigen Märkten und Sparten die Kosten für einen angemessenen Versicherungsschutz die Zahlungsfähigkeit der Haushalte zu übersteigen – bedingt durch die Schwere der Schadensfälle, die Inflation und allgemeine wirtschaftliche Belastungen. Besteht diese Lücke dauerhaft, führt dies zu einer strukturellen Unterversicherung, wodurch sich unversicherte Risiken dort konzentrieren, wo die finanzielle Widerstandsfähigkeit am geringsten ist.[118]

266. Beim Klimarisiko ist diese Dynamik bereits am deutlichsten sichtbar und am weitesten fortgeschritten. In den USA beispielsweise ziehen sich Versicherer wegen explodierender Schäden zunehmend aus bestimmten Regionen und Segmenten zurück. Betroffen sind vor

---

115 Vgl. Allianz, Hauptversammlung, Bericht des Vorstandsvorsitzenden, 7. Mai 2026.

116 Vgl. GDV, Dossier: Cybersicherheit und Statistik zur deutschen Versicherungswirtschaft 2025.

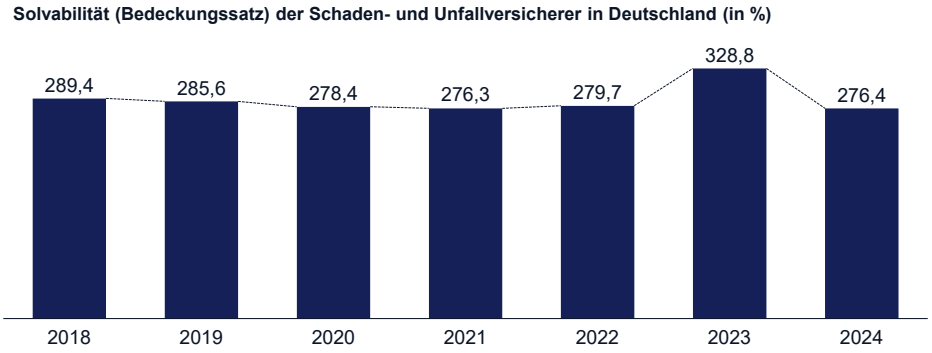
117 Vgl. Ellwanger & Kramm, Parametrische Versicherung – ein Gamechanger?, 20. März 2025.

118 Vgl. Allianz, Research, Allianz Global Insurance Report 2026: The future of insurance in a fragmenting world, 28. Mai 2026, S. 23.

allem Sachversicherungen in hochgefährdeten Naturkatastrophengebieten (wie Waldbrände in Kalifornien oder Überschwemmungen und Stürme in Florida) sowie spezielle Industriehaftpflichtrisiken wie Ewigkeitschemikalien. Es gibt daher bereits Stimmen, die in der Klimakrise eine Versicherungskrise sehen.[119]

267. Auch in Deutschland könnten jährliche Prämienanpassungen zunehmend schwieriger werden, falls Risiken und Schadensschwere schneller steigen als die Fähigkeit der Haushalte, höhere Prämien zu verkraften. Für die Versicherer besteht die Herausforderung nicht mehr nur darin, Risiken neu zu bewerten, sondern die Versicherbarkeit in Volkswirtschaften aufrechtzuerhalten, in denen die Erschwinglichkeit strukturell abnimmt.[120] Nicht zuletzt deshalb dürften präventive Maßnahmen immer wichtiger werden, wozu auch die Versicherer beitragen können, indem sie ihre Kunden bereits bei der Schadenvermeidung unterstützen.

268. Die Entwicklung des Bedeckungssatzes von Schaden- und Unfallversicherern, also das Verhältnis des verfügbaren Eigenkapitals zur Solvenzkapitalanforderung, stellt sich im Zeitraum 2018 bis 2024 wie folgt dar:



Quelle: Bafin, Statistiken der Erstversicherungsunternehmen – Schaden- und Unfallversicherung; IVA-Darstellung

Abbildung 18: Solvabilität – Bedeckungssatz von Schaden- und Unfallversicherern in %

269. Mit Ausnahme von 2023 schwankte der durchschnittliche Bedeckungssatz der Schaden- und Unfallversicherer im Betrachtungszeitraum in einer engen Bandbreite zwischen rund 275,0 % und 290,0 % des Sollbetrags der Eigenmittel.

119 Vgl. DW, Versicherungen: Wer zahlt für Schäden durch Feuer und Flut?, 27. Januar 2025.

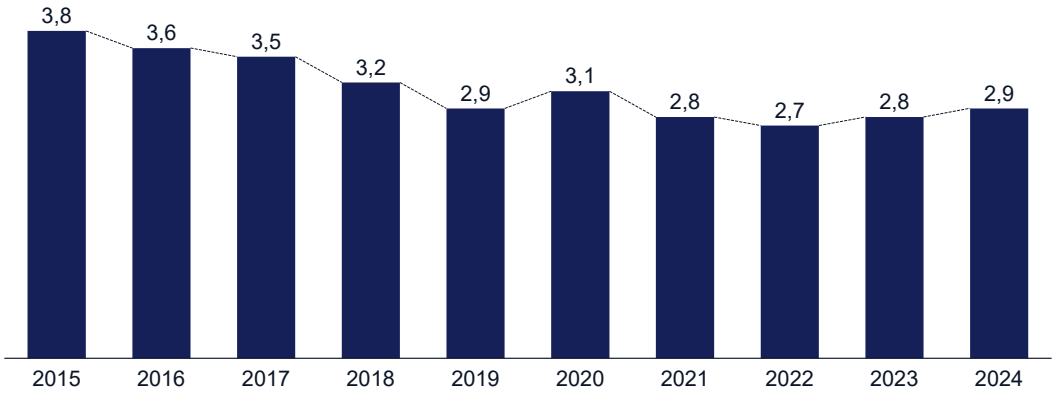
120 Vgl. Allianz, Research, Allianz Global Insurance Report 2026: The future of insurance in a fragmenting world, 28. Mai 2026, S. 25.

Private Krankenversicherung

270. 2025 ist die Anzahl der Vollversicherten in der privaten Krankenversicherung (PKV) um rund 0,5 % auf 8,79 Mio. und damit im dritten Jahr in Folge gestiegen. Zuvor hatte es nach dem 2011 erreichten Höhepunkt mit knapp 9,0 Mio. privat Vollversicherten eine langjährige Phase des Rückgangs oder der Stagnation gegeben. Gründe für die tendenziell rückläufige Entwicklung waren höhere Hürden beim Wechsel in die PKV, der demographische Wandel und dass sich vor allem die Kernzielgruppe der Selbstständigen infolge wirtschaftlicher Unsicherheiten seltener für die PKV entschied.

271. Auch das Umfeld für die zumeist zinstragenden Kapitalanlagen hat sich in den vergangenen Jahren etwas aufgehellt, nachdem bei der laufenden Verzinsung, die sich im Jahr 2000 noch auf 7,0 % belief und bis 2022 auf 2,7 % abgeschmolzen war, 2023 eine Trendwende eingesetzt hatte. Die nachfolgende Abbildung zeigt die laufende Verzinsung der Kapitalanlagen von Krankenversicherern im Zeitraum von 2015 bis 2024:

Laufende Verzinsung der Kapitalanlagen von Krankenversicherern in Deutschland (in %)



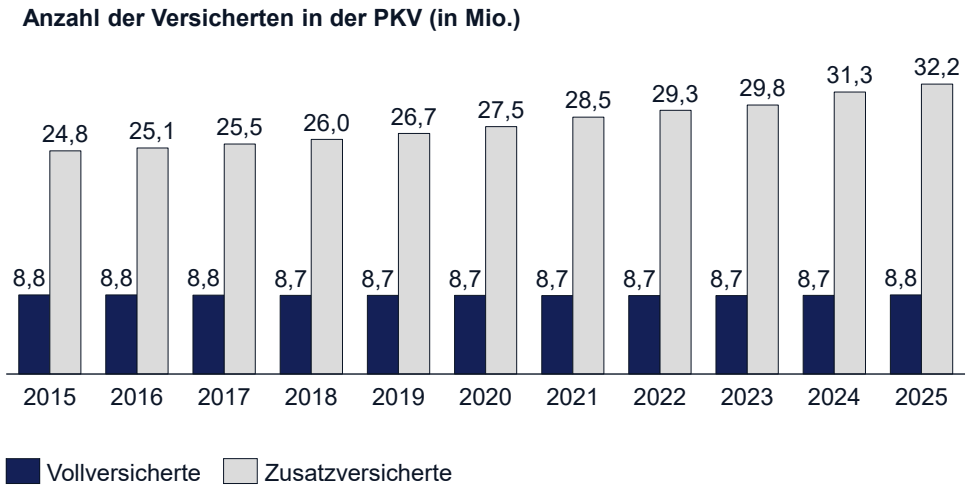
Quelle: Bafin, Statistiken der Erstversicherungsunternehmen – Krankenversicherung; IVA-Darstellung

Abbildung 19: Laufende Verzinsung der Kapitalanlagen von Krankenversicherern in %

272. Die laufende Verzinsung setzt die Erträge aus Kapitalanlagen (vor allem Zinsen, Dividenden und Mieten, ohne Gewinne aus dem Abgang von Kapitalanlagen) ins Verhältnis zum durchschnittlichen Kapitalanlagebestands eines Jahres. Seit 2015 hat sich die Verzinsung von 3,8 % um weitere fast 100 Basispunkte auf zuletzt 2,9 % (2024) verringert.

273. Im Zuge der Covid-19-Pandemie hat sich nicht nur das Zinsumfeld verändert, sondern auch der Bedarf an einer stärkeren Absicherung sowie einem besseren Zugang zu medizinischen Leistungen erhöht. Ein zusätzlicher Treiber für das wieder gestiegene Interesse an privaten Alternativen wird in dem inzwischen deutlich oberhalb von 1.000,0 € liegenden Höchstbeitrag

in der gesetzlichen Krankenversicherung (GKV) gesehen. Zusammen mit den verstärkt nachgefragten und 2025 um weitere 2,8 % auf 32,2 Mio. angewachsenen privaten Zusatzversicherungen etwa für Zahnbehandlungen oder Krankenhausaufenthalte belief sich die Versichertenzahl in der PKV 2025 auf rund 41,0 Mio., womit 2025 rechnerisch fast jeder zweite in Deutschland Lebende privat krankenversichert war.

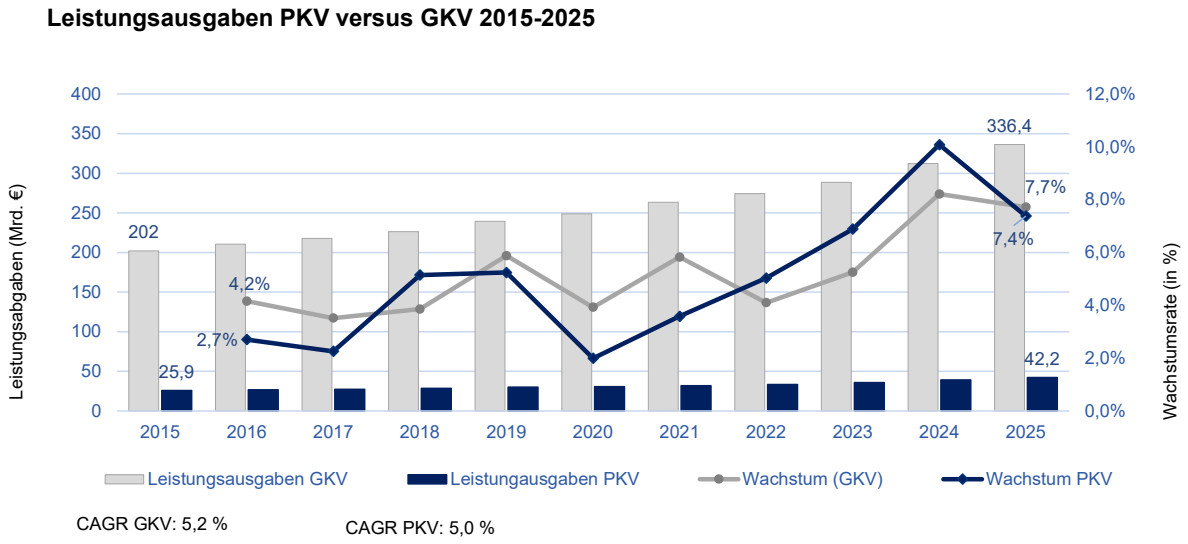


Quelle: PKV Zahlenportal

Abbildung 20: Entwicklung der Anzahl der Versicherten in der privaten Krankenversicherung seit 2015

274. Trotz des moderaten Bestandswachstums stiegen die Einnahmen in der privaten Kranken- und Pflegeversicherung 2025 deutlich überproportional um insgesamt 8,3 % auf einen Höchststand von 55,0 Mrd. €, was vor allem auf Beitragsanpassungen beruhte und fast gänzlich auf die Krankenversicherung mit einem Plus von 8,2 % zurückzuführen war. Die Vollversicherung ist mit einem Anteil von knapp zwei Drittel die wichtigste Einnahmequelle der PKV. Aus dem seit Jahren stärker wachsenden Geschäft mit Zusatzversicherungen resultierte zuletzt ein knappes Viertel der Einnahmen (vgl. PKV-Zahlenportal).

275. Die Beitragserhöhungen reflektieren in erster Linie die Entwicklung bei den Leistungsausgaben, die 2025 um 7,4 % auf 42,2 Mrd. € stiegen. Darin schlägt sich nieder, dass das deutsche Gesundheitssystem in den vergangenen Jahren von Kostensteigerungen in einer bislang nie dagewesenen Dimension geprägt war. Die hohen Mehrausgaben für Gesundheit und Pflege beruhen neben der allgemeinen Inflation auf dem medizinisch-technischen Fortschritt sowie einer zunehmenden Inanspruchnahme ärztlicher Leistungen durch eine wachsende Zahl älterer Menschen. Insofern ist der starke Anstieg der Leistungsausgaben in den vergangenen Jahren ein Phänomen, dass die PKV mit der gesetzlichen Krankenversicherung (GKV) teilt.



Quelle: VDEK, PKV, eigene Berechnungen

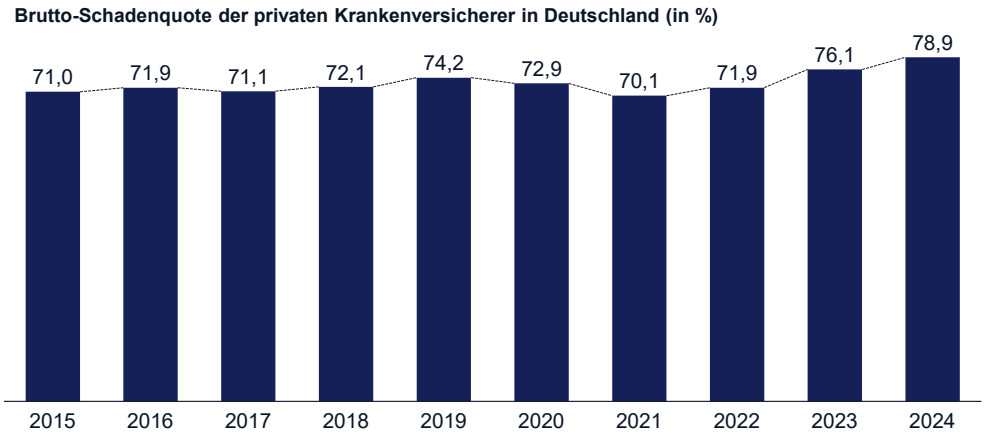
Abbildung 21: Entwicklung der Leistungsausgaben privater und gesetzlicher Krankenkassen seit 2015

276. In der PKV sind die Leistungsausgaben in den zurückliegenden Jahren im Vergleich zur GKV sogar leicht unterproportional gestiegen. In der PKV belief sich der durchschnittliche jährliche Anstieg seit 2015 auf 5,0 %, in der GKV waren es 5,2 %. Dies hängt allerdings nicht zuletzt damit zusammen, dass die PKV in der Regel gesündere Versichertenkollektive und damit lange Zeit tendenziell geringere Ausgabensteigerungen verzeichnete. Zudem wurden die Budgets der gesetzlichen Kassen zunehmend durch versicherungsfremde Leistungen belastet, die zuletzt fast ein Fünftel der Ausgaben erreichten.[121] Insofern wirft die in den Jahren 2020 bis 2024 deutlich beschleunigte und über das Niveau der GKV hinausgehende Ausgabendynamik bei der PKV durchaus Fragen auf.

277. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Brutto-Schadenquote der privaten Krankenversicherer für den Zeitraum 2015 bis 2024. Sie gibt an, welchen Anteil die Brutto-Aufwendungen für Versicherungsfälle an den verdienten Bruttobeiträgen haben. Auffällig ist der hohe Anstieg in 2023 um 4,2 Prozentpunkte, gefolgt von einer weiteren Zunahme um 2,8 Prozentpunkte auf 78,9 % in 2024. Damit lag die Brutto-Schadenquote um fast acht Prozentpunkte über dem

121 Vgl. IMK, Krankenkassen zahlen bis zu einem knappen Fünftel ihres Geldes für versicherungsfremde Leistungen, 4. Dezember 2025, abrufbar unter: https://www.imk-boeckler.de/de/pressemitteilungen-15992-versicherungsfremde-leistungen-73331.htm

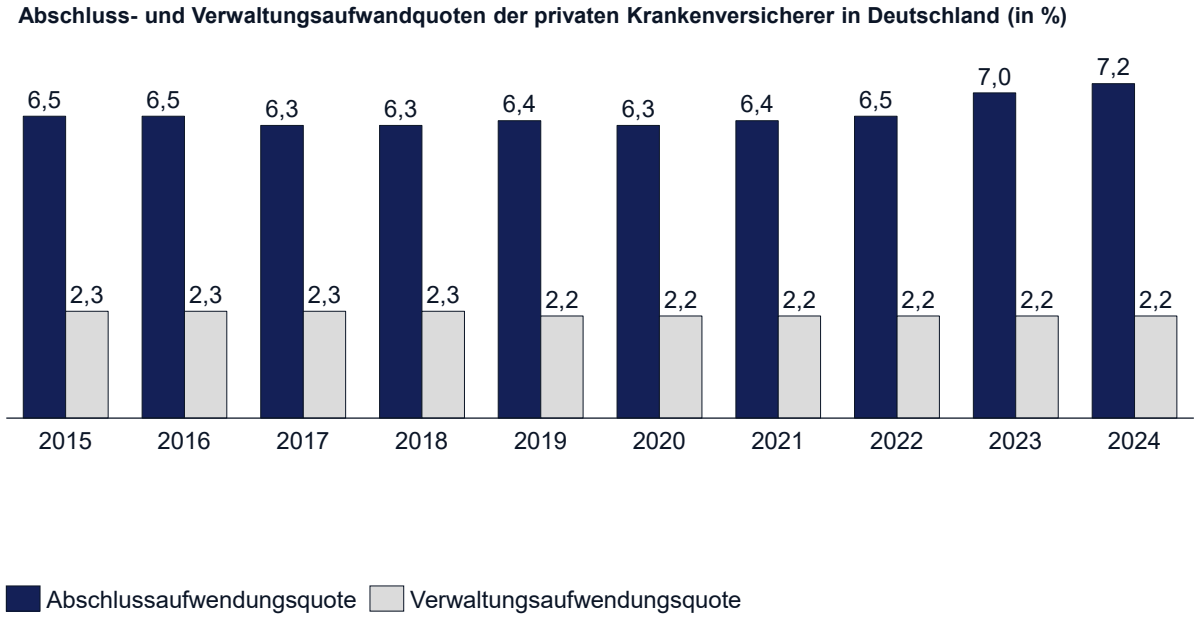
Niveau des Jahres 2015, das seinerseits bereits um gut fünf Prozentpunkte höher war als das durchschnittliche Niveau der 00er Jahre.



Quelle: Bafin, Statistiken der Erstversicherungsunternehmen – Krankenversicherung; IVA-Darstellung

Abbildung 22: Brutto-Schadenquote privater Krankenversicherer in %

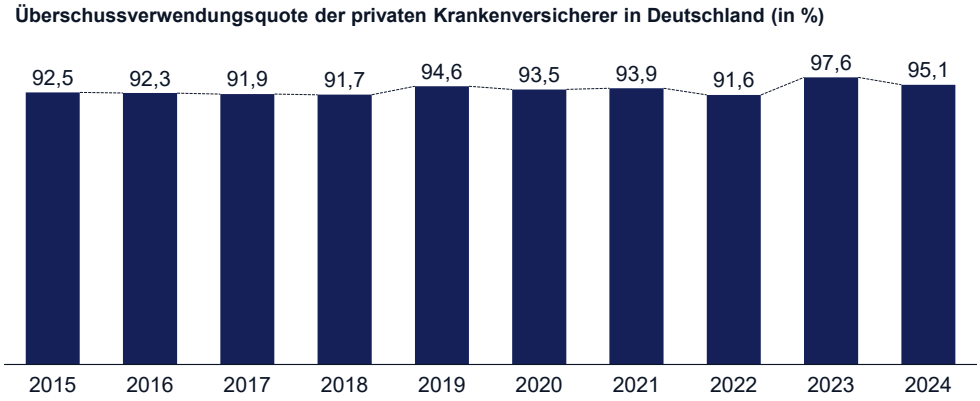
278. Auch die Abschlussaufwendungen der privaten Krankenversicherer sind in den vergangenen Jahren überproportional zu den verdienten Bruttobeiträgen gestiegen. Während die Verwaltungsaufwandsquote konstant bei 2,2 % gehalten werden konnte, erhöhte sich die Abschlusskostenquote 2023 von ihrem vorherigen zehnjährigen Durchschnitt von 6,5 % auf 7,0 %. 2024 folgte eine weitere Zunahme auf 7,2 %.



Quelle: Bafin, Statistiken der Erstversicherungsunternehmen – Krankenversicherung; IVA-Darstellung

Abbildung 23: Abschlusskosten- und Verwaltungsaufwandsquoten privater Krankenversicherer in %

279. Analog zur Lebensversicherung muss auch der ganz überwiegende Teil der von den privaten Krankenversichern erzielten Überschüsse für die Versicherten verwendet werden. Inwieweit die Versicherten am wirtschaftlichen Gesamterfolg partizipieren, lässt sich auch in der PKV an der Überschussverwendungsquote ablesen. Die Bandbreite der durchschnittlichen Überschussverwendungsquote reichte in den zehn Jahren bis 2024 von 91,6 % (2021) bis 97,6 % (2023). Auch hier ist zu bedenken, dass es sich um eine relative Betrachtung handelt und eine Quote am unteren Ende der Spanne bei entsprechend hohem Gewinn für die Versicherten durchaus vorteilhafter sein kann als ein höherer Anteil an einem niedrigeren Überschuss.



Quelle: Bafin, Statistiken der Erstversicherungsunternehmen – Krankenversicherung; IVA-Darstellung

Abbildung 24: Überschussverwendungsquote privater Krankenversicherer in %

280. Steigende Kosten und der demographische Wandel könnten die PKV in Zukunft vor erhebliche Herausforderungen stellen. Gut 10,0 % der Bevölkerung in Deutschland sind privat vollversichert, während die überwiegende Mehrheit von fast 90,0 % gesetzlich krankenversichert ist. Sofern es bei diesem Verhältnis nicht zu größeren Verschiebungen zugunsten der PKV kommt, ist davon auszugehen, dass demographiebedingt künftig weniger junge Menschen eine private Krankenversicherung abschließen werden und die Zahl der Beitragszahler tendenziell sinken könnte.

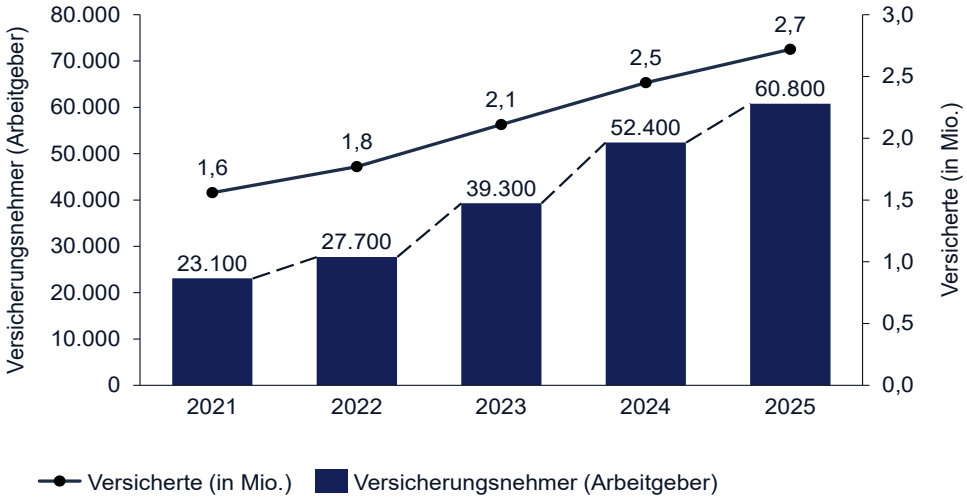
281. Hinzu kommt, dass anders als in der GKV das Vergütungssystem in der PKV keine Budgetgrenzen oder Quartalspauschalen bei der Abrechnung medizinischer Leistungen vorsieht. Damit fehlt es den Leistungserbringern bei Privatpatienten an Sparanreizen, stattdessen belohnt das Abrechnungssystem jede Mehrleistung durch ein höheres Honorar. Für die PKV birgt dies die Gefahr, dass sie bei potenziellen Neukunden zunehmend an Attraktivität einbüßt.

282. Die von der Bundesregierung beschlossene Gesundheitsreform tut ein Übriges, um einen Wechsel in die PKV weiter zu erschweren. Sie sieht ab 2027 eine Anhebung der

Beitragsbemessungsgrenze, bis zu der Sozialversicherungsbeiträge berechnet werden, um 300,0 € im Monat vor. Hierbei handelt es sich um einen Sonderaufschlag, der zusätzlich zur jährlichen Anpassung an die Lohn- und Gehaltsentwicklung anfällt. Um den gleichen Betrag soll auch die Jahresarbeitsentgeltgrenze steigen, bis zu der eine Versicherungspflicht in der GKV besteht. Sie liegt seit 2003 um rund 11,0 % über dem Niveau der Beitragsbemessungsgrenze der Krankenversicherung, um den Kreis der Pflichtversicherten zu stabilisieren. Zugleich sieht die Gesundheitsreform jedoch für gesetzlich Versicherte neben höheren Beiträgen steigende Zuzahlungen etwa bei Medikamenten, Heil- und Hilfsmittel sowie Leistungskürzungen beispielsweise beim Krankengeld und beim Zahnersatz vor. Auch soll der direkte Zugang zum Facharzt in vielen Bereichen eingeschränkt werden.

283. Vor diesem Hintergrund lassen sich für die privaten Krankenversicherer Wachstumspotenziale am ehesten aus Zusatzversicherungen für gesetzlich Versicherte ableiten, speziell im Rahmen der betrieblichen Krankenversicherung (bKV), bei der die Beiträge oftmals vollständig vom Arbeitgeber übernommen werden. Die bKV, die derzeit von 60.600 Unternehmen in Deutschland angeboten und von rund 2,8 Mio. Beschäftigten in Anspruch genommen wird, hat inzwischen einen Anteil von 8,8 % an den Zusatzversicherungen – vor zehn Jahren waren es erst 2,4 % (vgl. Assekurata, Assekurata-Marktausblick zur privaten Krankenversicherung 2026). Unternehmen setzen sie in angespannten oder wettbewerbsintensiven Segmenten des Arbeitsmarkts zunehmend als strategisches Instrument zur Mitarbeiterbindung und -gewinnung ein.

Entwicklung der betrieblichen Krankenversicherung



Quelle: PKV Zahlen, eigene Berechnungen

Abbildung 25: Versicherte und Versicherungsnehmer in der betrieblichen Krankenversicherung seit 2021

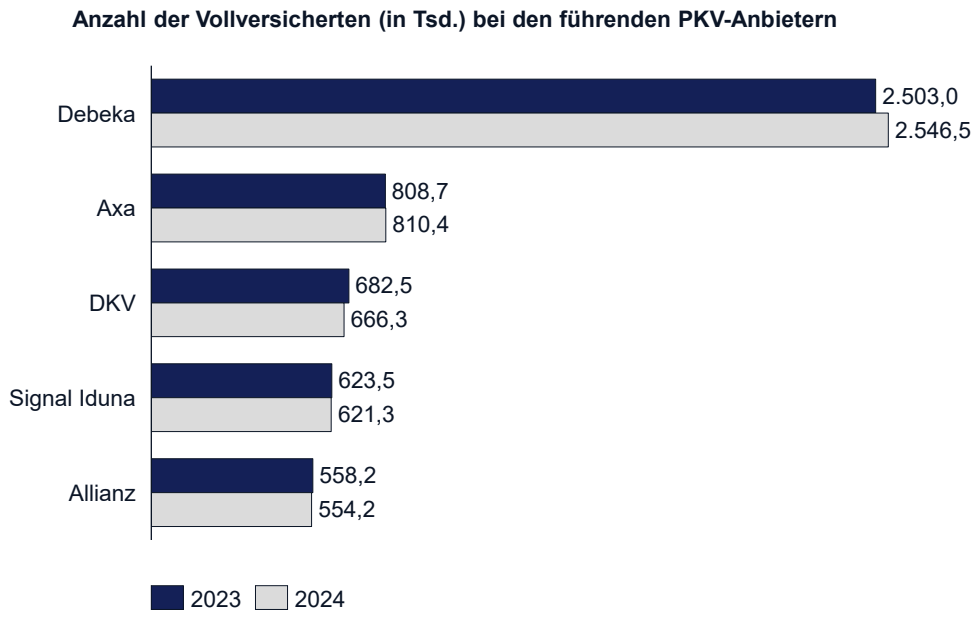
284. Der Gesamtverband der Versicherer (GDV) prognostiziert für 2026 einen anhaltenden Trend zu privaten Zusatzversicherungen und einen Ausbau der betrieblichen Krankenversicherung. Für das Gesamtjahr geht der GDV in der privaten Krankenversicherung von einem Beitragszuwachs von 10,5 % aus (vgl. GDV, Versicherungswirtschaft wächst 2025 deutlich – Gedämpfter Ausblick auf 2026, 02.04.2026). Dieses Wachstum dürfte infolge der hohen Leistungssteigerungen in den Vorjahren allerdings erneut in erster Linie aus Beitragsanpassungen resultieren.[122]

285. Unter den von der Bafin beaufsichtigten 43 privaten Krankenversicherern in Deutschland war die Debeka im Bereich Vollversicherungen mit knapp 2,6 Mio. Kunden 2024 wie bereits in den Vorjahren der mit Abstand führende Anbieter. Sie zählte damit mehr als dreimal so viele Kunden wie der zweitplatzierte Konkurrent AXA (0,8 Mio. Kunden). Es folgten DKV und Signal Iduna mit knapp 0,7 Mio. bzw. gut 0,6 Mio. Vollversicherten. Die Allianz belegte mit gut einer halben Million Versicherten Platz 5. Während die Debeka 2024 im Vergleich zum Vorjahr ein überdurchschnittliches Wachstum von 1,7 % verzeichnete und damit rund 27.270 zusätzliche Vollversicherte gewann, mussten andere Anbieter zum Teil deutliche Rückgänge hinnehmen. Das galt vor allem für die DKV, bei der die Zahl der Vollversicherten um 2,4 % sank.[123]

---

[122] Vgl. PKV, Warum 2026 die Beiträge zur Privaten Krankenversicherung steigen, abrufbar unter: https://www.pkv.de/wissen/beitraege/warum-die-beitraege-steigen/

[123] Vgl. Rebmann Research, Private Krankenversicherung: Trendwende bei den Vollversicherungen, 30. September 2025.

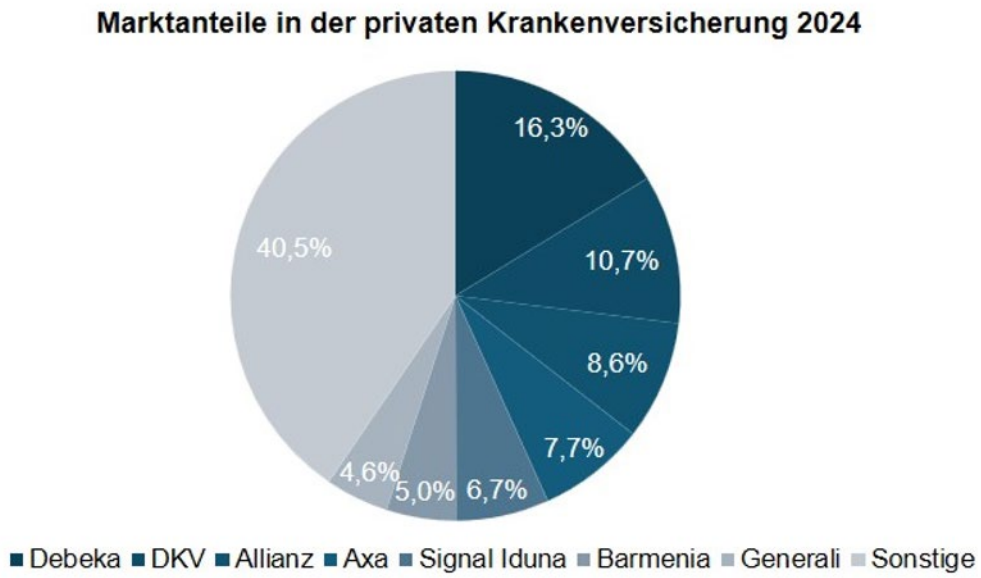


Quelle: Rebmann Research, Private Krankenversicherung: Trendwende bei den Vollversicherungen?, 30.09.2025

Abbildung 26: Anzahl der Vollversicherten bei den führenden privaten Krankenkassen in 2023 und 2024

286. Gemessen an den insgesamt verdienten Bruttobeiträgen (einschl. Zusatzversicherungen) führte die Debeka mit 8,2 Mrd. € das Ranking 2024 ebenfalls klar an. Platz 2 bei den Einnahmen belegte die DKV mit 5,4 Mrd. €, vor Allianz, Axa und Signal Iduna. Die Top 5 vereinten 2024 einen Marktanteil von rund 50,0 % auf sich. Die Nürnberger Krankenversicherung rangierte 2024 mit Einnahmen von gut 0,3 Mrd. € und einem Marktanteil von deutlich unter 1,0 % auf Platz 25.[124]

[124] Vgl. Rebmann Research, Private Krankenversicherung: Trendwende bei den Vollversicherungen, 30. September 2025.



Quelle: *Ba*fin, Statistik der Bafin - Erstversicherungsunternehmen 2024 (Krankenversicherung), Tabelle 460

Abbildung 27: Marktanteile in der privaten Krankenversicherung 2024

e) Wettbewerbsumfeld

Vorbemerkungen

287. Im Rahmen unserer Peer Group-Analyse haben wir für Zwecke der Ermittlung der Kapitalkosten börsennotierte Vergleichsunternehmen identifiziert. Im nachfolgenden Abschnitt stellen wir den Prozess zur Auswahl der Vergleichsunternehmen dar.

288. Bezüglich der Auswahl der Vergleichsunternehmen bietet sich grundsätzlich ein Vergleich mit Unternehmen der gleichen Branche oder der gleichen Produkt- und Marktstruktur an. Eine absolute Deckungsgleichheit der Unternehmen ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Einzahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens einem weitgehend übereinstimmenden operativen Risiko unterliegen.

289. Die Bewertung des NBG-Konzerns erfolgt nach dem Sum-of-the-Parts-Ansatz („SOTP-Ansatz“), bei dem die wesentlichen Konzerngesellschaften gesondert bewertet und die ermittelten Einzelwerte zum Unternehmenswert des NBG-Konzerns zusammengeführt werden. Die Gründe für die Verwendung dieses Ansatzes sowie das methodische Vorgehen sind in Tz. 517 ff. dargestellt. Da der SOTP-Ansatz insbesondere den unterschiedlichen Geschäftsmodellen, Risiko- und Ergebnisprofilen sowie regulatorischen Rahmenbedingungen

der Konzerngesellschaften Rechnung trägt, ist auch bei der Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen eine differenzierte Betrachtung erforderlich. Wir haben daher für die folgenden vier Geschäftsbereiche des NBG-Konzerns jeweils eine eigenständige Peer Group ermittelt:

- Lebens- und Krankenversicherungsgeschäft (nachfolgend „Leben/Kranken“)
- Schadens- und Unfallversicherungsgeschäft (nachfolgend „Schaden/Unfall“ oder „S/U“)
- Asset Management (nachfolgend „AM“)
- Bankdienstleistungen (nachfolgend „Banking“)

290. Der Bereich Leben/Kranken bündelt dabei die Aktivitäten der NLV sowie der NKV. Die Geschäftstätigkeiten der NAV werden über den Bereich Schaden/Unfall repräsentiert. Der Bereich Asset Management bildet die Geschäftstätigkeiten der NAM, der Bereich Banking die Geschäftstätigkeiten der FFPB ab. Die jeweilige Peer Group der Bereiche wird entsprechend dieser Zuordnung für die Bewertung der jeweiligen Tochtergesellschaften herangezogen.

291. Im Rahmen eines mehrstufigen Selektionsprozesses haben wir für jeden der vier Geschäftsbereiche jeweils aus einer Grundgesamtheit börsennotierter Unternehmen diejenigen Unternehmen ausgewählt, die hinsichtlich ihres Geschäftsmodells, ihres Produkt- und Dienstleistungsangebots, ihrer Kunden- und Absatzmärkte sowie ihres Risiko- und Ertragsprofils eine hinreichende operative Vergleichbarkeit mit dem jeweils betrachteten Geschäftsbereich des NBG-Konzerns aufweisen.

Auswahl börsennotierter Vergleichsunternehmen – Leben/Kranken

292. Ausgangspunkt unserer Peer Group-Auswahl für den Bereich Leben/Kranken bildet eine Grundgesamtheit der börsennotierten Unternehmen auf Basis der Datenbank des Informationsdienstleisters S&P Capital IQ, Standard & Poor’s Financial Services LLC, USA („S&P Capital IQ“). Diese Grundgesamtheit wurde hinsichtlich der Vergleichbarkeit mit dem Bereich Leben/Kranken des NBG-Konzerns anhand folgender Kriterien gefiltert:

Kriterium	Ausprägung
Heimatmarkt	Europa
Industrie-Klassifizierung	“Insurance”

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 5: Kriterien zur Peer Group-Auswahl für den Bereich Leben/Kranken der NBG AG

293. Auf Basis der in der obigen Tabelle genannten Kriterien wurden 92 potenzielle Vergleichsunternehmen für den Bereich Leben/Kranken identifiziert. Zusätzlich zu dieser Abfrage haben wir eine unabhängige, web- und KI-basierte Recherche betrieben, unternehmenseigene Quellen berücksichtigt (Geschäftsberichte, Investorenpräsentationen und Impairment Test-Unterlagen) sowie die von S&P in Capital IQ für das Bewertungsobjekt zusammengestellte Peer Group („S&P Capital IQ Peer Comps“) analysiert. Hieraus haben sich weitere sechs potenziell vergleichbare Unternehmen ergeben, sodass sich insgesamt eine sog. „Long List" von 98 Unternehmen ergab.

294. In einem ersten Schritt haben wir sämtliche Unternehmen der Long List qualitativ hinsichtlich der Ausrichtung ihres Geschäftsmodells untersucht und diejenigen Unternehmen ausgeschlossen, deren Geschäftstätigkeit nicht überwiegend auf das Erstversicherungsgeschäft ausgerichtet ist. Hiervon betroffen waren insbesondere spezialisierte Rückversicherer, deren Risiko- und Ertragsprofil sich aufgrund der abweichenden Stellung in der Wertschöpfungskette wesentlich von dem eines Erstversicherers unterscheidet, sowie Unternehmen mit sonstigen, nicht auf die Erstversicherung ausgelegten Geschäftsmodellen. Nach dieser Filterung verblieben 65 potenzielle Vergleichsunternehmen.

295. In einem zweiten Schritt haben wir für die verbliebenen Erstversicherer die Zusammensetzung des Versicherungsgeschäfts quantitativ untersucht und hierzu die auf die Bereiche Leben/Kranken und Schaden/Unfall entfallenden Anteile am Prämien- beziehungsweise Geschäftsvolumen ermittelt.[125] Im weiteren Auswahlprozess haben wir diejenigen Unternehmen berücksichtigt, bei denen der Bereich Leben/Kranken einen Anteil von mehr als 50,0 % ausmacht und deren wirtschaftliche Entwicklung damit maßgeblich durch das Lebens- und Krankenversicherungsgeschäft geprägt wird. Anschließend haben wir die geografische

[125] Der Analyse wurden grundsätzlich die zum Analysezeitpunkt verfügbaren aktuellsten Jahresangaben für das Geschäftsjahr 2025 zugrunde gelegt. Als Quellen dienten insbesondere S&P Capital IQ, Geschäfts- und Ergebnisberichte, Financial Supplements, SFCR-Berichte und Investorenpräsentationen sowie vereinzelt Aufsichts- und Branchenstatistiken. Primäre Bezugsgröße waren gebuchte oder verdiente Bruttoprämien. Soweit diese nicht verfügbar waren, wurden vergleichbare Versicherungs- oder Geschäftsvolumina herangezogen.

Geschäftsausrichtung der verbliebenen Unternehmen untersucht. Da das Geschäft des NBG-Konzerns nahezu ausschließlich auf Deutschland ausgerichtet ist und dessen Ertrags- und Risikolage dementsprechend durch das deutsche Marktumfeld, das dort geltende regulatorische Regime sowie die inländischen konjunkturellen Rahmenbedingungen bestimmt wird, haben wir solche Unternehmen als grundsätzlich vergleichbar angesehen, deren Geschäftsschwerpunkt in Deutschland, im DACH-Raum oder in den entwickelten europäischen Versicherungsmärkten liegt.[126]

296. Die nach diesen Schritten verbliebenen potenziellen Vergleichsunternehmen haben wir einer weitergehenden Detailanalyse ihres Geschäftsmodells unterzogen und dabei insbesondere das Produkt- und Risikoprofil, das Kunden- und Vermarktungsprofil sowie die geografische Ausrichtung jeweils im Verhältnis zum Bereich Leben/Kranken des NBG-Konzerns beurteilt. Als besonders vergleichbar haben wir hierbei solche Unternehmen angesehen, die ein aktiv betriebenes Lebensversicherungsgeschäft mit den Schwerpunkten kapitalbildende und fondsgebundene Altersvorsorge, betriebliche Altersversorgung und biometrische Absicherung führen, dieses über eine mehrkanalige und wesentlich vermittlergestützte Vertriebsstruktur schwerpunktmäßig an Privatkunden zeichnen und deren Geschäftsschwerpunkt in Deutschland beziehungsweise in den entwickelten europäischen Versicherungsmärkten liegt. Ein daneben bestehendes Krankenversicherungsgeschäft haben wir ergänzend berücksichtigt, aufgrund des strukturellen Übergewichts des Lebensversicherungsgeschäfts im NBG-Konzern jedoch geringer gewichtet. Unternehmen, deren Lebensversicherungsgeschäft maßgeblich durch geschlossene Bestände oder Annuitätenportfolien geprägt ist, deren Ergebnis wesentlich vom Asset Management für Dritte bestimmt wird, die über kein operativ relevantes Lebensversicherungsgeschäft verfügen oder die ihr Geschäft nahezu ausschließlich über Direktkanäle vertreiben, haben wir demgegenüber als weniger vergleichbar beurteilt.

297. Auf Grundlage der vorgenannten Analyseschritte haben wir insgesamt elf Unternehmen identifiziert, die eine hinreichende Vergleichbarkeit zum Geschäftsbereich Leben/Kranken des NBG-Konzerns aufweisen. Im Folgenden stellen wir die von uns identifizierten börsennotierten Vergleichsunternehmen dar.

298. Die **Allianz SE, München,** ist ein in knapp 70 Ländern tätiger Versicherungs- und Asset-Management-Konzern. Die Geschäftstätigkeit gliedert sich in die Geschäftsbereiche Schaden-

---

[126] Die geografische Einordnung erfolgte vorrangig anhand der regionalen Verteilung des Prämien- oder Geschäftsvolumens und ergänzend anhand qualitativer Angaben zu den wesentlichen Zielmärkten. Neben Deutschland und dem übrigen DACH-Raum wurden Belgien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Irland, Island, Italien, die Niederlande, Norwegen, Schweden, Spanien und das Vereinigte Königreich dem entwickelten Europa zugeordnet. Als sonstiges Europa wurden Griechenland, Kroatien, Malta, Russland, Serbien, die Slowakei, Slowenien, die Türkei, Ungarn und Zypern eingeordnet.

und Unfallversicherung, Lebens- und Krankenversicherung sowie Asset Management. Der Geschäftsbereich Leben/Kranken umfasst Kapital- und Risikolebensversicherungen, konventionelle und fondsgebundene Rentenversicherungen sowie private Krankenvoll-, Krankenzusatz- und Pflegeversicherungen, der Geschäftsbereich Schaden-Unfall Kraftfahrt-, Unfall-, Sach-, Haftpflicht-, Rechtsschutz-, Kredit- und Reiseversicherungen einschließlich Assistanceleistungen. Im Asset Management verwalten PIMCO und Allianz Global Investors Vermögen von 2.512 Mrd. €, davon 1.990 Mrd. € für Dritte. Der Vertrieb erfolgt überwiegend dezentral durch die lokalen Landesgesellschaften über Ausschließlichkeitsvertreter, Makler, Bankpartnerschaften und Direktkanäle. Kernmärkte sind Deutschland, Frankreich, Italien, die USA und Asien. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Allianz SE gebuchte Bruttobeiträge von 176.391 Mio. € und ein Konzernergebnis von 11.430 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 156.875 Mitarbeiter.

299. **ASR Nederland N.V., Utrecht/Niederlande,** ist einer der größten Versicherer der Niederlande und ausschließlich dort tätig. Das Geschäft gliedert sich in die Segmente „Non-life“, „Life“, „Asset Management“, „Distribution and Services“ sowie „Holding and Other“. Das Segment Non-life umfasst die drei Bereiche Sach- und Unfallversicherung mit Kraftfahrt-, Feuer-, Haftpflicht-, Rechtsschutz-, Reise- und Transportversicherungen, die Berufsunfähigkeits- und Einkommensausfallversicherung für Selbstständige, kleine und mittlere Unternehmen sowie den öffentlichen Sektor und die gesetzliche Krankenversicherung nebst Zusatzdeckungen. Der Marktanteil beträgt in der Berufsunfähigkeitsversicherung 40 % und in der Sach- und Unfallversicherung 15 %. Das Segment Life umfasst betriebliche Altersversorgung mit einem Marktanteil von 34 %, Einzellebens- und Sterbegeldversicherungen, das Asset Management verwaltet 102,9 Mrd. € und betreut Hypothekenbestände von 87,7 Mrd. €. Der Vertrieb erfolgt überwiegend über unabhängige Vermittler und Assekuradeure, ergänzt um den Direktkanal unter dem Label Ik kies zelf van a.s.r. Die Produkte werden unter den Marken a.s.r., Aegon und Loyalis vertrieben. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte ASR Nederland N.V. gebuchte Bruttobeiträge von 13.375 Mio. €[127] und ein Konzernergebnis von 565 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 9.718 Mitarbeiter.

300. Die **Assicurazioni Generali S.p.A., Triest/Italien**, ist eine international tätige Versicherungs- und Vermögensverwaltungsgruppe mit Schwerpunkt in Italien, Frankreich und Deutschland. Das Geschäft gliedert sich in vier Segmente. Das Segment Life umfasst Spar- und Vorsorgeprodukte für Privatkunden, fondsgebundene Policen mit Anlagecharakter, Risiko- und Krankenversicherungen sowie betriebliche Versorgungslösungen, wobei hybride und fondsgebundene Produkte rund die Hälfte der Lebensdirektprämien stellen. Das Segment

[127] ASR Nederland N.V. weist unter IFRS 17 keine gebuchten Bruttobeiträge aus. Angegeben ist die berichtete Kennzahl „Premiums and DC volume“, die zusätzlich Einzahlungen in beitragsorientierte Altersvorsorgeprodukte ohne Versicherungsrisiko enthält, vgl. Geschäftsbericht 2025, S. 66, 446.

Property & Casualty bündelt das Kraftfahrt- und Nicht-Kraftfahrtgeschäft von der Massenversicherung bis zu Industrie- und Gewerberisiken. Im Segment Asset & Wealth Management werden die Vermögensverwaltung für Konzerngesellschaften und Drittkunden sowie die mehrheitlich gehaltene Banca Generali geführt, im Segment Holding and other businesses die Konzernfunktionen. Der Vertrieb erfolgt über ein Netz von rd. 163.000 Agenten sowie über Finanzberater, Makler, Bancassurance-Partner und Direktkanäle. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Assicurazioni Generali S.p.A. gebuchte Bruttobeiträge von 98.124 Mio. € und ein Konzernergebnis von 4.663 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 88.249 Mitarbeiter.

301. **Aviva plc, London/Vereinigtes Königreich**, ist ein diversifizierter Versicherungs- und Vermögensverwaltungskonzern mit mehr als 25 Millionen Kunden im Vereinigten Königreich, in Irland und in Kanada. Das Geschäft gliedert sich in die fünf Segmente „UK & Ireland General Insurance“, „Canada General Insurance“, „Insurance, Wealth & Retirement“, „Aviva Investors“ sowie „International investments“. Die Segmente „UK & Ireland General Insurance" und „Canada General Insurance" (zusammen „General Insurance") umfassen Schaden- und Unfallversicherung und beinhalten Kraftfahrt-, Wohngebäude-, Hausrat-, Reise- und Tierversicherungen im Privatkundengeschäft sowie Gewerbe-, Industrie- und Spezialversicherungen einschließlich der Lloyd's-Plattform Probitas und steht für 55,6 % der operativen Segmentergebnisse. Der Bereich Insurance, Wealth & Retirement bündelt Risiko- und Krankenversicherungen, arbeitgeberfinanzierte Vorsorgepläne, Beratungs- und Anlageplattformen sowie Rentenversicherungen und die Übernahme von Leistungsverpflichtungen betrieblicher Pensionspläne, Aviva Investors verwaltet 262 Mrd. GBP (rd. 300 Mrd. €). Die Direct Line Insurance Group plc wurde zum 1. Juli 2025 für 4,0 Mrd. GBP erworben und ist mit sechs Monaten in den Konzernabschluss einbezogen. Der Vertrieb erfolgt direkt, über Vergleichsportale, über Makler und Vermittler sowie über Affinitäts- und Bankpartnerschaften, in Kanada überwiegend über Makler. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Aviva plc gebuchte Bruttobeiträge von 53.059 Mio. € und ein Konzernergebnis von 1.208 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 39.359 Mitarbeiter.

302. Die **Legal & General Group Plc, London/Vereinigtes Königreich**, ist ein Versicherungs- und Vermögensverwaltungskonzern mit den drei Kerndivisionen Institutional Retirement, Asset Management und Retail. Institutional Retirement übernimmt Leistungsverpflichtungen betrieblicher Pensionspläne im Vereinigten Königreich, in den USA und in Kanada (Pension Risk Transfer), bietet Langlebigkeitsrückdeckungen an und trug rd. 54 % zu den positiven Segmentergebnissen bei. Das Asset Management verwaltet aktive und passive Mandate für Pensionsfonds, institutionelle Anleger, Staatsfonds und Privatkunden mit einem verwalteten Vermögen von 1.197 Mrd. GBP (rd. 1.372 Mrd. €). Die Division Retail umfasst Risikolebens-, Berufsunfähigkeits-, Kranken- und Unfalldeckungen im Einzel- und Kollektivgeschäft sowie individuelle Rentenversicherungen, Pflegerentenpläne, Immobilienverzehrprodukte und

arbeitgeberfinanziertes Vorsorgesparen. Der Vertrieb erfolgt über Finanzberater und Vermittler, über Arbeitgeber und Treuhänder, über Bankpartnerschaften sowie über digitale Kanäle, rd. 97 % der Erträge entfallen auf das Vereinigte Königreich. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Legal & General Group Plc gebuchte Bruttobeiträge von 70.763 Mio. € und ein Konzernergebnis von 706 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern über 10.500 Mitarbeiter.

303. **M&G plc, London/Vereinigtes Königreich**, ist ein aktiver Vermögensverwalter mit angeschlossenem Lebensversicherungsgeschäft und gliedert sich in die Segmente Asset Management, Life und Corporate Centre. Das Asset Management verwaltet aktive Mandate in liquiden und privaten Märkten für Wholesale- und institutionelle Kunden mit einem insgesamt verwalteten und beratenen Vermögen von 375,9 Mrd. GBP (rd. 431 Mrd. €), davon 182,9 Mrd. GBP für Dritte. Das Segment Life umfasst die betriebliche Altersversorgung einschließlich der Übernahme von Leistungsverpflichtungen (Bulk Purchase Annuities), individuelle Lebens- und Rentenversicherungen, Risiko-, Berufsunfähigkeits- und Krankheitsschutzprodukte sowie das internationale Spargeschäft in Irland und Polen. Kern dieses Segments, auf das rd. 73 % der positiven Segmentergebnisse entfielen, ist der mit 134 Mrd. GBP größte überschussbeteiligte Fonds (With-Profits Fund) des Vereinigten Königreichs, über den insbesondere das geglättete Anlageprodukt PruFund angeboten wird. Der Vertrieb erfolgt unter der Marke Prudential über unabhängige Finanzberater, Banken und Vermögensverwalter sowie über eine eigene Beratungsorganisation, im Asset Management unter der Marke M&G Investments. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte M&G plc gebuchte Bruttobeiträge von 10.218 Mio. € und ein Konzernergebnis von 360 Mio. €. Das Unternehmen beschäftigte im Geschäftsjahr 2025 durchschnittlich rd. 8.282 Mitarbeiter.

304. **Mandatum Oyj, Helsinki/Finnland**, ist eine im Jahr 2023 aus der Sampo Oyj abgespaltene Versicherungsholding, die Vermögensverwaltung und Lebensversicherung verbindet. Das Geschäft gliedert sich in die Segmente Institutional and wealth management, Corporate, Retail und With-profit. Institutional and wealth management umfasst die Vermögensverwaltung für institutionelle Anleger in Finnland, den übrigen nordischen Ländern und Mitteleuropa sowie für vermögende Privatkunden. Das Segment Corporate bietet Firmenkunden Vergütungs- und Anreizlösungen einschließlich Personalfonds, betriebliche Zusatzversorgung sowie Personenrisikoversicherungen an, während das Segment Retail fondsgebundene Anlage- und Kapitalisierungsprodukte, Restkreditversicherungen sowie Risikolebens-, Berufsunfähigkeits- und Krankheitsschutzprodukte umfasst, die überwiegend über die Danske Bank an Privatkunden vertrieben werden. Im Segment With-profit wird der seit Anfang der 2000er Jahre für das Neugeschäft geschlossene Bestand überschussberechtigter Renten- und Lebensversicherungen mit Zinsgarantie planmäßig abgebaut, auf ihn entfielen rd. 49 % des Ergebnisses vor Steuern. Die verwalteten Kundenvermögen beliefen sich zum Jahresende auf 15,3 Mrd. €. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Mandatum Oyj gebuchte Bruttobeiträge von

1.690 Mio. € und ein Konzernergebnis von 156 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 632 Mitarbeiter.

305. Die **NN Group N.V., Amsterdam/Niederlande**, mit Hauptverwaltung in Den Haag, ist ein Versicherungs-, Vorsorge- und Bankkonzern, der in zehn europäischen Ländern und in Japan tätig ist. Das Geschäft gliedert sich in die Segmente Netherlands Life, Netherlands Non-life, Insurance Europe, Japan Life, Banking und Other. Netherlands Life umfasst das kollektive und individuelle Lebens- und Pensionsgeschäft in den Niederlanden einschließlich versicherter Leistungs- und Beitragszusagen und eines Altbestands individueller Lebensversicherungen, Netherlands Non-life das dortige Schaden- und Unfallgeschäft einschließlich Berufsunfähigkeits-, Unfall- und Krankenversicherung. Insurance Europe bündelt Lebens-, Renten- und Vorsorgeprodukte sowie Absicherungen gegen Berufsunfähigkeit, schwere Krankheiten und Krankheitskosten in Belgien, Spanien, Griechenland sowie Mittel- und Osteuropa, Japan Life überwiegend firmenfinanzierte Lebensversicherungen für Inhaber kleiner und mittlerer Unternehmen. Das Segment Banking umfasst die Spar-, Anlage- und Hypothekenprodukte der Nationale-Nederlanden Bank für Privatkunden. Rund 73 % der Erträge werden in den Niederlanden erwirtschaftet, der Vertrieb erfolgt über Makler und Vermittler, über mehr als 7.500 gebundene Agenten, über Banken sowie im Direktgeschäft. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte NN Group N.V. gebuchte Bruttobeiträge von 13.256 Mio. € und ein Konzernergebnis von 1.197 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 16.188 Mitarbeiter.

306. Die **Standard Life plc, London/Vereinigtes Königreich,** firmierte bis zum 24. Februar 2026 als Phoenix Group Holdings plc und ist ein auf Altersvorsorge spezialisierter Versicherungs- und Vorsorgekonzern mit verwalteten Kundenvermögen von rd. 317 Mrd. GBP (rd. 363 Mrd. €). Das Geschäft gliedert sich in die Segmente Retirement Solutions, Pensions & Savings, With-Profits sowie Europe & Other. Retirement Solutions umfasst das kapitalbindende Rentengeschäft, namentlich die Übernahme von Leistungsverpflichtungen betrieblicher Pensionspläne (Pension Risk Transfer) und individuelle Rentenversicherungen, Pensions & Savings das gebührenbasierte Vorsorgesparen mit arbeitgeberfinanzierten Betriebsrenten und Altersvorsorgeprodukten für Privatkunden. Das Segment With-Profits enthält den für das Neugeschäft geschlossenen Bestand überschussbeteiligter Sparprodukte, Europe & Other das Geschäft in Irland und Deutschland sowie das Risikoschutz- und Bestattungsvorsorgegeschäft der Marke SunLife. Der Konzern ist historisch durch den Erwerb geschlossener Lebens- und Vorsorgebestände unter den Marken Phoenix Life und ReAssure gewachsen und stützt die Kapitalanlage weitgehend auf eine strategische Partnerschaft mit der Aberdeen Group. Rund 96 % der Erträge entfallen auf das Vereinigte Königreich. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Standard Life plc gebuchte Bruttobeiträge von 27.117 Mio. € und ein Konzernergebnis von minus 452 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern rd. 5.500 Mitarbeiter.

307. **Storebrand ASA, Lysaker/Norwegen**, ist ein nordischer Vorsorge- und Sparkonzern, der Pensions-, Spar-, Versicherungs- und Bankprodukte für Privatkunden, Unternehmen und öffentliche Einrichtungen in Norwegen und Schweden anbietet. Das Geschäft gliedert sich in vier Segmente. Das Segment „Savings“ umfasst die langfristige Altersvorsorge ohne Zinsgarantie, insbesondere die beitragsorientierte betriebliche Altersversorgung, sowie die Vermögensverwaltung und das Privatkundengeschäft der Storebrand Bank. Das Segment „Insurance“ bündelt die Risikoprodukte, namentlich Personen-, Unfall- und Sachversicherungen für Privatkunden sowie arbeitgeber- und vorsorgebezogene Personenversicherungen im Firmenkundengeschäft. „Guaranteed Pension“ enthält die weitgehend im Abbau befindlichen Vorsorgeprodukte mit garantierter Verzinsung, während im Segment „Other“ die Holdinggesellschaft und die Unternehmensportfolios der Versicherungsgesellschaften abgebildet werden. Storebrand Asset Management verwaltete zum Jahresende Vermögen von 1.609 Mrd. NOK (rd. 136 Mrd. €), auf Norwegen entfielen rd. 69 % der Erträge. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Storebrand ASA gebuchte Bruttobeiträge von 4.094 Mio. € und ein Konzernergebnis von 424 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 2.541 Mitarbeiter.

308. Die **Swiss Life Holding AG, Zürich/Schweiz**, ist eine europäische Anbieterin von Vorsorge- und Finanzlösungen für Privatpersonen, Unternehmen und institutionelle Anleger. Das Produktangebot umfasst Lebens- und Rentenversicherungen, Kranken- und Erwerbsunfähigkeitsdeckungen, Produkte der beruflichen Vorsorge sowie Anlage- und Vermögensverwaltungslösungen. Die Segmentberichterstattung folgt den Märkten Schweiz, Frankreich, Deutschland und International sowie dem Segment Asset Managers. Der Schwerpunkt liegt mit rd. 49 % bzw. rd. 36 % der verbuchten Bruttoprämien auf der Schweiz und Frankreich, wobei das schweizerische Geschäft stark von der beruflichen Vorsorge und das französische von fondsgebundenen Verträgen geprägt ist. Das Segment Asset Managers verwaltete zum Jahresende Vermögen von 288 Mrd. CHF (rd. 309 Mrd. €), davon 146 Mrd. CHF für Drittkunden. Neben eigenen Agenten, Maklern und Banken stützt sich der Vertrieb auf die konzerneigenen Finanzberatungsunternehmen Swiss Life Select, Tecis, Horbach, Proventus und Chase de Vere mit rd. 17.600 Beraterinnen und Beratern. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Swiss Life Holding AG gebuchte Bruttobeiträge von 22.417 Mio. € und ein Konzernergebnis von 1.349 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 11.389 Mitarbeiter.

309. Zur Analyse der ausgewählten börsennotierten Vergleichsunternehmen und ihrer wirtschaftlichen Entwicklung im Vergleich zur NBG AG haben wir wesentliche Finanzkennzahlen der Peer Group untersucht und den entsprechenden Kennzahlen der NBG AG gegenübergestellt.

Auswahl börsennotierter Vergleichsunternehmen – Schaden/Unfall

310. Ausgangspunkt unserer Peer Group-Auswahl für den Bereich Schaden/Unfall bildet dieselbe Grundgesamtheit börsennotierter Unternehmen, die wir auch der Peer Group-Auswahl für den Bereich Leben/Kranken zugrunde gelegt haben. Hieraus haben wir dieselbe „Long List" von 98 Unternehmen abgeleitet (vgl. Tz. 292 f.). Die Unterschiede in der Zusammensetzung der beiden Peer Groups sind somit ausschließlich das Ergebnis der nachfolgend beschriebenen, spartenspezifischen Auswahlschritte.

311. Die Unternehmen der Long List haben wir sodann in methodisch gleicher Weise gefiltert wie für den Bereich Leben/Kranken. In einem ersten Schritt haben wir sämtliche Unternehmen der Long List qualitativ hinsichtlich der Ausrichtung ihres Geschäftsmodells untersucht und diejenigen Unternehmen ausgeschlossen, deren Geschäftstätigkeit nicht überwiegend auf das Erstversicherungsgeschäft ausgerichtet ist. Da dieses Kriterium spartenunabhängig ausgestaltet ist, entspricht die nach diesem Schritt verbleibende Grundmenge an Erstversicherern derjenigen, die auch der weiteren Auswahl für den Bereich Leben/Kranken zugrunde gelegen hat (65 Unternehmen, vgl. Tz. 294).

312. In einem zweiten Schritt haben wir für die verbliebenen Erstversicherer die Zusammensetzung des Versicherungsgeschäfts quantitativ untersucht und hierzu die auf die Bereiche Leben/Kranken und Schaden/Unfall entfallenden Anteile am Prämien- beziehungsweise Geschäftsvolumen ermittelt.[128] Spiegelbildlich zum Vorgehen im Bereich Leben/Kranken haben wir im weiteren Auswahlprozess diejenigen Unternehmen berücksichtigt, bei denen der Bereich Schaden/Unfall einen Anteil von mehr als 50,0 % ausmacht und deren wirtschaftliche Entwicklung damit maßgeblich durch das Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft geprägt wird. Anschließend haben wir die geografische Geschäftsausrichtung der verbliebenen Unternehmen untersucht. Da das Geschäft des NBG-Konzerns nahezu ausschließlich auf Deutschland ausgerichtet ist und dessen Ertrags- und Risikolage dementsprechend durch das deutsche Marktumfeld, das dort geltende regulatorische Regime sowie die inländischen konjunkturellen Rahmenbedingungen bestimmt wird, haben wir solche Unternehmen als grundsätzlich vergleichbar angesehen, deren Geschäftsschwerpunkt in Deutschland, im DACH-Raum oder in den entwickelten europäischen Versicherungsmärkten liegt.

313. Nach Durchführung der vorgenannten Schritte verblieben 24 potenzielle Vergleichsunternehmen. Angesichts dieser für Zwecke der Ableitung eines spartenspezifischen Betafaktors noch vergleichsweise breiten Auswahl haben wir die verbliebenen Unternehmen einer weitergehenden Detailanalyse ihres Geschäftsmodells unterzogen und dabei insbesondere das Produkt- und Risikoprofil, das Kunden- und Vermarktungsprofil sowie die geografische Ausrichtung jeweils im Verhältnis zum Bereich

---

[128] Die Ableitung der Anteile erfolgte methodisch analog zum Vorgehen bei der Peer Group-Auswahl für den Bereich Leben/Kranken (vgl. Tz. 280).

Schaden/Unfall des NBG-Konzerns beurteilt. Als besonders vergleichbar haben wir hierbei solche Unternehmen angesehen, die ein breit aufgestelltes Kompositgeschäft mit einem Schwerpunkt bei Privatkunden sowie bei Selbstständigen und kleineren Gewerbekunden betreiben, dieses Geschäft über eine mehrkanalige und wesentlich vermittlergestützte Vertriebsstruktur zeichnen und deren Geschäftsschwerpunkt in Deutschland beziehungsweise im DACH-Raum oder in entwickelten europäischen Märkten liegt. Unternehmen mit einem eng spezialisierten oder schwerpunktmäßig auf Spezial- und Industrierisiken ausgerichteten Produktportfolio, mit einem überwiegend institutionellen Kundenfokus oder mit einem nahezu ausschließlich direkten Vertriebsmodell haben wir demgegenüber als weniger vergleichbar beurteilt.

314. Auf Grundlage der vorgenannten Analyseschritte haben wir insgesamt zwölf Unternehmen identifiziert, die eine hinreichende Vergleichbarkeit zum Geschäftsbereich Schaden/Unfall des NBG-Konzerns aufweisen. Im Folgenden stellen wir die von uns identifizierten börsennotierten Vergleichsunternehmen dar.

315. **Alm. Brand A/S, Kopenhagen/Dänemark**, ist ein ausschließlich in Dänemark tätiger Schaden- und Unfallversicherer mit mehr als 800.000 Kunden und rund 15 % Marktanteil. Das Geschäft gliedert sich in die Segmente Personal Lines mit 53 % und Commercial Lines mit 47 % der Erträge aus dem Versicherungsgeschäft („Insurance revenue“). Gezeichnet werden Kraftfahrt-Haftpflicht- und Kaskoversicherungen, Feuer- und sonstige Sachversicherungen, Haftpflicht-, Arbeitsunfall-, Kranken- und Einkommensausfallversicherungen sowie Assistanceleistungen, im Firmenkundengeschäft ergänzt um Agrar- und Industriedeckungen. Ein Lebensversicherungsgeschäft besteht nicht, die aufsichtsrechtlich gemeldeten Lebensprämien betragen null. Der Konzern führt die Marken Alm. Brand, Codan, Privatsikring und Erhvervssikring und vertreibt über eigene Kanäle sowie über Partnerschaften mit einer Vielzahl dänischer Banken. Die 2022 erworbene dänische Codan wurde 2025 vollständig integriert. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Alm. Brand A/S gebuchte Bruttobeiträge von 1.583 Mio. € und ein Konzernergebnis von 181 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 2.245 Mitarbeiter.

316. Die **Gjensidige Forsikring ASA, Lysaker/Norwegen,** ist ein nordischer Schaden- und Unfallversicherer mit Tätigkeit in Norwegen, Dänemark, Schweden und Finnland. Das Geschäft gliedert sich in die Segmente „General Insurance Private“, „General Insurance Commercial“, „General Insurance Sweden“ und „Pension“. Angeboten werden Feuer- und sonstige Sachversicherungen, Kraftfahrt-Haftpflicht- und Kaskoversicherungen, Kranken-, Unfall- und Einkommensausfallversicherungen, Arbeitsunfall- und Haftpflichtversicherungen sowie in Norwegen ein einjähriges Risikolebensgeschäft, überwiegend als

Gruppenlebensversicherung[129]. Das Firmenkundensegment umfasst zusätzlich landwirtschaftliche Kunden und den öffentlichen Sektor und steht mit 48,2 % der gebuchten Bruttobeiträge für den größeren Teil des Geschäfts. Über die Tochtergesellschaft Gjensidige Pensjonsforsikring werden in Norwegen beitragsorientierte betriebliche Altersversorgung, individuelle Sparverträge und Invaliditätsrenten mit einem verwalteten Vermögen von 105 Mrd. NOK angeboten. Der Vertrieb erfolgt überwiegend über Callcenter, ergänzt um Geschäftsstellen, Onlinekanäle, Partnerschaften und im Firmenkundengeschäft über Makler. Auf Norwegen entfallen 71 % der Segmenterträge, auf Dänemark 24 % und auf Schweden 5 %. Die Schaden- und Unfallversicherung macht rund 98,3 % der Erträge aus dem Versicherungsgeschäft (Insurance revenue) des Konzerns aus, das Pensionsgeschäft rund 1,7 %. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Gjensidige Forsikring ASA gebuchte Bruttobeiträge von 4.061 Mio. € und ein Konzernergebnis von 554 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 4.905 Mitarbeiter.

317. Die **Helvetia Baloise Holding AG, Basel/Schweiz,** ist ein Allbranchenversicherer, der am 5. Dezember 2025 aus dem Zusammenschluss der Helvetia Holding AG als übernehmender Gesellschaft mit der Baloise Holding AG hervorgegangen ist. Die Erfolgsrechnung 2025 bildet ausschließlich die Helvetia ab, während die Bilanz zum 31. Dezember 2025 den kombinierten Konzern zeigt. Das Geschäft gliedert sich in die Segmente Schweiz, Spanien, Deutschland, Belgien, Luxemburg, Italien und Österreich sowie Specialty Markets. Das Nichtlebengeschäft (65,4 % des Geschäftsvolumens[130] im Geschäftsjahr 2025) umfasst Sach-, Kraftfahrzeug-, Haftpflicht-, Transport-, Kranken- und Unfallversicherungen sowie Spezialsparten wie Luftfahrt, Kunst und technische Versicherungen, das Lebengeschäft (34,6 % des Geschäftsvolumens) in der Schweiz überwiegend die berufliche Vorsorge und im Ausland das Einzellebengeschäft. Ergänzend werden über die Baloise Bank AG Bankdienstleistungen und über die Caser in Spanien Gesundheits- und Pflegedienstleistungen erbracht. Der Vertrieb erfolgt über den eigenen Außendienst, über Makler und unabhängige Vertriebspartner, über Banken sowie über den Online-Versicherer Smile. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Helvetia Baloise Holding AG gebuchte Bruttobeiträge von 12.286 Mio. € und ein Konzernergebnis von 617 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 23.681 Mitarbeiter.

---

129 Reine Risikolebensversicherung mit einjähriger Vertragslaufzeit (jährliche Wiederanlage): Der Versicherungsnehmer zahlt einen Beitrag für die Absicherung eines Jahres. Tritt der Versicherungsfall (Tod) innerhalb dieses Jahres ein, erfolgt die Auszahlung. Im Gegensatz zu klassischer, langfristig kapitalbildender Lebensversicherung wird kein Kapital angespart. Aufgrund der kurzen, einjährigen Laufzeit wird dieses Geschäft bilanziell den Schaden- und Unfallversicherungssegmenten zugeordnet, nicht dem Segment „Pension".

130 „Geschäftsvolumen" ist eine Steuerungskennzahl des Unternehmens und umfasst gebuchte Bruttoprämien (inkl. aktiver Rückversicherung) zzgl. Einlagen aus Kapitalanlageverträgen im Lebengeschäft. Vgl. Helvetia Baloise, Annual Report 2025, S. 420.

318. Die **RheinLand Holding AG, Neuss,** ist die Konzernobergesellschaft einer familiengeführten deutschen Versicherungsgruppe mit drei Risikoträgern. Die RheinLand Versicherungs AG zeichnet das über den eigenen Außendienst und über Kooperationen vermittelte Schaden- und Unfallgeschäft, die Rhion Versicherung AG das Makler- und Assekuradeursgeschäft in Deutschland und den Niederlanden und die Credit Life AG das Lebensversicherungsgeschäft mit Schwerpunkt Risikoleben und Restkreditversicherung. Das Geschäft wird in den drei Bereichen klassische Schaden- und Unfallversicherung mit 536,4 Mio. €, Restkredit- und Kaufpreisversicherung mit 169,3 Mio. € und konventionelle Lebensversicherung mit 94,9 Mio. € an gebuchten Bruttobeiträgen berichtet. Gezeichnet werden Kraftfahrt-, Sach-, Haftpflicht- und Unfallversicherungen für Privatkunden und Gewerbetreibende bis zu mittlerer Betriebsgröße, während Renten-, Rechtsschutz- und Krankenversicherungen an Kooperationspartner vermittelt werden. Der Vertrieb stützt sich auf rund 90 eigene Agenturen, rund 2.500 Maklerpartner in Deutschland, rund 45 Assekuradeure in den Niederlanden sowie Kooperationen mit Banken, Versicherern und dem Autohandel. Rund 29 % der Beiträge stammen aus dem Ausland, überwiegend aus den Niederlanden. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte RheinLand Holding AG gebuchte Bruttobeiträge von 801 Mio. € und ein Konzernergebnis von 8,1 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 946 Mitarbeiter.

319. Die **Sampo Oyj, Helsinki/Finnland**, ist eine börsennotierte Holding ohne eigenes Versicherungsgeschäft und betreibt über ihre Tochtergesellschaften das nach eigener Darstellung führende Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft der nordischen Region sowie ein digitales Privatkundengeschäft im Vereinigten Königreich. Nach der Abspaltung der Mandatum im Jahr 2023 ist der Konzern auf die Nichtlebensversicherung fokussiert, auf das verbliebene Lebensgeschäft der If Livförsäkring AB entfallen lediglich noch rund 1 % der Beiträge. Das Geschäft gliedert sich in die Segmente Private Nordic mit 44 %, Private UK mit 22 %, Nordic Commercial mit 24 % und Nordic Industrial mit 6 % der Nettoversicherungserträge, ergänzt um das baltische Geschäft. Gezeichnet werden Kraftfahrt-, Sach-, Unfall-, Haftpflicht- und Arbeitsunfallversicherungen unter den Marken If, Topdanmark, Volvia und Hastings, die Verschmelzung von If und Topdanmark wurde zum 1. Juli 2025 abgeschlossen. Der nordische Vertrieb stützt sich auf digitale Kanäle und White-Label-Partnerschaften, im Vereinigten Königreich dominieren Vergleichsportale. Auf das Vereinigte Königreich entfallen 24 % der Beiträge, auf Dänemark 22 %, auf Norwegen 20 %, auf Schweden 20 % und auf Finnland 12 %. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Sampo Oyj gebuchte Bruttobeiträge von 10.294 Mio. € und ein Konzernergebnis von 1.998 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 16.157 Mitarbeiter.

320. Die **Sjóvá-Almennar tryggingar hf., Reykjavík/Island,** ist ein ausschließlich in Island tätiger Allsparten-Versicherer und nach eigenen Angaben der größte Versicherer des Landes mit einem Marktanteil von rund 33 % in der Schaden- und Unfallversicherung. Das Geschäft gliedert sich in die Segmente Schadenversicherung, Lebensversicherung und Kapitalanlagen.

Die Schadenversicherung mit einem Ertragsanteil von 89,6 % umfasst die gesetzliche Kraftfahrzeug-Haftpflichtversicherung mit 35 % der Erträge, Sachversicherungen mit 21 %, die freiwillige Kraftfahrtversicherung mit 18 % sowie Haftpflicht-, Unfall-, Arbeitsunfall-, Krankheitskosten- und Transportversicherungen. Über die Tochtergesellschaft Sjóvá líf werden Lebens- und Gesundheitsversicherungen mit einem Ertragsanteil von gut 10 % angeboten, ein Bank- oder Drittkunden-Vermögensverwaltungsgeschäft besteht nicht. Der Vertrieb erfolgt ausschließlich über eigene Mitarbeiter und Vermittler sowie über ein Netz von 15 Filialen und Servicebüros, Lebens- und Krankheitsversicherungen zusätzlich elektronisch. Rund 63 % der Erträge stammen aus dem Privatkundengeschäft und rund 37 % aus dem Firmenkundengeschäft, versichert sind rund 85.000 Privatpersonen und rund 9.000 Unternehmen. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Sjóvá-Almennar tryggingar hf. einen Versicherungsumsatz von 236 Mio. €[131] und ein Konzernergebnis von 14,0 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 199 Mitarbeiter.

321. Die **Tryg A/S, Ballerup/Dänemark,** ist der führende Schaden- und Unfallversicherer Skandinaviens und betreut rund sechs Millionen Kunden in Dänemark, Norwegen und Schweden. Das Geschäft gliedert sich in die beiden Segmente Private mit 68 % und Commercial mit 32 % der Versicherungserträge. Das Privatkundengeschäft umfasst Kraftfahrt-, Hausrat-, Gebäude-, Unfall-, Reise-, Motorrad-, Tier- und Krankenversicherungen, das Firmenkundengeschäft für kleine und mittlere Unternehmen ergänzend Sach-, Haftpflicht-, Arbeitsunfall- und Krankenversicherungen. Ein einjähriges Gruppenlebengeschäft besteht in geringem Umfang von rund 2 % der Beiträge, ein weiteres Lebensversicherungsgeschäft wird nicht betrieben. Der Konzern führt die Marken Tryg, Trygg-Hansa, Alka und Moderna Djurförsäkringar und vertreibt über eigene Agenten, Franchisenehmer, Callcenter, Onlinekanäle, Makler, Bankassurance sowie Autohäuser und Immobilienmakler. Auf Dänemark entfallen 46 % der Erträge, auf Schweden 32 % und auf Norwegen 22 %. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Tryg A/S gebuchte Bruttobeiträge von 5.362 Mio. € und ein Konzernergebnis von 724 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 6.732 Mitarbeiter (Vollzeitäquivalente).

322. Die **Unipol Assicurazioni S.p.A., Bologna/Italien,** ist die im Wesentlichen in Italien tätige Konzernobergesellschaft der Unipol-Gruppe und zugleich deren Hauptversicherungs-gesellschaft, nachdem die UnipolSai Assicurazioni zum 31. Dezember 2024 auf die vormalige Unipol Gruppo verschmolzen und diese umfirmiert wurde. Das Geschäft wird in den Sektoren Nichtleben, Leben, Bankbeteiligungen und übrige Geschäftsbereiche berichtet. Das Nichtlebengeschäft mit 9.584 Mio. € an Direktprämien umfasst Kraftfahrt-Haftpflicht- und Kaskoversicherungen, Feuer- und sonstige Sachversicherungen, Haftpflicht-, Unfall-,

[131] Das Unternehmen veröffentlicht seit der Umstellung auf IFRS 17 keine gebuchten Bruttobeiträge. Angegeben ist der Versicherungsumsatz (Insurance Revenue) nach IFRS 17 von 34.778 Mio. ISK.

Kranken-, Rechtsschutz- und Assistanceversicherungen, das Lebengeschäft mit 7.777 Mio. € überwiegend überschussbeteiligte und fondsgebundene Produkte. Ergänzend zum Versicherungsgeschäft bietet die Gruppe über Tochtergesellschaften unter anderem Telematik- und Mobilitätsdienstleistungen an. Der Vertrieb erfolgt über 1.805 Agenturen mit 3.459 Agenten, über Makler, über den Direktkanal sowie über die Bankschiene mit den Gesellschaften Arca Vita und Arca Assicurazioni über das Netz der BPER Banca, an der die Gesellschaft mit 19,94 % beteiligt ist. Weitere Spezialgesellschaften sind UniSalute im Gesundheitsgeschäft, Linear im Direktvertrieb und SIAT im Transportgeschäft. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Unipol Assicurazioni S.p.A. gebuchte Bruttobeiträge von 17.425 Mio. € und ein Konzernergebnis von 1.530 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 13.187 Mitarbeiter.

323. Die **UNIQA Insurance Group AG, Wien/Österreich,** ist mit rund 21 % Marktanteil die zweitgrößte Versicherungsgruppe Österreichs und in insgesamt 14 Ländern tätig. Das Geschäft gliedert sich in die Segmente UNIQA Österreich, UNIQA International, Rückversicherung und Gruppenfunktionen. Die Schaden- und Unfallversicherung umfasst Sachversicherungen für Privatpersonen und Unternehmen, Kraftfahrt-Haftpflicht- und Kaskoversicherungen, Feuer-, Haftpflicht-, Rechtsschutz- sowie private Unfallversicherungen und steht für 60,4 % der gebuchten Bruttoprämien.[132] Die Krankenversicherung mit einem Prämienanteil von 19,3 % ist in Österreich mit 43 % Marktanteil Marktführerin und umfasst die freiwillige Krankenversicherung für Privatkunden, die betriebliche Gesundheitsvorsorge sowie Opting-out-Angebote, während die Lebensversicherung 20,4 % beisteuert. Rund 42 % der Prämien stammen aus Zentral- und Osteuropa. Der Vertrieb erfolgt über den angestellten Außendienst, Generalagenturen, Makler, den Direktvertrieb sowie über den Bankenvertrieb mit der Partnerin Raiffeisen unter der Marke Raiffeisen Versicherung. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte UNIQA Insurance Group AG gebuchte Bruttobeiträge von 8.355 Mio. € und ein Konzernergebnis von 423 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 15.866 Mitarbeiter.

324. Die **Vaudoise Assurances Holding SA, Lausanne/Schweiz,** ist ein ausschließlich in der Schweiz und in Liechtenstein tätiger Versicherer mit einem Marktanteil von 5,9 % und gehört zu den zehn größten Privatversicherern des Landes. Das Geschäft gliedert sich in die Segmente Nichtlebengeschäft, Lebengeschäft und sonstiges Geschäft. Im Nichtlebengeschäft mit 1.242,6 Mio. CHF an gebuchten Bruttoprämien entfallen 32,5 % auf Motorfahrzeugversicherungen, 25,2 % auf Krankenversicherungen, 17,7 % auf

[132] Das Unternehmen bezeichnet diese Größe in seiner eigenen Berichterstattung als „verrechnete (Brutto-) Prämien", der in Österreich gebräuchliche Begriff für sämtliche im Geschäftsjahr für die Versicherungsverträge fällig gewordenen (in Rechnung gestellten) Beiträge, unabhängig davon, ob sie sich ganz oder teilweise auf ein späteres Geschäftsjahr beziehen (vgl. SFCR 2025, Glossar). Inhaltlich entspricht dies den gebuchten (Brutto-) Prämien.

Unfallversicherungen, 17,4 % auf Sachversicherungen und 6,2 % auf Haftpflichtversicherungen, ergänzt um das Tierversicherungsgeschäft der Tochtergesellschaft Epona. Rechtsschutz und Assistance werden nicht selbst gezeichnet, sondern über die assoziierten Gesellschaften Orion Rechtsschutz-Versicherung und Europ Assistance abgedeckt. Das Lebengeschäft steuert 232,6 Mio. CHF bei, das sonstige Geschäft umfasst Vermögensverwaltung, Vorsorgeberatung und Hypothekarlösungen. Der Vertrieb folgt einem hybriden Modell aus 26 Generalagenturen mit insgesamt 118 Agenturen, Maklerbetreuung, Telefon und Onlinekanälen und richtet sich an Privatpersonen, Selbstständigerwerbende sowie kleine und mittlere Unternehmen. Auf die Westschweiz entfallen 55,3 % der Prämien, auf die Deutschschweiz 39,6 % und auf die italienische Schweiz 4,9 %. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Vaudoise Assurances Holding SA gebuchte Bruttobeiträge von 1.584 Mio. € und ein Konzernergebnis von 168 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 2.164 Mitarbeiter.

325. Die **Vienna Insurance Group AG Wiener Versicherung Gruppe, Wien/Österreich**, ist mit mehr als 50 Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen in 30 Ländern die führende Versicherungsgruppe in Zentral- und Osteuropa. Das Geschäft gliedert sich in die Segmente Austria, Czech Republic, Poland, Extended CEE, Special Markets und Group Functions. Angeboten werden Kraftfahrzeug-Haftpflicht- und Kaskoversicherungen, Unfall-, Haftpflicht-, Feuer- und Elementarschaden- sowie Reiseversicherungen, ergänzt um Kranken- und Lebensversicherungen einschließlich Zusatz- und Pflegeprodukten. Kennzeichnend ist eine Mehrmarkenstrategie mit regional etablierten Marken und in den meisten Märkten mehreren Gesellschaften. Der Vertrieb erfolgt über angestellte Vertriebsmitarbeiter, Agenten, Makler, Bankpartnerschaften einschließlich der strategischen Partnerschaft mit der Erste Group sowie über digitale Kanäle. Im Oktober 2025 unterbreitete die Gesellschaft ein freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot an die Aktionäre der NBG. Mit Vollzug des Erwerbsangebots am 18. Mai 2026 hält die VIG 99,2 % des Grundkapitals der NBG. Zum Bilanzstichtag 31. Dezember 2025 war die NBG AG noch nicht konsolidiert. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte die Vienna Insurance Group gebuchte Bruttoprämien von 16.313,7 Mio. € bei einer Combined Ratio von 90,1 % und einem operativen Ergebnis (business operating result) von 1.257,7 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 34.745 Mitarbeiter.

326. Die **Wüstenrot & Württembergische AG, Kornwestheim,** ist eine Vorsorge- und Finanzgruppe, die Versicherungs-, Bauspar- und Bankprodukte nahezu ausschließlich in Deutschland anbietet. Das Geschäft gliedert sich in die Segmente Schaden-/Unfallversicherung, Personenversicherung, Wohnen sowie sonstige Segmente. Die Württembergische Versicherung AG zeichnet Kraftfahrt-, Unfall-, Rechtsschutz-, Haftpflicht-, Wohngebäude-, Hausrat-, Sach-, Transport-, technische sowie Kredit- und Kautionsversicherungen für Privat- und Firmenkunden und belegte gemessen an den gebuchten Bruttobeiträgen des inländischen Direktgeschäfts Platz neun unter den deutschen Schaden- und Unfallversicherern. Die Personenversicherung umfasst konventionelle und

fondsgebundene Lebens- und Rentenversicherungen, Risikolebens- und Berufsunfähigkeitsversicherungen sowie private Krankenvoll-, Krankenzusatz- und Pflegeversicherungen. Das Segment Wohnen bündelt das Bauspar- und Baufinanzierungsgeschäft der Wüstenrot Bausparkasse AG, die unter den privaten Bausparkassen den zweiten Platz einnimmt. Der Vertrieb erfolgt über die beiden Ausschließlichkeitsorganisationen von Wüstenrot und Württembergische, über Makler, über Kooperationspartner aus dem Banken- und Versicherungssektor sowie über die Digitalmarke Adam Riese. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte Wüstenrot & Württembergische AG gebuchte Bruttobeiträge von 5.049 Mio. € und ein Konzernergebnis von 121 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 7.565 Mitarbeiter.

327. Zur Analyse der ausgewählten börsennotierten Vergleichsunternehmen und ihrer wirtschaftlichen Entwicklung im Vergleich zur NBG AG haben wir wesentliche Finanzkennzahlen der Peer Group untersucht und den entsprechenden Kennzahlen der NBG AG gegenübergestellt.

Auswahl börsennotierter Vergleichsunternehmen – Asset Management

328. Ausgangspunkt unserer Peer Group-Auswahl für den Bereich Asset Management bildet, wie bei den Analysen zu den Geschäftsbereichen Leben/Kranken und Schaden/Unfall, eine Grundgesamtheit der börsennotierten Unternehmen auf Basis der Datenbank des Informationsdienstleisters S&P Capital IQ, Standard & Poor's Financial Services LLC, USA („S&P Capital IQ"). Diese Grundgesamtheit wurde hinsichtlich der Vergleichbarkeit mit dem Bereich Asset Management des NBG-Konzerns anhand folgender Kriterien gefiltert:

Kriterium	Ausprägung
Heimatmarkt	Entwickeltes Europa
Industrie-Klassifizierung	"Asset Management and Custody Banks"
Geschäftsbeschreibung	Enthält "asset management" oder "investment manager" oder "investment advice" oder "insurance"

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 6: Kriterien zur Peer Group-Auswahl für den Bereich Asset Management der NBG AG

329. Auf Basis der in der obigen Tabelle genannten Kriterien wurden 88 potenzielle Vergleichsunternehmen für den Bereich Asset Management identifiziert. Zusätzlich zu dieser Abfrage haben wir eine unabhängige, web- und KI-basierte Recherche betrieben sowie unternehmenseigene Quellen berücksichtigt (Geschäftsberichte, Investorenpräsentationen und Impairment Test-Unterlagen). Hieraus haben sich weitere vier potenziell vergleichbare

Unternehmen ergeben, sodass sich insgesamt eine sog. „Long List" von 92 Unternehmen ergab.

330. In einem ersten Schritt haben wir die Unternehmen anhand der Geschäftsbeschreibungen von S&P Capital IQ sowie ergänzender öffentlich verfügbarer Unternehmensinformationen qualitativ hinsichtlich der Ausrichtung ihres Geschäftsmodells untersucht. Dabei haben wir insbesondere geprüft, ob das Asset Management die Geschäftstätigkeit prägt und die Wertschöpfung im Wesentlichen aus der Verwaltung und Beratung fremder Vermögen resultiert. Ausgeschlossen wurden insbesondere Beteiligungs- und Investmentgesellschaften, die überwiegend eigenes Vermögen anlegen, reine Fondsadministratoren und sonstige Dienstleister ohne wesentliche Verantwortung für Anlageentscheidungen sowie Banken und Finanzdienstleistungsgruppen, deren Geschäftsmodell vorwiegend durch Private Banking, Wealth Management oder andere Finanzdienstleistungen geprägt ist. Unternehmen mit einem deutlichen Schwerpunkt auf dem Retailgeschäft haben wir ebenfalls als weniger vergleichbar beurteilt. Nach diesem ersten Auswahlschritt verblieben 18 potenzielle Vergleichsunternehmen.

331. Diese Unternehmen haben wir insbesondere anhand ihrer Geschäftsberichte einer weitergehenden Detailanalyse unterzogen. Gegenstand der Untersuchung waren zunächst die Bedeutung des Asset Managements für das Geschäftsmodell und das Ertragsprofil sowie die Frage, ob die Erträge überwiegend aus Verwaltungs- und Beratungsgebühren beziehungsweise Provisionen und nicht aus Zinsüberschüssen oder Anlagen für eigene Rechnung erzielt werden. Darüber hinaus haben wir den Managementansatz und das Anlagenuniversum, insbesondere die Bedeutung aktiver gegenüber passiven Anlagestrategien sowie traditioneller gegenüber alternativen Anlageklassen, untersucht. Weitere Beurteilungskriterien waren die Kundenstruktur mit Blick auf die institutionelle Ausrichtung der NAM, ein etwaiger Bezug zur Verwaltung von Versicherungsvermögen sowie die geografische Ausrichtung der Geschäftstätigkeit. Als besonders vergleichbar haben wir Unternehmen angesehen, deren Geschäftsmodell durch aktives Asset Management geprägt ist, die überwiegend institutionelle Kunden betreuen und deren wesentliche Kunden- und Absatzmärkte in Europa liegen.

332. Auf Grundlage der vorgenannten Analyseschritte haben wir insgesamt acht Unternehmen identifiziert, die eine hinreichende Vergleichbarkeit zum Geschäftsbereich Asset Management des NBG-Konzerns aufweisen. Im Folgenden stellen wir die von uns identifizierten börsennotierten Vergleichsunternehmen dar.

333. Die **Bellevue Group AG, Zürich/Schweiz**, ist ein auf aktives Asset Management spezialisierter Anbieter. Der Schwerpunkt liegt auf Healthcare-Aktien, spezialisierten Small- und Mid-Cap-Strategien sowie Multi-Asset-Lösungen, die über regulierte Fonds,

börsennotierte Investmentgesellschaften und institutionelle Mandate angeboten werden. Nach dem Verkauf der Private-Markets-Tochter adbodmer im September 2025 wird nur noch ein operatives Segment berichtet, rund 98 % der verwalteten Vermögen entfallen auf börsennotierte Anlagen. Kunden sind Banken, Vermögensverwalter, Family Offices, Pensionskassen und professionelle Intermediäre, ein direktes Privatkundengeschäft besteht nicht. Auf die Schweiz entfallen 91 % des Geschäftsertrags, Kernmärkte sind daneben Deutschland und Großbritannien. Im Geschäftsjahr 2025 verwaltete Bellevue Group AG Vermögen i.H.v. 5,6 Mrd. € (Assets under Management, kurz „AuM“) und erzielte ein Konzernergebnis von 2,0 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 77 Mitarbeiter.

334. Die **DWS Group GmbH & Co. KGaA, Frankfurt am Main**, ist ein global tätiger Vermögensverwalter, an dem die Deutsche Bank mehrheitlich beteiligt und zugleich größte Vertriebspartnerin ist. Das Angebot umfasst aktive Aktien-, Anleihe-, Multi-Asset- und Geldmarktstrategien, passive Produkte der Marke Xtrackers, alternative Anlagen sowie Beratungs- und digitale Investmentservices für Privatkunden und institutionelle Anleger. Der Konzern wird als ein einziges Geschäftssegment gesteuert und vertreibt über ein weltweites eigenes Netz sowie über Drittvertriebe. Von den verwalteten Vermögen entfielen 460 Mrd. € auf ausdrücklich aktive Strategien, 395 Mrd. € auf passive Produkte, 108 Mrd. € auf alternative Anlagen, 106 Mrd. € auf Geldmarktanlagen und 16 Mrd. € auf Beratungsdienstleistungen. Auf Deutschland entfielen 37,4 % der Brutto-Provisionserträge. Im Geschäftsjahr 2025 verwaltete DWS Group GmbH & Co. KGaA Vermögen i.H.v. 1.085,0 Mrd. € (AuM) und erzielte ein Konzernergebnis von 928 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 4.964 Mitarbeiter.

335. Die **GAM Holding AG, Zürich/Schweiz**, ist ein international tätiger, aktiv ausgerichteter Investment- und Wealth-Manager. Das Angebot umfasst spezialisierte aktive Aktien-, Anleihe- und Multi-Asset-Strategien mit 80,0 % der verwalteten Vermögen, alternative Strategien einschließlich Insurance-Linked Securities mit 12,8 % sowie die individuelle Vermögensverwaltung für vermögende Privatkunden, Family Offices, Trusts und Stiftungen mit 7,2 %. Anlageentscheidungen werden über eigene Investmentteams sowie über ausgewählte externe Partnerschaften getroffen, das zuvor betriebene Fund-Management-Services-Geschäft wurde übertragen. Auf institutionelle Kunden entfallen 56,0 % der verwalteten Vermögen und auf Intermediäre 36,8 %, Schwerpunkte der Geschäftstätigkeit sind Großbritannien und die Schweiz. Im Geschäftsjahr 2025 verwaltete GAM Holding AG Vermögen i.H.v. 13,4 Mrd. € (AuM) und erzielte ein Konzernergebnis von minus 79,7 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 226 Mitarbeiter (Vollzeitäquivalente).

336. **Impax Asset Management Group plc, London/Vereinigtes Königreich**, ist ein Spezialanbieter für Anlagen im Zusammenhang mit dem Übergang zu einer nachhaltigeren Wirtschaft. Das Geschäft gliedert sich in die Segmente Listed Equities mit 88,2 % der verwalteten Vermögen, Fixed Income mit 9,3 % und Private Markets mit 2,4 %, sämtliche

Strategien werden aktiv gesteuert. Angeboten werden eigene Fonds, segregierte Mandate und sub-advisierte Produkte für institutionelle Anleger sowie für Wholesale- und Wealth-Intermediäre, größte Vertriebspartnerin und zugleich Anteilseignerin ist BNP Paribas Asset Management. Nach Kundenstandort entfallen rund 56 % der Erlöse auf Luxemburg, das Vereinigte Königreich, Frankreich, Irland und die Niederlande. Im Geschäftsjahr zum 30. September 2025 verwaltete Impax Asset Management Group Plc Vermögen i.H.v. 29,9 Mrd. € (AuM) und erzielte ein Konzernergebnis von 23,2 Mio. €. Zum Bilanzstichtag beschäftigte der Konzern 275 Mitarbeiter.

337. Die **LAIQON AG, Hamburg**, ist ein deutscher Asset- und Wealth-Management-Konzern mit weiteren Standorten in Frankfurt, München und Berlin. Das Geschäft gliedert sich in die Segmente Asset Management mit 63,0 % des Umsatzes, Wealth Management mit 23,6 %, Digital Wealth mit 7,0 % und Group mit 6,4 %. Asset Management verwaltet aktive Aktien-, Anleihe- und Mischfonds sowie institutionelle Mandate, Wealth Management die diskretionäre Vermögensverwaltung für vermögende Privatkunden, Family Offices und Stiftungen, Digital Wealth digitale und KI-gestützte Portfolios, White-Label-Lösungen und Software. Neben eigenen Marken bestehen Kooperationen mit Banken, Plattformen und einem großen europäischen Versicherer, digitale Lösungen werden auch in versicherungsgebundene Altersvorsorgeprodukte eingebettet. Der Markt ist der DACH-Raum mit Schwerpunkt Deutschland. Im Geschäftsjahr 2025 verwaltete Laiqon AG Vermögen i.H.v. 10,0 Mrd. € (AuM) und erzielte ein Konzernergebnis von minus 20,4 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 150 Mitarbeiter.

338. **Man Group plc, St. Helier/Jersey**, mit operativem Hauptsitz in London, ist ein global tätiger aktiver Investment Manager mit systematischen und diskretionären Strategien. Das Angebot umfasst Absolute-Return-, Total-Return-, Multi-Manager- und Long-only-Strategien, auf alternative Strategien entfielen 103,6 Mrd. USD und auf Long-only-Strategien 124,0 Mrd. USD der verwalteten Vermögen. Der Konzern wird als ein einziges Investment-Management-Segment gesteuert. Die Kundenbasis umfasst über 760 institutionelle Kunden, darunter Pensionskassen, Staatsfonds und Versicherer, ergänzt um einen wachsenden Wealth-Kanal, 62 % der verwalteten Vermögen sind kundenspezifisch ausgestaltet. Nach Domizil entfallen 49 % auf EMEA, 33 % auf Amerika und 18 % auf Asien-Pazifik. Im Geschäftsjahr 2025 verwaltete Man Group Plc Vermögen i.H.v. 193,8 Mrd. € (AuM) und erzielte ein Konzernergebnis von 152 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 1.719 Mitarbeiter.

339. **Polar Capital Holdings plc, London/Vereinigtes Königreich,** ist ein unabhängiger und spezialisierter aktiver Investment Manager, der eine gemeinsame Plattform für 14 weitgehend eigenständig arbeitende Investmentteams bereitstellt. Die Plattform übernimmt Fondsstrukturierung, Handel, Compliance, Administration, internationalen Vertrieb und Kundenbetreuung, die Teams verantworten Portfoliomanagement und Research. Die

überwiegend aktienorientierten Sektor- und Regionalstrategien umfassen insbesondere Technology, Healthcare, Global Insurance und Emerging Markets und werden über 26 offene Fonds mit 75 % der verwalteten Vermögen, drei Investment Trusts mit 22 % und segregierte Mandate mit 3 % angeboten. Kunden sind professionelle und institutionelle Anleger. Im Geschäftsjahr zum 31. März 2026 verwaltete Polar Capital Holdings Plc Vermögen i.H.v. 35,0 Mrd. € (AuM) und erzielte ein Konzernergebnis von 67,2 Mio. €. Das Unternehmen beschäftigte im Geschäftsjahr 2025/26 durchschnittlich rd. 200 Mitarbeiter.

340. Die **Schroders plc, London/Vereinigtes Königreich**, ist ein global tätiger unabhängiger Investment- und Wealth-Management-Konzern. Das Segment Asset Management umfasst aktiv verwaltete Aktien-, Anleihe- und Multi-Asset-Strategien, institutionelle Lösungsmandate einschließlich Fiduciary Management sowie Private Markets über Schroders Capital und steht für 605,7 Mrd. GBP der verwalteten Vermögen und 78,5 % der Nettoerträge. Das Segment Wealth Management verbindet diskretionäre und beratende Vermögensverwaltung, Finanz- und Nachlassplanung, eine Plattform für Finanzberater sowie Bankdienstleistungen für vermögende und sehr vermögende Privatkunden, Familien und gemeinnützige Organisationen und steht für 123,9 Mrd. GBP und 21,5 % der Nettoerträge. Nach Kundenkanal entfallen 64 % der verwalteten Vermögen auf institutionelle Kunden, 19 % auf Intermediäre und 17 % auf das Wealth Management. Im Geschäftsjahr 2025 verwaltete Schroders plc Vermögen i.H.v. 836,3 Mrd. € (AuM) und erzielte ein Konzernergebnis von 631 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 5.717 Mitarbeiter.

341. Zur Analyse der ausgewählten börsennotierten Vergleichsunternehmen und ihrer wirtschaftlichen Entwicklung im Vergleich zur NBG AG haben wir wesentliche Finanzkennzahlen der Peer Group untersucht und den entsprechenden Kennzahlen der NBG AG gegenübergestellt.

Auswahl börsennotierter Vergleichsunternehmen – Fürst Fugger Privatbank AG

342. Ausgangspunkt unserer Peer Group-Auswahl für den Bereich Banking bildet, wie bei den Analysen zu den Geschäftsbereichen Leben/Kranken, Schaden/Unfall und Asset Management, eine Grundgesamtheit der börsennotierten Unternehmen auf Basis der Datenbank des Informationsdienstleisters S&P Capital IQ, Standard & Poor's Financial Services LLC, USA („S&P Capital IQ"). Diese Grundgesamtheit wurde hinsichtlich der Vergleichbarkeit mit dem Bereich Banking des NBG-Konzerns anhand folgender Kriterien gefiltert:

Kriterium	Ausprägung
Heimatmarkt	Entwickeltes Europa
Industrie-Klassifizierung	“Asset Management and Custody Banks”
Geschäftsbeschreibung	Enthält “private banking” oder “wealth management” oder “high net worth individuals” oder “HNWI” oder “portfolio management” oder “securities custody accounts” oder “discretionary asset management”

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 7: Kriterien zur Peer Group-Auswahl für den Bereich Banking der NBG AG

343. Auf Basis der in der obigen Tabelle genannten Kriterien wurden 93 potenzielle Vergleichsunternehmen für den Bereich Banking identifiziert. Zusätzlich zu dieser Abfrage haben wir eine unabhängige, web- und KI-basierte Recherche betrieben sowie unternehmenseigene Quellen berücksichtigt (Geschäftsberichte, Investorenpräsentationen und Impairment Test-Unterlagen). Hieraus haben sich weitere vier potenziell vergleichbare Unternehmen ergeben, sodass sich insgesamt eine sog. „Long List" von 97 Unternehmen ergab.

344. In einem ersten Schritt haben wir die Unternehmen anhand der Geschäftsbeschreibungen von S&P Capital IQ sowie ergänzender öffentlich verfügbarer Unternehmensinformationen qualitativ hinsichtlich der Ausrichtung ihres Geschäftsmodells untersucht. Dabei haben wir insbesondere geprüft, ob Private Banking bzw. Wealth Management für vermögende Privatkunden (HNWI) und/oder institutionelle Anleger die Geschäftstätigkeit prägt und die Wertschöpfung im Wesentlichen aus der Anlageberatung und diskretionären Vermögensverwaltung für fremde Vermögen resultiert, deren Vergütung überwiegend provisions- bzw. gebührenbasiert an das betreute Kundenvermögen gekoppelt ist. Ausgeschlossen wurden insbesondere reine Asset Manager ohne unmittelbare, individuelle Kundenbeziehung im Beratungs- oder Verwaltungsmandat, Universalbanken, deren Geschäftsmodell und Bewertung durch andere Geschäftsfelder wie Firmenkunden-, Investmentbanking- oder Massenkundengeschäft dominiert wird, sowie Institute mit einem deutlichen Schwerpunkt auf dem Retail- bzw. Massenkundengeschäft oder auf dem klassischen Zins- und Kreditgeschäft. Nach diesem ersten Auswahlschritt verblieben 20 potenzielle Vergleichsunternehmen.

345. Diese Unternehmen haben wir insbesondere anhand ihrer Geschäftsberichte einer weitergehenden Detailanalyse unterzogen, die sich im Wesentlichen auf drei Aspekte erstreckte. Im Mittelpunkt stand zunächst die operative Vergleichbarkeit des Leistungsportfolios, insbesondere die Bedeutung der individuellen Anlageberatung und diskretionären Vermögensverwaltung für vermögende Privatkunden gegenüber anderen

Geschäftsfeldern wie einem bedeutenden Firmenkunden-, Investmentbanking- oder Massenkundengeschäft, einem reinen Transaktions- bzw. Brokeragegeschäft sowie der Bedeutung des Kreditgeschäfts für die Bilanzstruktur. Darüber hinaus haben wir den regulatorischen Status der jeweiligen Unternehmen als Einflussfaktor auf die Vergleichbarkeit berücksichtigt. Dieser bestimmt sowohl die zulässigen Geschäftsaktivitäten und das angebotene Produktspektrum als auch die anzuwendenden Eigenmittel- und Bilanzierungsvorschriften, sodass Unternehmen, die einer vergleichbaren aufsichtsrechtlichen Regulierung unterliegen, tendenziell als besser vergleichbar anzusehen sind, ohne dass ein abweichender Status für sich genommen zu einem Ausschluss führte. Schließlich haben wir die geografische Ausrichtung der Geschäftstätigkeit untersucht, insbesondere die jeweiligen Kernmärkte sowie den Grad der Diversifikation der Geschäftstätigkeit, wobei eine stärkere Konzentration auf Deutschland bzw. einzelne europäische Kernmärkte tendenziell für eine höhere Vergleichbarkeit sprach, während eine breite internationale bzw. globale Diversifikation der Geschäftstätigkeit tendenziell als weniger vergleichbar betrachtet wurde. Die Beurteilung der Vergleichbarkeit der einzelnen Unternehmen beruhte auf einer Gesamtbetrachtung dieser Analysen.

346. Auf Grundlage der vorgenannten Analyseschritte haben wir insgesamt acht Unternehmen identifiziert, die eine hinreichende Vergleichbarkeit zum Geschäftsbereich Banking des NBG-Konzerns aufweisen. Im Folgenden stellen wir die von uns identifizierten börsennotierten Vergleichsunternehmen dar.

347. **Banca Generali S.p.A., Triest/Italien**, ist eine auf das Private Banking spezialisierte italienische Bank, die vermögende und wohlhabende Privatkunden bei der Anlage und Verwaltung ihres Vermögens berät und betreut. Ihr Geschäft ist nahezu vollständig auf Italien ausgerichtet, wo die Kunden über ein firmeneigenes Netz aus selbstständigen Finanzberatern und angestellten Kundenberatern gewonnen und begleitet werden. Angeboten werden Anlageberatung, individuelle Vermögensverwaltung mit hauseigenen und fremden Fonds, Wertpapierverwahrung sowie, in Zusammenarbeit mit der Mehrheitsaktionärin Assicurazioni Generali, Versicherungsanlageprodukte, ergänzt um Beratung zur Vermögensnachfolge und zu verwandten Themen. Das Führen von Konten und ein bewusst klein gehaltenes, überwiegend besichertes Kreditgeschäft runden die Kundenbeziehung ab. Intern unterscheidet die Bank die beiden Bereiche „Private Banking“, der den Großteil des Beraternetzes umfasst, und „Senior Partner“, in dem einzelne Berater und Teams mit besonders großen betreuten Vermögen zusammengefasst sind. Mit der 2025 abgeschlossenen Übernahme des unabhängigen Wertpapierhauses Intermonte kam ergänzend das Geschäft mit Wertpapierhandel sowie Kapitalmarkt- und Unternehmensberatung vor allem für Unternehmer und mittelständische Firmen hinzu. Im Geschäftsjahr 2025 verwaltete Banca Generali S.p.A. Vermögen i.H.v. 113,5 Mrd. € (AuM)

und erzielte ein Konzernergebnis von 447 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern von 1.313 Mitarbeiter.

348. **Brooks Macdonald Group plc, London/Vereinigtes Königreich**, ist ein auf das Vereinigte Königreich fokussierter Vermögensverwalter (Wealth Manager) ohne eigene Bankzulassung, der seit 1991 vermögende Privatkunden bei der Anlage und Verwaltung ihres Vermögens betreut. Prägend ist ein duales Geschäftsmodell aus dem Vertrieb über unabhängige Finanzberater und -planer (Independent Financial Advisers, IFAs), über die der Zugang zu den Endkunden überwiegend erfolgt, und einer eigenen Finanzplanungsmarke (Brooks Financial) für die direkte Beratung. Kern des Angebots ist die diskretionäre Vermögensverwaltung, die von der individuellen Einzelbetreuung (Bespoke Portfolio Service) über zentral gesteuerte Musterportfolios (Managed Portfolio Service) bis zu einem AIM-Portfolioservice[133] reicht und um hauseigene Multi-Asset-Fonds sowie eigene Finanz- und Ruhestandsplanung ergänzt wird. Betreut werden neben vermögenden Privatkunden auch Trusts, gemeinnützige Organisationen und Pensionsfonds, ein Massen- bzw. Retailgeschäft besteht nicht. Nach der Veräußerung des internationalen Geschäfts (Brooks Macdonald International) im Jahr 2025 ist die Gruppe vollständig auf den britischen Markt ausgerichtet. Im Geschäftsjahr zum 30. Juni 2026 verwaltete Brooks Macdonald Group plc Vermögen i.H.v. 22,4 Mrd. € (AuM) und erzielte ein Konzernergebnis von 2,8 Mio. €. Zum Bilanzstichtag beschäftigte der Konzern 521 Mitarbeiter.

349. Die **EFG International AG, Zürich/Schweiz**, ist eine international tätige Schweizer Privatbank, die auf das Wealth Management für große Privatvermögen spezialisiert ist. Prägend ist ein Betreuungsmodell, in dem eigenverantwortlich arbeitende Kundenberater (Client Relationship Officers) ihre Kunden weitgehend selbstständig betreuen und dabei auf eine gemeinsame Plattform sowie zentrale Fachabteilungen zurückgreifen. Das Angebot reicht von der Anlageberatung und der individuellen Vermögensverwaltung über eine konzerneigene, auch extern an institutionelle Anleger und Vertriebspartner vertriebene Fondspalette bis zu Finanzierungen von Wertpapierkrediten bis hin zu Hypotheken, die überwiegend besichert sind und die Vermögensbetreuung ergänzen. Hinzu kommen die Vermögens- und Nachlassplanung, Treuhand- und Fondsdienste sowie ein eigener Handelsbereich für die Ausführung von Geschäften in Aktien, Anleihen, Devisen, Edelmetallen und strukturierten Produkten. Betreut werden neben vermögenden und sehr vermögenden Privatkunden auch institutionelle Anleger und unabhängige Vermögensverwalter. Mit mehr als 40 Standorten weltweit ist die Gruppe breit aufgestellt, ohne dass ein einzelner Markt

---

[133] Der AIM Portfolio Service ist ein aktiv verwalteter Anlagedienst, der in ein Portfolio aus 30–40 sorgfältig ausgewählten, am Londoner Alternative Investment Market (AIM) notierten Unternehmen investiert und langfristiges Kapitalwachstum anstrebt. Im Kern geht es darum, die in Großbritannien für bestimmte AIM-Aktien geltenden Steuerbegünstigungen im Rahmen der Erbschaftsteuerplanung gezielt zu nutzen.

dominiert. Die Kernmärkte sind die Schweiz und Italien. Im Geschäftsjahr 2025 verwaltete EFG International AG Vermögen i.H.v. 194,3 Mrd. € (AuM) und erzielte ein Konzernergebnis von 350 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 3.225 Mitarbeiter (Vollzeitäquivalente).

350. Die **Evli Oyj, Helsinki/Finnland**, ist ein auf die Vermögensverwaltung spezialisierter nordischer Finanzdienstleister und eines der größten Fondshäuser Finnlands, der institutionelle Investoren, Unternehmen und vermögende Privatpersonen betreut. Evli ging 2022 im Wege einer Teilabspaltung aus der Evli Bank hervor und ist heute als Wertpapierfirma organisiert. Die Bankzulassung liegt bei einer Konzerntochter und dient im Wesentlichen der Depot- und Verwahrfunktion sowie der Emission strukturierter Anlageprodukte, während ein klassisches Einlagen- und Kreditgeschäft nicht betrieben wird. Den Kern bildet das Segment „Wealth Management and Investor Clients" mit der individuellen Vermögensverwaltung und Anlageberatung für vermögende Privatkunden (Private Banking) und institutionelle Anleger (Institutional Asset Management), ergänzt um ein breites, hauseigenes Fonds- und Fondsmanagementgeschäft (Publikumsfonds/UCITS, alternative Investmentfonds) sowie Wertpapierbrokerage und strukturierte Produkte. Das Segment „Advisory and Corporate Clients" bündelt die Kapitalmarkt- und Unternehmensberatung (Corporate Finance/M&A). Das Geschäft ist klar auf den Heimatmarkt Finnland ausgerichtet, auf den rund 85 % der Erträge entfallen. Der internationale Vertrieb über Kooperationspartner bildet einen strategischen Schwerpunkt. Im Geschäftsjahr 2025 verwaltete Evli Oyj Vermögen i.H.v. 21,4 Mrd. € (AuM) und erzielte ein Konzernergebnis von 44,5 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 317 Mitarbeiter.

351. Die **Julius Bär Gruppe AG, Zürich/Schweiz**, ist eine international tätige Schweizer Privatbank, die sich ganz auf das Wealth Management für große Privatvermögen konzentriert. Im Mittelpunkt steht die persönliche Betreuung durch Kundenberater (Relationship Manager), die ihren Kunden eine individuelle Vermögensverwaltung und Anlageberatung über eine offene, auch fremde Produkte einbeziehende Plattform bieten. Ergänzt wird dies durch eine umfassende Vermögens- und Nachlassplanung mit Finanz-, Steuer- und Nachfolgeberatung, durch Wertpapierhandel und Verwahrung sowie durch überwiegend besicherte Wertpapier- und Immobilienkredite, die der Vermögensbetreuung nachgeordnet sind. Zu den Kunden zählen vermögende Privatpersonen, Unternehmerfamilien und deren eigene Vermögensverwaltungsgesellschaften (Family Offices), daneben stellt die Bank unabhängigen Vermögensverwaltern ihre Infrastruktur zur Verfügung. Tätig ist die Gruppe in rund 25 Ländern mit Schwerpunkten in der Schweiz, in Europa, in Asien und in Amerika. Im Geschäftsjahr 2025 verwaltete Julius Bär Gruppe AG Vermögen i.H.v. 535,1 Mrd. € (AuM) und erzielte ein Konzernergebnis von 820 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 7.390 Mitarbeiter (Vollzeitäquivalente).

352. Die **Quirin Privatbank AG, Berlin/Deutschland**, ist eine börsennotierte deutsche Privatbank mit Vollbanklizenz, die vermögende Privatkunden bei der Anlage und Verwaltung ihres Vermögens betreut. Im Privatkundengeschäft berät die Bank an bundesweit 15 Standorten über ausschließlich festangestellte Berater und wird dabei ohne Vertriebsprovisionen unmittelbar vom Kunden auf Basis der verwalteten Vermögen vergütet. Kernprodukt ist die diskretionäre Vermögensverwaltung auf Basis eines wissenschaftlich fundierten, regelgebundenen Anlagekonzepts ohne aktive Marktprognosen. Die auf Einzeltitel bezogene Anlageberatung wurde eingestellt. Ergänzt wird das Angebot durch die mehrheitlich gehaltene digitale Tochter quirion, einen Robo-Advisor für ein breiteres, digital-affines Publikum. Der Schwerpunkt der Gruppe liegt jedoch nicht auf diesem Retail-Geschäft. Auf quirion entfällt mit rund 102.000 der insgesamt rund 117.000 Kunden zwar die große Mehrheit der Kundenzahl, jedoch nur etwa ein Drittel der betreuten Vermögen (3,3 Mrd. € von 10,5 Mrd. €), während der wertmäßige Kern von 7,2 Mrd. € auf die persönlich betreute Vermögensverwaltung vermögender Privatkunden entfällt. Als zweiter Geschäftsbereich umfasst das Kapitalmarktgeschäft Corporate Finance und Kapitalmarktservice, etwa Anleiheemissionen und Zahlstellendienste. Am deutschen Mittelstandsanleihemarkt zählt die Bank zu den führenden Häusern. Geografisch ist die Gruppe ausschließlich auf Deutschland ausgerichtet. Im Geschäftsjahr 2025 verwaltete Quirin Privatbank AG Vermögen i.H.v. 7,2 Mrd. € (AuM) und erzielte ein Konzernergebnis von 11,0 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 280 Mitarbeiter.

353. **Rathbones Group Plc, London/Vereinigtes Königreich**, zählt zu den führenden britischen Vermögensverwaltern und betreut überwiegend vermögende Privatkunden, Familien, gemeinnützige Organisationen und Treuhänder im Vereinigten Königreich. Den Schwerpunkt bildet der Bereich „Wealth Management“, in dem die individuelle Vermögensverwaltung von der maßgeschneiderten Einzelbetreuung bis zu standardisierten, zentral gesteuerten Musterportfolios angeboten und um Finanz- und Nachlassplanung, Steuer- und Rechtsberatung sowie nachhaltige Anlagekonzepte ergänzt wird. Zwar verfügt Rathbones über eine Bankzulassung und nimmt Einlagen entgegen, das Kreditgeschäft ist jedoch nur von untergeordneter Bedeutung und dient der Betreuung der Bestandskunden. Der kleinere Bereich „Asset Management“ verwaltet aktiv gemanagte Aktien-, Anleihe- und Mischfonds für private und institutionelle Anleger, die auch über die eigene Vermögensverwaltung und über externe Berater vertrieben werden. Im Geschäftsjahr 2025 verwaltete Rathbones Group Plc Vermögen i.H.v. 132,5 Mrd. € (AuM) und erzielte ein Konzernergebnis von 129 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 3.251 Mitarbeiter.

354. **Van Lanschot Kempen NV, 's-Hertogenbosch/Niederlande,** ist der nach eigenen Angaben älteste unabhängige Finanzdienstleister der Niederlande und hat sich auf die Vermögensverwaltung spezialisiert. Das Geschäft gliedert sich in vier Geschäftsbereiche. Den Kern bilden die Bereiche „Private Clients Netherlands“ und „Private Clients Belgium“, die

vermögende Privatkunden, Unternehmer und Familien in den Niederlanden und, unter der Marke Mercier Van Lanschot, in Belgien betreuen. Neben Vermögensverwaltung und Anlagelösungen gehören dazu Spareinlagen, Hypotheken und Wertpapierkredite sowie Beratung zur Vermögensübertragung, wobei das Kreditgeschäft bewusst kapitalschonend gehalten wird. Ergänzt wird das Privatkundengeschäft um eine Online-Anlageplattform für wohlhabende Kunden und um die internationale Betreuung über die Schweizer Tochtergesellschaft. Der Bereich „Investment Management Clients“ verwaltet Vermögen für institutionelle Kunden und Pensionseinrichtungen, betreibt eigene Fonds und übernimmt die treuhänderische Steuerung ganzer Anlageportfolios (Fiduciary Management). Der Bereich „Investment Banking Clients“ bündelt Kapitalmarkt- und Beratungsdienstleistungen mit Schwerpunkt auf europäischen Immobilien- und Biowissenschaftsunternehmen (Life Sciences). Geografisch liegt der Schwerpunkt auf den Niederlanden und Belgien. Im Geschäftsjahr 2025 verwaltete Van Lanschot Kempen NV Vermögen i.H.v. 158,9 Mrd. € (AuM) und erzielte ein Konzernergebnis von 157 Mio. €. Zum Jahresende beschäftigte der Konzern 2.309 Mitarbeiter.

III. Analyse der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des NBG-Konzerns

1. Vermögens- und Finanzlage

355. Nachfolgend ist die Vermögens- und Kapitalstruktur des NBG-Konzerns zu den jeweiligen Bilanzstichtagen der Geschäftsjahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

NÜRNBERGER Beteiligungs-AG	31.12.2023		31.12.2024		31.12.2025	
Konzernbilanz nach HGB	in Mio.€	*in %*	in Mio.€	*in %*	in Mio.€	*in %*
A. Immaterielle Vermögensgegenstände	**99**	***0,3***	**97**	***0,3***	**96**	***0,3***
B. Kapitalanlagen	**24.073**	***68,8***	**24.364**	***66,5***	**24.644**	***65,8***
I. Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und Bauten einschließlich der Bauten auf fremden Grundstücken	472	*1,3*	464	*1,3*	280	*0,7*
II. Kapitalanlagen in verbundenen Unternehmen und Beteiligungen	161	*0,5*	156	*0,4*	107	*0,3*
III. Sonstige Kapitalanlagen	23.423	*66,9*	23.723	*64,7*	24.235	*64,7*
1. Aktien, Anteile oder Aktien an Investmentvermögen und andere nicht festverzinsliche Wertpapiere	6.151	*17,6*	6.692	*18,3*	6.954	*18,6*
2. Inhaberschuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere	8.955	*25,6*	8.879	*24,2*	9.337	*24,9*
3. Hypotheken-, Grundschuld- und Rentenschuldforderungen	206	*0,6*	196	*0,5*	199	*0,5*
4. Sonstige Ausleihungen	6.590	*18,8*	6.224	*17,0*	5.952	*15,9*
a. Namensschuldverschreibungen	2.055	*5,9*	2.010	*5,5*	2.119	*5,7*
b. Schuldscheinforderungen und Darlehen	4.465	*12,8*	4.141	*11,3*	3.762	*10,0*
c. Darlehen und Vorauszahlungen auf Versicherungsscheine	3	*0,0*	2	*0,0*	2	*0,0*
d. übrige Ausleihungen	68	*0,2*	71	*0,2*	70	*0,2*
5. Einlagen bei Kreditinstituten	132	*0,4*	170	*0,5*	122	*0,3*
6. Andere Kapitalanlagen	1.389	*4,0*	1.560	*4,3*	1.671	*4,5*
IV. Depotforderungen aus dem in Rückdeckung übernommenen Versicherungsgeschäft	17	*0,0*	20	*0,1*	22	*0,1*
C. Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von Lebens- und Unfallversicherungspolicen	**9.377**	***26,8***	**10.759**	***29,4***	**11.192**	***29,9***
D. Forderungen	**460**	***1,3***	**481**	***1,3***	**542**	***1,4***
I. Forderungen aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft an:	331	*0,9*	355	*1,0*	324	*0,9*
II. Abrechnungsforderungen aus dem Rückversicherungsgeschäft	21	*0,1*	18	*0,0*	83	*0,2*
III. Sonstige Forderungen	108	*0,3*	109	*0,3*	134	*0,4*
E. Sonstige Vermögensgegenstände	**644**	***1,8***	**607**	***1,7***	**678**	***1,8***
I. Sachanlagen und Vorräte	28	*0,1*	24	*0,1*	20	*0,1*
II. Laufende Guthaben bei Kreditinstituten, Schecks und Kassenbestand	538	*1,5*	488	*1,3*	548	*1,5*
III. Andere Vermögensgegenstände	78	*0,2*	95	*0,3*	110	*0,3*
F. Rechnungsabgrenzungsposten	**160**	***0,5***	**171**	***0,5***	**189**	***0,5***
G. Aktive latente Steuern	**181**	***0,5***	**169**	***0,5***	**141**	***0,4***
Summe der Aktiva	**34.995**	***100,0***	**36.648**	***100,0***	**37.482**	***100,0***

NÜRNBERGER Beteiligungs-AG	31.12.2023		31.12.2024		31.12.2025	
Konzernbilanz nach HGB	in Mio.€	*in %*	in Mio.€	*in %*	in Mio.€	*in %*
A. Eigenkapital	**967**	***2,8***	**848**	***2,3***	**891**	***2,4***
I. Gezeichnetes Kapital	40	*0,1*	40	*0,1*	40	*0,1*
II. Kapitalrücklage	136	*0,4*	136	*0,4*	136	*0,4*
III. Gewinnrücklagen	734	*2,1*	736	*2,0*	654	*1,7*
IV. Konzernjahresüberschuss (Konzernjahresfehlbetrag)	42	*0,1*	-79	*-0,2*	44	*0,1*
V. Eigenkapitaldifferenz aus Währungsumrechnung	-3	*0,0*	-3	*0,0*	-3	*0,0*
VI. nicht beherrschende Anteile	16	*0,0*	17	*0,0*	19	*0,1*
B. Nachrangige Verbindlichkeiten	**2**	***0,0***	**2**	***0,0***	**0**	***0,0***
C. Versicherungstechnische Rückstellungen	**22.936**	***65,5***	**23.159**	***63,2***	**23.431**	***62,5***
I. Beitragsüberträge	176	*0,5*	186	*0,5*	164	*0,4*
II. Deckungsrückstellung	18.969	*54,2*	19.006	*51,9*	19.297	*51,5*
III. Rückstellung für noch nicht abgewickelte Versicherungsfälle	1.601	*4,6*	1.761	*4,8*	1.719	*4,6*
IV. Rückstellung für erfolgsabhängige und erfolgsunabhängige Beitragsrückerstattung	2.033	*5,8*	2.093	*5,7*	2.086	*5,6*
V. Schwankungsrückstellung und ähnliche Rückstellungen	119	*0,3*	50	*0,1*	94	*0,3*
VI. Sonstige versicherungstechnische Rückstellungen	38	*0,1*	62	*0,2*	72	*0,2*
D. Versicherungstechnische Rückstellungen im Bereich der Lebens- und Unfallversicherung, soweit das Anlagerisiko von den Versicherungsnehmern getragen wird	**9.420**	***26,9***	**10.801**	***29,5***	**11.197**	***29,9***
I. Deckungsrückstellung	9.397	*26,9*	10.784	*29,4*	11.186	*29,8*
II. Übrige versicherungstechnische Rückstellungen	23	*0,1*	17	*0,0*	11	*0,0*
E. Andere Rückstellungen	**387**	***1,1***	**410**	***1,1***	**431**	***1,1***
F. Depotverbindlichkeiten aus dem in Rückdeckung gegebenen Versicherungsgeschäft	**136**	***0,4***	**152**	***0,4***	**292**	***0,8***
G. Andere Verbindlichkeiten	**1.145**	***3,3***	**1.273**	***3,5***	**1.237**	***3,3***
I. Verbindlichkeiten aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft gegenüber:	546	*1,6*	528	*1,4*	513	*1,4*
II. Abrechnungsverbindlichkeiten aus dem Rückversicherungsgeschäft	12	*0,0*	19	*0,1*	27	*0,1*
III. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	13	*0,0*	113	*0,3*	110	*0,3*
IV. Sonstige Verbindlichkeiten	574	*1,6*	613	*1,7*	586	*1,6*
H. Rechnungsabgrenzungsposten	**3**	***0,0***	**3**	***0,0***	**2**	***0,0***
Summe der Passiva	**34.995**	***100,0***	**36.648**	***100,0***	**37.482**	***100,0***

Quelle: NBG AG, Geschäftsberichte 2023, 2024 und 2025

Tabelle 8: Bilanz des NBG-Konzerns der Geschäftsjahre 2023, 2024 und 2025 nach HGB

356. Die **immateriellen Vermögensgegenstände** sind für die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage („VFE-Lage“) des NBG-Konzerns von untergeordneter Bedeutung.

357. Die **Kapitalanlagen** bilden mit einem Anteil von 65,7 % der Bilanzsumme zum 31. Dezember 2025 den bei weitem bedeutendsten Aktivposten des NBG-Konzerns. Ihre Struktur spiegelt das typische Anlageportfolio eines Lebens- und Krankenversicherungskonzerns wider, der langfristige versicherungstechnische Verpflichtungen durch ein breit diversifiziertes, überwiegend festverzinsliches Portfolio abdeckt. Im Betrachtungszeitraum stiegen die Kapitalanlagen von 24.073 Mio. € (31. Dezember **2023**) um 1,2 % auf 24.364 Mio. € (31. Dezember **2024**) und weiter um 1,2 % auf 24.644 Mio. € (31. Dezember **2025**) an. Wesentlicher Bestandteil sind die **sonstigen Kapitalanlagen**. Die **Aktien, Anteile oder Aktien an Investmentvermögen und andere**

nicht festverzinsliche Wertpapiere umfassen Aktien sowie Anteile an offenen und geschlossenen Investmentfonds. Zum 31. Dezember 2023 betrug der Buchwert 6.151 Mio. €. Bis zum 31. Dezember 2024 stieg der Posten erheblich um 542 Mio. € bzw. 8,8 % auf 6.693 Mio. € an, was auf Neuanlagen in Investmentvermögen sowie positive Marktentwicklungen zurückzuführen war. Zum 31. Dezember 2025 stieg der Posten weiter um 261 Mio. € bzw. 3,9 % auf 6.954 Mio. € an. Der Anstieg war teilweise auf die Überführung des ADN-Immobilienportfolios in ein Sondervermögen zurückzuführen, das seither unter diesem Posten ausgewiesen wird.[134]

358. Der volumenmäßig bedeutendste Einzelposten der Kapitalanlagen umfasst **börsennotierte festverzinsliche Wertpapiere**. Zum 31. Dezember **2023** betrug der Buchwert 8.955 Mio. €. Bis zum 31. Dezember **2024** ging der Posten leicht um 76 Mio. € bzw. 0,8 % auf 8.879 Mio. € zurück, da Fälligkeiten und Abgänge die Neuanlagen überstiegen. Zum 31. Dezember **2025** stieg der Posten deutlich um 458 Mio. € bzw. 5,2 % auf 9.337 Mio. € an; Neuanlagen in Inhaberschuldverschreibungen beliefen sich im Geschäftsjahr 2025 auf 1.520 Mio. €. Von wesentlicher wirtschaftlicher Bedeutung ist das Verhältnis von Buch- zu Zeitwerten für jenen Teil des Postens, bei dem der Zeitwert unter dem Buchwert liegt. Während zum 31. Dezember 2024 einem Buchwert von 7.371 Mio. € ein Zeitwert von 5.756 Mio. € gegenüber stand (Relation: 78,1 %; stille Last: rd. 1.615 Mio. €), verschlechterte sich diese Relation zum 31. Dezember 2025 leicht auf 77,6 % (Buchwert: 8.242 Mio. €, Zeitwert: 6.396 Mio. €; stille Last: rd. 1.846 Mio. €). Der Anstieg der absoluten stillen Lasten resultierte aus dem weiterhin erhöhten Marktzinsniveau gegenüber den Einstandskursen der Altbestände sowie dem deutlich gestiegenen Neuanlagevolumen im Jahr 2025 (1.520 Mio. €). Die Wertminderungen sind nach Einschätzung der Gesellschaft nicht von Dauer, da es sich um Rentenpapiere mit Rückzahlung zum Nennwert handelt und eine dauerhafte Halteabsicht und -möglichkeit besteht.

359. Die **sonstigen Ausleihungen** umfassen überwiegend nicht börsennotierte festverzinsliche Schuldtitel. Die Buchwerte gingen von 6.590 Mio. € (31. Dezember **2023**) um 366 Mio. € bzw. 5,6 % auf 6.224 Mio. € (31. Dezember **2024**) und weiter um 272 Mio. € bzw. 4,4 % auf 5.952 Mio. € (31. Dezember **2025**) zurück. Treiber des rückläufigen Trends waren in beiden Jahren die Schuldscheinforderungen und Darlehen (b), die von 4.465 Mio. € über 4.141 Mio. € auf 3.762 Mio. € zurückgingen (-7,3 % bzw. -9,1 %), was auf planmäßige Tilgungen und Fälligkeiten sowie eine bewusste Umschichtung in andere Anlageformen zurückzuführen war. Demgegenüber stiegen die Namensschuldverschreibungen (a) im Jahr 2025 auf 2.119 Mio. €

---

134 Bei der ADN Immo-Direkt GD Invest GmbH & Co. geschlossene InvKG handelt es sich um eine geschlossene Immobilien-Investmentkommanditgesellschaft des NBG-Konzerns, die ein direkt gehaltenes Immobilienportfolio verwaltete. Im Geschäftsjahr 2025 wurde dieses Portfolio in ein offenes Sondervermögen überführt; die entsprechenden Anteile werden seither als Investmentvermögen klassifiziert und sind bilanziell von den Grundstücken und Bauten (B.I.) in den vorliegenden Posten umgegliedert worden.

an (+5,4 % gegenüber 2.010 Mio. €), nachdem sie 2024 zunächst leicht auf 2.010 Mio. € zurückgegangen waren (-2,2 %). Für den Teilbestand mit stillen Lasten gilt analog zur Position B.III.2 eine dauerhafte Halteabsicht. Zum 31. Dezember 2024 stand einem Buchwert von 5.155 Mio. € ein Zeitwert von 4.293 Mio. € gegenüber (Relation: 83,3 %; stille Last: rd. 862 Mio. €); zum 31. Dezember 2025 waren nur noch 78,1 % des Buchwerts durch den Zeitwert gedeckt (Buchwert: 4.986 Mio. €, Zeitwert: 3.893 Mio. €; stille Last: rd. 1.093 Mio. €), was eine leichte Verschlechterung des Verhältnisses gegenüber dem Vorjahr widerspiegelt. Darlehen und Vorauszahlungen auf Versicherungsscheine (c) sowie übrige Ausleihungen (d) sind für die Vermögenslage der NÜRNBERGER von untergeordneter Bedeutung.

360. Die **anderen Kapitalanlagen** beinhalten alternative Kapitalanlagen, die keiner anderen Kategorie zuzuordnen sind, darunter insbesondere Investmentvermögen im Bereich Private Equity, Infrastruktur und Real Estate. Zur Absicherung von Währungsrisiken aus USD-denominierten Anlagen werden Devisentermingeschäfte (Forwards) eingesetzt. Die anderen Kapitalanlagen stiegen von 1.389 Mio. € (31. Dezember **2023**) um 171 Mio. € bzw. 12,4 % auf 1.560 Mio. € (31. Dezember **2024**) und weiter um 111 Mio. € bzw. 7,1 % auf 1.671 Mio. € (31. Dezember **2025**) an, was den kontinuierlichen Ausbau des alternativen Anlageportfolios reflektiert.

361. Die **Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von Lebens- und Unfallversicherungspolicen** umfassen den Anlagestock der fondsgebundenen Lebens- und Unfallversicherung, bei der das Kapitalanlagerisiko vollständig beim Versicherungsnehmer liegt; der Ansatz erfolgt gemäß § 341d HGB zwingend zum Zeitwert (Rücknahmepreise der Investmentfonds zum Stichtag). Da auf der Passivseite eine betragsmäßig entsprechende Deckungsrückstellung gegenübersteht, sind Wertschwankungen für den Konzern weitgehend ergebnisneutral; verbleibende Ergebniswirkungen resultieren aus laufenden Fondserträgen, Risikoprämien sowie Rückstellungskomponenten ohne direkten aktivischen Gegenposten. Zum 31. Dezember **2023** betrug der Posten 9.377 Mio. €. Bis zum 31. Dezember **2024** stieg der Posten erheblich um 1.382 Mio. € bzw. 14,7 % auf 10.759 Mio. € an, was die starke positive Entwicklung der Zeitwerte der Fonds des Jahres 2024 (nicht realisierte Gewinne von 1.161 Mio. €) widerspiegelt. Bis zum 31. Dezember **2025** stieg der Posten weiter um 433 Mio. € bzw. 4,0 % auf 11.192 Mio. € an; der im Vorjahresvergleich schwächeren Entwicklung der Fondskurse (nicht realisierte Gewinne netto: 792 Mio. €) standen Abflüsse durch den Abgang der fondsgebundenen Anlagen der NÜRNBERGER Pensionsfonds AG infolge deren Veräußerung gegenüber.

362. Die **Forderungen** umfassen Beitragsforderungen aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft gegenüber Versicherungsnehmern und -vermittlern, Abrechnungsforderungen aus dem Rückversicherungsgeschäft sowie sonstige Forderungen. Sie stiegen von 461 Mio. € (31. Dezember **2023**) um 4,5 % auf 481 Mio. €

(31. Dezember **2024**) und weiter um 12,6 % auf 542 Mio. € (31. Dezember **2025**) an. Während die Beitragsforderungen aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft, im Einklang mit dem gezielten Bestandsabbau im Segment Schaden/Unfall (S/U) im Rahmen der Portfoliosanierungsprogramme ‚back2black' (2024) und TAN (2025), die Vertragskündigungen sowie die Schließung ganzer Produktlinien umfassten, von 355 Mio. € (2024) auf 324 Mio. € (2025) zurückgingen, war der Gesamtanstieg 2025 vor allem auf die Abrechnungsforderungen aus dem Rückversicherungsgeschäft zurückzuführen, die von 18 Mio. € auf 83 Mio. € (+361 %) anstiegen.

363. Die **sonstigen Vermögensgegenstände** beinhalten im Wesentlichen Bankguthaben und gingen von 644 Mio. € (31. Dezember **2023**) um 5,7 % auf 607 Mio. € (31. Dezember **2024**) zurück, bevor sie bis zum 31. Dezember **2025** um 11,7 % auf 678 Mio. € anstiegen.

364. Die **aktiven Rechnungsabgrenzungsposten** beinhalten im Wesentlichen abgegrenzte Zinsen aus Kapitalanlagen und Mieterträge. Diese gingen von 132 Mio. € (31. Dezember **2023**) leicht auf 128 Mio. € (31. Dezember **2024**, -4 Mio. €, -2,9 %) zurück und stiegen bis zum 31. Dezember **2025** merklich auf 147 Mio. € an (+19 Mio. €, +14,1 %), was das höhere Zinsniveau bei gleichzeitig gewachsenem Rentenportfolio widerspiegelt.

365. Die **aktiven latenten Steuern** resultieren aus temporären Differenzen zwischen Handels- und Steuerbilanz der einbezogenen Konzernunternehmen sowie aus steuerlichen Verlustvorträgen. Zum 31. Dezember **2023** betrugen sie 181 Mio. €. Bis zum 31. Dezember **2024** gingen sie um 12 Mio. € bzw. 6,6 % auf 169 Mio. € zurück, bedingt durch die Verringerung temporärer Differenzen bei versicherungstechnischen Rückstellungen und anderen Rückstellungen. Bis zum 31. Dezember **2025** verringerten sich die aktiven latenten Steuern weiter erheblich um 28 Mio. € bzw. 16,7 % auf 141 Mio. €. Wesentlichster Treiber war die im Juli 2025 gesetzlich beschlossene stufenweise Absenkung des Körperschaftsteuersatzes von 15 % auf 10 % für die Jahre 2028 bis 2032, die den kombinierten Ertragsteuersatz der wesentlichen Konzerngesellschaften langfristig von 32,2 % auf bis zu 26,9 % senkt. Da sich die temporären Differenzen überwiegend erst langfristig umkehren werden, wurde der Bestand zum 31. Dezember 2025 mit dem künftigen Satz von 26,9 % bewertet. Hieraus resultierte ein Steueraufwand aus latenten Steuern von 30 Mio. €. Darüber hinaus wurden steuerliche Verlustvorträge vollständig verbraucht (2024: 7 Mio. €, 2025: 0 Mio. €), und die latenten Steuern auf versicherungstechnische Rückstellungen sanken von 75 Mio. € auf 60 Mio. €.

366. Die **versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen** bilden mit 23.431 Mio. € (31. Dezember **2025**) den volumenmäßig bedeutendsten Passivposten des NBG-Konzerns und sind Ausdruck der versicherungsvertraglichen Verpflichtungen gegenüber den Versicherungsnehmern. Sie stiegen von 22.936 Mio. € (31. Dezember **2023**) über

23.159 Mio. € (31. Dezember **2024**, +1,0 %) auf 23.431 Mio. € (31. Dezember **2025**, +1,2 %) kontinuierlich an. Den größten Anteil an den versicherungstechnischen Rückstellungen bildet die Deckungsrückstellung. Diese ist die versicherungsmathematisch berechnete Verpflichtung aus abgeschlossenen Lebens- und Krankenversicherungsverträgen, die dem Barwert aller künftigen Leistungsverpflichtungen abzüglich des Barwerts künftiger Beiträge entspricht. Die Netto-Deckungsrückstellung (nach Abzug des Anteils der Rückversicherer) betrug 18.969 Mio. € (31. Dezember 2023), stieg auf 19.006 Mio. € (31. Dezember 2024, +0,2 %) und weiter auf 19.297 Mio. € (31. Dezember 2025, +1,5 %) an. Der moderate Anstieg ist auf die planmäßige Fortschreibung des Bestands (Zinszuführung und Neuzugänge, kompensiert durch Leistungszahlungen) und die zinsinduzierte Auflösung der Zinszusatzreserve (ZZR) von 56 Mio. € (2025; Vj.: 59 Mio. €) zurückzuführen.

367. Die **Rückstellung für noch nicht abgewickelte Versicherungsfälle** umfasst die Reserven für eingetretene, aber noch nicht abschließend regulierte Schadenfälle in allen Segmenten, insbesondere im Schaden/Unfall-Geschäft. Nach Abzug des Anteils der Rückversicherer stieg sie von 1.601 Mio. € (31. Dezember **2023**) erheblich um 160 Mio. € bzw. 10,0 % auf 1.761 Mio. € (31. Dezember **2024**) an. Ursache hierfür war das außergewöhnlich schadensintensive S/U-Jahr 2024 (Schaden-Kosten-Quote: 116,0 %) mit einer deutlichen Brutto-Zuführung von 178 Mio. €, die nur teilweise durch Rückversicherer kompensiert wurde. Bis zum 31. Dezember **2025** gingen die Rückstellungen um 42 Mio. € bzw. 2,4 % auf 1.719 Mio. € zurück. Im S/U-Segment ergab sich eine günstige Abwicklung der aus dem Vorjahr übernommenen Reserven mit einem Abwicklungsgewinn von 17,9 % (Vorjahr: 6,6 % Abwicklungsverlust).

368. Die **Rückstellung für erfolgsabhängige und erfolgsunabhängige Beitragsrückerstattung** (RfB) dient der Beteiligung der Versicherungsnehmer an den erwirtschafteten Überschüssen des Konzerns, insbesondere im Lebens- und Krankenversicherungsgeschäft. Sie enthält neben der Rückstellung für tatsächliche Beitragsrückerstattung von 1.640 Mio. € auch eine latente Beitragsrückerstattung von 447 Mio. €, die auf nicht realisierte Kapitalanlageergebnisse entfällt. Netto stieg die RfB von 2.033 Mio. € (31. Dezember **2023**) auf 2.093 Mio. € (31. Dezember **2024**, +3,0 %) und blieb bis zum 31. Dezember **2025** mit 2.086 Mio. € (-0,3 %) nahezu unverändert. Die Zuführungen aus Überschüssen wurden durch Entnahmen für Überschussbeteiligungen der Versicherungsnehmer weitgehend ausgeglichen. Die übrigen Bestandteile der versicherungstechnischen Rückstellungen sind für die Finanzlage des NBG-Konzerns von untergeordneter Bedeutung.

369. Die **versicherungstechnischen Rückstellungen im Bereich der Lebens- und Unfallversicherung, soweit das Anlagerisiko von den Versicherungsnehmern getragen wird**, bilden das betragsmäßige Pendant zu den Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko der Versicherungsnehmer und sind gemäß § 341e Abs. 2 HGB in Höhe des Zeitwerts des

korrespondierenden Anlagebestands anzusetzen; wirtschaftlich besteht kein Ergebnisrisiko für den NBG-Konzern. Die Rückstellungen stiegen entsprechend der Wertenwicklung der Fonds von 9.420 Mio. € (31. Dezember **2023**) um 14,7 % auf 10.801 Mio. € (31. Dezember **2024**) und weiter um 3,7 % auf 11.197 Mio. € (31. Dezember **2025**) an.

370. Die **anderen Rückstellungen** stiegen von 387 Mio. € (31. Dezember **2023**) über 410 Mio. € (31. Dezember **2024**) auf 431 Mio. € (31. Dezember **2025**) an. Der Anstieg resultierte im Wesentlichen aus den Steuerrückstellungen, die einen infolge des verbesserten Konzernergebnisses sowie Auswirkungen der geplanten stufenweisen Körperschaftsteuersatzsenkung auf latente Steuerposten und steuerliche Nachbelastungen deutlich über dem Vorjahreswert (46 Mio. €) liegenden tatsächlichen Ertragsteueraufwand 2025 widerspiegeln. Gegenläufig verringerten sich die Pensionsrückstellungen infolge des gestiegenen Diskontierungszinssatzes kontinuierlich von 188 auf 171 Mio. €; die sonstigen Rückstellungen gingen nach im Vorjahr gebildeten Restrukturierungsrückstellungen im Rahmen des Sanierungsprogramms TAN („Turn Around NÜRNBERGER") auf 152 Mio. € zurück.

371. Die **Depotverbindlichkeiten aus dem in Rückdeckung gegebenen Versicherungsgeschäft** sind für die Finanzlage des NBG-Konzerns von untergeordneter Bedeutung.

372. Die **anderen Verbindlichkeiten** enthalten im Wesentlichen Verbindlichkeiten aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft und sonstige Verbindlichkeiten. Die Verbindlichkeiten aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft umfassen aufgelaufene, aber noch nicht ausgezahlte Leistungen und Überschüsse gegenüber Versicherungsnehmern sowie noch nicht abgerechnete Provisionen gegenüber Vermittlern. Die Verbindlichkeiten gegenüber Versicherungsnehmern enthielten zum 31. Dezember **2025** verzinslich angesammelte Überschussanteile von 380 Mio. €. Insgesamt gingen die Verbindlichkeiten aus dem Versicherungsgeschäft von 546 Mio. € (31. Dezember **2023**) auf 528 Mio. € (31. Dezember **2024**, -3,2 %) und weiter auf 513 Mio. € (31. Dezember **2025**, -2,9 %) zurück, was die rückläufige Vertriebsaktivität im S/U-Bestand widerspiegelt.

373. Die **sonstigen Verbindlichkeiten** stiegen von 574 Mio. € (31. Dezember **2023**) auf 613 Mio. € (31. Dezember **2024**, +6,9 %) an und gingen bis zum 31. Dezember **2025** auf 586 Mio. € zurück (-4,4 %). Der volumenmäßig größte Teilposten sind die Kundeneinlagen der Fürst Fugger Privatbank AG, die zum 31. Dezember 2025 507 Mio. € betrugen.

374. Die **Abrechnungsverbindlichkeiten aus dem Rückversicherungsgeschäft** sowie die **Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten** und die **passiven**

Rechnungsabgrenzungsposten sind für die Finanzlage des NBG-Konzerns von untergeordneter Bedeutung.

2. Ertragslage

375. Die nachfolgende Tabelle stellt die unbereinigte Ertragslage des NBG-Konzerns für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 nach HGB dar.

NÜRNBERGER Beteiligungs-AG Konzern-Ertragslage (vereinfachte Darstellung)	2023 in Mio.€	2024 in Mio.€	2025 in Mio.€	*2023/24* *in %*	*2024/25* *in %*
Nachrichtlich: Gebuchte Bruttobeiträge	3.547	3.665	3.521	*3,3*	*-3,9*
Verdiente Beiträge f.e.R.	3.245	3.343	3.192	*3,0*	*-4,5*
Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung	117	137	190	*17,2*	*39,2*
Nettoerträge aus Kapitalanlagen der konventionellen Versicherung	526	552	586	*4,8*	*6,2*
Nettoerträge aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung	63	74	-25	*17,1*	*n.a.*
Nicht realisierte Gewinne/Verluste aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung	954	1.161	792	*21,7*	*-31,8*
Technischer Zinsertrag aus der Schaden- und Unfallversicherung	-1	-1	-1	*-10,0*	*-11,1*
Sonstige versicherungstechnische Erträge f.e.R.	56	27	6	*-52,2*	*-76,8*
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-2.611	-2.802	-2.603	*7,3*	*-7,1*
Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen	-1.202	-1.441	-958	*19,9*	*-33,5*
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f.e.R.	-363	-397	-397	*9,5*	*0,1*
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-705	-685	-490	*-2,7*	*-28,5*
Sonstige versicherungstechnische Aufwendungen f.e.R.	-35	-32	-51	*-7,8*	*57,3*
Veränderung der Schwankungsrückstellung und ähnlicher Rückstellungen	40	68	-43	*69,5*	*n.a.*
Sonstige Erträge	160	207	225	*29,4*	*8,8*
Sonstige Aufwendungen	-179	-182	-194	*1,8*	*6,6*
Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert	0	0	-1	*0,0*	*n.a.*
Außerordentliches Ergebnis	0	-37	-20	*n.a.*	*-46,4*
Ergebnis vor Steuern	**66**	**-10**	**209**	***n.a.***	***n.a.***
Steuern	-23	-67	-162	*n.a.*	*n.a.*
Jahresergebnis	**43**	**-77**	**47**	***n.a.***	***n.a.***
Auf nicht beherrschende Anteile entfallendes Jahresergebnis	-1	-2	-2		
Konzernjahresergebnis	**42**	**-79**	**44**		

Quelle: NBG AG, Geschäftsberichte 2023, 2024 und 2025

Tabelle 9: Gewinn- und Verlustrechnung des NBG-Konzerns der Geschäftsjahre 2023 bis 2025 nach HGB

376. Die **gebuchten Bruttobeiträge** (nachrichtlich) erfassen sämtliche Prämieneinnahmen des Konzerns aus der Lebens-, Kranken- sowie der Schaden- und Unfallversicherung, einschließlich des aktiv übernommenen Rückversicherungsgeschäfts. Im Jahr **2023** beliefen sich die gebuchten Bruttobeiträge auf 3.547 Mio. €, wovon 2.238 Mio. € auf das Segment Lebensversicherung, 301 Mio. € auf die Krankenversicherung und 1.007 Mio. € auf die Schaden- und Unfallversicherung entfielen. Im Geschäftsjahr **2024** stiegen die gebuchten Bruttobeiträge um 3,3 % auf 3.665 Mio. € an. Der Anstieg war dabei im Wesentlichen auf die Schaden- und Unfallversicherung zurückzuführen, die aufgrund von Prämien- und Summenanpassungen im Kraftfahrt- sowie im aktiv übernommenen Rückversicherungsgeschäft ein Wachstum um 7,8 % auf 1.086 Mio. € verzeichnete. Im

Segment Krankenversicherung stiegen die Beiträge um 5,8 % auf 319 Mio. € an. Im Segment Lebensversicherung erhöhten sich die Beiträge lediglich leicht um 1,0 % auf 2.261 Mio. €; dabei wuchsen die laufenden Beiträge um 1,6 %, während die Einmalbeiträge um 7,8 % zurückgingen. Im Jahr **2025** gingen die gebuchten Bruttobeiträge um 3,9 % auf 3.521 Mio. € zurück. Im Segment Schaden- und Unfallversicherung reduzierten sich die Beiträge erheblich um 12,1 % auf 955 Mio. €, was überwiegend auf die gezielte Portfoliobereinigung durch Bestandsbereinigungen und die Aufgabe verlustbringenden Geschäfts zurückzuführen ist. Zudem wurde das defizitäre Transportgeschäft eines Assekuradeurs in der Türkei planmäßig beendet. Im Segment Lebensversicherung ergab sich ein geringer Rückgang um 1,2 % auf 2.234 Mio. €, bedingt durch erheblich rückläufige Einmalbeiträge (-16,0 %) bei nahezu unveränderten laufenden Beiträgen (-0,3 %). Im Segment Krankenversicherung stiegen die Beiträge dagegen um weitere 4,4 % auf 333 Mio. € an.

377. Die **verdienten Beiträge f.e.R.** stellen die um Rückversicherungsabgaben und Beitragsübertragsveränderungen bereinigten Netto-Beitragseinnahmen des Konzerns dar. Im Jahr **2023** beliefen sich die verdienten Beiträge f.e.R. auf 3.245 Mio. €, wovon 2.186 Mio. € auf das Segment Lebensversicherung, 300 Mio. € auf die Krankenversicherung und 759 Mio. € auf die Schaden- und Unfallversicherung entfielen. Im Geschäftsjahr **2024** stiegen die verdienten Beiträge f.e.R. um 3,0 % auf 3.343 Mio. € an. Der Anstieg war dabei maßgeblich auf die Schaden- und Unfallversicherung zurückzuführen, deren verdiente Beiträge f.e.R. um 10,0 % auf 835 Mio. € anstiegen. Die Lebensversicherung verzeichnete einen moderaten Anstieg um 0,7 % auf 2.201 Mio. €, während die Krankenversicherung um 2,7 % auf 308 Mio. € anstieg. Die Rückversicherungsabgaben erhöhten sich im selben Zeitraum um 6,3 % auf 312 Mio. € (Vorjahr: 293 Mio. €). Im Jahr **2025** gingen die verdienten Beiträge f.e.R. um 4,5 % auf 3.192 Mio. € zurück. Der gegenüber den Bruttobeiträgen stärkere Rückgang ist überwiegend auf erheblich gestiegene Rückversicherungsabgaben von 352 Mio. € sowie eine Verminderung der Netto-Beitragsüberträge um 22 Mio. € zurückzuführen (Vorjahr: Erhöhung um 11 Mio. €). Auf Segmentebene war der Rückgang hauptsächlich in der Schaden- und Unfallversicherung zu verzeichnen, deren verdiente Beiträge f.e.R. um 15,1 % auf 709 Mio. € rückläufig waren, u.a. infolge eines neu abgeschlossenen Rückversicherungsvertrags im Lebensversicherungsgeschäft, der zu einem deutlichen Anstieg der Rückversicherungsabgaben in diesem Segment führte. Die Lebensversicherung verzeichnete einen Rückgang um 1,7 % auf 2.163 Mio. €, während die Krankenversicherung als einziges Segment mit einem Anstieg um 4,1 % auf 320 Mio. € weiter wuchs.

378. Die **Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung** erfassen Entnahmen aus dieser Rückstellung zur Finanzierung der Überschussbeteiligungen der Versicherungsnehmer, überwiegend in der Lebens- und Krankenversicherung. Im Jahr **2023** beliefen sich diese auf 117 Mio. €. Im Geschäftsjahr **2024** stiegen sie um 17,2 % auf 137 Mio. € an, überwiegend bedingt durch höhere Entnahmen im

Lebensversicherungssegment (127 Mio. €; Vorjahr: 92 Mio. €). Im Jahr **2025** erhöhten sich die Entnahmen erheblich um 39,2 % auf 190 Mio. €, da zur Finanzierung der deklarierten Überschussbeteiligungen, insbesondere in der Lebensversicherung (184 Mio. €), höhere Mittel aus der Rückstellung benötigt wurden.

379. Die **Nettoerträge aus Kapitalanlagen der konventionellen Versicherung** stellen das saldierte Ergebnis aus laufenden Erträgen, Zuschreibungen und Abgangsgewinnen abzüglich Verwaltungsaufwendungen, Abschreibungen und Abgangsverlusten dar. Im Jahr **2023** betrugen die Nettoerträge 526 Mio. €; den wesentlichen Bestandteil bildeten laufende Erträge i.H.v. 487 Mio. €, denen Abschreibungen von 91 Mio. € gegenüberstanden. Im Geschäftsjahr **2024** stiegen die Nettoerträge um 26 Mio. € bzw. 4,8 % auf 552 Mio. €. Maßgeblicher Treiber war das deutliche Wachstum der laufenden Erträge um 82 Mio. € bzw. 16,8 % auf 569 Mio. € infolge von Reinvestitionen zu höheren Marktzinsen. Gegenläufig wirkten der Anstieg der Abgangsverluste um 50 Mio. € auf 60 Mio. €, der die Realisierung zinsbedingter Buchverluste aus dem Anleihebestand widerspiegelte, sowie der Rückgang der Abgangsgewinne um 18 Mio. € auf 143 Mio. € und der Zuschreibungen um 7 Mio. € auf 25 Mio. €. Per saldo kompensierten diese Gegeneffekte (zusammen rd. 75 Mio. €) einen erheblichen Teil der positiven Entwicklung aus laufenden Erträgen und Abschreibungsrückgang. Im Jahr **2025** stiegen die Nettoerträge weiter um 34 Mio. € bzw. 6,2 % auf 586 Mio. €. Die laufenden Erträge erhöhten sich um 55 Mio. € bzw. 9,7 % auf 624 Mio. € infolge von Reinvestitionen zu höheren Marktzinsen. Gegenläufig wirkten Abschreibungen, die um 33 Mio. € bzw. 50,0 % auf 99 Mio. € anstiegen, sowie Abgangsverluste, die um 24 Mio. € bzw. 40,0 % auf 84 Mio. € zunahmen; diese wurden durch Abgangsgewinne überkompensiert, die um 49 Mio. € bzw. 34,3 % auf 192 Mio. € anstiegen. Der Anstieg der laufenden Erträge sowie der erhöhte Abschreibungsbedarf sind beide Ausdruck des veränderten Zinsniveaus: Höhere Zinsen bei Reinvestitionen führten zu verbesserten laufenden Erträgen, während zinsbedingte Kursrückgänge im Bestand zugleich den Abschreibungsbedarf erhöhten. Die Nettoverzinsung der Kapitalanlagen der konventionellen Versicherung stieg von rd. 2,2 % (2023) über rd. 2,3 % (2024) auf rd. 2,4 % (2025).

380. Die **Nettoerträge aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung** spiegeln die Ertragswirkung der Wertentwicklung des Anlagestocks der fondsgebundenen Versicherung wider und sind für das Konzernergebnis weitgehend ergebnisneutral, da den Kapitalanlageergebnissen stets korrespondierende Veränderungen der Deckungsrückstellung gegenüberstehen. Im Jahr **2023** betrugen sie 63 Mio. € und stiegen im Geschäftsjahr **2024** um 17,1 % auf 74 Mio. € an. Im Jahr **2025** ergaben sich aufgrund negativer Fondskursentwicklungen Verluste i.H.v. -25 Mio. €.

381. Die **nicht realisierten Gewinne und Verluste aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung** erfassen die laufende Kursentwicklung der Investmentfonds im Anlagestock

und sind, korrespondierend mit der gegenläufigen Veränderung der Deckungsrückstellung, per Saldo ergebnisneutral. Im Jahr **2023** betrugen die nicht realisierten Gewinne 954 Mio. €. Im Geschäftsjahr **2024** stiegen sie aufgrund der überdurchschnittlich positiven Kapitalmarktentwicklung um 21,7 % auf 1.161 Mio. €. Im Jahr **2025** verminderten sie sich aufgrund rückläufiger Fondskursentwicklungen um 31,8 % auf 792 Mio. €.

382. Der **technische Zinsertrag aus der Schaden- und Unfallversicherung** ist in Bezug auf die Ertragslage des Konzerns von untergeordneter Bedeutung.

383. Die **sonstigen versicherungstechnischen Erträge f.e.R.** sind in Bezug auf die Ertragslage des Konzerns von untergeordneter Bedeutung.

384. Die **Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.** erfassen die Leistungsauszahlungen an Versicherungsnehmer sowie die Veränderung der Rückstellung für noch nicht abgewickelte Versicherungsfälle, jeweils netto nach Rückversicherung. Im Jahr **2023** beliefen sich die Aufwendungen auf 2.611 Mio. €, wovon 1.860 Mio. € auf das Segment Lebensversicherung, 180 Mio. € auf die Krankenversicherung und 571 Mio. € auf die Schaden- und Unfallversicherung entfielen. Neben Leistungszahlungen von rund 2.470 Mio. € war in den Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R. eine Erhöhung der Schadenrückstellung von rund 141 Mio. € enthalten. Im Geschäftsjahr **2024** stiegen die Aufwendungen erheblich um 7,3 % auf 2.802 Mio. € an. Während die Aufwendungen in der Lebensversicherung moderat um 2,4 % auf 1.904 Mio. € anstiegen und die Krankenversicherung mit einem Anstieg um 6,8 % auf 193 Mio. € weitgehend dem Beitragswachstum folgte, war das Segment Schaden- und Unfallversicherung der maßgebliche Treiber des Anstiegs, dessen Aufwendungen um 23,5 % auf 706 Mio. € anstiegen. Ursächlich hierfür waren Abwicklungsverluste aus Vorjahresschäden in den Long-Tail-Sparten (Kfz-Haftpflicht und allgemeine Haftpflicht), Großschäden sowie Reserveverstärkungen infolge anhaltender Schaden- und Kosteninflation. Die Schadenrückstellung im S/U-Segment erhöhte sich dabei um 137 Mio. € (Vorjahr: 87 Mio. €). Im Jahr **2025** gingen die Aufwendungen um 7,1 % auf 2.603 Mio. € zurück. In der Schaden- und Unfallversicherung gingen die Aufwendungen erheblich um 36,0 % auf 452 Mio. € zurück, getragen von einem deutlich verbesserten Abwicklungsergebnis aus Vorjahresrückstellungen sowie erheblich geringeren Belastungen aus Naturgefahren, sodass aus der Schadenrückstellung segmentübergreifend Beträge i.H.v. 42 Mio. € aufgelöst werden konnten (Vorjahr: Erhöhung um 160 Mio. €). Demgegenüber stiegen die Aufwendungen in der Lebensversicherung erneut moderat um 2,2 % auf 1.946 Mio. € an, während die Krankenversicherung einen Anstieg um 6,4 % auf 205 Mio. € verzeichnete.

385. Die **Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen** erfasst im Wesentlichen die Dotierung der Deckungsrückstellungen aus der fonds- und konventionell geführten Lebens- und Krankenversicherung. Die Zunahme der übrigen

versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen belief sich im Geschäftsjahr 2023 auf 1.202 Mio. €. Das Segment Lebensversicherung trug mit 1.095 Mio. € den überwiegenden Teil bei; die Krankenversicherung wies eine Zuführung von 107 Mio. € aus. Im S/U-Segment ergab sich per saldo eine Auflösung von 1 Mio. €, die entlastend wirkte. Wesentliche Treiber auf Konzernebene waren die Erhöhung der Brutto-Deckungsrückstellung[135] der fondsgebundenen Versicherung um 873 Mio. €, für die mangels Rückversicherungsanteils der Bruttowert dem Nettowert entspricht und die für den Konzern in der Gesamtsicht weitgehend ergebnisneutral ist, da ihr die gegenläufige Wertentwicklung der korrespondierenden Kapitalanlagen gegenübersteht. Ebenso trug die Erhöhung der Brutto-Deckungsrückstellung des konventionellen Geschäfts um 351 Mio. € bei, in der die Auflösung der ZZR von 63 Mio. € bereits saldiert ist. Im Geschäftsjahr **2024** stieg die Zuführung erheblich um 19,9 % auf 1.441 Mio. € an. Der wesentliche Treiber dieser Entwicklung war erneut das Segment Lebensversicherung, dessen Rückstellungszuführung sich auf 1.308 Mio. € erhöhte. Dabei war die aufwandswirksame Erhöhung der Deckungsrückstellung für die fondsgebundene Versicherung um 1.387 Mio. € infolge der positiven Kursentwicklung maßgebend, während die Zuführung zur Brutto-Deckungsrückstellung für das konventionelle Geschäft auf 53 Mio. € (Vorjahr: 351 Mio. €) erheblich zurückging. In der Zuführung zur Brutto-Deckungsrückstellung für das konventionelle Geschäft ist die Auflösung der ZZR von 59 Mio. € bereits saldiert. Die Zuführung in der Krankenversicherung blieb mit 100 Mio. € nahezu auf Vorjahresniveau, während das S/U-Segment einen Anstieg der Zuführung auf 25 Mio. € verzeichnete (Vorjahr: Auflösung von 1 Mio. €).[136] Im Geschäftsjahr **2025** verminderte sich die Zunahme der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen erheblich um 33,5 % auf 958 Mio. €. Das Segment Lebensversicherung trug mit 847 Mio. € bei, der Bereich Krankenversicherung verblieb mit 101 Mio. € nahezu unverändert. Das S/U-Segment wies eine Zuführung von 11 Mio. € aus. Wesentlicher Treiber des Rückgangs auf Konzernebene war die gegenüber dem Vorjahr deutlich geringere Erhöhung der Brutto-Deckungsrückstellung der fondsgebundenen Versicherung um 707 Mio. € (Vorjahr: 1.387 Mio. €), die für den Konzern weitgehend ergebnisneutral ist. Die Brutto-Deckungsrückstellung des konventionellen Geschäfts erhöhte sich auf 259 Mio. € (Vorjahr: 53 Mio. €), in der die Auflösung der ZZR von 56 Mio. € saldiert ist.

---

135 Der Konzernlagebericht weist die Veränderung der Deckungsrückstellungen auf Treiberebene ausschließlich als Bruttowerte aus. Eine unmittelbare Überleitung auf die Netto-GuV-Zeile ist daher nicht möglich; die Vergleichbarkeit der Brutto-Treiber mit dem Konzerngesamtwert ist insoweit eingeschränkt. Für die fondsgebundene Versicherung besteht kein Rückversicherungsanteil, sodass Brutto- und Nettowert übereinstimmen. Für das konventionelle Geschäft weicht der Bruttowert um den jeweiligen Rückversicherungsanteil vom entsprechenden Nettowert ab.

136 Die Summe der Segmentwerte weicht vom Konzern-GuV-Wert um rd. 8 Mio. € ab; diese Differenz entspricht segmentübergreifenden Konsolidierungseffekten/Sonstigen, die in der Segmentdarstellung des Konzernlageberichts gem. den Angaben der Gesellschaft nicht berücksichtigt sind.

386. Die **Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f.e.R.** umfassen die Zuführungen zur Rückstellung für Beitragsrückerstattung sowie garantierte Überschussanteile in der Lebens- und Krankenversicherung. Im Jahr **2023** betrugen diese 363 Mio. €. Im Geschäftsjahr **2024** stiegen sie um 9,5 % auf 397 Mio. € an, worin auch eine Zuführung zur latenten Rückstellung für Beitragsrückerstattung von 18 Mio. € enthalten war. Im Jahr **2025** blieben die Aufwendungen mit 397 Mio. € nahezu unverändert (+0,1 %), wobei die latente Rückstellung im Berichtsjahr um 8 Mio. € aufgelöst wurde (Vorjahr: Zuführung von 18 Mio. €).

387. Die **Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.** setzen sich aus Abschluss- und Verwaltungsaufwendungen zusammen, die mit den erhaltenen Rückversicherungsprovisionen saldiert werden.[137] Die Brutto-Aufwendungen (vor Abzug erhaltener RV-Provisionen) betrugen 779 Mio. € im Jahr **2023** und setzen sich aus Abschlussaufwendungen i.H.v. 524 Mio. € und Verwaltungsaufwendungen i.H.v. 255 Mio. € zusammen. Unter Berücksichtigung erhaltener Rückversicherungsprovisionen i.H.v. 75 Mio. € ergeben sich Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R. von 705 Mio. €, die mit 406 Mio. € auf das Segment Lebensversicherung, 40 Mio. € auf die Krankenversicherung und 260 Mio. € auf die Schaden- und Unfallversicherung entfielen. Im Geschäftsjahr **2024** gingen die Aufwendungen leicht um 2,7 % auf 685 Mio. € zurück. Rückläufigen Abschlussaufwendungen (487 Mio. €) und steigenden Rückversicherungsprovisionen (82 Mio. €) standen dabei steigende Verwaltungsaufwendungen (280 Mio. €) gegenüber. Auf Segmentebene verzeichnete die Lebensversicherung einen Rückgang auf 371 Mio. €, überwiegend bedingt durch verminderte Abschlussaufwendungen (-42 Mio. €) infolge rückläufigen Neugeschäfts. Die Aufwendungen in der Krankenversicherung gingen auf 34 Mio. € zurück, während sich diese in der Schaden- und Unfallversicherung auf 281 Mio. € erhöhten, bedingt durch höhere Provisionen aus übernommenem Rückversicherungsgeschäft sowie gestiegene Verwaltungsaufwendungen. Der konzernweite Anstieg der Verwaltungsaufwendungen um 10,0 % auf 280 Mio. € ist vor allem durch höhere Zuwendungen zur Versorgungskasse bedingt. Im Jahr **2025** gingen die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb erheblich um 28,5 % auf 490 Mio. € zurück. Ursächlich hierfür waren neben dem Rückgang der Abschlussaufwendungen (-73 Mio. €, -24,7 %) infolge weiter gesunkener Beitragssumme des Neugeschäfts erheblich gestiegene Rückversicherungsprovisionen von 149 Mio. € (Vorjahr: 82 Mio. €), die aus dem neu abgeschlossenen Rückversicherungsvertrag resultierten und entlastend auf die Nettoaufwendungen wirkten. Die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R. in der

---

[137] Die Brutto-Aufwendungen werden im Konzernanhang (I.7./II.9.) lediglich nach Schaden-/Unfallversicherung und Lebens-/Krankenversicherung zusammengefasst, nicht nach Einzelsegmenten. Die Überleitung von den Brutto-Werten auf die Netto-Werte f.e.R. erfolgt durch Abzug der erhaltenen Rückversicherungsprovisionen. Diese verteilten sich auf die beiden Sparten wie folgt: 2023: S/U 55 Mio. €, LV/KV 19 Mio. € (gesamt 74 Mio. €); 2024: S/U 55 Mio. €, LV/KV 26 Mio. € (gesamt 81 Mio. €); 2025: S/U 56 Mio. €, LV/KV 93 Mio. € (gesamt 149 Mio. €). Der erhebliche Anstieg der LV/KV-Provisionen im Jahr 2025 ist auf einen neu abgeschlossenen Rückversicherungsvertrag im Lebensversicherungssegment zurückzuführen.

Schaden- und Unfallversicherung gingen auf 240 Mio. € zurück (-41 Mio. €), was den Bestandsrückgang im Rahmen der Portfoliobereinigung sowie den konzernweiten Personalabbau im Rahmen des TAN-Programms widerspiegelte, der sich auch in einem Rückgang der Verwaltungsaufwendungen um 23 Mio. € auf 257 Mio. € niederschlug. Den stärksten Rückgang verzeichnete das Segment Lebensversicherung, dessen Aufwendungen um -150 Mio. € auf 221 Mio. € sanken. Die Krankenversicherung verzeichnete einen leichten Rückgang der Aufwendungen auf 29 Mio. € (-5 Mio. €).

388. Die **sonstigen versicherungstechnischen Aufwendungen f.e.R.** sind in Bezug auf die Ertragslage des Konzerns von untergeordneter Bedeutung.

389. Die **Veränderung der Schwankungsrückstellung** ist in Bezug auf die Ertragslage des Konzerns ebenfalls von untergeordneter Bedeutung.

390. Die **sonstigen Erträge** umfassen Provisionserlöse, Erträge aus Kostenerstattungen, Rückstellungsauflösungen sowie weitere Ertragsposten außerhalb des Versicherungsgeschäfts. Im Jahr **2023** betrugen diese 160 Mio. € (u.a. Provisionserlöse: 65 Mio. €; Kostenerstattungen: 53 Mio. €; Rückstellungsauflösungen: 8 Mio. €). Im Geschäftsjahr **2024** stiegen sie erheblich um 29,4 % auf 207 Mio. € an, was im Wesentlichen auf erhöhte Rückstellungsauflösungen von 25 Mio. € (hauptsächlich aus einmalig reduzierten Sonderzahlungsverpflichtungen) sowie gestiegene Provisionserlöse (67 Mio. €) und Erträge aus Kostenerstattungen (60 Mio. €) zurückzuführen ist. Im Jahr **2025** stiegen die sonstigen Erträge weiter um 8,8 % auf 225 Mio. €, worin einmalige Sondereffekte aus dem Abgang vollkonsolidierter Tochterunternehmen von 39 Mio. € enthalten sind. Demgegenüber sanken die Erträge aus Rückstellungsauflösungen auf 7 Mio. € (Vorjahr: 25 Mio. €).

391. Die **sonstigen Aufwendungen** beinhalten den Personalaufwand der Nicht-Versicherungsunternehmen sowie sonstige, nicht den Funktionsbereichen zuordenbare Aufwendungen. Ausgehend von 179 Mio. € im Jahr **2023** stiegen sie um 1,8 % auf 182 Mio. € im Jahr **2024** und um 6,6 % auf 194 Mio. € im Jahr **2025** an.

392. Die **Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert** sind in Bezug auf die Ertragslage des Konzerns von untergeordneter Bedeutung.

393. Das **außerordentliche Ergebnis** erfasst Aufwendungen aus Restrukturierungsmaßnahmen, die nicht dem gewöhnlichen Geschäftsbetrieb zuzurechnen sind. Im Jahr **2023** entstanden keine außerordentlichen Aufwendungen. Im Geschäftsjahr **2024** wurden erstmalig Restrukturierungsaufwendungen aus dem Effizienzprogramm „Fit für die Zukunft" i.H.v. 37 Mio. € erfasst. Im Jahr **2025** beliefen sich die außerordentlichen Aufwendungen auf 20 Mio. €, die im Wesentlichen aus dem Nachfolgeprogramm TAN resultierten.

394. Auf Basis der beschriebenen Posten ergibt sich im Jahr **2023** ein **Ergebnis vor Steuern** von 66 Mio. €. Im Geschäftsjahr **2024** verschlechterte sich dieses erheblich auf -10 Mio. €. Die Segmente Lebensversicherung (71 Mio. €), Krankenversicherung (9 Mio. €) und Bankdienstleistungen (20 Mio. €) leisteten positive Ergebnisbeiträge; das erhebliche Defizit im S/U-Segment (-130 Mio. €), in dem bereits außerordentliche Restrukturierungsaufwendungen von 37 Mio. € enthalten sind (LV: -18 Mio. €, S/U: -16 Mio. €, Übrige: -3 Mio. €), konnte durch diese nicht kompensiert werden. Die Summe der Segmentergebnisse (-30 Mio. €) weicht vom Konzerngesamtwert (-10 Mio. €) um 20 Mio. € ab, was auf segmentübergreifende Konsolidierungseffekte/Sonstige zurückzuführen ist. Im Jahr **2025** verbesserte sich das Ergebnis erheblich auf 209 Mio. €, insbesondere durch reduzierte Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb im Bereich S/U (-23 Mio. €; Vorjahr: -130 Mio. €) sowie einem einmaligen Sonderertrag aus dem Abgang von Tochterunternehmen von 39 Mio. € (insb. NÜRNBERGER Pensionsfonds AG). Gegenläufig wirkten außerordentliche Restrukturierungsaufwendungen im Rahmen des TAN-Programms von -20 Mio. €.

395. Im Jahr **2023** erzielte der Konzern einen **Jahresüberschuss** vor Minderheitenanteilen von 43 Mio. €. Die positiven Segmentbeiträge beliefen sich auf insgesamt 63 Mio. €, wovon 72,8 % auf die Lebensversicherung (46 Mio. €), 17,5 % auf das Bankgeschäft (11 Mio. €) und 9,6 % auf die Krankenversicherung (6 Mio. €) entfielen. Das Segment Schaden- und Unfallversicherung wies ein negatives Segmentergebnis von -24 Mio. € aus und belastete das Konzernergebnis entsprechend. Weiterer Beträge entfielen auf Konsolidierungseffekte und Sonstige. Im Geschäftsjahr **2024** schloss der Konzern mit einem **Jahresfehlbetrag** von 77 Mio. €. Die drei profitablen Segmente erzielten zusammen positive Beiträge von 69 Mio. €, wobei die Lebensversicherung mit 49 Mio. € (70,9 %) den größten Beitrag leistete, gefolgt vom Bankgeschäft mit 13 Mio. € (19,3 %) und der Krankenversicherung mit 7 Mio. € (9,8 %). Maßgeblich für den Jahresfehlbetrag war das Segment Schaden- und Unfallversicherung, das ein Segmentergebnis von -157 Mio. € auswies und damit die positiven Beiträge der übrigen Segmente deutlich überkompensierte. Neben dem stark erhöhten Schadenaufwand belasteten dabei Wertberichtigungen auf aktive latente Steuern von insgesamt rd. 73 Mio. € das Segmentergebnis erheblich. Weiterer Beträge entfielen auf Konsolidierungseffekte und Sonstige. Im Jahr **2025** erholte sich der Konzern mit einem **Jahresüberschuss** von 47 Mio. €. Die positiven Segmentbeiträge beliefen sich auf insgesamt 66 Mio. €, wovon 70,7 % auf die Lebensversicherung (46 Mio. €), 16,9 % auf das Bankgeschäft (11 Mio. €) und 12,5 % auf die Krankenversicherung (8 Mio. €) entfielen. Das S/U-Segment verbesserte sich auf ein Segmentergebnis von -38 Mio. € (Vorjahr: -157 Mio. €), bedingt durch den deutlich verbesserten Schadenverlauf sowie die Wirkung der Sanierungsmaßnahmen im Rahmen des TAN-Programms. Weiterer Beträge entfielen auf Konsolidierungseffekte und Sonstige. Dämpfend wirkte der erheblich gestiegene Steueraufwand von 162 Mio. € (Vorjahr: 67 Mio. €), der neben dem ergebnisbedingten Anstieg der laufenden Ertragsteuern auf einmalige steuerliche Belastungen im Zusammenhang mit der Übernahme durch die VIG sowie auf den

Anstieg des latenten Steueraufwands infolge der beschlossenen stufenweisen Senkung des Körperschaftsteuersatzes zurückzuführen ist.

IV. Analyse des Börsenkurses

1. Vorbemerkung

396. Die vinkulierten Aktien der NBG AG (ISIN DE0008435967) sind nicht zum Handel im regulierten Markt zugelassen, werden aber im Inland in den Handel im Freiverkehr der Wertpapierbörsen Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart sowie über XETRA, Tradegate Berlin Stock Exchange, Quotrix, Gettex, CBOE DXE und Lang & Schwarz Exchange einbezogen. Die nichtvinkulierten Aktien der Gesellschaft (ISIN DE000A30U911) können weder im regulierten Markt noch im Freiverkehr gehandelt werden.

397. Die VIG hat dem Vorstand der NBG AG mit Schreiben vom 22. Juni 2026 mitgeteilt, dass sie beabsichtigt, ein Verfahren zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NBG AG gegen eine angemessene Barabfindung auf die VIG nach §§ 327a ff. AktG durchzuführen (sog. aktienrechtlicher Squeeze Out). Am selben Tag informierte die NBG AG die Öffentlichkeit per Ad hoc-Meldung über die Absicht der VIG, einen Squeeze Out anzustreben.

398. Der **BGH** hat mit den Beschlüssen vom 21. Februar 2023 („TLG/WCM“)[138] und vom 31. Januar 2024 („Kabel Deutschland“)[139] bestätigt, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft den gesetzlichen Bewertungszielen grundsätzlich nicht widerspricht und grundsätzlich eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts und des Werts der Beteiligung eines außenstehenden Aktionärs ist.[140]

399. Der Börsenkurs wird vom BGH als eine eigenständige Bewertungsmethode gesehen, womit es eine wesentliche Weiterentwicklung zur „Untergrenzen“-Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts gibt. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann und der Börsenkurs somit keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert erlaube, könne der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.[141]

400. Grundsätzlich muss die zu ermittelnde angemessene Abfindung (u.a. §§ 305, 320b sowie §§ 327a f. AktG) oder der angemessene Ausgleich (§ 304 AktG) den Aktionär in Höhe des

---

138 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21.

139 Vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22.

140 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 18; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 20.

141 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 20; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 26.

vollen wirtschaftlichen Werts seiner Beteiligung entschädigen.[142] Bei der Beurteilung der Angemessenheit des Börsenkurses ist in diesem Rahmen daher unter Berücksichtigung der wirtschaftswissenschaftlichen oder betriebswirtschaftlichen Theorie und Praxis zu beurteilen, ob der Börsenkurs einer Aktie den „wahren" Wert der Beteiligung abbildet.[143] Es ist somit zu untersuchen, ob im jeweiligen Einzelfall von einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer ausgegangen werden kann und ob der Börsenkurs somit eine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Anteile erlaubt.

401. Für die Bestimmung der Wertuntergrenze ist nach der Rechtsprechung hingegen der Desinvestitionswert maßgeblich, d.h. derjenige Preis, zu dem die Aktie unter Abstraktion von der Strukturmaßnahme am Markt hätte veräußert werden können.[144] Anders als beim „wahren" Wert ist das Ausmaß der Informationseffizienz oder eine richtige Informationsbewertung durch den Markt für die Frage, ob ein Börsenkurs als Wertuntergrenze für die Abfindung relevant ist (Untergrenzenfunktion), nicht von Bedeutung.[145] Damit unterscheiden sich die Kriterien für die Relevanz von Börsenkursen für eine Abfindungsuntergrenze von den Kriterien für die Frage der Angemessenheit eines Börsenkurses als Maßstab für den „wahren" Wert. Folglich sind die Analysen, ob der Börsenkurs einer Aktie den „wahren" Wert der Beteiligung abbildet, zu trennen von der Fragestellung, ob ein Börsenkurs als Wertuntergrenze für eine angemessene Abfindung bzw. einen angemessenen Ausgleich gilt.

402. Zur Unterstützung der Bewertungs- und Prüfungspraxis hat der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW den IDW Standard: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW S 17) mit Stand vom 18. November 2025 veröffentlicht. Der IDW S 17 legt dar, unter welchen Voraussetzungen aus beobachtbaren Börsenkursen auf eine angemessene Kompensation geschlossen werden kann und welche Beurteilungshandlungen der Wirtschaftsprüfer zur Beurteilung im Hinblick auf den nach der Rechtsprechung geforderten „wahren" Wert vorzunehmen hat.[146]

403. Nachfolgend werden wir zunächst die Entwicklung des Börsenkurses der NBG AG im dreijährigen Zeitraum vor der Bekanntgabe der geplanten Strukturmaßnahme darstellen und wesentliche Einflussfaktoren bzw. Ereignisse in diesem Zeitraum herausarbeiten (Abschnitt

---

142 Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94; BGH, Beschluss vom 19.7.2010 – II ZB 18/09.

143 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 17, 19; BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 22, 24.

144 Vgl. IDW S 17, Tz. 42.

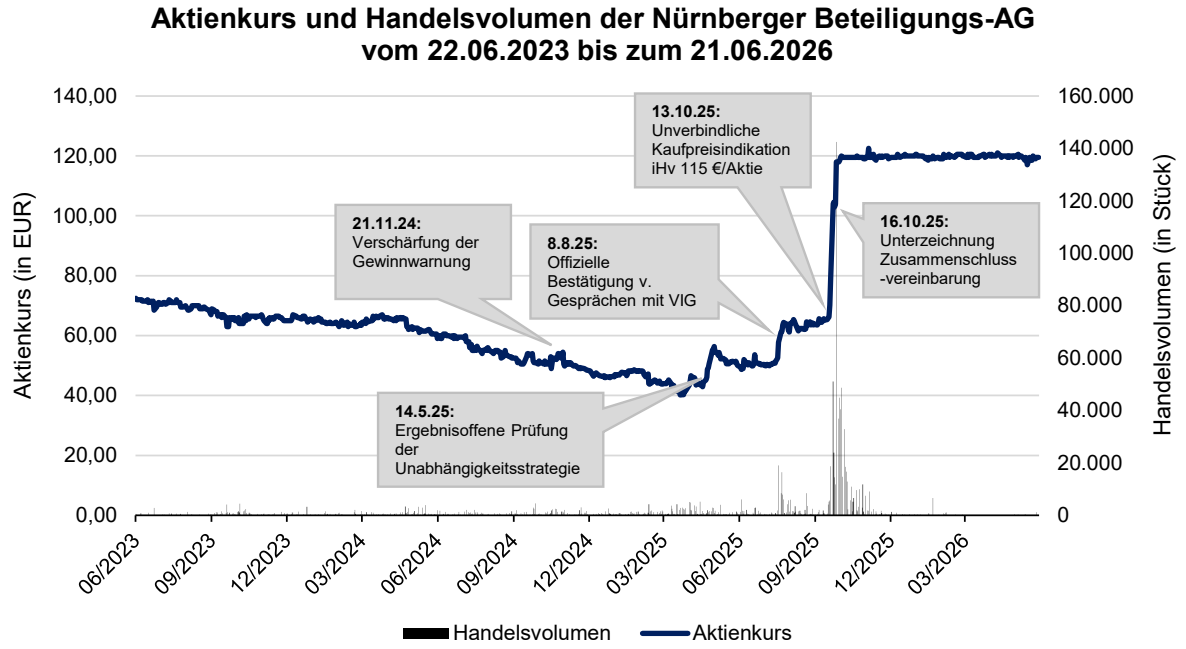
145 Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94.

146 Vgl. IDW S 17, Tz. 5.

D.IV.2). Darauf aufbauend werden wir den relevanten Börsenkurs ermitteln (Abschnitt D.IV.3) und diesen im Hinblick auf die Eignung als Desinvestitionswert (Abschnitt D.IV.4) bzw. als Schätzer für den „wahren“ Wert der Beteiligung (Abschnitt D.IV.5) würdigen.

2. Entwicklung des Börsenkurses

404. In der folgenden Abbildung sind der Verlauf des Börsenkurses der NBG AG-Aktie sowie die zugrunde liegenden Handelsvolumina über einen Zeitraum von drei Jahren bis zum 21. Juni 2026, dem Tag vor der Bekanntgabe des Übertragungsverlangens, dargestellt.[147]



Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Abbildung 28: Aktienkurs und Handelsvolumina der Aktie der NBG AG vom 9. Januar 2023 bis zum 21. Juni 2026

405. Der Kursverlauf im dreijährigen Betrachtungszeitraum lässt sich auf zwei nacheinander wirkende Haupttreiber zurückführen. Bis in das Frühjahr 2025 wurde der Aktienkurs im Wesentlichen durch die operative Geschäftsentwicklung der NBG AG bestimmt und bewegte sich, belastet durch zwei Gewinnwarnungen, zwischen rund 40 € und knapp 73 €. Ab Mai 2025 trat dieser fundamentale Einfluss zunehmend in den Hintergrund. Die Kursbildung wurde nunmehr von der sich anbahnenden und schließlich konkretisierten Übernahme durch die VIG geprägt. In mehreren Stufen näherte sich der Kurs dem späteren Angebotspreis von 120,00 € je Aktie an und verharrte bis zum Ende des Betrachtungszeitraums nahe diesem Niveau. Die für die Kursbildung wesentlichen Ereignisse werden nachfolgend im Einzelnen dargestellt.

147 Die genannten Handelsdaten beziehen sich dabei auf die von Bloomberg unter dem Börsenticker „Germany“ zusammengefassten deutschen Handelsplätze.

406. Zu Beginn des Betrachtungszeitraums notierte die Aktie bei 72,50 € (22. Juni 2023). In den Jahren 2023 und 2024 verschlechterte sich die Ertragslage des NBG-Konzerns, was sich in einer rückläufigen Kursentwicklung niederschlug. Wesentlicher Belastungsfaktor waren gestiegene Schadenaufwendungen in der Schaden- und Unfallversicherung.[148] Mit Ad-hoc-Mitteilung vom 26. Juli 2024 senkte der Vorstand die Prognose für das Konzernergebnis 2024. Der Kurs gab an diesem Tag um 3,3 % auf 58,00 € nach. Gemäß der Ad-hoc-Mitteilung vom 21. November 2024 wurde die Prognose nochmals deutlich reduziert. Statt eines ausgeglichenen Ergebnisses rechnete der Vorstand nunmehr mit einem Konzernfehlbetrag von 65 Mio. € bis 85 Mio. €. Dieser war im Wesentlichen auf eine erforderliche Stärkung der versicherungstechnischen Reserven sowie des Eigenkapitals der Tochtergesellschaft NAV zurückzuführen. Der Kurs verlor daraufhin 7,3 % auf 50,50 €.

407. Am 7. Februar 2025 kündigte der Vorstand der NBG AG an, für das Geschäftsjahr 2024 die Dividende auf 0,14 € je Aktie zu senken (Vorjahr: 3,50 € je Aktie). In der Folge setzte sich die Abwärtsbewegung fort. Am 11. April 2025 erreichte die Aktie mit 40,20 € ihren tiefsten Stand im gesamten Betrachtungszeitraum.

408. Eine Trendwende trat mit der ordentlichen Hauptversammlung am 14. Mai 2025 ein. Der Vorstand berichtete über Fortschritte des Effizienzprogramms „Fit für die Zukunft" (Einsparziel 75 Mio. € bis 2026) und teilte zeitgleich per Ad-hoc-Mitteilung mit, dass er ergebnisoffen prüfe, ob die bisherige Unabhängigkeitsstrategie fortgeführt oder weiterentwickelt werden solle. Der Kurs stieg an diesem Tag um 5,9 % auf 48,80 €. In den Tagen danach berichtete die Fachpresse über allgemeine Übernahme- und Fusionsgerüchte, ohne dass ein konkreter Erwerbsinteressent benannt oder eine Transaktion von der Gesellschaft bestätigt wurde.[149] Der letzte Handelstag vor dieser Mitteilung, der 13. Mai 2025 (Schlusskurs 46,10 €), wird auch von der VIG als unverzerrter Referenzkurs für die Berechnung der Angebotsprämie herangezogen.

409. Am 8. August 2025 bestätigten die NBG AG und die VIG erstmals offiziell, dass sie eine exklusive Due-Diligence-Prüfung zum möglichen Erwerb einer kontrollierenden Mehrheitsbeteiligung durch die VIG vereinbart hätten. Damit lag erstmals eine konkrete, auf die VIG bezogene Übernahmeperspektive vor. Der Kurs reagierte mit einem Anstieg um 9,9 % auf 57,80 €. Wenige Tage später opponierte der Investor 7Square öffentlich gegen den exklusiv auf die VIG ausgerichteten Verkaufsprozess.[150] Getragen von der zunehmenden

---

148 Vgl. NÜRNBERGER Beteiligungs-AG, Ad-hoc-Mitteilungen vom 6. November 2023 und vom 26. Juli 2024 sowie Geschäftsbericht 2024, S. 26.

149 Vgl. procontra, Nürnberger Versicherung stellt eigene Unabhängigkeit zur Diskussion, 15. Mai 2025.

150 Vgl. Handelsblatt, Aktivistischer Investor mischt sich in Nürnberger-Verkauf ein, 13. August 2025.

Übernahmeerwartung setzte der Kurs seinen Anstieg fort und erreichte bis Anfang Oktober 2025 ein Niveau von rund 65 €.

410. Am 13. Oktober 2025 veröffentlichte die NBG AG eine Pflichtmitteilung nach Art. 17 MAR, in der erstmals eine konkrete, unverbindliche Kaufpreisindikation der VIG i.H.v. 115,00 € je Aktie genannt wurde. Anlass war ein bereits zuvor deutlich gestiegener Kurs. Am 10. Oktober 2025, dem letzten Handelstag vor der Mitteilung, hatte die Aktie um 12,8 % auf 79,20 € zugelegt, ausgelöst durch Presseberichte über ein unmittelbar bevorstehendes Erwerbsangebot mit einer kolportierten Bandbreite von bis zu 120,00 € je Aktie.[151] Mit der Pflichtmitteilung am 13. Oktober 2025 stieg der Kurs weiter und schloss mit 104,00 € um 31,3 % über dem Niveau des vorangegangenen Handelstags.

411. Am 16. Oktober 2025 unterzeichneten die NBG AG und die VIG eine Zusammenschlussvereinbarung (Business Combination Agreement). Zugleich kündigte die VIG ein freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot zu einem Angebotspreis von 120,00 € je Aktie an. Gegenüber der drei Tage zuvor bekannt gewordenen Indikation von 115,00 € entsprach dies einem Aufschlag von lediglich rund 4,3 %. Bezogen auf den unverzerrten Referenzkurs (XETRA-Kurse) vom 13. Mai 2025 wies die VIG hingegen eine Prämie von rd. 173,0 % auf den gewichteten Dreimonatsdurchschnitt bzw. rd. 154,2 % auf den Schlusskurs (XETRA-Schlusskurs am 13. Mai 2025: 47,20€) aus.[152] Bereits im Vorfeld hatte sich die VIG unwiderrufliche Andienungszusagen mehrerer Großaktionäre über rund 64,4 % des Grundkapitals gesichert. Da die Bekanntgabe erst nach Börsenschluss erfolgte, reagierte der Markt erst am folgenden Handelstag. Am 17. Oktober 2025 stieg der Kurs um 13,5 % auf 118,00 € und näherte sich damit dem Angebotspreis an, ohne ihn zu erreichen.

412. Mit Veröffentlichung der Angebotsunterlage am 24. Oktober 2025 begann die Annahmefrist des Erwerbsangebots. Vorstand und Aufsichtsrat empfahlen mit gemeinsamer begründeter Stellungnahme vom 3. November 2025 die Annahme des Angebots. Bis zum Ablauf der Annahmefrist am 21. November 2025 sicherte sich die VIG 98,81 % des Grundkapitals und der Stimmrechte.[153] Der Kurs bewegte sich in dieser Phase in einer engen Spanne nahe dem Angebotspreis und notierte am 21. November 2025 bei 119,00 €.

---

151 Vgl. AssCompact, Steht der Verkauf der NÜRNBERGER kurz bevor?, 10. Oktober 2025.

152 Vgl. NBG AG, Presseinformation, NÜRNBERGER und VIG unterzeichnen Zusammenschlussvereinbarung, 16. Oktober 2025; VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe, Angebotsunterlage zum freiwilligen öffentlichem Erwerbsangebot, 24. Oktober 2025.

153 Vgl. VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe, Bekanntmachung der Gesamtzahl der zum Verkauf eingereichten Aktien, der Annahmequote des Angebots sowie des Eintritts von Angebotsbedingungen, 26. November 2025.

413. Der Vollzug des Erwerbsangebots stand zunächst noch unter dem Vorbehalt regulatorischer Freigaben. Am 24. März 2026 bestätigte die Gesellschaft mit einem vorläufigen Konzernergebnis 2025 von 46,8 Mio. € (Vorjahr: -77,2 Mio. €) und einem Dividendenvorschlag von 2,00 € je Aktie den operativen Turnaround. Angesichts des zu diesem Zeitpunkt bereits auf über 98 % gestiegenen VIG-Anteils war die eigenständige Kursrelevanz dieser Nachricht jedoch begrenzt. Nach Eintritt sämtlicher Angebotsbedingungen (Bekanntgabe am 5. Mai 2026) vollzog die VIG das Erwerbsangebot am 18. Mai 2026 und hält seither 99,2 % des Grundkapitals und der Stimmrechte. Mit Schreiben vom 22. Juni 2026 leitete sie das Verfahren zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre nach §§ 327a ff. AktG ein. Der Kurs verharrte über den gesamten Zeitraum knapp unterhalb des Angebotspreises und notierte am letzten Handelstag des Betrachtungszeitraums bei 119,50 €.

414. Im Ergebnis lässt sich der Betrachtungszeitraum in drei Phasen gliedern. In der ersten Phase, von Beginn des Zeitraums (22. Juni 2023) bis zum 13. Mai 2025, wurde der Aktienkurs der NBG AG im Wesentlichen durch die operative Geschäftsentwicklung bestimmt. Belastet durch die beiden Gewinnwarnungen gab er von 72,50 € bis auf sein Tief von 40,20 € (11. April 2025) nach (arithmetischer Mittelwert: 58,79 €, Median: 62,00 €). Zum 13. Mai 2025 lag der Kurs bei 46,10 €. In der zweiten Phase, vom 14. Mai 2025 bis zum 12. Oktober 2025, trat die Übernahmeerwartung in den Vordergrund. Ausgelöst durch die Ankündigung der Strategieprüfung und verstärkt durch die Bestätigung der VIG-Gespräche stieg der Kurs auf 79,20 € (10. Oktober 2025). Die dritte Phase, ab der Kaufpreisindikation vom 13. Oktober 2025, war weitgehend von der fundamentalen Geschäftsentwicklung gelöst und maßgeblich durch die Transaktion geprägt. Der Kurs bewegte sich in der engen Bandbreite von 103,00 € bis 122,50 € (Mittelwert: 119,35 €, Median: 119,50 €) nahe dem Angebotspreis.

415. Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Kursentwicklung der NBG-Aktie ab dem 14. Mai 2025 durch die Ankündigung des Vorstands einer ergebnisoffenen Prüfung der Unabhängigkeitsstrategie von Übernahmeerwartungen geprägt ist. Mit der am 13. Oktober 2025 veröffentlichten Ad-hoc-Mitteilung bestätigten die NBG AG sowie VIG konkrete Verhandlungen über ein öffentliches Übernahmeangebot und stellten einen Angebotspreis von 115,00 € in Aussicht. Am 16. Oktober 2025 wurde die Unterzeichnung einer Zusammenschlussvereinbarung sowie die Entscheidung zur Abgabe eines freiwilligen öffentlichen Erwerbsangebots der VIG an die NBG AG-Aktionäre bekanntgegeben. Die Entwicklung des Börsenkurses der NBG-Aktie ist somit spätestens seit dem 13. Oktober 2025 maßgeblich durch das öffentliche Erwerbsangebot der VIG beeinflusst. Schließlich ist zu beachten, dass mit Ablauf der Annahmefrist am 21. November 2025 bereits Annahmeerklärungen für rund 76,92 % des Grundkapitals vorlagen und die VIG den Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung damit, vorbehaltlich der noch ausstehenden regulatorischen Freigaben und des Vollzugs, weitgehend abgesichert hatte. Die rechtliche Kontrollerlangung trat demgegenüber erst mit Vollzug des Erwerbsangebots und des NESBEG-SPA am

18. Mai 2026 ein. Im verbleibenden Zeitraum bis zur Ankündigung der Strukturmaßnahme am 22. Juni 2026 waren sowohl der Streubesitz (zuletzt rund 0,8 %) als auch das Handelsvolumen entsprechend gering. Die Aussagefähigkeit der Börsenkursentwicklung ab dem 13. Oktober 2025 ist vor diesem Hintergrund kritisch zu würdigen und tendenziell als eingeschränkt anzusehen.

3. Ermittlung des relevanten Börsenkurses

a) Börsenkursstichtag und Durchschnittsbildung

416. Nach der Rechtsprechung des BGH vom 19. Juli 2010 („Stollwerck“)[154] ist der zugrunde zu legende Börsenkurs der Aktie grundsätzlich auf Basis eines **gewichteten Durchschnittskurses** innerhalb eines **dreimonatigen Referenzzeitraum vor der Bekanntmachung** der beabsichtigten Strukturmaßnahme zu ermitteln. In seinem Beschluss vom 21. Februar 2023 hat der BGH bestätigt, dass diese Vorgehensweise auch für den Börsenkurs als Schätzgrundlage für den wahren Wert anzuwenden ist.[155]

417. Am 22. Juni 2026 informierte die NBG AG die Öffentlichkeit per Ad hoc-Meldung über die Absicht der VIG, einen Squeeze Out anzustreben. Der **Referenzzeitraum** für unsere nachfolgenden Analysen ist demnach vom **22. März 2026 bis einschließlich 21. Juni 2026**.

b) Hochrechnung des Börsenkurses

418. Die Voraussetzung für eine Hochrechnung des Börsenkurses liegen gemäß Rechtsprechung des BGH dann vor, wenn ein „längerer Zeitraum“ zwischen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung liegt.[156] Der BGH war in seiner „Stollwerck“-Entscheidung bei einem Zeitraum von siebeneinhalb Monaten zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der beschlussfassenden Hauptversammlung von einem „längeren Zeitraum“ ausgegangen. Die Rechtsprechung[157] schränkt die Hochrechnung auf Ausnahmefälle ein, wobei es Ziel der Hochrechnung sei, etwaigem Missbrauch durch den Mehrheitsaktionär vorzubeugen. Insofern kommt eine Hochrechnung des Börsenkurses nur in Betracht, wenn die angekündigte Maßnahme ohne sachlichen Grund verzögert bzw. nicht innerhalb einer üblichen Zeitspanne durchgeführt wird.

419. Vorliegend ist keine Hochrechnung erforderlich, da kein „längerer Zeitraum“ zwischen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme (22. Juni 2026) und dem Tag der beschlussfassenden außerordentlichen Hauptversammlung (12. November 2026) liegen wird.

---

154 Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09, in: AG 2010, S. 629 ff.

155 Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21, Tz. 16.

156 Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09, in: AG 2010, S. 629 ff.

157 Vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 27. August 2020 - 21 W 59/19, Rn. 28.

c) Ableitung des Dreimonatsdurchschnittskurses

420. Die Frage, welche Handelsplätze bei der Ermittlung des gewichteten Durchschnittskurses zu berücksichtigen sind, wird in der Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beantwortet. Dies betrifft insbesondere die Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen neben oder anstelle von Kursen des regulierten Marktes auch Freiverkehrskurse in die Durchschnittsbildung einzubeziehen sind. Das OLG Karlsruhe hat diese Frage ausdrücklich offengelassen.[158] Im vorliegenden Fall liegen für die Aktien der NBG AG ausschließlich Notierungen im Freiverkehr vor. Anerkannt ist in der Rechtsprechung hingegen, dass der Börsenwert auf Grundlage des nach Umsatz gewichteten durchschnittlichen **inländischen Börsenkurses** zu ermitteln ist.[159] Börsenpreise sind nach § 24 Abs. 1 BörsG sowohl die während der Börsenzeit an einer Börse festgestellten Preise als auch die während der Börsenzeit im Freiverkehr einer Wertpapierbörse festgestellten Preise.

421. Vor diesem Hintergrund haben wir die von Bloomberg für die Aktien der NBG AG ausgewiesenen Börsen- und Ausführungsplätze anhand ihrer rechtlichen und organisatorischen Ausgestaltung daraufhin untersucht, ob der dort stattfindende Handel dem börslichen Handel an einer inländischen Wertpapierbörse bzw. in deren Freiverkehr zuzuordnen ist. In die nachfolgenden Analysen wurden die an den berücksichtigungsfähigen Handelsplätzen tatsächlich ausgeführten Umsätze einbezogen. Handelsdaten aus außerbörslichen Geschäften wurden nicht berücksichtigt.[160]

---

158 Vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 16. April 2024 – 12 W 27/23, Tz. 75 (juris); Popp/Ruthardt, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2024, Rz. 12.255.

159 Vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09, BGHZ 186, 229, Tz. 20 (juris) („Stollwerck"); OLG Karlsruhe, Beschluss vom 8. Mai 2025 – 12 W 21/23, Tz. 57 und 89 (juris).

160 Berücksichtigt wurden die über Bloomberg abgefragten Handelsdaten für Xetra, Frankfurt, Düsseldorf, Hamburg, München, Stuttgart, Tradegate BSX, Gettex, Quotrix und die Lang & Schwarz Exchange. Nicht berücksichtigt wurde der Lang & Schwarz Systematic Internaliser (Bloomberg-Börsenticker „LU"), in dem Kundenaufträge für eigene Rechnung außerhalb eines organisierten Marktes bzw. eines multilateralen oder organisierten Handelssystems ausgeführt werden. Es handelt sich daher um außerbörslichen Handel. Vgl. § 2 Abs. 8 Satz 1 Nr. 2 Buchst. b WpHG; Lang & Schwarz Aktiengesellschaft, Geschäftsbericht 2025.

422. In der folgenden Tabelle sind die Informationen zu Handelsvolumina sowie den korrespondierenden Aktienkursen (tägliche, volumengewichtete Kurse) der NBG AG an deutschen Handelsplätzen vom 22. März 2026 bis zum 21. Juni 2026 dargestellt. Die Tabelle enthält die in dem Zeitraum tatsächlich abgeschlossenen Transaktionen.

Datum	Handelsvolumen Stück	Handelsumsatz €	Aktienkurs (volumengewichtet) €	Kursänderung %
23.03.2026	238	28.523	119,84	-0,2%
24.03.2026	194	23.344	120,33	0,4%
25.03.2026	4	479	119,75	-0,5%
26.03.2026	52	6.273	120,63	0,7%
27.03.2026	13	1.559	119,88	-0,6%
30.03.2026	98	11.732	119,71	-0,1%
01.04.2026	35	4.225	120,71	0,8%
02.04.2026	33	3.964	120,11	-0,5%
07.04.2026	38	4.582	120,58	0,4%
08.04.2026	190	22.801	120,00	-0,5%
09.04.2026	7	966	138,00	15,0%
10.04.2026	222	26.530	119,50	-13,4%
13.04.2026	50	6.000	120,00	0,4%
14.04.2026	6	725	120,75	0,6%
15.04.2026	5	600	120,00	-0,6%
16.04.2026	10	1.215	121,45	1,2%
17.04.2026	1	120	120,00	-1,2%
20.04.2026	125	14.990	119,92	-0,1%
21.04.2026	3	362	120,67	0,6%
22.04.2026	3	361	120,33	-0,3%
23.04.2026	12	1.447	120,54	0,2%
24.04.2026	1	122	122,00	1,2%
27.04.2026	1	120	120,00	-1,6%
29.04.2026	7	868	124,00	3,3%
30.04.2026	29	3.495	120,52	-2,8%
04.05.2026	11	1.331	120,95	0,4%
05.05.2026	85	10.432	122,73	1,5%
06.05.2026	67	8.307	123,99	1,0%
07.05.2026	22	2.646	120,27	-3,0%
08.05.2026	145	17.340	119,59	-0,6%
11.05.2026	11	1.337	121,55	1,6%
12.05.2026	152	18.165	119,51	-1,7%
13.05.2026	2	240	120,00	0,4%
14.05.2026	66	7.944	120,36	0,3%
15.05.2026	178	21.401	120,23	-0,1%
18.05.2026	51	6.461	126,68	5,4%
19.05.2026	14	1.686	120,43	-4,9%
20.05.2026	43	5.165	120,12	-0,3%
21.05.2026	522	62.595	119,91	-0,2%
22.05.2026	14	1.941	138,64	15,6%
25.05.2026	219	26.469	120,86	-12,8%
26.05.2026	21	2.530	120,45	-0,3%

Datum	Handelsvolumen Stück	Handelsumsatz €	Aktienkurs (volumengewichtet) €	Kursänderung %
27.05.2026	23	2.780	120,85	0,3%
28.05.2026	27	3.277	121,37	0,4%
29.05.2026	1	125	125,00	3,0%
01.06.2026	75	9.229	123,05	-1,6%
02.06.2026	640	75.705	118,29	-3,9%
03.06.2026	664	79.295	119,42	1,0%
04.06.2026	32	3.837	119,91	0,4%
05.06.2026	106	12.475	117,69	-1,8%
08.06.2026	43	5.136	119,44	1,5%
09.06.2026	35	4.196	119,87	0,4%
10.06.2026	203	24.269	119,55	-0,3%
11.06.2026	8	958	119,69	0,1%
12.06.2026	91	10.920	120,00	0,3%
15.06.2026	58	6.961	120,01	0,0%
16.06.2026	1.440	172.795	120,00	0,0%
17.06.2026	7	840	119,93	-0,1%
18.06.2026	1	119	119,00	-0,8%
19.06.2026	43	4.996	116,19	-2,4%
Gesamt	**6.497**	**779.296**		

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 10: Übersicht zu Handelsvolumina und Aktienkursen der NBG AG-Aktie vom 22. März 2026 bis zum 21. Juni 2026

423. Im maßgeblichen dreimonatigen Zeitraum vor der Bekanntmachung der Maßnahme war der Handel der Aktie der NBG AG von einem vergleichsweise geringen Volumen geprägt. Für die Aktie der NBG AG wurden an den berücksichtigten deutschen Handelsplätzen an 60 von 62 Börsentagen Umsätze verzeichnet. Insgesamt wurden im betrachteten Zeitraum 6.497 Aktien mit einem Handelsumsatz von insgesamt 779.296 € gehandelt. Zudem wurden am 22. bzw. 25. Mai 2026 zwei unmittelbar aufeinanderfolgende Aktienkursabweichungen um mehr als 5,0 % verzeichnet.

424. Auf Basis unserer Berechnungen betrug der umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenkurs für den Zeitraum vom 22. März 2026 bis einschließlich zum 21. Juni 2026 **119,95 € je Aktie.**

425. Zudem wurde bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bafin) ein volumengewichteter Durchschnittskurs für den Dreimonatszeitraum vor Ankündigung der Maßnahme abgefragt. Die Bafin teilte mit Schreiben vom 20. Juli 2026 mit, dass ein volumengewichteter Durchschnittskurs der in den Freiverkehr einbezogenen NBG-Aktie nach § 31 Abs. 1 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 3 WpÜG-Angebotsverordnung nicht ermittelt werden konnte, da in die Berechnung der Bafin ausschließlich Geschäfte im regulierten Markt (inländische organisierte Märkte) einfließen.

4. Beurteilung des Börsenkurses als Wertuntergrenze der Barabfindung

426. Die Bedeutung des Börsenkurses als Untergrenze für die Barabfindung begründet sich in der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts, wonach ein abzufindender Gesellschafter in einer ökonomisch dominierten Situation von einem Mehrheitsgesellschafter nicht in eine schlechtere Vermögenslage als vor der Abfindung gedrängt werden darf.[161] Demzufolge stellt der Börsenkurs, zu dem ein Aktionär vor der die Abfindung auslösenden Maßnahme seine Aktien in einer freien Desinvestitionsentscheidung hätte verkaufen können (sog. Desinvestitionswert), die Wertuntergrenze einer angemessenen Abfindung dar. Dies gilt jedoch nur, sofern eine Veräußerbarkeit der Anteile zu diesem Kurs unter Abstraktion der jeweiligen Strukturmaßnahme gegeben war. Auf das Ausmaß der Informationseffizienz oder eine richtige Informationsverarbeitung oder -bewertung durch den Markt kommt es dabei – anders als beim „wahren" Wert – nicht an.

427. Ein Unterschreiten des Börsenkurses bei der Festlegung der Barabfindung kommt nach der Rechtsprechung des BVerfG und des BGH lediglich in Ausnahmefällen in Betracht, wenn[162]

- über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel mit Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat,
- der einzelne außenstehende Aktionär aufgrund einer Marktenge nicht in der Lage gewesen wäre, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder
- der Börsenpreis manipuliert worden ist.

428. Gemäß dem OLG Stuttgart sei grundsätzlich nicht entscheidend, „ob es der Gesamtheit der außenstehenden Aktionäre möglich gewesen wäre, ihre Aktien zum Stichtag oder auch in einem überschaubaren Zeitraum zum festgestellten Börsenkurs zu verkaufen".[163] Auch komme es gem. dem OLG Frankfurt nicht darauf an, wie sich der Börsenkurs verändert hätte, wenn „alle Minderheitsaktionäre gezwungen gewesen wären, ihre Beteiligung zu veräußern". Maßgeblich sei, dass der einzelne Minderheitsaktionär die Möglichkeit gehabt habe, „seine geringe Beteiligung (...)" zu veräußern. Es gehe vielmehr darum, dem Minderheitsaktionär „dasjenige zu sichern, was er ohne den Squeeze Out bei einer freien Desinvestitionsentscheidung hätte erlangen können. Ohne die unternehmerische Maßnahme hätten aber nur einzelne Aktionäre ihre Beteiligung veräußern wollen, nicht hingegen alle Minderheitsaktionäre zusammen."[164] Entsprechend komme es nicht darauf an, ob alle

---

161 Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94.

162 Vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00; BVerfG, Beschluss vom 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94.

163 Vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008 – 20 W 9/08.

164 Vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 30. März 2010 – 5 W 32/09.

Minderheitsaktionäre ihre Aktien zu diesem Kurs hätten verkaufen können, sondern lediglich einzelne Aktionäre.

429. Zur Beurteilung der Veräußerbarkeit zieht die Rechtsprechung die in § 5 Abs. 4 der WpÜG-Angebotsverordnung (WpÜG-AngVO) genannten Kriterien als Indizien heran. [165] Nach diesen Kriterien findet ein Börsenkurs bei der Ermittlung eines Mindestpreises im Rahmen eines Übernahmeangebotes keine Berücksichtigung, wenn

- an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt werden **und**
- mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5,0 % voneinander abweichen.

430. Der BGH hat hierzu klarstellend festgestellt, dass die zwei Kurssprünge von jeweils über 5,0 % an zwei unmittelbar hintereinander folgenden Tagen (mit Handel) vorliegen müssen. [166] Bei der Beurteilung, ob Kurssprünge nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO vorliegen, ist auf den gewichteten durchschnittlichen Kurs des jeweiligen Börsentages abzustellen. [167]

431. Nach unseren Analysen wurden die Aktien der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG im betrachteten Referenzzeitraum an 60 von 62 Börsentagen gehandelt. Darüber hinaus waren zwei aufeinander folgende Aktienkursabweichungen um mehr als 5,0 % zu verzeichnen (vgl. hierzu Tz. 423 f.)

432. Im Sinne der WpÜG-AngVO liegt somit keine Marktenge vor. Der durchschnittliche Börsenkurs kann insoweit entsprechend den Kriterien der WpÜG-AngVO als Indikator für den Verkehrswert der Aktie nicht verworfen werden. Der Börsenkurs der NBG AG ist als Wertuntergrenze zu berücksichtigen.

---

165 Vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 8. Mai 2025 – 12 W 21/23, Tz. 54 (juris); OLG Düsseldorf, Beschluss vom 19. September 2024 – 26 W 10/22; OLG Hamburg, Beschluss vom 7. September 2020 – 13 W 123/20; OLG Frankfurt, Beschluss vom 28. März 2014 – 21 W 15/11, Tz. 221 (juris).

166 Vgl. BGH, Beschluss vom 22. Oktober 2019, XI ZR 682/18.

167 Vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 8. Mai 2025 – 12 W 27/23, Tz. 68 (juris); Winner, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2024, Rz. 23.85.

5. Beurteilung des Börsenkurses als Maßstab des „wahren“ Werts nach IDW S 17

a) Vorbemerkung

433. Wie bereits ausgeführt sind die Analysen, ob der Börsenkurs einer Aktie den „wahren“ Wert der Beteiligung abbildet, zu trennen von der Fragestellung, ob ein Börsenkurs als Wertuntergrenze für eine angemessene Abfindung bzw. einen angemessenen Ausgleich gilt.

434. Zur Unterstützung der Bewertungs- und Prüfungspraxis hat der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW den IDW Standard: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW S 17) mit Stand vom 18. November 2025 veröffentlicht. Vor dem Hintergrund der in der Theorie, Praxis und Rechtsprechung entwickelten Standpunkte legt der IDW S 17 die Grundsätze dar, nach denen Wirtschaftsprüfer unbeschadet ihrer Eigenverantwortlichkeit im Rahmen aktien- und umwandlungsrechtlicher Angemessenheitsprüfungen die Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen mit Blick auf die Kompensation des vollen wirtschaftlichen Werts („wahrer Wert“) der Aktie beurteilen.[168]

435. Der IDW S 17 formuliert Kriterien zur Beurteilung, ob der Börsenkurs im Einzelfall eine effektive Informationsverarbeitung und Informationsbewertung widerspiegelt und damit als Ausdruck des „wahren“ Werts der Anteile gelten kann. Ziel ist es, eine fundierte und transparente Entscheidungsgrundlage für die Ableitung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen zu schaffen. Dabei kommen sechs zentrale Kriterien zur Anwendung:

- die Anteilseignerstruktur,
- die Liquidität im Aktienhandel,
- die Marktabdeckung durch Marktbeobachter,
- der Umfang der Berichterstattung der Gesellschaft,
- die Beachtung des Stichtagsprinzips sowie
- mögliche Kursbeeinflussungen.

[168] Vgl. IDW S 17, Tz. 1.

436. Der Standard stellt zur Beurteilung der Kriterien ein „Ampelsystem“ auf, das eine systematische und nachvollziehbare Einordnung der einzelnen Beurteilungsaspekte ermöglicht. Dabei wird jedem der Beurteilungskriterien eine farbliche Ausprägung (grün, gelb oder rot) zugewiesen, die die Aussagekraft des Börsenkurses im Hinblick auf die Angemessenheit der Kompensation qualitativ bewertet.[169]

- Grün signalisiert eine unkritische Ausprägung: Das jeweilige Kriterium wird im Sinne einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Kapitalmarkt erfüllt. Liegen ausschließlich grüne Bewertungen vor, kann der Börsenkurs ohne zwingenden Vergleich mit dem objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1 als geeignete Indikation für den „wahren“ Wert herangezogen werden.

- Gelb kennzeichnet eine kritische Ausprägung. Sofern bei mindestens einem Kriterium eine gelbe Bewertung vorliegt, ist in jedem Fall eine ergänzende Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts (Zukunftserfolgswert) nach IDW S 1 vorzunehmen. In diesem Fall obliegt es dem Wirtschaftsprüfer, im Rahmen einer eigenverantwortlichen Gesamtbeurteilung zu entscheiden, ob der Börsenkurs oder der objektivierte Unternehmenswert als Maßstab für den „wahren“ Wert maßgeblich ist. Je mehr gelbe Ausprägungen bei den einzelnen Kriterien vorliegen, desto kritischer ist die Angemessenheit des Börsenkurses zu beurteilen.

- Liegt bei mindestens einem Kriterium eine rote Ausprägung vor, darf der Börsenkurs nicht als alleiniger Maßstab für die Bemessung des „wahren“ Werts herangezogen werden. Es ist zwingend auf den objektivierten Unternehmenswert zurückzugreifen.

437. Die Einordnung erfolgt dabei nicht hierarchisch, sondern im Sinne einer qualitativen Gesamtbetrachtung. Der Wirtschaftsprüfer hat auf Basis seiner Analysen und getroffenen Beurteilungen zu den aufgeführten Kriterien eine eigenverantwortliche Gesamtbeurteilung zur Angemessenheit des Börsenkurses im Hinblick auf den „wahren“ Wert zu treffen.[170]

b) Anteilseignerstruktur

438. Hintergrund des Beurteilungskriteriums Anteilseignerstruktur sind ökonomische Interessenskonflikte und potenzielle Auswirkungen auf die Preisbildung am Kapitalmarkt. In ökonomisch dominierten Situationen können nach der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und auch der Praxis Interessens- und Anreizkonflikte insb. bei bestehenden Informationsasymmetrien auftreten. Bei ökonomisch dominierten aktien- und

169 Vgl. IDW S 17, Tz. 32-35.

170 Vgl. IDW S 17, Tz. 31.

umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen (z.B. Squeeze Out) werden insb. Anreize im Hinblick auf Markttransaktionen, das „Timing“ der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme – und damit einer Fixierung des Börsenkurses als Schätzgrundlage – sowie der Möglichkeit einer einseitigen Kommunikation angeführt. Im Fall eines hohen Streubesitzes bzw. einer atomistischen Anteilseignerstruktur kann hingegen regelmäßig kein einzelner Marktteilnehmer durch seine Markttransaktionen den Börsenkurs beeinflussen, so dass der Transaktionspreis das Ergebnis freier und zahlreicher Transaktionen basierend auf Angebot und Nachfrage ist.[171]

439. Gemäß IDW S 17 bieten die im Zusammenhang mit dem Vorliegen eines (faktisch) beherrschenden Einflusses nach § 290 Abs. 2 HGB entwickelten Kriterien eine Orientierung für das Vorhandensein ökonomisch dominierender oder kontrollierender Anteilseigner.[172] Besonders hervorgehoben wird dabei die unmittelbare oder mittelbare Mehrheit der Stimmrechte. Bei einer analogen Anwendung der im Zusammenhang mit der Verpflichtung zur Aufstellung eines Konzernabschlusses nach HGB entwickelten Kriterien, ist in der Praxis regelmäßig zum Zeitpunkt des Closings der Transaktion von einem Übergang der Beherrschung auszugehen.[173]

440. Das Beurteilungskriterium Anteilseignerstruktur dient der Abwägung, ob und inwieweit die Anteilseignerstruktur (isoliert betrachtet) im Einzelfall zu verzerrten Börsenkursen geführt haben könnte und somit der Ertragswert zu Kontrollzwecken oder als maßgebliche Schätzgrundlage heranzuziehen wäre.

441. Im Rahmen der Würdigung kann berücksichtigt werden, ob die abfindungs- oder ausgleichsauslösende Strukturmaßnahme in einem zeitlichen und materiellen Zusammenhang zu einem vorangegangenen öffentlichen Übernahmeangebot (oder einer vergleichbaren freien Transaktionssituation) steht, durch das erst die mittel- oder unmittelbare Stimmenmehrheit im Rahmen freier Transaktionen zwischen fremden Dritten erworben wurde. Sofern bereits in der Angebotsunterlage auf die Absicht der Durchführung einer nachfolgenden Strukturmaßnahme hingewiesen wurde, kann dies in im Rahmen einer Gesamtbeurteilung als Indiz für einen materiellen Zusammenhang herangezogen werden.[174]

442. Eine atomistische Anteilseignerstruktur, in der sich die Anteile auf viele Gesellschafter verteilen und kein Anteilseigner mit einem beherrschenden Einfluss vorliegt, zeugt nach dem

---

171 Vgl. IDW S 17, Tz. 25, 36.

172 Vgl. IDW S 17, Tz. 36.

173 Vgl. Ruthardt, Entwurf eines IDW Standards: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW ES 17), in: AG 2025, S. 562.

174 Vgl. IDW S 17, Tz. 36.

Standard IDW S 17 von einer unkritischen Ausprägung (**grüne** Ampel). Wenn der beherrschende Einfluss erst durch eine zeitnahe Transaktion zwischen einer Vielzahl voneinander unabhängigen freien Parteien (insb. ein öffentliches Übernahmeangebot) zustande kommt und der dabei mehrheitlich akzeptierte Preis im zu beurteilenden Börsenkurs reflektiert ist, kann auch in einem solchen Fall von einer grünen Ausprägung des Kriteriums Anteilseignerstruktur auszugehen sein. Dabei ist zu berücksichtigen, ob bisherige Anteilseigner mit wesentlichen Anteilsquoten mittelbar an dem Unternehmen beteiligt bleiben.

443. Eine kritische Anteilseignerstruktur (**gelbe** Ampel) liegt vor, sofern ein einzelner oder eine Gruppe gemeinsam handelnder Anteilseigner über einen (faktisch) beherrschenden Einfluss verfügen.

444. Demnach ist eine börsenkursorientierte Kompensation ausgeschlossen (**rote** Ampel), sofern das Unternehmen gemäß § 291 AktG vertraglich beherrscht ist. Dies ist der Fall, wenn es seine Leitung einem anderen Unternehmen unterstellt hat (Beherrschungsvertrag) oder sich verpflichtet hat, seinen Gewinn an ein anderes Unternehmen abzuführen (Gewinnabführungsvertrag).

445. Im Folgenden analysieren wir die Anteilseignerstruktur für den Referenzzeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme vom 22. März 2026 bis zum 21. Juni 2026 sowie auch bereits davor zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage zum freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot am 24. Oktober 2025.

446. Eine vertragliche Beherrschung nach § 291 AktG der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG lag weder zum 21. Juni 2026 (Tag vor Ankündigung der Strukturmaßnahme) noch zum Zeitpunkt des Abschlusses unserer Prüfung am 29. September 2026 vor.

447. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage zum freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot am 24. Oktober 2025 hielt die VIG 157.870 Aktien der NBG AG, was einem Anteil von rd. 1,37 % am Grundkapital der Gesellschaft entspricht. Nach Abwicklung der zu diesem Zeitpunkt bereits geschlossenen weiteren Kaufverträge erhöhte sich die von der VIG gehaltene Anzahl an Aktien auf 217.860; dies entspricht einem Anteil von rd. 1,89 % am Grundkapital der NBG.[175] Darüber hinaus hatte sich die VIG im Vorfeld der Veröffentlichung der Angebotsunterlage über unwiderrufliche Andienungsvereinbarungen mit ausgewählten Aktionären der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG bereits weitere 8.003.291 Aktien (entspricht 69,47 % des Grundkapitals) gesichert. Hinzu kommt ein Anteilskauf- und -übertragungsvertrag mit allen Gesellschaftern der Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft

[175] Vgl. VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe, Angebotsunterlage zum freiwilligen öffentlichem Erwerbsangebot, 24. Oktober 2025, S. 19 f.

mbH[176], nach dem diese unter der aufschiebenden Bedingung des Eintretens der Angebotsbedingungen sämtliche von ihnen gehaltenen Geschäftsanteile an der Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH an die VIG verkaufen und übertragen werden. Die Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH hielt zu diesem Zeitpunkt und hält derzeit 2.170.761 Aktien, was einem Anteil von rd. 18,84 % am Grundkapital der Gesellschaft entspricht. Insgesamt hatte sich die VIG somit, unter der aufschiebenden Bedingung des Eintretens der Angebotsbedingungen, 10.391.912 Aktien bzw. 90,21 % des Grundkapitals der NBG AG gesichert.[177]

448. Am 26. November 2025 gab die VIG bekannt, dass die im freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebot festgelegte Mindestannahmeschwelle von 50,0 % plus eine Aktie bis zum Ende der Annahmefrist am 21. November 2025 überschritten wurde. Die Summe der während der Annahmefrist angedienten Aktien und der von VIG außerhalb des Übernahmeangebots erworbenen Aktien belief sich auf 11.383.371. Die VIG hielt demnach rd. 98,81 % aller ausstehenden Aktien der NBG AG.[178]

449. Am 5. Mai 2026 meldete die VIG den Erhalt der letzten noch ausstehenden regulatorischen Genehmigung, so dass zu diesem Zeitpunkt sämtliche Vollzugsbedingungen der Transaktion erfüllt waren. Das Closing der Übernahme und des Anteilskauf- und -übertragungsvertrags mit den Gesellschaftern der Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH erfolgte am 18. Mai 2026. Zum Zeitpunkt der Ankündigung des Squeeze Out-Verlangens am 22. Juni 2026 hält die VIG unmittelbar und mittelbar rd. 99,2 %[179] des Grundkapitals der NBG AG. Der Streubesitzanteil beläuft sich entsprechend auf nur noch 0,8 %.

450. Zum Börsenkursstichtag (21. Juni 2026) kann somit von einem beherrschenden Einfluss der VIG ausgegangen werden.

451. Der Sinn und Zweck des Beurteilungskriteriums der Anteilseignerstruktur liegt in der Würdigung, ob und wieweit die Anteilseignerstruktur im Einzelfall zu nach unten verzerrten Börsenkursen geführt haben könnte. Im vorliegenden Fall steht die abfindungsauslösende

---

176 Zu den Gesellschaftern der Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH zählten zu diesem Zeitpunkt die E+S Rückversicherung AG, die Stiftung NÜRNBERGER Versicherung, die TECHNO-EINKAUF GmbH sowie die Versorgungskasse der NÜRNBERGER Versicherungsgruppe e. V.

177 Vgl. VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe, Angebotsunterlage zum freiwilligen öffentlichem Erwerbsangebot, 24. Oktober 2025, S. 19 ff.

178 Vgl. VIG, Bekanntmachung der Gesamtzahl der zum Verkauf eingereichten Aktien, der Annahmequote des Angebots sowie des Eintritts von Angebotsbedingungen, 26. November 2025.

179 Vgl. NBG AG, Pressemeldung: NÜRNBERGER Versicherung ist Teil der Vienna Insurance Group, 18. Mai 2026 sowie Pflichtmitteilungen: VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe (VIG) leitet Verfahren zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG auf die VIG ein, 22. Juni 2026.

Strukturmaßnahme in einem zeitlichen und materiellen Zusammenhang zu dem vorangegangenen öffentlichen Übernahmeangebot, durch das erst die Stimmenmehrheit erreicht werden konnte. Für einen materiellen Zusammenhang spricht im vorliegenden Fall insbesondere auch, dass bereits in der Angebotsunterlage auf die Prüfung möglicher anschließender gesellschafts- oder aktienrechtlicher Maßnahmen hingewiesen wurde.[180] Die spätere Ankündigung des Squeeze Outs erfolgte in einem engen zeitlichen Zusammenhang nach Erhalt der letzten noch ausstehenden regulatorischen Genehmigung und dem Closing der Transaktion.

452. Im Fall eines übernahmerechtlichen Squeeze Outs ist die im Rahmen eines Übernahme- oder Pflichtangebots gewährte Gegenleistung gemäß § 39a Abs. 3 WpÜG dann als angemessen anzusehen, wenn der Bieter aufgrund des Angebots Aktien i.H.v. mindestens 90 % des vom Angebot betroffenen Grundkapitals erworben hat. Zwar kann von diesem, im Fall des übernahmerechtlichen Squeeze Outs, gesetzlich vorgesehenen „Markttest“ nicht unmittelbar auf eine angemessene Barabfindung im Rahmen eines aktienrechtlichen Squeeze Outs geschlossen werden, gleichwohl ist einer hohen Annahmequote eine gewisse Indikationswirkung beizumessen. Im vorliegenden Fall liegt der nach der Rechtsprechung des BGH zugrunde zu legende Börsenkurs mit 119,95 € je Aktie nur leicht unter dem Angebotspreis des Erwerbsangebots (120,00 €), das bis zum 21. November 2025 für 11.031.503 Aktien bzw. rd. 95,76 % des Grundkapitals angenommen wurde. Unter Einbeziehung der von VIG bis zu diesem Zeitpunkt zusätzlich erworbenen 351.868 Aktien bzw. rd. 3,05 %[181] des Grundkapitals – und vorbehaltlich des Vollzugs des Erwerbsangebots – ergab sich ein insgesamt gehaltener Anteil von rd. 98,81 % des Grundkapitals.

453. Vor diesem Hintergrund gehen wir im Ergebnis von einer grünen Ausprägung des Kriteriums Anteilseignerstruktur aus.

c) Liquidität im Aktienhandel

454. Die Messung der Liquidität von Wertpapieren dient dazu, die Markteffizienz zu bewerten und die Belastbarkeit der Marktdaten zu beurteilen. In einem liquiden Markt kann davon ausgegangen werden, dass neue Informationen i.d.R. schnell verarbeitet und in den Kursen reflektiert werden. Somit ist bei einem liquiden Markt die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung hoch. Ein Wertpapiermarkt gilt als liquide, wenn an

---

180 Vgl. VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe, Angebotsunterlage zum freiwilligen öffentlichem Erwerbsangebot, 24. Oktober 2025, S. 26.

181 Vgl. VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe, Bekanntmachung der Gesamtzahl der zum Verkauf eingereichten Aktien, der Annahmequote des Angebots sowie des Eintritts von Angebotsbedingungen, 26. November 2025.

diesem schnell, einfach und ohne signifikante Preisänderungen Wertpapiere in großen Mengen gekauft und verkauft werden können.[182]

455. Gemäß IDW S 17 ist von einer unkritischen (**grünen**) Ausprägung auszugehen, wenn die Liquidität des Wertpapiers des Unternehmens im relevanten Zeitraum im Bereich der üblichen Liquidität von Unternehmen des Aktienindex MDAX liegt. Dabei ist die Liquidität unter Beachtung der unterschiedlichen Dimensionen eines liquiden Markts (vor allem Marktbreite und -tiefe) anhand von unterschiedlichen Liquiditätskennziffern – z.B. relative Geld-Brief-Spanne, relatives und absolutes Handelsvolumen pro Tag, Handelsumsatz pro Tag, Anzahl Handelstage oder Streubesitz – zu beurteilen.

456. Es liegt eine kritische (**gelbe**) Ausprägung vor, wenn unter Heranziehung obiger Liquiditätskennziffern keine zu den Unternehmen des Aktienindex MDAX vergleichbare Liquidität vorliegt.

457. Der Börsenkurs ist nicht zu berücksichtigen (**rote** Ausprägung), wenn eine Marktenge gemäß § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO vorliegt.

458. Ein Gradmesser für die Liquidität sind neben Handelsvolumen, Handelstagen und Streubesitzanteil (Free-Float) auch die Geld-Brief-Spannen (im Folgenden: „Bid-Ask-Spread“ oder kurz: „BAS“), deren Bedeutung im Vorlagebeschluss des OLG Frankfurt am Main vom 26. April 2021 hervorgehoben wurde.[183]

459. Die Differenz zwischen **Geld- und Briefkurs** ist in Form von Transaktionskosten von den Marktteilnehmern zu tragen. Je geringer der BAS ist, desto liquider ist das gehandelte Wertpapier. Eine einheitliche Untergrenze zur Abgrenzung von illiquiden Aktienkursen hat sich bisher in der Bewertungspraxis nicht etabliert. In den Beschlüssen verschiedener Spruchgerichte wird von einer eingeschränkten Liquidität ausgegangen, wenn der relative BAS eine Größenordnung von 1,0 % bis 1,25 % überschreitet.[184] Nach Auffassung des OLG Frankfurt am Main liegt bei BAS für unterschiedliche Betrachtungszeiträume von 1,56 % bzw. 1,88 % kein hinreichend liquider Handel vor.[185] In einem weiteren Beschluss erachtet das OLG Frankfurt am Main unter Verweis auf Analysen des gerichtlich bestellten Sachverständigen

---

182 Vgl. IDW S 17, Tz. 37.

183 Vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 26. April 2021, 21 W 139/19.

184 Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 5. September 2019 – 26 W 8/17; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 20. November 2019 – 21 W 77/14; LG Stuttgart, Beschluss vom 20. Dezember 2018 – 31 O 38/16; LG München I, Beschluss vom 28. Juni 2024, 5 HK O 15162/20; LG München I, Beschluss vom 2. Dezember 2016, 5 HK 5781/15; Ruthardt, Entwurf eines IDW Standards: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW ES 17), in: AG 2025, S. 565.

185 Vgl. OLG Frankfurt am Main, 26. Januar 2015 – 21 W 26/13, Tz. 55.

eine hinreichende Liquidität für die Bestimmung unverzerrter Betafaktoren nicht mehr für gegeben, wenn der BAS größer als 1,25 % ist.[186] Diese Auffassung wird vom LG Stuttgart geteilt, das bei einem BAS von über 1,25 % und einem täglichen Handelsumsatz von bis zu 115 T€ nicht mehr von einem hinreichend liquiden Börsenkurs ausgeht.[187] Das LG München I sieht den Grenzwert, bei dem eine hinreichende Liquidität nicht mehr vorliegt, bei einem BAS von 1,0 % bis 1,25 %.[188]

460. Im Hinblick auf den **Handelsumsatz** wurde in einzelnen Beschlüssen darauf hingewiesen, dass bei einem täglichen Handelsumsatz von weniger als 115 T€ regelmäßig nicht mehr von einer hinreichenden Liquidität auszugehen sei.[189] Hierzu wird in der Literatur indes kritisch angemerkt, dass es sich hierbei um eine einzelne Datenerhebung handele, die weder in der Fachliteratur breiter diskutiert wurde noch eine generelle Gültigkeit für sich in Anspruch nehmen könne.[190]

461. Die Bewertungsgutachterin hat für den Referenzzeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme vom 22. März 2026 bis zum 21. Juni 2026 auf Basis der XETRA-Handelsdaten einen durchschnittlichen BAS i.H.v. 2,66 % ermittelt.[191] Hierbei wurden Werte von mehr als 15,0 % als Ausreißer eingestuft und bereinigt, indem sie durch die sich für den Bloomberg Börsenticker „Germany“ ergebenden BAS-Werte ersetzt wurden.[192] Darüber hinaus ermittelt die Bewertungsgutachterin im Referenzzeitraum ein durchschnittliches Handelsvolumen von 108 NBG-Aktien pro Tag, was einer Handelsquote von rund 0,01 %

---

186 Vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 20. November 2019 – 21 W 77/14.

187 Vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 20. Dezember 2018 – 31 O 38/16, S. 103.

188 Vgl. LG München I, Beschluss vom 28. Juni 2024, 5 HK O 15162/20; LG München I, Beschluss vom 2. Dezember 2016, 5 HK 5781/15.

189 Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 5. September 2019 – 26 W 8/17; OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 20. November 2019 – 21 W 77/14.

190 Vgl. Popp/Ruthardt, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2024, Rz. 12.126 f.

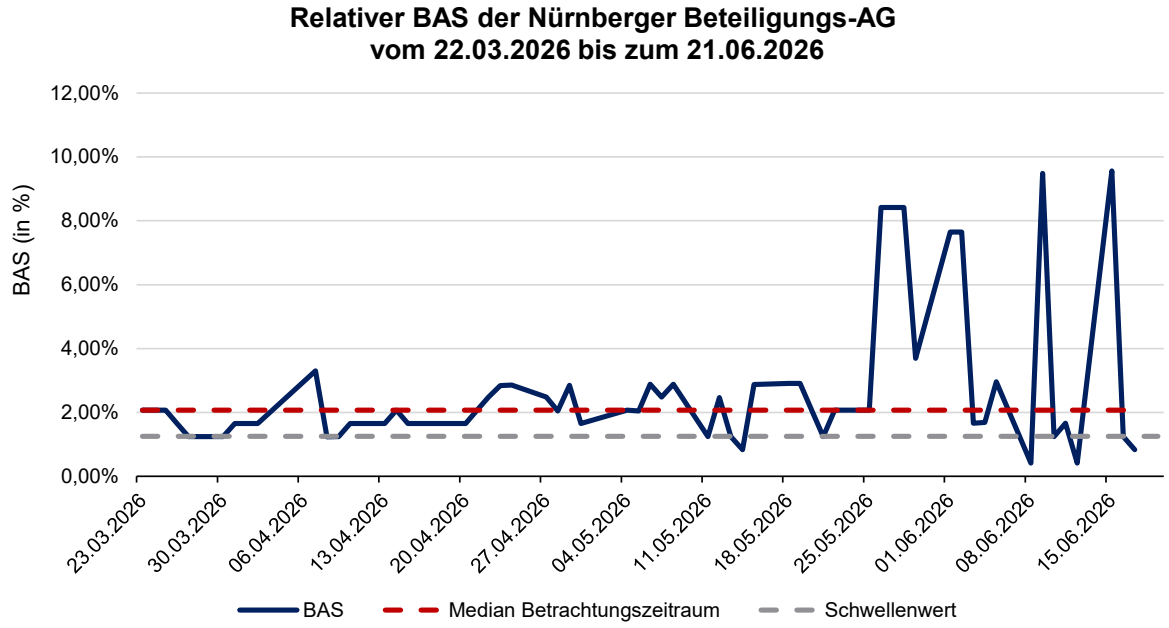
191 Die Bewertungsgutachterin berechnet den relativen Bid-Ask-Spread als Differenz zwischen Ask- und Bid-Preis im Verhältnis zum Ask-Preis. Abweichend hierzu berechnen wir den BAS in den nachfolgenden Analysen als Differenz zwischen Ask- und Bid-Preis im Verhältnis zum Mittelwert aus beiden Preisen. Aus dieser methodischen Differenz ergeben sich leicht abweichende Werte für den durchschnittlichen BAS im Dreimonatszeitraum in unseren Analysen gegenüber den Analysen der Bewertungsgutachterin.

192 Bei den Ausreißern handelt es sich um Datenpunkte, bei denen entweder der Bid- oder der Ask-Preis im Vergleich zu seinem Gegenstück sowie im Vergleich zur restlichen Zeitreihe unverhältnismäßig hoch ausfallen. Insgesamt wurden 22 Datenpunkte bereinigt. Der BAS lag bei diesen Datenpunkten jeweils über 50 %. Wir haben die Bereinigungen nachvollzogen und erachten diese als sachgerecht. In unseren, nachfolgend dargestellten Analysen zum BAS stellen wir ebenfalls auf die XETRA-Notierung, als liquidesten Handelsplatz im Referenzzeitraum, ab. Wir haben die Bereinigung entsprechend gemäß derselben Methodik für die 22 Datenpunkte vorgenommen.

entspricht. Der durchschnittliche tägliche Handelsumsatz beträgt nach den Analysen der Bewertungsgutachterin rd. 12.988 €.

462. Zur Beurteilung der Liquidität haben wir eigene Analysen durchgeführt und die Entwicklung des relativen BAS der NBG-Aktie im Dreimonatszeitraum, endend zum 21. Juni 2026, dem Tag vor Bekanntgabe des Übertragungsverlangens, analysiert.

463. Die folgende Abbildung zeigt die Entwicklung des **relativen BAS** für den Dreimonatszeitraum per 21. Juni 2026.[193]



Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Abbildung 29: Relativer BAS der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG-Aktie vom 22. März 2026 bis zum 21. Juni 2026

464. Der relative BAS der NBG-Aktie liegt im Betrachtungszeitraum zwischen 0,42 % und 9,56 %, im Durchschnitt (Median) bei 2,72 % (2,07 %). Damit liegt der durchschnittliche relative BAS der NBG-Aktie im Betrachtungszeitraum über dem in der Rechtsprechung und in der Literatur vorherrschend als Obergrenze erachteten Wert.

465. Darüber hinaus haben wir den **Handelsumsatz** und die **Handelsquote** der Aktie für den Referenzzeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme vom 22. März 2026 bis zum 21. Juni 2026 sowie für Zeiträume von zwei, drei und fünf Jahren bis einschließlich

[193] Der Grafik liegen die Handelsdaten des liquidesten Handelsplatzes im relevanten Dreimonatszeitraum, im vorliegenden Fall die XETRA-Notierung, zugrunde.

21. Juni 2026 untersucht. Die Analyse bezieht sich dabei auf die entsprechenden Werte aus dem Handel der Aktien an den vorstehend abgegrenzten inländischen börslichen Handelsplätzen (vgl. Tz. 421). In der folgenden Tabelle werden die Ergebnisse dieser Analyse dargestellt.

NBG AG		Beobachtungszeitraum			
		22.03.2026 - 21.06.2026	2 Jahre	3 Jahre	5 Jahre
Handelsumsatz (Mittelwert)	€	12.988	287.484	210.180	138.074
Handelsumsatz (Median)	€	4.210	54.051	45.239	31.759
Handelsquote (Mittelwert)	%	0,00%	0,03%	0,02%	0,01%
Handelsquote (Median)	%	0,00%	0,01%	0,01%	0,00%

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 11: Übersicht zu Handelsumsatz und Handelsquote der NBG-Aktie den Referenzzeitraum (22. März 2026 bis 21. Juni 2026) sowie für zwei, drei und fünf Jahre bis zum 21. Juni 2026

466. Der Handelsumsatz der NBG-Aktie belief sich in den letzten fünf Jahren auf 31.759 € (Median). Bei Betrachtung des Dreijahres- sowie Zweijahreszeitraums nimmt der Handelsumsatz tendenziell zu und liegt bei 45.239 € bzw. 54.051 €. Innerhalb des Referenzzeitraums (22. März 2026 bis zum 21. Juni 2026) liegt der Handelsumsatz mit 4.210 € (Median) deutlich niedriger. Die Handelsquote, die sich aus der Division des Handelsvolumens durch die Anzahl der Aktien im Streubesitz ergibt, bleibt über die Beobachtungszeiträume im Median jeweils unter 0,01 %.

467. Der IDW S 17 fordert bezüglich der Liquiditätsbeurteilung einen Vergleich der Kennzahlen des Bewertungsobjekts mit den Kennzahlen des MDAX-Index. In der folgenden Tabelle sind daher die entsprechenden Liquiditätskennzahlen des MDAX-Index für den Handelsplatz XETRA im Referenzzeitraum dargestellt.[194]

[194] Der Berechnung der Kennzahlen liegt eine gleichgewichtete Betrachtung der einbezogenen Werte zugrunde. Eine Gewichtung, beispielsweise auf Basis der Marktkapitalisierung der Indexbestandteile, wurde nicht vorgenommen.

Liquiditätskennzahlen des MDAX im Zeitraum vom 22.03.2026 bis zum 21.06.2026			
	Bid-Ask-Spread	Handelsumsatz	Handelsquote
	%	T€	%
Minimum	0,02 %	199	0,01 %
25%-Perzentil	0,10 %	6.534	0,30 %
Mittelwert	0,18 %	16.665	0,54 %
Median	0,15 %	11.965	0,45 %
75%-Perzentil	0,21 %	21.074	0,66 %
Maximum	1,27 %	267.516	8,61 %

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 12: Übersicht zu den Liquiditätskennzahlen des MDAX im Zeitraum vom 22. März 2026 bis zum 21. Juni 2026

468. Der BAS der MDAX-Unternehmen lag im Referenzzeitraum im Mittelwert bzw. Median bei 0,18 % bzw. 0,15 %. Der Wert für das 75 %-Perzentil des BAS lag in diesem Zeitraum bei 0,21 % sowie der Maximum Wert bei 1,27 %. Der durchschnittliche (Median) BAS der NBG AG lag im Referenzzeitraum bei 2,72 % (2,07 %) und somit spürbar oberhalb des Maximum-Werts von 1,27 %. Der tägliche Handelsumsatz in Euro der MDAX-Unternehmen liegt oberhalb des Handelsumsatzes der NBG AG. Das Minimum der MDAX-Unternehmen im Referenzzeitraum lag bei rd. 199 T€ pro Tag, wohingegen der Handelsumsatz der NBG-Aktien im selben Zeitraum im Mittelwert (Median) nur rd. 10.006 € (958 €) pro Tag betragen hat. Die Handelsquote der Aktien der MDAX-Unternehmen lag im Mittelwert (Median) im betrachteten Zeitraum bei 0,54 % (0,45 %). Die NBG AG weist über denselben Zeitraum im Mittelwert (Median) eine niedrigere Quote von jeweils 0,00 % auf.

469. Vor dem Hintergrund der Analyse verschiedener Liquiditätskennzahlen der Aktie kann u.E. nicht von einer ausreichenden Liquidität im Aktienhandel der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG-Aktie ausgegangen werden. Im Sinne des IDW S 17 liegt unseres Erachtens eine kritische (gelbe) Ausprägung vor, da die Aktien des Bewertungsobjekts eine Liquidität aufweisen, die unterhalb des Bereichs der üblichen Liquidität der MDAX-Unternehmen liegt.

d) Marktabdeckung durch Marktbeobachter

470. Gemäß IDW S 17 erhöht das Vorliegen einer Vielzahl von Marktmeinungen zum Unternehmen von professionellen Marktbeobachtern wie bspw. Analysten, Ratingagenturen oder institutionellen Marktteilnehmen sowie insb. relativ übereinstimmende Erwartungen dieser Marktbeobachter die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung und

-bewertung durch die Kapitalmarktteilnehmer in Bezug auf die Einschätzung zum vollen wirtschaftlichen Wert.[195]

471. Eine unkritische (**grüne**) Ausprägung liegt insofern vor, wenn eine breite und aktuelle Marktabdeckung vorliegt, die geeignete Informationen in Bezug auf die Einschätzung zum vollen wirtschaftlichen Wert liefert und die Prognosen der Marktteilnehmer untereinander relativ geringe Spannweiten aufweisen.

472. Eine kritische (**gelbe**) Ausprägung ist gegeben, wenn deutliche Abweichungen zwischen den Prognosen der Marktteilnehmer zum Stichtag vorliegen oder deren Einschätzungen wesentlich durch vom vollen wirtschaftlichen Wert unabhängige Einflussfaktoren bestimmt sind.

473. Sofern aktuell keine Publikationen von professionellen Marktbeobachtern vorliegen, die geeignete Informationen in Bezug auf die Einschätzung zum vollen wirtschaftlichen Wert liefern, besteht gemäß dem IDW S 17 eine **rote** Ausprägung.

474. Für den Referenzzeitraum lag uns ein Bericht des Finanzanalysten Solventis Research zur NBG AG vom 4. Mai 2026 vor. Abgesehen davon gibt es diverse Berichte und Einschätzungen zur Gesellschaft von unterschiedlichen Marktbeobachtern, die jedoch alle aus vorherigen Jahren stammen. Inwieweit auf dieser Basis im vorliegenden Fall von einer aktuellen und breiten Marktabdeckung ausgegangen werden kann, ist kritisch zu hinterfragen. Da uns für den Referenzzeitraum nur ein Analystenbericht vorliegt, kann auch nicht beurteilt werden, ob Diskrepanzen zwischen den Prognosen und Einschätzungen der Marktteilnehmer vorliegen. Andererseits fordert der IDW S 17 nur dann eine rote Ausprägung des Kriteriums der Marktabdeckung, wenn keine Publikationen von professionellen Marktbeobachtern vorliegen, die geeignete Informationen in Bezug auf die Einschätzung zum vollen wirtschaftlichen Wert liefern. Im vorliegenden Fall liegt mit dem Analystenberichte der Solventis Research vom 4. Mai 2026 eine aktuelle Publikation eines professionellen Marktbeobachters vor. Darin wird neben dem Kursziel, das geprägt durch das Übernahmeangebot bei 120,00 € liegt, auch ein „fairer Wert“ bestimmt. Die Publikation liefert damit auch geeignete Informationen in Bezug auf die Einschätzung zum vollen wirtschaftlichen Wert.

475. Im Sinne des IDW S 17 erachten wir die Marktabdeckung daher als kritisch (**gelb**).

[195] Vgl. IDW S 17, Tz. 38.

e) Umfang der Berichterstattung der Gesellschaft

476. Eine zwingende Voraussetzung für eine effektive Informationsverarbeitung und -bewertung im Börsenkurs eines Wertpapiers ist ein hoher Grad an Informationsbereitstellung durch das Unternehmen.[196]

477. Im Sinne des IDW S 17 liegt eine unkritische (**grüne**) Ausprägung vor, wenn die Wertpapiere des Unternehmens im regulierten Markt oder einem vergleichbaren ausländischen Börsensegment notiert sind, das die höchsten Berichterstattungspflichten gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern umfasst und das Unternehmen diesen Berichtspflichten auch vollumfänglich nachkommt. Sofern die Gesellschaft freiwillig Informationen in einem vergleichbaren Umfang und in einer vergleichbaren zeitlichen Nähe zu den Berichterstattungspflichten des regulierten Marktes veröffentlicht, wird dies ebenfalls als unkritisch beurteilt.

478. Werden die Wertpapiere der Gesellschaft nach Antrag und Zustimmung des Emittenten nur im Freiverkehr gehandelt und unterliegt die Gesellschaft somit nur eingeschränkten Berichterstattungspflichten gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern und veröffentlicht auch freiwillig keine Informationen, die den höchsten Berichterstattungspflichten entsprechen, so wird die Informationsbereitstellung als kritisch (**gelb**) beurteilt.

479. Ein Ausschluss (**rot**) erfolgt im Rahmen dieses Beurteilungskriteriums, wenn die Wertpapiere der Gesellschaft ausschließlich ohne Antrag oder Zustimmung des Emittenten im Freiverkehr gehandelt werden und somit keine spezifischen Berichterstattungspflichten gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern bestehen.

480. Auf Veranlassung der NBG AG erfolgte die Einbeziehung der Aktien der Gesellschaft (vinkulierte Namensaktien, ISIN DE0008435967) zum Handel im Freiverkehr (Open Market) der Frankfurter Wertpapierbörse bzw. XETRA im Segment Scale. Die Handelsaufnahme wurde am 28. Februar 2017 bekannt gemacht. Zusätzlich werden die Aktien im Freiverkehr der Börsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg, München, Stuttgart sowie der Tradegate Exchange, Quotrix, Gettex, CBOE DXE und Lang & Schwarz Exchange gehandelt. Eine Zulassung zum regulierten Markt besteht weder im Inland noch im EU-/EWR-Ausland. Die weitere Aktiengattung der Gesellschaft (nichtvinkulierte Namensaktien, ISIN DE000A30U911) ist nicht in den Börsenhandel einbezogen.

---

196 Vgl. IDW S 17, Tz. 39.

481. Die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG unterlag im Referenzzeitraum (22. März 2026 bis 21. Juni 2026) somit den Transparenzanforderungen des Segments Scale im Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse. Hierzu zählen bspw.:

- **Jahresabschlüsse und Halbjahresberichterstattung**: Veröffentlichung geprüfter Jahresabschlüsse nebst Lagebericht (Abschluss nach nationalen oder internationalen Rechnungslegungsstandards; nationale Rechnungslegung nur erlaubt für Emittenten mit Sitz in der EU oder EWR-Staaten) innerhalb von sechs Monaten nach Geschäftsjahresende und von ungeprüften Halbjahresabschlüssen nebst Zwischenlagebericht innerhalb von vier Monaten nach Ende des Berichtszeitraums,

- **Ad-hoc-Mitteilungen und Eigengeschäfte von Führungskräften:** unverzügliche Veröffentlichung von kursrelevanten Informationen sowie Meldung und Veröffentlichung von Directors' Dealings,

- **Unternehmenskalender:** Veröffentlichung eines Kalenders mit den wichtigsten Ereignissen (z.B. Hauptversammlung, Veröffentlichung von Finanzberichten),

- **Analysten- und Investorenveranstaltungen:** Durchführung von Analysten- und Investorenveranstaltungen mindestens einmal jährlich,

- **Research Coverage:** Pflicht zur Erstellung eines Research Reports durch einen von der Börse zugelassenen Research-Partner mindestens zweimal jährlich.

482. Diesen Anforderungen ist die NBG AG im Referenzzeitraum nachgekommen. Anhaltspunkte für Pflichtverletzungen, insbesondere Bekanntmachungen über Vertragsstrafen, liegen nicht vor. Über das Pflichtniveau des Segments Scale hinaus hat die Gesellschaft jedoch keine Informationen veröffentlicht, die nach Umfang und zeitlicher Nähe den Berichtspflichten des regulierten Marktes entsprechen.[197] Da die NBG AG somit nicht den höchsten Berichterstattungspflichten gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern unterlag und auch freiwillig keine gleichwertigen Informationen bereitgestellt hat, erachten wir die Informationsbereitstellung der NBG AG i.S.d. IDW S 17 als kritisch (gelb).

[197] Hierzu würden unter anderem die Aufstellung des Konzernabschlusses nach internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) sowie die Versicherung der gesetzlichen Vertreter (Bilanzeid) im Jahres- und Halbjahresfinanzbericht zählen. Im Prime Standard des regulierten Marktes kämen u.a. eine quartalsweise Berichterstattung sowie die Veröffentlichung der Berichte in englischer Sprache hinzu.

f) Stichtagsprinzip

483. Nach den gesetzlichen Vorgaben sind die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Strukturmaßnahme (Bewertungsstichtag) zu berücksichtigen (vgl. §§ 305 Abs. 3 Satz 2, 327b Abs. 1 Satz 1 AktG). Zur Einhaltung des Stichtagsprinzips ist gemäß des IDW S 17 zu beurteilen, ob der relevante Börsenkurs zum Börsenkursstichtag, im vorliegenden Fall der 21. Juni 2026, die Verhältnisse zum Bewertungsstichtag angemessen reflektiert.[198]

484. Sofern sich die operative und finanzielle Struktur der Gesellschaft sowie die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zwischen dem Referenzzeitraum für den Börsenkurs und dem Bewertungsstichtag nicht deutlich verändert haben, liegt eine unkritische (**grüne**) Ausprägung vor.

485. Anderenfalls wird von einer Verletzung des Stichtagsprinzip und somit von einem nicht aussagefähigen Börsenkurs (**rote** Ausprägung) ausgegangen. Ein unternehmensbezogener Anhaltspunkt hierfür liegt vor, wenn die Gesellschaft zwischen dem Börsenkursstichtag und dem Bewertungsstichtag eine Ad-hoc-Mitteilung, für die die Vermutung einer kursbeeinflussenden Tatsache gilt, zu einem Unternehmensereignis herausgegeben hat.

486. Im Zeitraum zwischen dem Börsenkursstichtag (21. Juni 2026, letzter Handelstag vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme) und dem Zeitpunkt des Abschlusses unserer Prüfung am 29. September 2026 haben sich weder die operative oder finanzielle Struktur noch die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen der NBG AG wesentlich verändert. Wir erachten das Stichtagsprinzip i.S.d. IDW S 17 im vorliegenden Fall zum gegenwärtigen Zeitpunkt als erfüllt (grün).

g) Kursbeeinflussung

487. Gemäß IDW S 17 ist der Betrachtungszeitraum auf offensichtliche Anhaltspunkte für eine nicht durch die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartungen der Investoren beeinflusste Börsenkursentwicklung hin zu beurteilen.[199]

488. Liegen keine offensichtlichen Anhaltspunkte solcher Umstände vor, so ist das Kriterium der Kursbeeinflussung als unkritisch (**grün**) zu beurteilen. Solche Anhaltspunkte sind z.B. deutliche Kursausschläge von über 5 %, die nicht durch neue Informationen zum konkreten

198 Vgl. IDW S 17, Tz. 40.

199 Vgl. IDW S 17, Tz. 41.

Wertpapier oder zum Markt erklärt werden können, und eingeleitete Ermittlungen von Behörden oder Gerichten zu Börsenkursmanipulationen.

489. Liegen entsprechende Anhaltspunkte vor, so ist die Kursentwicklung als kritisch (**gelb**) zu beurteilen.

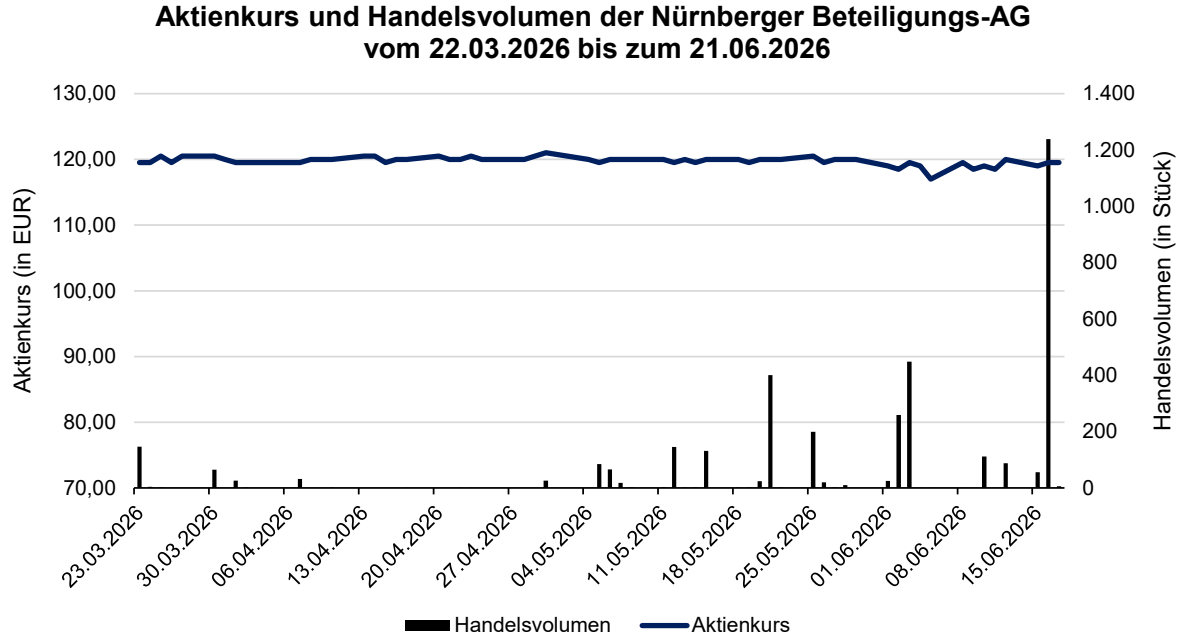
490. Ein Ausschluss (**rote** Ausprägung) erfolgt, sofern behördlich oder gerichtlich festgestellte Verstöße gegen die Vorschriften der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 (Marktmissbrauchsverordnung)[200] vorliegen.

491. Hinweise über behördlich oder gerichtlich festgestellte Verstöße der NBG AG gegen die Marktmissbrauchsverordnung liegen uns nicht vor. Ferner sind uns keine von Behörden oder Gerichten eingeleiteten Untersuchungen im Hinblick auf etwaige Börsenkursmanipulationen bekannt.

492. Darüber hinaus haben wir im Rahmen des Kriteriums der Kursbeeinflussung analysiert, ob im Referenzzeitraum deutliche Kursausschläge von über 5 % vorlagen, die nicht durch neue Informationen zum konkreten Wertpapier oder zum Markt erklärt werden können.

[200] Vgl. Europäisches Parlament, Verordnung (EU) Nr. 596/2014, 16. April 2024.

493. In der folgenden Abbildung sind der Verlauf des Börsenkurses der NBG-Aktie (Schlusskurse) und die zugrunde liegenden Handelsvolumina über einen Zeitraum von drei Monaten bis zum 21. Juni 2026, dem letzten Handelstag vor der Bekanntgabe des Übertragungsverlangens, dargestellt.[201]



Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Abbildung 30: Aktienkurs und Handelsvolumina der Aktie der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG vom 22. März 2026 bis zum 21. Juni 2026

494. Auf Basis unserer Analysen des Börsenkurses der NBG AG konnten wir im betrachteten Dreimonatszeitraum auf Basis der Schlusskurse keine Kurssprünge von über 5 % feststellen. Der Kurs bewegte sich in diesem Zeitraum vielmehr in einer vergleichsweise engen Bandbreite zwischen 117,00 € (am 5. Juni 2026) und 121,00 € (am 30. April 2026). Der größte Kursrückgang war mit -1,7 % am 5. Juni 2026 zu beobachten, der maximale Kursanstieg wurde am folgenden Börsentag (8. Juni 2026) verzeichnet und lag bei 2,1 %.

495. Zur Identifikation offensichtlicher Anhaltspunkte für eine nicht durch die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartung der Investoren beeinflusste Kursentwicklung kann zudem untersucht werden, ob und wie der Börsenkurs auf die Veröffentlichung von Unternehmensnachrichten, insbesondere adhoc-Mitteilungen, reagiert hat. Ergänzend bietet

201 Der Analyse liegen die Handelsdaten deutscher Handelsplätze des Bloomberg Composite-Börsentickers „Germany“ (GR) zugrunde.

sich eine Analyse an, ob eine mögliche Entkopplung der Kursentwicklung sowohl vom Markt insgesamt als auch von der Entwicklung der Peer Group-Unternehmen vorliegt.[202]

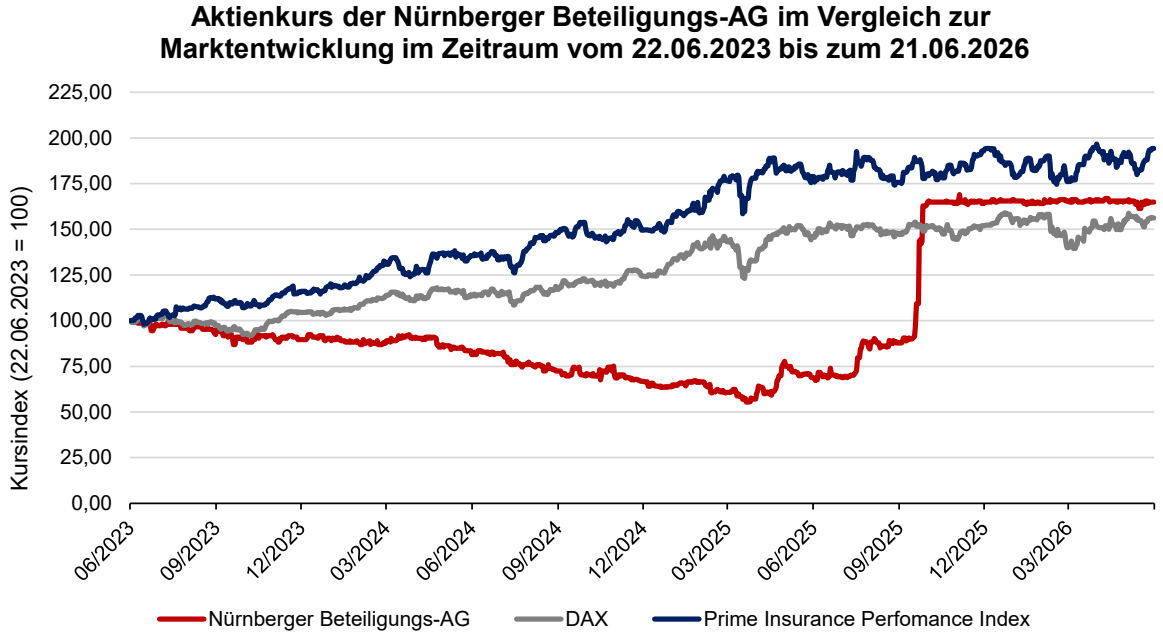
496. Die NBG AG hat im betrachteten Dreimonatszeitraum eine Insiderinformation gemäß Art. 17 der Marktmissbrauchsverordnung (Ad-hoc-Mitteilung) veröffentlicht. Diese betraf die am 24. März 2026 (nach Handelsschluss) bekanntgegebene Mitteilung, wonach das vorläufige Konzernergebnis für das Geschäftsjahr 2025 mit rund 46,8 Mio. € die Prognose von 40 Mio. € übertreffen werde und der Vorstand der Hauptversammlung die Ausschüttung einer Dividende von 2,00 € je Aktie vorschlägt. Zudem haben wir die im betrachteten Zeitraum veröffentlichten Pressemitteilungen analysiert. Diese betrafen neben der vorgenannten Ergebnis- und Dividendenmitteilung (24. März 2026) die Verlängerung des Vorstandsvertrags des Vertriebs- und Marketingvorstands (30. April 2026), den Vollzug des Erwerbsangebots der VIG und die damit verbundene Zugehörigkeit der NÜRNBERGER zur Vienna Insurance Group (18. Mai 2026) sowie die Anhebung des Emittentenausfall-Ratings (IDR) der NBG AG durch Fitch von „A-" auf „A" (20. Mai 2026).

497. Keine dieser Meldungen hat im betrachteten Zeitraum zu einer wesentlichen Kursreaktion geführt. Dies ist vor dem Hintergrund der vorausgegangenen Übernahme nachvollziehbar: Infolge des Erwerbsangebots hielt die VIG im Referenzzeitraum zwischen 98,81 % und 99,23 % (vgl. Tz. 449 f.) des Grundkapitals, so dass der verbliebene Streubesitz und die Handelsaktivität äußerst gering waren. So belief sich das Handelsvolumen im Referenzzeitraum auf durchschnittlich lediglich 108 gehandelte Aktien bzw. einen Handelsumsatz von im Mittel 12.988 € je Handelstag (vgl. Tz. 466 ff.). Vor diesem Hintergrund waren auch bei grundsätzlich kursrelevanten Meldungen wie dem über der Prognose liegenden vorläufigen Konzernergebnis oder der Rating-Anhebung keine nennenswerten Kursbewegungen zu erwarten. Der Börsenkurs bewegte sich vielmehr durchgängig eng um den Angebotspreis von 120,00 € je Aktie. Die Kursbildung folgte damit im Wesentlichen der Renditeerwartung der verbliebenen Aktionäre, die sich an dem Erwerbsangebot bzw. der im Rahmen des Squeeze Out zu erwartenden Abfindung orientierte. Offensichtliche Anhaltspunkte für eine darüber hinausgehende, nicht durch die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartung der Investoren beeinflusste Kursentwicklung sind nicht zu erkennen.

---

202 Vgl. Ruthardt, Entwurf eines IDW Standards: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW ES 17), in: AG 2025, S. 569; Decher, Die Bedeutung des Börsenkurses für die Unternehmensbewertung bei Strukturmaßnahmen, in: AG 2023, S. 115.

498. Ergänzend haben wir die Entwicklung des Börsenkurses der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG im Vergleich zur Entwicklung des DAX und eines branchenspezifischen Index (Deutsche Börse Prime Insurance Performance Index) über einen Zeitraum von drei Jahren vor dem Börsenkursstichtag analysiert. Dazu wurden der Aktienkurs der NBG-AG sowie die zum Vergleich herangezogenen Indizes zum Beginn des Betrachtungszeitraums (am 22. Juni 2023) jeweils auf 100 normiert. Die folgende Grafik zeigt den Verlauf des Börsenkurses der NBG AG sowie der herangezogenen Indizes im Vergleich.



Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Abbildung 31: Entwicklung des indexierten Börsenkurses der NBG AG sowie ausgewählter Indizes im Zeitraum vom 22. Juni 2023 bis zum 21. Juni 2026

499. Die Abbildung verdeutlicht, dass sich der Börsenkurs der NBG AG über den gesamten dreijährigen Betrachtungszeitraum weitgehend unabhängig von der allgemeinen Markt- und Branchenentwicklung entwickelt hat. Bis in das Frühjahr 2025 wurde der Kurs im Wesentlichen durch die operative Geschäftsentwicklung der Gesellschaft bestimmt (vgl. Tz. 407 f.). Belastet durch die beiden Gewinnwarnungen vom 26. Juli 2024 und vom 21. November 2024 gab der indexierte Kurs kontinuierlich nach und erreichte am 11. April 2025 mit 55,45 Punkten (Basis 22. Juni 2023 = 100) seinen tiefsten Stand. Gegenüber dem Ausgangsniveau entsprach dies einem Rückgang um rund 44,6 %. Im selben Zeitraum entwickelten sich sowohl der Gesamtmarkt (DAX) als auch die Versicherungsbranche (Deutsche Börse Prime Insurance Performance Index) deutlich positiver. Beide Indizes legten bis zum 11. April 2025 spürbar zu (DAX: 127,43 Punkte; Branchenindex: 166,86 Punkte), wobei der Branchenindex durchgängig

oberhalb des DAX verlief und damit die stärkere Entwicklung aufwies. DAX und Branchenindex verliefen dabei, trotz des unterschiedlichen Niveaus, weitgehend gleichgerichtet. Auf- und Abwärtsbewegungen des Gesamtmarkts spiegelten sich regelmäßig auch im Branchenindex wider. Die Aktie der NBG AG blieb von dieser Aufwärtsbewegung nicht nur unberührt, sondern verlief ihr gegenläufig, so dass sie sich bereits in dieser ersten Phase, bedingt durch die unternehmensspezifische Ertragsschwäche, von der Markt- und Branchenentwicklung abgekoppelt hat.

500. Eine Trendwende trat bei der NBG AG ab dem 14. Mai 2025 ein. Mit der Ankündigung, die bisherige Unabhängigkeitsstrategie ergebnisoffen zu prüfen (vgl. Tz. 408), setzte eine von Übernahmespekulationen getragene Aufwärtsbewegung ein. Der indexierte Kurs stieg an diesem Tag um 5,9 % auf 67,31 Punkte. In der Folge näherte sich der Kurs in mehreren, jeweils durch transaktionsbezogene Nachrichten ausgelösten Stufen dem späteren Angebotspreis an. Am 8. August 2025 bestätigten die Gesellschaft und die VIG erstmals die Aufnahme exklusiver Gespräche (vgl. Tz. 410), woraufhin der Kurs um 9,9 % auf 79,72 Punkte zulegte. Ausgelöst durch Presseberichte über ein unmittelbar bevorstehendes Erwerbsangebot stieg der Kurs am 10. Oktober 2025 um 12,8 % auf 109,24 Punkte und, bestätigt durch die Pflichtmitteilung über eine Kaufpreisindikation von 115,00 € je Aktie, am 13. Oktober 2025 um weitere 31,3 % auf 143,45 Punkte (vgl. Tz. 411). Nach Unterzeichnung der Zusammenschlussvereinbarung und Ankündigung des Erwerbsangebots von 120,00 € je Aktie nach Börsenschluss des 16. Oktober 2025 (vgl. Tz. 412) sprang der indexierte Kurs am folgenden Handelstag um 13,5 % auf 162,76 Punkte (118,00 €) und erreichte damit näherungsweise das Niveau des Angebotspreises. Danach bewegte sich der Kurs bis zum Ende des Betrachtungszeitraums in einer vergleichsweise engen Bandbreite nahe dem Angebotspreis und schloss am 21. Juni 2026 bei 164,83 Punkten (119,50 €). Das im Verlauf erreichte Höchstniveau lag bei 168,97 Punkten (25. November 2025).

501. Die durch die Übernahme ausgelöste Kursbeeinflussung wird im Vergleich mit dem DAX und dem Branchenindex besonders deutlich. Während der indexierte Kurs der NBG AG bis zum Frühjahr 2025 durchgängig deutlich unterhalb beider Vergleichsmaßstäbe verlief, hoben ihn die Übernahmeerwartung und das nachfolgende Erwerbsangebot ab Oktober 2025 auf ein Niveau oberhalb des indexierten DAX, wenngleich weiterhin unterhalb des Branchenindex. In der Folge und bis zum Ende des Beobachtungszeitraums verlief der Aktienkurs der NBG AG vergleichsweise flach und bewegte sich in einer engen Bandbreite um den Angebotspreis von 120,00 € je Aktie. Demgegenüber wiesen der DAX und der Branchenindex über diesen Zeitraum (Oktober 2025 bis Juni 2026) eine dynamischere Entwicklung mit deutlich stärkeren Schwankungen auf. Der DAX schloss zum Ende des Beobachtungszeitraums, am 21. Juni 2026, mit 156,28 Punkten, während der normierte Kurs des Branchenindex bei 194,26 Punkten lag.

502. Zusammenfassend ist festzuhalten, dass sich die Aktie der NBG AG über den gesamten Betrachtungszeitraum von der Markt- und Branchenentwicklung abgekoppelt hat. Ursächlich hierfür waren zwei nacheinander wirkende, jeweils unternehmensspezifische Treiber. Zunächst wurde der Kurs durch die operative Ertragsschwäche der Gesellschaft bestimmt. Belastet durch die beiden Gewinnwarnungen folgte er einem Abwärtstrend und entwickelte sich damit gegenläufig zu dem im selben Zeitraum steigenden Gesamtmarkt und der ebenfalls steigenden Versicherungsbranche. In der Folge trat mit der Ankündigung der ergebnisoffenen Überprüfung der Unabhängigkeitsstrategie, den daran anknüpfenden Übernahmegerüchten und der schließlich konkretisierten Übernahme durch die VIG ein zweiter Treiber in den Vordergrund. Die Kursbildung wurde nunmehr maßgeblich durch die Übernahme und die hieran anknüpfenden Renditeerwartungen der verbliebenen Aktionäre bestimmt. Dementsprechend war der Aktienkurs der NBG AG seither nach oben beeinflusst. Anhaltspunkte für eine nach unten verzerrte Kursbildung ergeben sich aus dem Vergleich mit der Markt- und Branchenentwicklung nicht.

503. Soweit sich der Börsenkurs – wie im vorliegenden Fall – infolge eines (freiwilligen) Übernahmeangebots von der allgemeinen Markt- bzw. Branchenentwicklung abgekoppelt hat, kann er nach Auffassung des OLG Frankfurt am Main aufgrund der hierdurch nach unten begrenzten Schwankungsbreite zwar nicht (mehr) als Risikomaß zur Bestimmung des originären Betafaktors herangezogen werden. Gleichwohl kommt ihm weiterhin Bedeutung als Obergrenze für den inneren Wert der Aktie zu.[203]

504. Dieser Sichtweise folgend hat auch der BGH klargestellt, dass im Rahmen der Überprüfung der Angemessenheit einer vertraglich festgelegten Abfindung ein durch Übernahmespekulationen nach oben verzerrter Börsenkurs unabhängig von einer daraus folgenden Verzerrung des originären Betafaktors nicht gegen seine Verwendung als Schätzgrundlage spreche. Zur Begründung führt der BGH aus, dass ein nach oben verzerrter, gegebenenfalls über die operative Ertragskraft des Unternehmens hinausgehender Börsenkurs den Anteilseigner besserstellt.[204]

505. Nach unseren Erkenntnissen liegen keine offensichtlichen Anhaltspunkte dafür vor, dass der Börsenkurs die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartungen der Investoren zu niedrig bewertet. Aus der auf den Bewertungsstichtag vorgenommenen Ermittlung des objektiven Unternehmenswerts durch die Bewertungsgutachterin haben sich keine Hinweise darauf ergeben, dass der Börsenkurs den wahren Wert unterschreitet.

---

203 Vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9. Februar 2024, 21 W 129/22, Tz. 33 f.

204 Vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Tz. 39.

506. Zusammenfassend ist festzuhalten, dass nach der aktuellen obergerichtlichen Rechtsprechung bei einem ausschließlich durch ein Übernahmeangebot von der allgemeinen Marktentwicklung abgekoppelten und nach oben verzerrten Börsenkurs eine alleinige Orientierung am Börsenkurs zur Bestimmung einer Barabfindung nicht ausgeschlossen ist. Im Hinblick auf die vorliegenden Beurteilung einer angemessenen Barabfindung erachten wir das Beurteilungskriterium der Kursbeeinflussung daher i.S.d. IDW S 17 im Ergebnis als unkritisch (grün).

6. Zusammenfassendes Ergebnis

507. Unsere Analyseergebnisse zu den Kriterien des IDW S 17 zur Beurteilung des Börsenkurses als Maßstab des „wahren“ Werts fassen sich wie folgt zusammen.

Kriterien des IDW S 17 zur Beurteilung des Börsenkurses als Maßstab des „wahren“ Werts		
Kriterium	**Feststellung**	**Ausprägung**
Anteilseignerstruktur	Beherrschender Einfluss der VIG im Referenzzeitraum bzw. zum Börsenkursstichtag, jedoch ist der beherrschende Einfluss erst durch das in einem zeitlichen und materiellen Zusammenhang stehende vorangegangene freiwillige öffentliche Übernahmeangebot zustande gekommen.	unkritisch
Liquidität	Keine zu den Unternehmen des MDAX vergleichbare Liquidität.	kritisch
Marktabdeckung	Keine breite und aktuelle Marktabdeckung vorliegend.	kritisch
Umfang der Berichterstattung	Handel nur im Freiverkehr, insb. im Segment Scale der Frankfurter Wertpapierbörse. Daher nur eingeschränkte Berichterstattungspflichten.	kritisch
Stichtagsprinzip	Keine für die Angemessenheit der Barabfindung relevante Veränderung der operativen oder finanziellen Struktur sowie wirtschaftlichen Rahmenbedingungen des Unternehmens zwischen dem 21. Juni 2026 und dem Zeitpunkt des Abschlusses unserer Prüfung am 29. September 2026, die die Minderheitsaktionäre schlechter stellt.	unkritisch
Kursbeeinflussung	Keine Kursmanipulation bzw. kursverzerrenden Umstände, die nicht durch Unternehmens- und Umfeldentwicklungen zu erklären sind. Keine offensichtlichen Anhaltspunkte, dass der Börsenkurs die erwartete Ertragskraft des Unternehmens oder die Renditeerwartungen der Investoren als zu niedrig bewertet.	unkritisch

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 13: Übersicht der Analyseergebnisse in Bezug auf die Kriterien des IDW S 17 zur Angemessenheit des Börsenkurses als „wahrer“ Wert

508. Vor dem Hintergrund unserer Analysen zur Marktenge i.S.d. § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO stellen wir fest, dass der Börsenkurs der NBG AG als Wertuntergrenze zu berücksichtigen ist.

509. Die Eignung des Börsenkurses zur Bestimmung des „wahren“ Werts der NBG AG kann i.S.d. IDW S 17 nicht zweifelsfrei ausgeschlossen werden, da keine rote Ausprägung der oben dargestellten Kriterien vorliegt. Umgekehrt kann ein alleiniges Abstellen auf den Börsenkurs ohne zwingende Ermittlung des Ertragswerts i.S.d. IDW S 17 nicht erfolgen, da nicht alle Kriterien eine grüne Ausprägung aufweisen. Für den Fall, dass die Kriterien sowohl grüne als auch gelbe Ausprägungen aufweisen, sieht der IDW S 17 vor, dass der Wirtschaftsprüfer eigenverantwortlich zu beurteilen hat, ob der Börsenkurs oder der Ertragswert maßgeblich als „wahrer“ Wert heranzuziehen ist. Vor dem Hintergrund der Kriterien des IDW S 17, die im vorliegenden Fall grüne und gelbe Ausprägungen aufweisen, kann der Börsenkurs als

geeignete Referenzgröße in die Gesamtwürdigung des angemessenen Barabfindungswerts einbezogen werden.

510. Die Bewertungsgutachterin kommt zu der Schlussfolgerung, dass der gewichtete Dreimonats-Durchschnittskurs der NBG AG von 119,95 € anhand der aufgeführten Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO als ausreichend liquide anzusehen ist. Vor dem Hintergrund der rechtlichen Anforderungen und der ökonomischen Betrachtung sei der Börsenkurs der NBG-Aktie jedoch nicht als alleinige Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts der NBG-Aktien und der Barabfindung gemäß § 327b AktG heranzuziehen. Im Ergebnis berücksichtigt die Bewertungsgutachterin den Börsenkurs nicht als Wertuntergrenze, sondern als Referenzgröße im Rahmen einer Gesamtwürdigung.

V. Ermittlung des Unternehmenswertes des NBG-Konzerns

1. Generelle Vorgehensweise und übergreifende Annahmen

a) Bewertungsstichtag

511. Die Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung (§ 327b AktG) muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Als Bewertungsstichtag wurde der 12. November 2026 zugrunde gelegt. An diesem Tag soll die außerordentliche Hauptversammlung der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG über den Beschlussvorschlag zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin entscheiden.

512. Als technischer Bewertungsstichtag wurde von der Bewertungsgutachterin der 1. Januar 2026 gewählt. Dementsprechend wurden die zu diskontierenden künftigen finanziellen Überschüsse zunächst auf diesen Tag abgezinst und anschließend mit dem maßgeblichen Kapitalisierungssatz auf den 12. November 2026 aufgezinst.

513. Den von der Bewertungsgutachterin festgelegten Bewertungsstichtag und die entsprechende Vorgehensweise zur Ermittlung des Unternehmenswerts halten wir für sachgerecht.

b) Bewertungsansatz

514. Im Folgenden wird das methodische Vorgehen bei der Ableitung des Unternehmenswerts der NBG AG dargestellt. Das Bewertungsobjekt umfasst die NBG AG sowie deren unmittelbare und mittelbare Tochter- und Beteiligungsgesellschaften (vgl. zur Struktur des NBG-Konzerns Tz. 112 ff.). Für alle wesentlichen Konzerngesellschaften werden jährlich mittelfristige Planungsrechnungen erstellt, die zur Unternehmens- und Konzernsteuerung herangezogen werden.

515. Die Bewertung eines Konzerns kann grundsätzlich nach verschiedenen Vorgehensweisen vorgenommen werden. Nach dem sogenannten „Sum-of-the-Parts"-Ansatz („SOTP-Ansatz") werden sämtliche Konzerngesellschaften einzeln bewertet und der Unternehmenswert des Konzerns dann aus der Addition der Einzelwerte abgeleitet. Der Unternehmenswert des Konzerns kann indes auch direkt auf der Basis einer konsolidierten Planungsrechnung ermittelt werden. Ferner ist es denkbar, den Wert unter Anwendung des sogenannten Dividendenstrommodells abzuleiten. Im Rahmen dieses Ansatzes werden die Einnahmen aus erwarteten Beteiligungserträgen über die Dividendenströme auf Ebene der Muttergesellschaft erfasst.

516. Im vorliegenden Fall wurde die Bewertung nach dem sogenannten SOTP-Ansatz durchgeführt und der Unternehmenswert des NBG-Konzerns als Summe der Ertragswerte der wesentlichen operativen Tochtergesellschaften und Beteiligungen sowie der NBG AG als Holding ermittelt. Sofern die NBG AG an einzelnen Tochtergesellschaften weniger als 100 % der Anteile hält, wird der anteilige Ertragswert entsprechend der Beteiligungsquote der NBG AG in die SOTP-Bewertung einbezogen.

517. Diese methodische Vorgehensweise wurde insbesondere vor dem Hintergrund gewählt, dass die Steuerung und Planung des NBG-Konzerns maßgeblich auf Ebene der wesentlichen Einzelgesellschaften erfolgt und die mittelfristigen Planungsrechnungen im Rahmen des regulären Planungsprozesses entsprechend auf Ebene der einzelnen Gesellschaften nach den Rechnungslegungsvorschriften des HGB erstellt werden. Vor diesem Hintergrund ermöglicht der SOTP-Ansatz eine unmittelbare Anknüpfung an die originären Planungsrechnungen der wesentlichen operativen Gesellschaften und trägt zugleich den unterschiedlichen Geschäftsmodellen, Risiko- und Ergebnisprofilen sowie regulatorischen Rahmenbedingungen der einzelnen Konzerngesellschaften angemessen Rechnung. Eine Bewertung auf Ebene der Einzelgesellschaften war daher naheliegend und bildet die für die Unternehmenswertermittlung relevanten Wertbeiträge der einzelnen Konzernbestandteile transparent ab.

518. Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über die in den SOTP-Ansatz anhand der Ertragswertmetode einbezogenen Gesellschaften.

Abkürzung	Gesellschaft	Bereich
NLV	NÜRNBERGER Lebensversicherung AG	Leben/Kranken
NKV	NÜRNBERGER Krankenversicherung AG	Leben/Kranken
NAV	NÜRNBERGER Allgemeine Versicherungs-AG	Schaden/Unfall
NBA	NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung AG	Schaden/Unfall
CG	CG Car-Garantie Versicherungs-AG	Schaden/Unfall
NAM	NÜRNBERGER Asset Management GmbH	Finanzdienstleistungen
FFPB	Fürst Fugger Privatbank AG	Finanzdienstleistungen
NVG und COC	NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH und CodeCamp:N GmbH	Sonstige Beteiligungen
NBG AG	NÜRNBERGER Beteiligungs-AG (Nur Holding)	Konzernholding

Quelle: ValueTrust

Tabelle 14: Übersicht der im SOTP-Ansatz anhand der Ertragswertmethode bewerteten Konzerngesellschaften

519. Separate Unternehmenswerte auf Basis des Ertragswertverfahrens wurden dabei für die NLV, NKV, NAV, NBA, CG, NAM, FFPB, NVG, COC sowie für die NBG AG als Holdinggesellschaft ermittelt. Die Bewertung der NBG AG nach dem Ertragswertverfahren umfasst dabei ausschließlich das „operative“ Geschäft der Holdinggesellschaft, da ihre Beteiligungen im Rahmen des SOTP-Ansatzes separat bewertet werden. Für die evo-X GmbH, Aachen („**EVO**“), wird aufgrund ihrer aktuellen wirtschaftlichen Perspektive kein Wertbeitrag berücksichtigt (vgl. Tz. 1194).

520. Verbundene Unternehmen und Beteiligungen der NBG AG, die mittelbar über ihre direkten Tochtergesellschaften oder Beteiligungen gehalten werden, werden grundsätzlich mit den erwarteten Ausschüttungen in den Kapitalanlageergebnissen der direkten Beteiligungen erfasst.

521. Der Unternehmenswert der NBG AG ergibt sich demnach als Summe aller einzeln mit dem Ertragswert bewerteten Gesellschaften des NBG-Konzerns zuzüglich der Sonderwerte.

522. Die Vorgehensweise (SOTP-Ansatz) bei der Konzernbewertung und die bei den einzelnen Gesellschaften angewendeten Bewertungsverfahren haben wir nachvollzogen. Die Vorgehensweise und die jeweils zugrunde gelegten Bewertungsverfahren bei der Ermittlung der einzelnen Unternehmenswerte sind nach unseren Feststellungen sachgerecht. Darüber hinaus haben wir uns davon von der Vollständigkeit der in die Bewertung einbezogenen Gesellschaften überzeugt.

c) Planungsprozess und Planungsanalyse

523. Die Managementplanung der NBG AG für die Geschäftsjahre 2026 bis 2030 wurde nach HGB-Grundsätzen erstellt. Sie wurde am 11. November 2025 vom Vorstand verabschiedet und dem Aufsichtsrat am 4. Dezember 2025 vorgestellt und von diesem gebilligt. Auch die Planungen der Tochtergesellschaften, die Grundlage der Sum-of-the-Parts-Bewertung sind, wurden im Dezember 2025 von den jeweiligen Aufsichtsgremien verabschiedet. Die Planungen stammen damit aus dem regulären Planungsprozess des NBG-Konzerns.

524. Gegenstand der Managementplanung sind insbesondere die Gewinn- und Verlustrechnungen der Tochtergesellschaften, der Segmente und des Konzerns sowie zentrale Steuerungsgrößen wie Solvabilitätsanforderungen, interne Zielquoten, Ergebnisziele, Eigenkapitalrenditen und Ausschüttungen. Erfasst werden zudem Teile der Bilanz und wesentliche Kennzahlen.

525. Der Planungsprozess der NBG AG ist als jährlich wiederkehrender Prozess ausgestaltet. Ausgangspunkt sind zentrale volkswirtschaftliche Planungsgrundlagen und

Gruppenannahmen, insbesondere risikoloser Zins, Konzernstruktur, Zielvorgaben für Ergebnisse, Eigenkapital- und Umsatzrenditen sowie Ausschüttungen. Diese werden durch das Konzerncontrolling in Abstimmung mit dem Vorstand vorgegeben. Die operative Planung erfolgt anschließend dezentral auf Ebene der Einzelgesellschaften. Parallel werden Neugeschäfts-, Kosten-, Investitions- und Personalplanung sowie zentrale kapitalmarktbezogene Annahmen berücksichtigt.

526. Die Planwerte werden in SAP-BPC beziehungsweise KOCOS erfasst und über einen Prozessmonitor mit Freigabesperren, dokumentierten Verantwortlichkeiten und Berechtigungskonzept geführt. Nach Freigabe der Einzelgesellschaften erfolgt die Konsolidierung. Sondersachverhalte wie Entkonsolidierungseffekte, Kapitalkonsolidierung, Konzernsteuern und latente Steuern werden gesondert erfasst. Auf Basis der HGB-Ergebnisse werden Solvenzquoten und Beteiligungsbewertungen abgeleitet. Daran schließen sich Diskussion, etwaige Nachplanung, Freigabe und Berichterstattung an den Aufsichtsrat an.

527. Ergänzend zur jährlichen Mehrjahresplanung erstellt die NBG AG für das laufende Geschäftsjahr vier Prognosen. Diese dienen der Anpassung an den aktuellen Kenntnisstand und der Überwachung der Zielerreichung. Die erste Prognose verarbeitet im Wesentlichen Erkenntnisse aus dem Jahresabschluss. Die weiteren Prognosen berücksichtigen den fortschreitenden Geschäftsverlauf auf Basis der Quartalsabschlüsse. Eine unterjährige Fortschreibung der Mehrjahresplanung erfolgt hingegen nicht. Aktualisiert werden lediglich die Prognosen für das laufende Geschäftsjahr. In der unterjährigen Prognose 2 (P2) lagen die Ergebniserwartungen für das Jahr 2026 bei einzelnen Gesellschaften unter den ursprünglichen Werten der Fünfjahresplanung. Hiervon war u.a. die Die NAV betroffen. Nach Auskunft des Managements bestätigte die Anfang August 2026 vorliegende Prognose 3 (P3) die ursprünglich geplanten Ergebnisse für 2026 wieder. Das geringere Neugeschäft bei der NAV sollte insbesondere durch Beitragsanpassungen sowie eine günstigere Entwicklung der Schaden- und Kostenquoten ausgeglichen werden. Die Bewertungsgutachterin hat daher ihrer Bewertung die ursprünglichen Planwerte für 2026 zugrunde gelegt.

528. Eine Ausnahme bildet die FFPB. Deren Vorstand verabschiedete bereits am 2. Juli 2026 eine aktuellere Planungsrechnung für den Zeitraum 2026 bis 2031. ValueTrust hat für die FFPB daher abweichend diese aktuellere Planung zugrunde gelegt.

529. Am 18. September 2026 hat uns die NBG AG zusätzlich unkommentierte aktualisierte Planungsrechnungen der einzelnen Gesellschaften des NBG-Konzerns für den Zeitraum von

2026 bis 2031 im Entwurfsstand zur Verfügung gestellt.[205] Der Entwurf der Planungsrechnungen umfasst dabei grundsätzlich die Plan-GuV und die Plan-Bilanzen. Weitergehenden Erläuterungen zu den Planungsprämissen und Detailannahmen liegen uns hingegen nicht vor.

530. Diese Planungsrechnungen waren zu diesem Zeitpunkt weder finalisiert noch verabschiedet und sind dies auch bis zum Zeitpunkt der Abgabe unseres Prüfungsberichts noch nicht. Auf Ebene der Jahresüberschüsse ergaben sich aus den aktualisierten Entwurfsplanungen grundsätzlich keine wesentlichen Veränderungen gegenüber den Planungsrechnungen mit Stand vom Dezember 2025. Abweichungen zeigten sich jedoch insbesondere bei der NAV, der NAM und der CG. Eine Überleitung zwischen den Planungsständen lag uns zum Zeitpunkt der Abgabe unseres Prüfungsberichts nicht vor.

531. Vor diesem Hintergrund hat die Bewertungsgutachterin grundsätzlich die verabschiedeten Planungen der Konzerngesellschaften mit Stand vom Dezember 2025 zugrunde gelegt. Im Hinblick auf die Bewertung der FFPB wurde die verabschiedete Planung 2026 bis 2031 vom 2. Juli 2026 zurückgegriffen.

532. Wir halten die von der Bewertungsgutachterin gewählte Vorgehensweise vor dem Hintergrund der derzeitigen Datenlage für sachgerecht. Gleichwohl weisen wir darauf hin, dass wir im Rahmen unserer Stichtagserklärung den aktuellen zum Bewertungsstichtag vorliegenden Planungsstand analysieren und würdigen werden, ob und wieweit hieraus Auswirkungen auf den Unternehmenswert der NBG AG resultieren. Mit dieser Vorgehensweise wird sichergestellt, dass sämtliche Erkenntnisse aus dem aktuellen Planungsprozess und zwischenzeitliche Änderungen zutreffend erfasst sind.

533. Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse stellt das Kernproblem jeder Unternehmensbewertung dar. Ausgangspunkt für die Prognose der Zukunftserfolge ist die Vergangenheitsanalyse, die dazu dient, die wesentlichen Ursachen für die Ergebnishöhe und -entwicklung der Vergangenheitsergebnisse in einem bestimmten Zeitraum herauszuarbeiten. Die Vergangenheitsanalyse stellt die Grundlage für Plausibilitätsüberlegungen und die Beurteilung der erwarteten zukünftigen finanziellen Entwicklungen dar. Die Analyse der abgeschlossenen Geschäftsjahre sowie die Bereinigung ausgewählter Posten der Gewinn- und Verlustrechnungen der Gesellschaft dienen vor diesem Hintergrund dem Zweck, die Grundlagen der Planungsrechnung besser beurteilen zu können. Im Rahmen der

[205] Da die NBA rückwirkend zum 1. Januar 2026 auf die NAV verschmolzen wurde, wird sie in der Fünfjahresplanung 2026 nicht mehr eigenständig abgebildet. Während sie in der Planung 2025 noch als eigenständige Tochtergesellschaft berücksichtigt wurde, sind die Planwerte der NBA in der aktuellen Planungsrechnung in den Planwerten der NAV enthalten.

Vergangenheitsanalyse wurden wesentliche außerordentliche und periodenfremde Erträge und Aufwendungen bereinigt.

534. Die auf Ebene der einzelnen Gesellschaften vorgenommenen Analysen zur Ertragslage und der Vermögens- und Finanzlage erfolgten für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 auf Basis der geprüften und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk testierten Jahresabschlüsse nach HGB der einzelnen Gesellschaften.

535. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse haben wir insbesondere die Analysen der Bewertungsgutachterin nachvollzogen und eigenständige Analysen zur Vermögens- und Ertragslage vorgenommen.

536. Die weitergehende Plausibilisierung der Plandaten und der dahinterstehenden Annahmen erfolgte auf Grundlage der von der NBG AG bereitgestellten Planungsdokumentation und unter Heranziehung von Branchen- und Marktdaten.

537. Die Managementplanungen der einzelnen Konzerngesellschaften für die Jahre 2026 bis 2030 wurden durch die Bewertungsgutachterin mit wenigen Anpassungen übernommen. Die Anpassungen haben wir jeweils detailliert bei der Ableitung der Zukunftserfolgsplanung der der einzelnen Gesellschaften dargelegt.

538. Die durch die Bewertungsgutachterin vorgenommenen Anpassungen erachten wir vor dem Hintergrund unserer Analysen methodisch als sachgerecht.

539. Der Bewertung liegt die Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer zugrunde (Going Concern-Prämisse). Da eine explizite Planung für die gesamte Lebensdauer nicht möglich ist, wurde der Zeithorizont im Wege der Phasenmethode in zwei Phasen aufgeteilt. Dem Detailplanungszeitraum (Phase I) liegen die ausgehend von den detaillierten Managementplanungen abgeleiteten Nettoausschüttungen für die Geschäftsjahre 2026 bis 2030 zugrunde. Für den sich an den Detailplanungszeitraum anschließenden Zeitraum (Phase II; sogenannte ewige Rente) wurde ein erwartetes nachhaltig erzielbares Ergebnis eines „eingeschwungenen" Gleichgewichtszustands angenommen. Etwaige sich noch nicht im eingeschwungenen Zustand befindende Effekte wurden annuitätisch im Jahr der Ewigen Rente berücksichtigt.

d) Planungstreue

540. Die Bewertungsgutachterin plausibilisiert die Unternehmensplanung u.a. durch eine rückblickende Analyse der Planungstreue der Jahre 2023 bis 2025. Die Analyse führt die Bewertungsgutachterin auf Segmentebene durch (Leben/Kranken, Schaden/Unfall,

Finanzdienstleistungen), wobei sie für jedes Segment die Kennzahlen Neugeschäft, gebuchte Bruttobeiträge und Segmentergebnis vergleicht. Im Ergebnis kommt ValueTrust zu dem Ergebnis, dass sich über den Beobachtungszeitraum eine insgesamt zufriedenstellende bis gute Planungstreue, mit segment- und kennzahlenspezifischen Unterschieden zeigt. Im Ergebnis stuft die Gutachterin die Planungsrechnung als grundsätzlich belastbare und für Bewertungszwecke geeignete Ausgangsbasis ein.

541. Im Rahmen unserer Prüfungstätigkeit haben wir die Planungstreue der Gesellschaft in der Vergangenheit auf Konzernebene analysiert. Zu diesem Zweck haben wir die Budgetplanung des jeweiligen Vorjahres den Ist-Ergebnissen der Geschäftsjahre 2023 bis 2025 gegenübergestellt. Konkret haben wir dabei die Posten Neugeschäft, gebuchte Bruttobeiträge und Konzernkosten analysiert. Folgende Tabelle zeigt die Abweichungsanalyse für die Jahre 2023 bis 2025.

NÜRNBERGER Konzern	2023				2024			
Plan-Ist-Analyse	Plan	Ist	Abw.	*Abw.*	Plan	Ist	Abw.	*Abw.*
	in Mio. €	in Mio. €	absolut	*in %*	in Mio. €	in Mio. €	absolut	*in %*
Neugeschäft	**643**	**511**	**-131**	***-20,4***	**488**	**488**	**1**	***0,1***
Wachstum in %	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-4,7*	*-4,5*	*0,1*	
davon LV	477	349	-128	*-26,8*	318	327	10	*3,1*
davon KV	18	20	2	*12,3*	20	22	2	*11,6*
davon S/U	148	142	-6	*-3,9*	150	139	-11	*-7,5*
Gebuchte Bruttobeiträge	**3.645**	**3.547**	**-98**	***-2,7***	**3.638**	**3.665**	**28**	***0,8***
Wachstum in %	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,6*	*3,3*	*0,8*	
davon LV	2.382	2.238	-144	*-6,0*	2.262	2.261	-1	*-0,0*
davon KV	287	301	14	*4,8*	312	319	7	*2,2*
davon S/U	976	1.007	32	*3,3*	1.064	1.086	22	*2,0*
Konzernkosten[206]	**421**	**409**	**-12**	***-2,8***	**473**	**461**	**-12**	***-2,6***
Wachstum in %	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*15,5*	*12,5*	*-3,0*	
davon Personalkosten	272	255	-17	*-6,3*	310	308	-2	*-0,7*
davon Sachkosten	149	154	5	*3,4*	163	153	-10	*-6,3*

206 Für 2023 und 2024 sind Plan und Ist der Konzernkosten auf der engeren Abgrenzung ohne Vertriebsgesellschaften ausgewiesen (Ist 409,3 Mio. € bzw. 460,5 Mio. €), für 2025 inkl. Vertriebsgesellschaften (Ist 441,9 Mio. €). Der Plan-Ist-Vergleich ist je Jahr konsistent, der Mehrjahresvergleich und das Wachstum 2025 sind dagegen nur eingeschränkt aussagefähig.

NÜRNBERGER Konzern	2025			
Plan-Ist-Analyse	Plan	Ist	Abw.	*Abw.*
	in Mio. €	in Mio. €	absolut	*in %*
Neugeschäft	**440**	**381**	**-59**	***-13,4***
Wachstum in %	*-9,9*	*-22,0*	*-12,1*	
davon LV	297	263	-34	*-11,4*
davon KV	20	18	-2	*-12,0*
davon S/U	124	101	-23	*-18,5*
Gebuchte Bruttobeiträge	**3.564**	**3.521**	**-42**	***-1,2***
Wachstum in %	*-2,8*	*-3,9*	*-1,2*	
davon LV	2.271	2.234	-36	*-1,6*
davon KV	331	333	1	*0,4*
davon S/U	962	955	-7	*-0,8*
Konzernkosten	**450**	**442**	**-8**	***-1,7***
Wachstum in %	*-2,3*	*-4,0*	*-1,7*	
davon Personalkosten	284	285	2	*0,6*
davon Sachkosten	166	157	-9	*-5,7*

Quelle: NBG, ValueTrust, IVA-Analysen

Tabelle 15: Abweichungsanalyse für die Jahre 2023 bis 2025 - Konzernebene

542. Das **Neugeschäft** verfehlte den Plan in zwei von drei Betrachtungsjahren erheblich. Im Jahr 2023 lag der Ist-Wert mit 511 Mio. € um 131 Mio. € bzw. 20,4 % unter Plan, wobei die Abweichung überwiegend auf das Segment Lebensversicherung entfiel (-128 Mio. € bzw. -26,8 %). Im Geschäftsjahr 2024 wurde der Plan mit einer Abweichung von lediglich +1 Mio. € nahezu punktgenau erfüllt; die segmentweise Gegenbewegung aus einer Übererfüllung in LV (+10 Mio. € bzw. +3,1 %) und KV (+2 Mio. € bzw. +11,6 %) sowie einer Unterschreitung im S/U-Segment (-11 Mio. € bzw. -7,5 %) kompensierte sich weitgehend. Im Jahr 2025 trat erneut eine deutliche Planverfehlung ein. Das Neugeschäft unterschritt den Plan segmentübergreifend um 59 Mio. € bzw. 13,4 %, wobei das S/U-Segment mit -23 Mio. € bzw. -18,5 % die stärkste relative Abweichung aufwies.

543. Die **gebuchten Bruttobeiträge** entwickelten sich über den gesamten Betrachtungszeitraum plankonform. Die Abweichungen betrugen -2,7 % (2023), +0,8 % (2024) und -1,2 % (2025) und blieben damit in allen Jahren innerhalb einer engen Bandbreite. Die relative Stabilität der Bruttobeiträge gegenüber dem volatileren Neugeschäft erklärt sich durch den hohen Bestandsanteil der Prämieneinnahmen, der gegenüber Schwankungen im Neugeschäft strukturell träge reagiert.

544. Die **Konzernkosten** lagen in allen drei Jahren unter Plan. Die Unterschreitungen betrugen 12 Mio. € bzw. 2,8 % (2023), 12 Mio. € bzw. 2,6 % (2024) und 8 Mio. € bzw. 1,7 % (2025). Treiber waren in 2023 und 2024 primär die Personalkosten (-17 Mio. € bzw. -2 Mio. €); in 2025 wurden die leicht über Plan liegenden Personalkosten (+2 Mio. € bzw. +0,6 %) durch deutlich

niedrigere Sachkosten (-9 Mio. € bzw. -5,7 %) mehr als kompensiert.Auf Basis unserer Analysen zur Planungssystematik und zur Planungstreue zeigt sich, dass die realisierten Ergebnisse im betrachteten Zeitraum ein differenziertes Bild gegenüber den Planwerten ergeben. Im Bereich der gebuchten Bruttobeiträge lag die Planerfüllung in allen drei Betrachtungsjahren innerhalb einer engen Bandbreite von -2,7 % bis +0,8 %; die Planung der Beitragseinnahmen erweist sich damit als zuverlässig. Das Neugeschäft unterschritt den Planansatz in zwei von drei Jahren erheblich, insbesondere im Segment Lebensversicherung im Jahr 2023 infolge eines marktweiten Rückgangs sowie segmentübergreifend im Jahr 2025 infolge veränderter Nachfragestrukturen und der gezielten Bestandsbereinigung im Rahmen des S/U-Sanierungsprogramms. Die Konzernkosten lagen in allen drei Betrachtungsjahren unter Plan; die konsistente Unterschreitung ist nach Angaben des Geschäftsberichts wesentlich auf das Effizienzprogramm „Fit für die Zukunft" zurückzuführen.

545. Trotz des tendenziell ambitionierten historischen Planungsniveaus beim Neugeschäft ergibt sich daraus unseres Erachtens kein zwingender Rückschluss auf eine systematische Planungsverfehlung. Die hohe Planungstreue bei den Beitragseinnahmen sowie die konsistente Unterschreitung der Kostenziele stützen diese Einschätzung. Vor dem Hintergrund unserer Analysen zur Planungstreue erachten wir die Managementplanung als grundsätzlich geeignet zur Ermittlung des Ertragswerts der NBG.

e) Kapitalanlageergebnis

546. Die Entwicklung des Kapitalanlageergebnisses wird wesentlich durch die Zusammensetzung des Anlageportfolios bestimmt. Dessen langfristige Ausrichtung legt der Konzern in einem einheitlichen, iterativen und datenbasierten Verfahren fest. Ergebnis dieses Verfahrens ist die Strategische Asset-Allokation (SAA), aus der die Zielallokationen für die Einzelgesellschaften abgeleitet werden. Die der Managementplanung zugrunde gelegte SAA reicht bis zum Geschäftsjahr 2030 („SAA 2030“).

547. Ausgangspunkt ist eine Analyse des bestehenden Anlageuniversums der jeweiligen Gesellschaft. Innerhalb festgelegter Mindest- und Höchstquoten für die einzelnen Anlageklassen wird eine Rendite-Risiko-Optimierung durchgeführt. Hieraus wurden drei Strategievarianten (sicherheitsorientiert, neutral und ertragsorientiert) abgeleitet, die sich hinsichtlich der zugrunde liegenden Rendite-, Risiko- und Liquiditätsprofile unterscheiden.

548. Für die einzelnen Varianten wurden u.a. auch die entsprechenden Auswirkungen auf die Risikotragfähigkeit der jeweiligen Gesellschaft untersucht. Zudem wurde im Rahmen der SAA 2030 für die jeweiligen Varianten die sogenannte „Neutrale Allokation 2026“ abgeleitet. Sie bildet die Zielstruktur für das bevorstehende Geschäftsjahr 2026 und zugleich einen Zwischenschritt auf dem Weg zur langfristigen Zielallokation. Die SAA sowie der

Investmentpfad werden sodann für jede Gesellschaft durch Vorstandsbeschluss auf der Basis der vorgestellten Varianten festgelegt. Für die NAV, die NLV und die NKV wurde jeweils die mittlere, neutrale Variante der SAA und der „Neutralen Allokation“ vom Vorstand verabschiedet und der Planung zugrunde gelegt.

549. Für die NAV soll der Aufbau der Aktienquote gemäß dieser Planung erst ab 2027 beginnen. Zuvor sollen die Sanierungsmaßnahmen im Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft, insbesondere die Projekte „TAN“ und „Back to Black“, Wirkung entfalten. Gleichzeitig ist ein Abbau illiquider Anlageklassen vorgesehen. Hierdurch sollen die Liquiditätsposition und die kurzfristige Reaktionsfähigkeit der NAV verbessert werden.

550. Die Zielallokation der NAV ist überwiegend durch festverzinsliche Anlagen geprägt. Auf Staatsanleihen, Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating sowie Pfandbriefe einschließlich Hypotheken entfallen insgesamt 76,0 %. Immobilien und Beteiligungen sind mit jeweils 7,5 % vorgesehen. Weitere 3,5 % entfallen auf Tages- und Termingelder. Aktien und alternative Anlagen machen zusammen 5,5 % aus. Die langfristig erwartete Rendite der Zielallokation der SAA 2030 beträgt rd. 3,87 %.

551. Für die NLV wurden im Rahmen der SAA insbesondere das sich abflachende Wachstum der klassischen Deckungsrückstellung und die hohe Kapitalbindung im Konzepttarif berücksichtigt. Vor diesem Hintergrund sollen die illiquiden alternativen Investments wie Private Debt und Infrastruktur nicht bzw. nur moderat ausgebaut werden.

552. Innerhalb der Zielallokation der NLV bilden Staatsanleihen, Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating und Pfandbriefe mit insgesamt 57,0 % den Schwerpunkt. Immobilien sind mit 11,0 % vorgesehen. Auf Private Equity, Infrastruktur und Private Debt entfallen zusammen 17,5 %. Weitere 12,5 % entfallen auf Aktien und High-Yield-Anleihen. Tages- und Termingelder haben ein Gewicht von 2,0 %. Die langfristig erwartete Rendite für das Zielportfolio der SAA 2030 beträgt 4,39 % und liegt damit um 0,52 Prozentpunkte über der erwarteten Rendite der NAV.

553. Als wachsende Gesellschaft mit Nettozuflüssen verfügt die NKV über Gestaltungsspielräume bei der Festlegung der Quoten in der SAA, ohne bestehende Kapitalanlagen realisieren zu müssen. Insgesamt zeigt die SAA einen moderaten Ausbau ertragsstarker Anlageklassen wie Aktien und Alternativen Investments, dem ein Rückgang des Anteils an Staatsanleihen gegenübersteht.

554. Innerhalb der Zielallokation der NKV bilden Staatsanleihen, Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating und Pfandbriefe mit insgesamt 66,5 % den Schwerpunkt. Immobilien sind mit 8,0 % vorgesehen. Auf Private Equity, Infrastruktur und Private Debt

entfallen zusammen 15,0 %. Weitere 9,5 % entfallen auf Aktien und High-Yield-Anleihen. Tages- und Termingelder haben ein Gewicht von 1,0 %. Die langfristig erwartete Rendite in der Zielallokation der SAA 2030 beträgt 4,15 % und liegt damit um 0,24 Prozentpunkte unter der erwarteten Rendite der NLV.

555. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die SAA 2030 konzernweit auf einer einheitlichen Methodik beruht. Die konkrete Portfolioausgestaltung berücksichtigt die unterschiedlichen bilanziellen, liquiditätsbezogenen und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen der Gesellschaften. Das Kapitalanlageergebnis wurde für die jeweiligen Gesellschaften im Detailplanungszeitraum unter Berücksichtigung der bestehenden Kapitalanlagen, der SAA sowie des darin festgelegten Investmentpfads geplant.

556. Die Bewertungsgutachterin hat das nachhaltige Kapitalanlageergebnis unter Berücksichtigung des auslaufenden Altbestands und der zu erwartenden Wiederanlagerenditen ermittelt. Die dabei zugrunde gelegten Wiederanlagerenditen basieren dabei auf den aktuellen Werten aus der Strategische Asset-Allokation vom 31. Juli 2026 (SAA 2031). Zur Abbildung der langfristigen Entwicklung hat sie die einzelnen Bestandteile des Kapitalanlageportfolios analysiert und über den Planungszeitraum hinaus bis zur Endfälligkeit fortgeschrieben. Für den Teil des Portfolios, der bereits bis zum Ende des Jahres 2030 ausgelaufen ist, wurde mit Eintritt in die Phase der ewigen Rente die erwartete langfristige Ziel- bzw. Wiederanlagerendite des Portfolios zugrunde gelegt. Für Kapitalanlagen, deren vertragliche Laufzeit nach dem Jahr 2030 endet, hat die Bewertungsgutachterin bei Endfälligkeit eine schrittweise Wiederanlage zu den langfristig geplanten Ziel- bzw. Wiederanlagerenditen unterstellt. Auf dieser Grundlage hat sie einen Verzinsungspfad abgeleitet, der die sukzessive Umschichtung des bestehenden Portfolios in die langfristige Zielstruktur abbildet. Aufgrund der Laufzeiten des Altbestands, insbesondere der langen Laufzeiten von Staatsanleihen, nähert sich die Kapitalanlageverzinsung dem langfristigen Zielniveau erst über mehrere Jahrzehnte an.

557. Zur Ermittlung einer effektiven, auf das Jahr 2031 bezogenen Kapitalanlageverzinsung hat die Bewertungsgutachterin den Verzinsungspfad ab dem Jahr 2031 mit den Kapitalkosten auf den Beginn der ewigen Rente ab 2031 diskontiert und zu einer barwertäquivalenten konstanten Kapitalanlagerendite verdichtet. Für die NLV, NKV, NAV und NBA ergibt sich daraus eine nachhaltige Kapitalanlageverzinsung zwischen 3,3 % und 3,8 %.

558. Vor dem Hintergrund, dass die Kosten der Kapitalanlage nicht in der nachhaltigen Kapitalanlageverzinsung enthalten sind, hat die Bewertungsgutachterin im nachhaltigen Kapitalanlageergebnis Aufwendungen für Kapitalanlagen in Höhe von 9 Basispunkten bezogen auf den nachhaltigen Kapitalanlagebestand zu Buchwerten angesetzt.

f) Ertragsteuern des Unternehmens

559. Die den Unternehmenseignern frei zur Verfügung stehenden künftigen Nettozuflüsse sind unter Abzug der Ertragsteuern des Unternehmens zu ermitteln.

560. Die Bewertungsgutachterin hat die Ertragsteuern ausgehend von der Managementplanung der Gesellschaft unter Berücksichtigung von Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer (zzgl. Solidaritätszuschlag) nach dem zum Bewertungsstichtag geltenden Steuerrecht angesetzt. Der Gewerbesteuer liegt dabei grundsätzlich der Hebesatz von Nürnberg i.H.v. 467 % zugrunde, woraus sich ein Gewerbesteuersatz von 16,35 % ergibt. Bei der Körperschaftsteuer wurde die schrittweise Absenkung des Steuersatzes von 15,0 % in den Jahren 2026 und 2027 auf 10,0 % ab dem Jahr 2032 berücksichtigt, entsprechend einer Reduzierung um jeweils einen Prozentpunkt p.a. im Zeitraum von 2028 bis 2032.

561. Soweit die zum 31. Dezember 2025 bestehenden Verlustvorträge der einzelnen Gesellschaften des NBG-Konzerns nicht im Zuge der Übernahme der NBG-Aktien durch die VIG am 18. Mai 2026 bzw. im Zuge konzerninterner Verschmelzungen untergegangen sind, wurden diese – soweit sie nutzbar waren – grundsätzlich im Rahmen der Steuerplanung berücksichtigt. Etwaige sich im Detailplanungszeitraum aufbauende steuerliche Verlustvorträge werden unter Berücksichtigung der Regelungen zur Mindestbesteuerung gemäß § 10d EStG bzw. § 10a GewStG in den folgenden Jahren verrechnet.

562. Um die Wertbeiträge der einzelnen Gesellschaften im SOTP-Ansatz zutreffend abzubilden, wurde bei der Ermittlung der Ertragsteuern des Unternehmens von bestehenden Ergebnisabführungsverträgen abstrahiert und die steuerliche Belastung auf Ebene der jeweiligen Gesellschaft berücksichtigt. Soweit in der Detailplanungsphase bei in den Organkreis einbezogenen Gesellschaften steuerliche Verluste anfallen, wurde korrespondierend eine Steuergutschrift angesetzt. Diese Vorgehensweise entspricht im Ergebnis damit einer vollständigen Verrechnung von Gewinnen und Verlusten innerhalb des steuerlichen Organkreises und führt zu einer symmetrischen Behandlung von Gewinnen und Verlusten.

Wir haben die Ableitung der Ertragsteuern des Unternehmens rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen und halten diese für sachgerecht.

g) Ausschüttung

563. In der Detailplanungsphase ist entsprechend den Empfehlungen des IDW eine Aufteilung der finanziellen Überschüsse auf Ausschüttungen und Thesaurierungen auf der Basis des individuellen Unternehmenskonzepts und unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik, der Eigenkapitalausstattung und der steuerlichen

Rahmenbedingungen vorzunehmen.[207] Thesaurierte Mittel können etwa zur Stärkung der Eigenmittelausstattung, zur Finanzierung von Investitionen oder zur Tilgung von Finanzverbindlichkeiten verwendet werden. Sofern für die Verwendung der thesaurierten Beträge hingegen keine konkreten Planungen vorliegen, ist eine sachgerechte Prämisse im Hinblick auf die Mittelverwendung zu treffen.[208]

564. Im Rahmen der Bewertung der NBG AG im Wege einer Sum-of-the-Parts-Betrachtung, wird dabei auf die Ausschüttungsfähigkeit der Einzelgesellschaften abgestellt. Diese wird maßgeblich durch aufsichtsrechtliche und geschäftsmodellspezifische Kapitalanforderungen begrenzt. Die Managementplanung sieht für die einzelnen Gesellschaften jeweils konkrete, betragsmäßig festgelegte Thesaurierungen bzw. Kapitalzuführungen vor.

565. Vor diesem Hintergrund hat die Bewertungsgutachterin in der Detailplanungsphase bei den einzelnen Gesellschaften die in der Managementplanung vorgesehenen Thesaurierungen bzw. Kapitalzuführungen unverändert übernommen. Für die nach Thesaurierung verbleibenden Beträge wurde eine Vollausschüttung unterstellt.

566. In der Phase der ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin zunächst den wachstumsbedingten Thesaurierungsbedarf unter Berücksichtigung des zum Eintritt in die Phase der ewigen Rente vorliegenden Eigenkapitals und der angenommenen nachhaltigen Wachstumsrate der jeweiligen Gesellschaft ermittelt. Soweit zum Ende des Detailplanungszeitraums die definierten Zielbedeckungsquoten bzw. Zielkapitalquoten noch nicht erreicht waren, wurden die dafür erforderlichen zusätzlichen Thesaurierungen ermittelt und annuitätisch abgebildet. Im Hinblick auf den nach Berücksichtigung des wachstumsbedingten Thesaurierungsbedarfs verbleibenden ausschüttungsfähigen Betrag hat die Bewertungsgutachterin eine Ausschüttungsquote von 50,0 % angesetzt, die sich an der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens deutscher Unternehmen orientiert und zugleich der typisierten Ausschüttungsquote der Alternativanlage entspricht.

567. Wir halten die bei der Bewertung der NBG AG gewählten Annahmen zum Ausschüttungsverhalten der Höhe nach für vertretbar und insgesamt plausibel. Insbesondere ist die Begrenzung der Ausschüttungen durch eine an aufsichtsrechtlichen Kapitalanforderungen ausgerichtete Zielkapitalisierung sachgerecht.

---

207 Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz.86.

208 Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz.86.

h) Ertragsteuern der Anteilseigner

568. Da der Unternehmenswert aus der Sicht der Unternehmenseigner ermittelt wird, ist die steuerliche Belastung der Anteilseigner auf die Ausschüttungen aus dem Unternehmen sowie auf die Kursgewinne (fiktiv zugerechnete Thesaurierungsbeträge) zu berücksichtigen.

569. Bei der Bewertung von deutschen Kapitalgesellschaften 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 SolZ unterliegen.

570. Aus den unterschiedlichen Zufluss- und Realisationszeitpunkten von Ausschüttungen und Kursgewinnen resultieren indes unterschiedliche effektive Steuerbelastungen. Während die effektive Steuerlast für Zinsen und Dividenden regelmäßig der nominellen Steuerbelastung entspricht, hängt die effektive Steuerbelastung auf zu Wertsteigerungen führenden Thesaurierungen vom Zeitpunkt ab, zu dem die Wertsteigerung realisiert wird. Sie reduziert sich mit zunehmender Haltedauer eines Wertpapiers durch den Anteilseigner. Vor diesem Hintergrund werden Anteilseigner bestrebt sein, die effektive Steuerbelastung durch lange Haltedauern möglichst gering zu halten. Unter der Annahme langer Haltedauern bedeutet dies einen gegenüber der nominellen Steuerbelastung deutlich geminderten effektiven Steuersatz für Veräußerungsgewinne.

571. Dementsprechend wird in der vorliegenden Bewertung der nominelle Abgeltungsteuersatz zzgl. SolZ (rd. 26,4 %) für die Ausschüttungen in Ansatz gebracht, während die den Anteilseignern fiktiv unmittelbar zugerechneten Thesaurierungsbeträge typisierend mit einem Steuersatz in Höhe des hälftigen nominellen Steuersatzes zuzüglich SolZ (rd. 13,2 %) belastet werden.

572. Entsprechend wurden auch die (inflationsbedingten) Steigerungen des Unternehmenswerts in der Phase der ewigen Rente mit dem effektiven Steuersatz i.H.v. rd. 13,2 % belastet. Durch diese Vorgehensweise wird fingiert, dass die (inflationsbedingten) Kursgewinne bzw. Steigerungen des Unternehmenswerts nach der typisierten Haltedauer realisiert werden und der effektiven Abgeltungsteuer zuzüglich SolZ unterliegen.

573. Im Bewertungskalkül hat die Bewertungsgutachterin in der Phase der ewigen Rente jeweils einen um die Effekte aus den persönlichen Ertragsteuern auf die (inflationsbedingten) Kursgewinne gekürzten Wachstumsabschlag angewendet und insoweit die steuerliche Belastung aus inflationsbedingten Wertsteigerungen wertäquivalent in das Bewertungskalkül integriert.

574. Wir haben das Vorgehen der Bewertungsgutachterin rechnerisch und inhaltlich nachvollzogen und halten die Vorgehensweise zur Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern insgesamt für sachgerecht.

i) Synergien

aa) Beurteilungsmaßstab

575. Für die Beurteilung der angemessenen Berücksichtigung von Synergien haben wir die Grundsätze des IDW Standards: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen in der Fassung 2026 (IDW S 1 i.d.F. 2026) zugrunde gelegt. Maßgeblich ist bei der Bemessung einer Barabfindung nach § 327b AktG das Konzept des objektivierten Unternehmenswerts.

576. Der wirtschaftliche Verbund zwischen der Hauptaktionärin und der Gesellschaft ist mit dem Vollzug der Übernahme am 18. Mai 2026 begründet worden und am Bewertungsstichtag verwirklicht. Zur Transaktion und zur Beteiligungshöhe verweisen wir auf die Abschnitte D.I und D.IV. Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre begründet den Verbund nicht, sondern beendet lediglich die Beteiligung der Minderheit an einer Gesellschaft, die dem Verbund bereits angehört.

577. Ist zum Bewertungsstichtag, wie im vorliegenden Fall, ein wirtschaftlicher Verbund bereits verwirklicht, sind die aus diesem Verbund zu erwartenden Zukunftserfolge im Rahmen der Zukunftserfolgsplanung und ihrer Plausibilitätsbeurteilung zu berücksichtigen (vgl. IDW S 1 i.d.F 2026, Tz. 81). Einer gesonderten Prüfung, ob die Begründung oder Intensivierung eines wirtschaftlichen Verbunds aus der Perspektive umfassend informierter Eigenkapitalgeber zu erwarten wäre, bedarf es insoweit nicht (vgl. IDW S 1 i.d.F 2026, Tz. 82).

578. Festzuhalten ist daher, dass die Verbundwirkungen dem Grunde nach anzusetzen sind. Im Hinblick auf die Höhe ist zu analysieren, ob die der Bewertung zugrunde liegende Planungsrechnung die Erfolge des bestehenden Verbunds vollständig und in sich schlüssig abbildet. Dies gilt für positive wie für negative Wirkungen gleichermaßen.

579. Der IDW S 1 i.d.F. 2026 unterscheidet nicht danach, ob eine Verbundwirkung auch von einem anderen als dem konkreten Erwerber hätte erzielt werden können. Maßgeblich sind allein die Verwirklichung des wirtschaftlichen Verbunds, die Plausibilität der Maßnahme und der aus ihr erwarteten Zukunftserfolge sowie die angemessene Aufteilung nach Tz. 83. Für den Ansatz kommt es daher nicht darauf an, ob eine Verbundwirkung erst durch den Beteiligungserwerb der Hauptaktionärin möglich geworden ist.

580. Nach Tz. 83 des IDW S 1 i.d.F. 2026 „*ist nicht darauf abzustellen, wo im wirtschaftlichen Verbund die Synergien tatsächlich anfallen. Vielmehr sind die Synergien angemessen aufzuteilen*“. Dabei sind interne Faktoren, insbesondere die die vom Vorstand der Zielgesellschaft erstellte Unternehmensplanung und deren Dokumentation, sowie externe Faktoren zu berücksichtigen, zu denen der Standard ausdrücklich den Kapitalmarkt, Übernahmeprämien und Verhandlungslösungen zählt. Ferner ist zu untersuchen, ob die Synergien zeitlich begrenzt oder nachhaltig zu erwarten sind. Den externen Faktor, der hier vorliegt, stellen wir unter ff) dar.

581. Für Versicherungsunternehmen sind diese Grundsätze in zweifacher Hinsicht zu präzisieren.

1. Eine Verbesserung des versicherungstechnischen Ergebnisses kommt in der Lebensversicherung und in der Krankenversicherung aufgrund der Überschussbeteiligung der Versicherungsnehmer regelmäßig nur anteilig den Aktionären zugute. Die Beteiligung der Versicherungsnehmer am Überschuss ist gesetzlich vorgegeben. Für die Lebensversicherung gilt die Mindestzuführung nach § 8 MindZV, für die Krankenversicherung die entsprechende Regelung des § 22 KVAV. Eine Kostenersparnis wirkt sich auf den Unternehmenswert daher nur insoweit aus, als sie nach Berücksichtigung der Mindestzuführung beim Versicherungsunternehmen verbleibt. Maßgeblich ist hierfür insbesondere, ob und ab welchem Zeitpunkt das Kostenergebnis der betroffenen Bestände positiv wird.

2. Die Solvabilitätslage entscheidet darüber, auf welchem Weg sich ein verbessertes handelsrechtliches Ergebnis im Unternehmenswert niederschlägt. Bei einer vorgegebenen Zielsolvabilität führt eine Ergebnisverbesserung unter sonst gleichen Bedingungen stets zu einer Werterhöhung: bei ausreichender Bedeckung über höhere Ausschüttungen, bei angespannter Bedeckung über geringere Kapitalzuführungen, die andernfalls zur Erreichung einer angemessenen Kapitalausstattung erforderlich wären. Zu unterscheiden ist daher nicht, ob eine Ergebnisverbesserung werterhöhend wirkt, sondern in welcher Form und zu welchem Zeitpunkt sie den Anteilseignern zugutekommt. Eine einheitliche Behandlung über alle Sparten hinweg ist deshalb nicht sachgerecht.

582. Unabhängig von diesen versicherungsspezifischen Besonderheiten gilt ein allgemeines Gebot der Symmetrie. Es folgt aus dem Gebot der schlüssigen Abbildung des wirtschaftlichen Verbunds (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Tz. 81). Werden die Ergebnisverbesserungen einer Maßnahme in der Planungsrechnung berücksichtigt, so sind in derselben Planungsrechnung auch die zu ihrer Umsetzung erforderlichen Aufwendungen und Investitionen abzubilden. Aufwendungen und Investitionen fallen dabei typischerweise zeitlich vor den Einsparungen an. Die Abbildung hat deshalb periodengerecht zu erfolgen, nicht periodengleich. Nutzen und

Kosten derselben Maßnahme dürfen nicht unterschiedlichen Rechnungskreisen zugeordnet werden.

bb) Behandlung der Synergien durch die Bewertungsgutachterin

583. Die Bewertungsgutachterin behandelt die Synergien aus dem Zusammenschluss der Hauptaktionärin und der Gesellschaft in Abschnitt 6.1.8 ihres Gutachtens.

584. In der Anwendung führt sie aus, dass die der Bewertung zugrunde gelegten Planungsrechnungen als eigenständige Planungen der Einzelgesellschaften aufgestellt wurden und keine Synergien zwischen der Hauptaktionärin und der Gesellschaft berücksichtigen. Bis zum Vollzug des Erwerbs im Mai 2026 sei eine gemeinsame operative Planung aus wettbewerbsrechtlichen Gründen nicht zulässig gewesen.

585. Sie gibt ferner wieder, dass die Hauptaktionärin im Rahmen ihrer Due Diligence sowohl wertmindernde Effekte als auch wertsteigernde Potenziale identifiziert hat. Zu den wertmindernden Effekten zählt sie erwerbsbedingte Steuerzahlungen, nicht bilanzierte Pensionsverpflichtungen sowie Investitionen in die Modernisierung der Informationstechnologie und Aufwendungen für die Umstellung der Rechnungslegung auf die International Financial Reporting Standards. Die Investitionen in die Informationstechnologie fielen nach der Feststellung der Hauptaktionärin unabhängig von der Integration an. Die Aufwendungen für die Umstellung der Rechnungslegung fielen dagegen nur durch den Zusammenschluss an. Die wertsteigernden Potenziale betreffen Kosteneinsparungen im Betrieb und im Einkauf sowie mehrere überwiegend langfristig angelegte strategische Initiativen in den Bereichen Leben und Kranken sowie Schaden und Unfall.

586. Die Bewertungsgutachterin kommt zu dem Ergebnis, dass die von der Hauptaktionärin geplanten strategischen Initiativen nicht hinreichend konkretisiert und durch den Vorstand der Gesellschaft weder validiert noch verabschiedet worden sind. Eine hinreichend eindeutige Abgrenzung von den Maßnahmen, die in der Planungsrechnung der Gesellschaft bereits berücksichtigt sind, hält sie auf Grundlage der vorliegenden Unterlagen nicht für möglich. Die Annahmen der Hauptaktionärin zu den Potenzialen in der Lebens- und Krankenversicherung beurteilt sie als ambitioniert. Ergänzend stellt sie fest, dass die von der Hauptaktionärin erwarteten Synergiepotenziale im Preis des öffentlichen Erwerbsangebots nahezu vollständig abgebildet sind.

cc) Prüfungshandlungen

587. Die vorstehend dargestellte Behandlung der Synergien durch die Bewertungsgutachterin haben wir einer eigenständigen Würdigung unterzogen und dabei die nachfolgend dargestellten Prüfungshandlungen vorgenommen.

- Wir haben der Hauptaktionärin eine Fragen- und Unterlagenliste zum Themenblock Synergien übermittelt und die daraufhin überlassenen Unterlagen ausgewertet, insbesondere die Entscheidungsunterlage des Vorstands der Hauptaktionärin einschließlich ihrer Anlagen sowie die ergänzenden Erläuterungen der Bewertungsgutachterin.

- Wir haben die in der Entscheidungsunterlage ausgewiesenen Wertbeiträge und Abzugsposten rechnerisch nachvollzogen und den Einzelmaßnahmen zugeordnet, aus denen sie abgeleitet worden sind. Eine eigenständige Ermittlung der Wertbeiträge der Höhe nach war damit nicht verbunden.

- Wir haben die Angaben der Hauptaktionärin gegen unsere eigenen Analysen gespiegelt und die dabei festgestellten Abweichungen beurteilt.

- Wir haben die angesetzten Synergien gegen die vom Aufsichtsrat der NBG AG am 4. Dezember 2025 und damit vor dem Vollzug der Übernahme verabschiedete Planungsrechnung abgeglichen, um zu beurteilen, welche Verbesserungen bereits unabhängig vom Erwerb vorgesehen waren.

588. Offengebliebene Fragen haben wir schriftlich an die Hauptaktionärin gerichtet und ihre Antworten in unsere Beurteilung einbezogen. Ergänzend haben wir Erörterungen mit der Bewertungsgutachterin geführt.

dd) Identifizierte Synergiefelder und Abgrenzung gegenüber den Programmen der Gesellschaft

589. Die NBG AG verfolgt ein eigenes, bereits vor dem Vollzug der Übernahme aufgesetztes Kosten- und Transformationsprogramm, das Programm TurnAround NÜRNBERGER (TAN). Für die Beurteilung ist daher zu unterscheiden, welche Verbesserungen bereits Bestandteil der eigenständigen Planung der Gesellschaft sind und welche erst aus dem wirtschaftlichen Verbund erwachsen. Die Hauptaktionärin hat uns auf Nachfrage erläutert, dass sie die zum Zeitpunkt ihrer Erwerbsentscheidung verfügbaren Geschäftspläne der Gesellschaft einschließlich der darin enthaltenen Programme vollständig berücksichtigt habe. Nach den uns überlassenen Unterlagen der Hauptaktionärin beruhen die zum Zeitpunkt der Erwerbsentscheidung verfügbaren Geschäftspläne der NBG AG allerdings auf einem anderen Planungsstand als die vom Aufsichtsrat der NBG AG am 4. Dezember 2025 verabschiedete Planungsrechnung. Sie unterscheiden sich unter anderem in der Länge des Detailplanungszeitraums. Den unter cc) genannten Abgleich der von der Hauptaktionärin angesetzten Synergien mit der Planungsrechnung vom 4. Dezember 2025 haben wir deshalb auf der Ebene der Programme und Initiativen vorgenommen und nicht auf der Ebene einzelner

Planjahre. Das Kosten- und Transformationsprogramm TAN sei bereits in diesen Geschäftsplänen und damit in der Planung für die Entwicklung der NBG ohne Erwerb enthalten gewesen. Das zusätzliche Potenzial sei im Rahmen der Transaktionsgespräche als über die damalige Planung hinausgehend identifiziert worden. Eine vollständige Aufschlüsselung dieses Potenzials nach einzelnen Maßnahmen sei jedoch nicht erfolgt.

590. Wir halten fest, dass die Abgrenzung damit konzeptionell erläutert, auf der Ebene der Einzelmaßnahmen jedoch nicht belegt ist. Für die Beurteilung der Angemessenheit ist dies nach dem unter aa) dargestellten Maßstab nicht entscheidend. Da der wirtschaftliche Verbund bereits besteht, kommt es nicht auf die Zuordnung der Verbesserungen zur Gesellschaft oder zum Verbund an. Entscheidend ist vielmehr, ob sie in der Planungsrechnung vollständig und nachvollziehbar abgebildet sind.

591. Der unter cc) angekündigte Vergleich mit der am 4. Dezember 2025 und damit vor dem Vollzug der Übernahme verabschiedeten Planungsrechnung führt zu folgendem Ergebnis: Die Ziele von TAN sind darin vollumfänglich enthalten. Berücksichtigt wurden auch einzelne Maßnahmen, die den von der Hauptaktionärin genannten Initiativen inhaltlich entsprechen. Nicht enthalten sind dagegen Initiativen, die über die damalige Planung hinausgingen und die zum Zeitpunkt der Verabschiedung dieser Planungsrechnung nicht durch konkrete Maßnahmen, Zeitpläne und Verantwortlichkeiten unterlegt waren.

592. In der Zusammenschlussvereinbarung vom 16. Oktober 2025 haben die Gesellschaft und die Hauptaktionärin die gemeinsame Zielsetzung festgehalten, vorhandene Synergiepotenziale im Interesse beider Gruppen zu realisieren. Als Felder benannt sind die Marktbearbeitung, in die die Hauptaktionärin ihre Expertise in der Schaden- und Unfallversicherung und die Gesellschaft ihre Expertise im Bereich der Biometrie- und Vorsorgeprodukte einbringt, der wechselseitige Zugang zu Fähigkeiten, Produkten und Marktkenntnissen sowie die Unterstützung der Gesellschaft bei ihrer Fach- und IT-Modernisierung.

593. Auf unsere Anforderung hat die NBG AG erklärt, dass eine konkrete Planung der Synergien zwischen der Hauptaktionärin und der Gesellschaft derzeit nicht vorliegt. Die Vorbereitungsphase für ein Integrationsprogramm sei Mitte Juli 2026 gestartet worden. Das Programm solle ab 2027 laufen. Synergiepotenziale, etwa aus gemeinsamen IT-Systemen und Shared Services, würden im Verlauf des Programms erst erhoben, validiert und bei Vorteilhaftigkeit umgesetzt. Ferner hat sie erklärt, dass sie als eigenständiges Unternehmen mit eigener Marke und lokalem Unternehmertum fortbesteht und dass die Hauptaktionärin keine zentrale Ausrichtung der Konzernfunktionen verfolgt.

594. Daraus lassen sich zwei Schlussfolgerungen ziehen. Zum einen sind Verbundwirkungen, die eine Zusammenlegung von Marken, Standorten, Vertriebseinheiten oder Konzernfunktionen

voraussetzen, nach der erklärten Ausrichtung der Gruppe nicht vorgesehen. Zum anderen liegt für die übrigen Felder, die eine solche Zusammenlegung nicht voraussetzen, nach dem Stand unserer Prüfungshandlungen (noch) keine Planung vor. Maßnahmen, Zeitpläne und Verantwortlichkeiten sind nicht konkretisiert. In beiden Fällen lässt sich die Höhe der zu erwartenden Erfolgsbeiträge nach dem Stand unserer Prüfungshandlungen nicht in einer Weise bestimmen, die dem Plausibilitätsmaßstab des IDW S 1 i.d.F. 2026 genügt. Das bedeutet nicht, dass keine Erfolgsbeiträge zu erwarten wären. Tz. 81 stellt auf die aus dem Verbund zu erwartenden Zukunftserfolge ab und nicht auf den Grad ihrer Konkretisierung. Zu trennen ist deshalb zwischen dem Ansatz dem Grunde nach, der aus dem verwirklichten Verbund folgt und den wir bejahen, und der Bestimmung der Höhe, die eine belastbare Grundlage voraussetzt.

595. Die Beträge, die die Hauptaktionärin ihrer Erwerbsentscheidung zugrunde gelegt hat, sind damit auf Maßnahmenebene weder bei ihr noch bei der Gesellschaft unterlegt: bei der Hauptaktionärin nicht, weil eine vollständige maßnahmenbezogene Aufschlüsselung nach ihrer Mitteilung nicht vorgenommen wurde, und bei der Gesellschaft nicht, weil diese eine Synergieplanung nicht führt.

596. Das gilt allerdings nicht für alle Felder in gleichem Maße. Einzelne strategische Initiativen sind in den uns überlassenen Unterlagen der Hauptaktionärin mit einer Beschreibung des Geschäftsmodells, des adressierten Marktsegments und mit Zielgrößen für Beitragsvolumen, versicherungstechnisches Ergebnis und Kapitalanlageergebnis versehen. Wir stellen deshalb nicht fest, dass es durchgängig an jeder Konkretisierung fehle. Was fehlt, ist die Unterlegung mit Maßnahmen, Zeitplänen und Verantwortlichkeiten sowie die Validierung durch den Vorstand der Gesellschaft.

597. Für die **Lebensversicherung** und die **Krankenversicherung** hat die Hauptaktionärin ein zusätzliches Kostensenkungspotenzial identifiziert, das im Wesentlichen aus der Vereinfachung und Standardisierung der Betriebs- und Verwaltungsprozesse sowie aus der Ablösung der Bestandsführungssysteme erwächst. Hinzu treten Verbesserungen im Storno- und im Neugeschäftsbereich. Die Potenziale sind in der Entscheidungsunterlage der Höhe nach beziffert und mit einer Einschätzung ihrer Umsetzbarkeit versehen.

598. Hierzu ist zunächst festzustellen, dass diese Potenziale in Teilen bereits in der Planungsrechnung der Gesellschaft vom 4. Dezember 2025 enthalten und insoweit keine zusätzliche Verbundwirkung darstellt. Das betrifft u.a. das zusätzliche Kostensenkungsprogramm, das den bereits in der Planung enthaltenen Einsparzielen von TAN entspricht, sowie die Verbesserungen im Stornomanagement. Wir haben geprüft, ob die geplanten Synergiepotenziale mit Einzelmaßnahmen unterlegt sind. Nach den uns erteilten

Auskünften ist dies nicht durchgängig der Fall. Zugleich ist die Umsetzbarkeit in der Entscheidungsunterlage als hoch eingestuft.

599. In diesen beiden Sparten ist die unter aa) dargestellte Beteiligung der Versicherungsnehmer zu berücksichtigen. Solange das Kostenergebnis negativ ist, verringert eine Kostenersparnis lediglich einen Verlust und kommt in vollem Umfang dem Versicherungsunternehmen zugute. Erst danach steht ein Teil der Ersparnis den Versicherungsnehmern zu.

600. Für die **Schaden- und Unfallversicherung** hat die Hauptaktionärin mehrere Einzelinitiativen untersucht, die von Maßnahmen zur Verbesserung des versicherungstechnischen Ergebnisses über die Bereinigung des Beteiligungsportfolios bis zur Aufstockung bestehender Beteiligungen reichen. Diesen Initiativen hat die Hauptaktionärin im Bewertungsmodell wegen der Kapitalsituation der Schaden- und Unfallversicherung keinen Wertbeitrag beigemessen. Die Initiativen sind in der Entscheidungsunterlage nur teilweise quantifiziert.

601. Hierzu ist festzustellen, dass zwei der Initiativen bereits in der Planungsrechnung der Gesellschaft abgebildet und insoweit keine zusätzlichen Verbundwirkungen sind. Im Übrigen sind die Initiativen nach den uns vorliegenden Unterlagen nicht durchgängig mit Maßnahmen, Zeitplänen und Verantwortlichkeiten hinterlegt.

602. Der wirtschaftliche Verbund ermöglicht ferner die gemeinsame Nutzung von **Systemen, Plattformen und Betriebskapazitäten**. Dass die Modernisierung der Fach- und IT-Systeme mit Unterstützung der Hauptaktionärin erfolgt, ist in der Zusammenschlussvereinbarung angelegt und wurde zum Vollzug öffentlich mitgeteilt. Die Hauptaktionärin hat uns ergänzend mitgeteilt, dass die veranschlagten Aufwendungen für die Modernisierung der Bestandsführungssysteme unter der Annahme ermittelt wurden, dass die konzerneigene Informationstechnologie der Hauptaktionärin einen Teil der Leistungen erbringt.

603. Die Umsetzung des Integrationsprogramms erfordert erhebliche Investitionen in die Informationstechnologie sowie zusätzliche Integrationsaufwendungen. Der von der Hauptaktionärin angesetzte Investitionsbetrag entspricht in etwa dem Investitionsbedarf, den die Gesellschaft selbst für die Ablösung ihrer Bestandsführungssysteme ermittelt hat. In den erhaltenen Unterlagen beziffert die NBG AG den über TAN hinausgehenden Transformationsbedarf auf 255 Mio. €. Darin enthalten sind auch die Aufwendungen für die Einführung der IFRS-Rechnungslegung und für strategische IT-Investitionen. Diese Aufwendungen sind in der Planungsrechnung vom 4. Dezember 2025 nicht enthalten. Die Bewertungsgutachterin setzt insoweit einen negativen Sonderwert für den um die Aufwendungen für die Einführung der IFRS-Rechnungslegung bereinigten Investitionsbedarf von 240 Mio. € an (Abschnitt 6.13.2 des Bewertungsgutachtens). Der angesetzte Betrag stimmt nahezu mit dem von der Hauptaktionärin ermittelten Investitionsbedarf überein. Die

Bestandsführungssysteme der Gesellschaft müssen unabhängig vom Erwerb durch die Hauptaktionärin innerhalb der nächsten vier bis sieben Jahre abgelöst werden. Die Aufwendungen sichern die Fortführung des Geschäftsbetriebs und sind deshalb unabhängig von einer zusätzlichen Ergebnisverbesserung anzusetzen. Eine Investition in dieser Höhe und in diesem Zeitraum ist nach Auskunft der Gesellschaft nur mit Unterstützung der Hauptaktionärin möglich. Da der Verbund verwirklicht ist, sind die im Verbund geplanten Aufwendungen anzusetzen. Etwaige zusätzliche Ergebnisverbesserungen aus der Modernisierung haben wir in unsere eigenen Berechnungen unter ee) einbezogen. Die Hauptaktionärin hat diesen Betrag unter der Annahme ermittelt, dass eigene Kräfte des Konzerns einen Teil der Modernisierungsleistungen zu internen Sätzen erbringen, die unter den marktüblichen Sätzen externer Dienstleister liegen. Derselbe Leistungsumfang wäre auf eigenständiger Basis teurer. Diese Entlastung verdankt die Gesellschaft dem Verbund. Sie ist eine Verbundwirkung. Da der negative Sonderwert nahezu dem von der Hauptaktionärin ermittelten Betrag entspricht, ist sie im Bewertungsergebnis im Wesentlichen enthalten.

604. Nicht im Sonderwert enthalten sind die Aufwendungen für die Umstellung der Rechnungslegung. Sie werden in den uns überlassenen Unterlagen als Aufwand der Integration geführt. Eine Auskunft, dass sie auch ohne die Transaktion anfielen, hat die Hauptaktionärin nicht erteilt. Wir sehen sie deshalb als transaktionsbedingt an.

605. Aus dem wirtschaftlichen Verbund können sich ferner Vorteile im Vertrieb ergeben, etwa durch die Nutzung bestehender Vertriebswege oder die Verbreiterung des Produktangebots, sowie auf Ebene der Verwaltung durch die Zusammenführung von Konzernfunktionen und durch gemeinsame Beschaffung. Die Hauptaktionärin hat solche Potenziale untersucht. Die Vorteile aus gemeinsamer Beschaffung hat sie nach ihrer Entscheidungsunterlage in ihrer Bewertung angesetzt. Die Potenziale im Vertrieb und aus der Zusammenführung von Konzernfunktionen hat sie dagegen nicht angesetzt.

606. Wir haben hierzu nach Maßnahmen, Zeitplänen und Verantwortlichkeiten gefragt. Konkretisierungen dieser Art liegen nicht vor. Hinzu kommt die erklärte Ausrichtung der Gruppe, die eine zentrale Zusammenführung der Konzernfunktionen gerade nicht vorsieht. Nach IDW S 1 i.d.F. 2026 müssen die Maßnahme und die aus ihr erwarteten Zukunftserfolge plausibel sein. An dieser Plausibilität fehlt es bei nicht konkretisierten Potenzialen. Von einer fehlenden Konkretisierung gehen wir aus, wenn sich den uns vorliegenden Unterlagen weder der Inhalt der Maßnahme noch der Zeitraum ihrer Umsetzung noch die für sie verantwortliche Einheit entnehmen lässt. Bei den hier behandelten Potenzialen fehlen alle drei Merkmale. Das bedeutet nicht, dass der Erwartungswert des Erfolgsbeitrags null wäre. Es bedeutet, dass sich seine Höhe nach dem Stand unserer Prüfungshandlungen nicht mit der nach IDW S 1 i.d.F. 2026 erforderlichen Verlässlichkeit bestimmen lässt. Der Verzicht auf einen Ansatz ist daher nicht Ausdruck einer Ermessensentscheidung, sondern Folge der fehlenden Bewertbarkeit der

Höhe nach. Die Bewertung setzt diese Wirkungen damit mit null an. Sie bildet die aus dem Verbund zu erwartenden Zukunftserfolge insoweit nicht vollständig ab.

607. Zusammenfassend stellen wir fest, dass die positiven Verbundwirkungen in der Planungsrechnung nur teilweise abgebildet sind.

ee) Negative Synergien und Verbundrisiken

608. Neben den positiven Verbundwirkungen haben wir die nachfolgend dargestellten belastenden Wirkungen identifiziert und hinsichtlich ihrer möglichen Auswirkungen auf den Unternehmenswert beurteilt. Nicht aufgeführt sind hier die Investitionen in die Informationstechnologie. Die Bewertung erfasst sie über den negativen Sonderwert. Die Aufwendungen für die Umstellung der Rechnungslegung behandeln wir als transaktionsbedingt. Hierzu verweisen wir auf die Ausführungen unter dd).

609. Die Zusammenführung zweier Versicherungsgruppen mit unterschiedlicher Rechtsordnung, Aufsichtspraxis und Unternehmenskultur ist ein Vorhaben erheblicher organisatorischer Komplexität. Die Ablösung der Bestandsführungssysteme eines Lebensversicherers mit umfangreichem Altbestand zählt zu den aufwendigsten Vorhaben der Branche. Verzögerungen und Kostenüberschreitungen sind nach unserer Erfahrung aus vergleichbaren Vorhaben nicht selten. Hinzu treten Risiken der Personalbindung in einer mehrjährigen Umbauphase.

610. Die Einbindung in eine grenzüberschreitend tätige Gruppe erhöht den Aufwand für die Gruppenaufsicht, die Berichterstattung und die internen Kontrollsysteme. Die parallel laufende Umstellung der Rechnungslegung bindet zusätzliche Kapazitäten. Nach den uns erteilten Auskünften sind die hiermit verbundenen Aufwendungen in der Planungsrechnung der Gesellschaft nur teilweise abgebildet.

611. Ein Wechsel der Eigentümerstruktur kann sich auf die Wahrnehmung im Vertrieb und bei institutionellen Partnern auswirken. Belastbare Anhaltspunkte für nachteilige Auswirkungen auf das Neugeschäft liegen uns nicht vor.

612. Zusammenfassend stellen wir fest, dass die negativen Verbundwirkungen in der Planungsrechnung nicht oder nur teilweise abgebildet sind.

613. Ergänzend haben wir auf Grundlage der uns überlassenen Unterlagen eigene Berechnungen zu den Erfolgsbeiträgen vorgenommen, die sich aus den in der Planungsrechnung nicht abgebildeten Verbundwirkungen ergeben können. Dabei haben wir die positiven und die negativen Verbundwirkungen einbezogen und für die einzelnen Synergiefelder

Erwartungswerte unter Berücksichtigung unterschiedlicher Realisierungswahrscheinlichkeiten ermittelt. Auf die Angemessenheit der Barabfindung haben sie keine Auswirkungen.

ff) Verbundwirkungen im Angebotspreis

614. Nach Tz. 83 des IDW S 1 i.d.F. 2026 sind neben der Unternehmensplanung auch externe Faktoren wie Übernahmeprämien und Verhandlungslösungen zu berücksichtigen. Ein solcher Faktor liegt hier vor. Die Hauptaktionärin hat im Oktober 2025 ein freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot abgegeben (zu Preis und Prämie vgl. Abschnitt D. IV). Vor der Ankündigung hatte sie sich unwiderrufliche Andienungszusagen mehrerer Großaktionäre über rund 64,4 % des Grundkapitals gesichert.

615. Wir haben den Angebotspreis mit dem Unternehmenswert verglichen, den die Hauptaktionärin ihrer eigenen Erwerbsentscheidung zugrunde gelegt hat. Dieser Wert schließt die von ihr erwarteten Verbundwirkungen ein. Der Angebotspreis entspricht 98,5 vom Hundert dieses Werts und wurde mit sachkundigen, nicht dominierten Großaktionären verhandelt. Die von der Hauptaktionärin selbst erwarteten Verbundwirkungen haben damit bereits Eingang in den Angebotspreis gefunden. Die Feststellung der Bewertungsgutachterin, dass die von der Hauptaktionärin erwarteten Synergiepotenziale im öffentlichen Erwerbsangebot nahezu vollständig abgebildet sind, ist damit zutreffend.

gg) Zusammenfassendes Ergebnis

616. Wir haben die Behandlung der Synergien in der Bewertung geprüft und die uns zugängliche interne Dokumentation ausgewertet. Auf dieser Grundlage kommen wir zu dem nachfolgend dargestellten Ergebnis.

617. Der wirtschaftliche Verbund zwischen der Hauptaktionärin und der Gesellschaft ist am Bewertungsstichtag verwirklicht. Die aus ihm zu erwartenden Zukunftserfolge sind daher nach Tz. 81 des IDW S 1 i.d.F. 2026 vollständig in der Zukunftserfolgsplanung abzubilden, und zwar positive wie negative Wirkungen. Für den Ansatz kommt es dabei nicht darauf an, ob eine Verbundwirkung erst durch den Beteiligungserwerb der Hauptaktionärin möglich geworden ist.

618. Die Bewertungsgutachterin setzt die von der Hauptaktionärin erwarteten Synergiepotenziale in der Bewertung nicht an. Sie begründet dies in Abschnitt 6.1.8 ihres Gutachtens damit, dass die strategischen Initiativen nicht hinreichend konkretisiert, von den in der Planungsrechnung der Gesellschaft berücksichtigten Maßnahmen nicht hinreichend eindeutig abgrenzbar und durch den Vorstand der Gesellschaft weder validiert noch verabschiedet sind. Dem Befund der fehlenden Konkretisierung stimmen wir zu. Er lässt eine belastbare Bestimmung der Höhe der Verbundwirkungen nicht zu, steht ihrem Ansatz dem Grunde nach aber nicht entgegen.

619. Die der Bewertung zugrunde liegende Planungsrechnung bildet diese Erfolge nach dem uns vorliegenden Stand nicht vollständig ab. Auf der entlastenden Seite sind die Ergebnisverbesserungen von TAN enthalten. Außerdem sind einzelne Maßnahmen enthalten, die den von der Hauptaktionärin benannten strategischen Initiativen inhaltlich nahekommen. Nicht abgebildet sind diejenigen strategischen Initiativen, die über die Planung der NBG AG vom 4. Dezember 2025 hinausgehen und zum Zeitpunkt ihrer Verabschiedung nicht mit Maßnahmen, Zeitplänen und Verantwortlichkeiten unterlegt waren. Die strategischen Investitionen in die Informationstechnologie erfasst die Bewertung über den negativen Sonderwert. Auf der belastenden Seite fehlen ganz oder teilweise die Aufwendungen für die Umstellung der Rechnungslegung, die Aufwendungen der Integration sowie die Aufwendungen für die Gruppenaufsicht, die erweiterte Berichterstattung und die Anpassung der internen Kontrollsysteme.

620. Wir haben die Synergiepotenziale deshalb auf Grundlage der uns vorliegenden Informationen eigenständig analysiert und für die aus dem Verbund zu erwartenden Erfolgsbeiträge Erwartungswerte unter Berücksichtigung unterschiedlicher Realisierungswahrscheinlichkeiten berechnet (vgl. ee)). Im Ergebnis haben auch diese Erfolgsbeiträge keine Auswirkung auf die Angemessenheit der Barabfindung.

621. Auch unter Berücksichtigung der in der Planungsrechnung nicht abgebildeten Verbundwirkungen ist die Barabfindung insoweit angemessen.

2. Kapitalisierungszinssatz

a) Vorbemerkung

622. Im Ertragswertfahren werden die künftigen finanziellen Überschüsse durch Diskontierung auf den Bewertungsstichtag ermittelt. Der Kapitalisierungszinssatz reflektiert dabei die Rendite einer Alternativinvestition, deren Zahlungsstrom im Hinblick auf die zeitliche Struktur, das Risiko und die Besteuerung als vergleichbar mit dem Zahlungsstrom einzuschätzen ist, den die Anteile des zu bewertenden Unternehmens vermitteln.

623. Ausgangsgröße für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ist die Rendite einer risikofreien Kapitalmarktanlage (Basiszinssatz). Dieser Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, der die mit einer Investition in Anteile des zu bewertenden Unternehmens gegenüber einer Investition in ein risikofreies Zinspapier größere Unsicherheit über die Höhe der finanziellen Überschüsse abdecken soll.

624. 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.

625. Zusätzlich ist die Möglichkeit des Wachstums der finanziellen Überschüsse nach dem Ende des Planungszeitraumes zu beurteilen und bewertungstechnisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen.

b) Basiszinssatz

626. Die Ableitung des Basiszinssatzes beruht auf der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen. Hierbei bildet die Zinsstrukturkurve am Rentenmarkt den Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Laufzeiten ab, wie er für Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko gelten würde. Die Verwendung aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteter fristadäquater Zerobondrenditen gewährleistet die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz.

627. Zur Ableitung der maßgeblichen Zinsstrukturkurve werden aus Objektivierungsgründen die von der Deutschen Bundesbank verwendete Svensson-Methode sowie veröffentlichte Zinsstrukturdaten auf Basis der Kurse börsennotierter Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit von bis zu rd. 30 Jahren herangezogen. Bei den veröffentlichten Zinsstrukturdaten handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von

Kuponanleihen, d.h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, ermittelt werden.

628. Die Bewertungsgutachterin hat die Parameter der Deutschen Bundesbank zugrunde gelegt und auf dieser Grundlage einen einheitlichen Basiszinssatz ermittelt und diesen in Übereinstimmung mit der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) empfohlenen Vorgehensweise gerundet. Der auf diese Weise ermittelte und in den Bewertungen zugrunde gelegte einheitliche Basiszinssatz beläuft sich nach den Ausführungen der Bewertungsgutachterin auf gerundet 3,75 % vor persönlichen Ertragsteuern. Der Basiszinssatz wurde sodann unter Berücksichtigung einer typisierten persönlichen Ertragsteuerbelastung (25,0 % Abgeltungsteuer zzgl. 5,5 % SolZ) von 26,38 % in eine Nachsteuergröße von 2,76 % umgerechnet.

629. Wir haben die Ableitung des Basiszinssatzes durch die Bewertungsgutachterin anhand eigener Berechnungen nachvollzogen und halten den von der Bewertungsgutachterin verwendeten risikolosen Basiszinssatz von **3,75 % vor persönlichen Ertragsteuern** bzw. **2,76 % nach persönlichen Ertragsteuern** unter Berücksichtigung der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) empfohlenen Vorgehensweise für sachgerecht und angemessen.

c) Risikozuschlag

aa) Marktrisikoprämie

630. Die beiden Handlungsalternativen „Investition in das Unternehmen“ und „Investition in die Alternativanlage“ müssen hinsichtlich ihrer Risiken vergleichbar sein. Bei der Risikobeurteilung ist grundsätzlich die Risikoneigung des Investors zu beachten. Allerdings kann bei einer objektivierten Unternehmensbewertung die subjektive Risikoneigung eines bestimmten Investors nicht berücksichtigt werden. Daher wird die subjektive Risikoneigung üblicherweise durch das allgemeine Verhalten des Marktes ersetzt. Da Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen sehen (Anlegerrisiko), ist ein Zuschlag zum Basiszins notwendig.

631. Zur Ermittlung des Risikozuschlages kann auf Modelle zur Preisbildung an Kapitalmärkten zurückgegriffen werden. Das in Theorie und Praxis gebräuchlichste Modell ist das Capital-Asset-Pricing-Model (**CAPM**).

632. Zur Ermittlung der Risikoprämie wird zwischen dem unsystematischen Risiko, das nur das einzelne Unternehmen betrifft und daher grundsätzlich diversifizierbar ist, und dem systematischen Risiko unterschieden. Eine Risikoprämie wird nur für das systematische, nicht durch Diversifikation zu beseitigende Risiko bezahlt. Gemessen wird das systematische Risiko

über den sog. Betafaktor. Der Betafaktor ist ein Maß für das Unternehmensrisiko im Verhältnis zum Marktrisiko. Die Risikoprämie erhält man durch Multiplikation des **Betafaktors** des Unternehmens mit der **Marktrisikoprämie**. Ein Betafaktor größer 1 bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert; ein Betafaktor kleiner 1 bedeutet, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.

633. Ein Schätzwert für die erwartete **Marktrisikoprämie** lässt sich aus der historischen Differenz zwischen der Rendite risikobehafteter Wertpapiere, die bspw. aus einem Aktienindex errechnet werden kann, und der Rendite (quasi-)risikofreier Kapitalmarktanlagen bestimmen. Empirische Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit in Abhängigkeit von dem zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum, der statistischen Methode zur Mittelwertbildung sowie des für die Untersuchung herangezogenen Indexes (DAX, CDAX etc.) deutlich höhere Renditen erzielten als Anlagen in (quasi-)risikofreien Kapitalmarktanlagen.

634. Aufgrund von Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie unter Berücksichtigung der auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämien ist der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW im September 2012 zu der Einschätzung gekommen, dass es sachgerecht ist, für die Marktrisikoprämie eine Bandbreite von 5,5 % bis 7,0 % vor persönlichen Ertragsteuern bzw. von 5,0 % bis 6,0 % nach persönlichen Ertragsteuern als Orientierung zugrunde zu legen.

635. Der FAUB hat in seiner Sitzung am 22. Oktober 2019 beschlossen, seine Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Ertragsteuern auf 6,0 % bis 8,0 % und für die Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern auf 5,0 % bis 6,5 % anzuheben.

636. Im fachlichen Hinweis „Auswirkungen von Russlands Krieg gegen die Ukraine auf Unternehmensbewertungen“ vom 20. März 2022 behandelt der FAUB die Auswirkungen des Ukraine-Kriegs auf Unternehmensbewertungen. Demnach orientiert sich der Kapitalisierungszinssatz auch in der Situation des Ukraine-Krieges an langfristigen Analysen von durchschnittlichen Marktrenditen, die nach Ansicht des FAUB in einer Größenordnung zwischen 7,0 % und 9,0 % (nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern) liegen. Der FAUB sah die Marktrisikoprämie unverändert innerhalb einer Bandbreite zwischen 6,0 % und 8,0 % (nach Unternehmenssteuern und vor persönlichen Steuern).

637. In seiner Sitzung vom 16. September 2025 hat der FAUB beschlossen, seine Empfehlung für die Marktrisikoprämie auf 5,25 % bis 6,75 % (vor persönlichen Steuern) bzw. 4,50 % bis 5,75 % (nach persönlichen Steuern) anzupassen. Der FAUB begründet seine Entscheidung

mit dem vorherrschenden Zinsumfeld. Demnach ist seit dem Jahr 2022 ein deutlicher Anstieg des barwertäquivalenten Basiszinssatzes zu beobachten. Im Jahr 2025 hat sich das Zinsniveau weiter erhöht. Zudem haben sich die impliziten Renditeerwartungen am Aktienmarkt deutlich verringert, was c.p. eine Reduktion der Marktrisikoprämie nahelegt. Eine unveränderte Anwendung der bisherigen Empfehlung für die Marktrisikoprämie von 6,0 % bis 8,0 % (vor persönlichen Steuern) würde im vorherrschenden Zinsumfeld bedeuten, dass rechnerisch von einer Gesamtrendite oberhalb der vom FAUB erwarteten Bandbreite ausgegangen wird. Des Weiteren habe sich das Zinsniveau tendenziell wieder an historische Zinsniveaus angenähert, was auch eine Annäherung an historische durchschnittliche Marktrisikoprämien nahelegt. In seiner 175. Sitzung vom 11. Februar 2026 hat der FAUB bestätigt, dass in der Gesamtschau kein Handlungsbedarf besteht, die Empfehlungen vom 16. September 2025 anzupassen.

638. Die Bewertungsgutachterin legt eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern i.H.v. 5,125 % fest. Damit entspricht die angesetzte Marktrisikoprämie dem Mittelwert der aktuellen Bandbreitenempfehlung des FAUB.

639. Wir halten die von der Bewertungsgutachterin angesetzte **Marktrisikoprämie** nach persönlichen Ertragsteuern i.H.v. **5,125 %** in der Gesamtbetrachtung derzeit für angemessen, da diese unseres Erachtens innerhalb einer plausiblen Bandbreite liegt. Die Vorgehensweise, den Mittelwert der Bandbreitenempfehlung des FAUB anzusetzen (5,125 % nach persönlichen Steuern), ist in der Bewertungspraxis im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen verbreitet.

bb) Betafaktor

640. Die für ein Marktportfolio geschätzte Risikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens anzupassen. Dieses unternehmensspezifische Risiko wird nach dem CAPM bzw. dem Tax-CAPM im sog. Betafaktor ausgedrückt. Die Höhe des Betafaktors spiegelt das Ausmaß des systematischen, nicht durch Kapitalmarkttransaktionen diversifizierbaren Risikos einer Aktie wider. Je höher der Betafaktor ist, desto höher ist die von den Kapitalmarktteilnehmern geforderte Risikoprämie der Anleger. Er berechnet sich aus dem Zusammenhang zwischen der Renditeschwankung der konkreten Aktie und der Marktrenditeschwankung. Ein Betafaktor größer eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Betafaktor kleiner eins, dass der Wert sich im Durchschnitt unterproportional ändert.

641. Die Ermittlung des Betafaktors erfolgt für börsennotierte Unternehmen mittels Regressionsanalysen aus Kapitalmarktdaten. Ist das zu bewertende Unternehmen hingegen

nicht börsennotiert bzw. die Kapitalmarktdaten nicht aussagekräftig, kann der Betafaktor indirekt aus einer Gruppe von vergleichbaren, börsennotierten Unternehmen (sog. Peer Group) abgeleitet werden.

642. Aufgrund des angewendeten SOTP-Ansatzes und der unterschiedlichen Geschäftsmodelle der wesentlichen Gesellschaften des NBG-Konzerns hat die Bewertungsgutachterin ValueTrust, jeweils gesonderte Peer Groups für die Bereiche Lebens- und Krankenversicherung, Schaden- und Unfallversicherung sowie Finanzdienstleistungen herangezogen. Auf der Basis der Peer Group-Analysen wurden Betafaktoren von 0,85 (Lebens-/Krankenversicherung), 0,90 (Schaden-/Unfallversicherung), 1,10 (Finanzdienstleistungen, FFPB) sowie 1,20 (Finanzdienstleistung, NAM) zugrunde gelegt. Darüber hinaus wurde ein Betafaktor für die NBG AG sowie sonstiger Konzerngesellschaften von 0,85 zugrunde gelegt, der entsprechend der Höhe des Bereichs Leben-/Krankenversicherung festgelegt wurde. Hierzu haben wir die folgenden Feststellungen getroffen:

Originärer Betafaktor der NBG AG

643. Die vinkulierten Aktien der NBG AG sind unter der ISIN DE0008435967 zum Handel im Freiverkehr (Segment Scale) der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen und werden am elektronischen Handelsplatz XETRA gehandelt. Des Weiteren ist die Aktie im Freiverkehr der Börsen in Düsseldorf, Hamburg, München, Stuttgart sowie der Tradegate BSX, Quotrix, Gettex, CBOE DXE und Lang & Schwarz Exchange einbezogen. Die nichtvinkulierten Aktien der Gesellschaft (ISIN DE000A30U911) können weder im regulierten Markt noch im Freiverkehr gehandelt werden.

644. Die Entwicklung des Börsenkurses der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG-Aktie wurde ab dem 14. Mai 2025 zunehmend durch die Erwartung einer möglichen Übernahme beeinflusst. Auslöser hierfür war zunächst die Ankündigung einer Prüfung strategischer Optionen. Im weiteren Verlauf verstärkte sich der Transaktionseinfluss insbesondere durch die Bestätigung der Gespräche mit der VIG. Mit der Kaufpreisindikation vom 13. Oktober 2025 i.H.v. 115,00 € je Aktie und dem späteren Angebotspreis von 120,00 € je Aktie trat die fundamentale Geschäftsentwicklung als kursbestimmender Faktor weitgehend in den Hintergrund. Der Börsenkurs bewegte sich in der Folge in einer vergleichsweise engen Bandbreite nahe dem Angebotspreis (vgl. hierzu Abschnitte D.IV.2, D.IV.5.g).

645. Vor diesem Hintergrund ist die Ermittlung eines aussagekräftigen originären Betafaktors der NBG AG auf Basis eines bis zum Bewertungsstichtag (12. November 2026) bzw. bis zum Ende des Referenzzeitraums (21. Juni 2026) reichenden Beobachtungszeitraums nicht sachgerecht. Bereits ab dem 14. Mai 2025 wurde die Kursentwicklung zunehmend durch

Übernahmeerwartungen überlagert. Spätestens ab der Kaufpreisindikation vom 13. Oktober 2025 war sie maßgeblich durch die Transaktion geprägt. Denkbar ist daher allenfalls, einen originären Betafaktor vor dem 14. Mai 2025 (Pressemitteilungen zu Übernahmeerwartungen) bzw. vor dem 13. Oktober 2025 (Veröffentlichung der VIG-Kaufpreisindikation) zu ermitteln.

646. Von der Bewertungsgutachterin wurden ebenfalls entsprechende Überlegungen angestellt. So eignet sich der Börsenkursverlauf der NBG-Aktie nach Einschätzung der Bewertungsgutachterin nicht für die Ableitung eines belastbaren originären Betafaktors zum Bewertungsstichtag. Seit der Ad-hoc-Mitteilung vom 14. Mai 2025 über die ergebnisoffene Prüfung strategischer Optionen sei die Kursentwicklung maßgeblich durch die beabsichtigte Transaktion und die damit verbundenen Erwartungen hinsichtlich eines Erwerbsangebots und einer möglichen Abfindung beeinflusst worden. Diese Überlagerung setzte sich insbesondere mit der Aufnahme der Due-Diligence-Prüfung durch die VIG, der Mitteilung eines unverbindlichen Angebotspreises, dem Abschluss der Zusammenschlussvereinbarung, dem Vollzug des Erwerbsangebots sowie dem Verlangen nach Durchführung eines aktienrechtlichen Squeeze Outs fort. Der Börsenkurs bildete daher nach Einschätzung der Bewertungsgutachterin im bewertungsrelevanten Zeitraum nicht mehr ausschließlich die operative Risikoerwartung des Kapitalmarkts hinsichtlich der NBG AG ab.

647. Ergänzend hat die Bewertungsgutachterin historische originäre Betafaktoren auf Grundlage der Kursentwicklung vor Bekanntgabe der Prüfung strategischer Optionen analysiert. Die Regressionsanalysen wurden über einen Zeitraum von zwei Jahren auf Basis wöchentlicher Renditen sowie über einen Zeitraum von fünf Jahren auf Basis monatlicher Renditen durchgeführt. Auch diese Analyse führte nach Einschätzung der Bewertungsgutachterin zu keinen belastbaren Ergebnissen. Vor dem Hintergrund der eingeschränkten Liquidität der Aktie, der Konzentration des Aktienbesitzes und der fehlenden statistischen Belastbarkeit stufte die Bewertungsgutachterin die originären Betafaktoren der NBG AG weder als statistisch robust noch als ökonomisch aussagekräftig ein.

648. Aufgrund der fehlenden Aussagekraft des originären Betafaktors hat die Bewertungsgutachterin für die Ableitung des bewertungsrelevanten Betafaktors auf Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen zurückgegriffen. Die Peer Group wurde mittels einer Scoring-Analyse zusammengestellt, um Unternehmen mit einem möglichst vergleichbaren operativen Risikoprofil zu identifizieren. Da die NBG AG in unterschiedlichen Geschäftsfeldern tätig ist, erfolgte die Ableitung der Betafaktoren differenziert für die Bereiche Leben und Kranken, Schaden und Unfall sowie Finanzdienstleistungen.

649. Im Rahmen eigener Analysen zur Beurteilung der Eignung des unternehmenseigenen Betafaktors als belastbarer Schätzer des Unternehmensrisikos der NBG AG haben wir

zunächst die Liquidität im Handel mit Aktien der NBG AG für den zweijährigen, dreijährigen sowie fünfjährigen Zeitraum untersucht. 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 Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen, also reagibel sind auf neue, kursrelevante Informationen.[209] Reagibilität wird in diesem Zusammenhang bei Vorhandensein ausreichender Liquidität vermutet. Die Verwendung ausschließlich nicht verzerrter Marktdaten und damit liquider Aktien kommt der Modellwelt des CAPM, welches auf der Annahme eines vollkommenen und informationseffizienten Kapitalmarktes beruht, sehr nahe.

650. Wir haben die relativen Bid-Ask-Spreads für unterschiedliche Zeiträume analysiert. Nachfolgend werden die relativen BAS an der liquidesten Handelsplattform XETRA, zum 13. Mai 2025 (Tag vor Bekanntwerden erster Übernahmegerüchte), zum 12. Oktober 2025 (Tag vor Veröffentlichung der unverbindliche Kaufpreisindikation der VIG) sowie zum 21. Juni 2026 (Tag vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme) dargestellt. Wir weisen darauf hin, dass wir im Rahmen der Börsenkursanalyse (vgl. Abschnitt D.IV.5) festgestellt haben, dass die Börsenkursentwicklung spätestens seit dem 13. Oktober 2025 durch die Veröffentlichung der unverbindlichen Kaufpreisindikation der VIG beeinflusst ist. Daher beinhalten die zum 21. Juni 2026 ermittelten Betafaktoren teilweise einen durch die Veröffentlichung der unverbindlichen Kaufpreisindikation der VIG bzw. des nachfolgenden freiwilligen öffentlichen Erwerbsangebots beeinflussten Zeitraum und sind insoweit nicht aussagefähig.

651. Der relative BAS der Aktie der NBG liegt im Median zwischen 1,82 % und 1,94 % zum 13. Mai 2025 für einen Betrachtungszeitraum von 2, 3 und 5 Jahren. Zum 12. Oktober 2025 liegt der relative BAS im Median zwischen 1,80 % und 1,86 % sowie zum 21. Juni 2026 zwischen 1,66 % und 1,77 %. Insofern liegt in sämtlichen betrachteten Zeiträumen eine vergleichsweise niedrige Liquidität im Aktienhandel der NBG AG vor. Der unternehmenseigene Betafaktor der NBG AG stellt sich zu den betrachteten Stichtagen wie folgt dar.

[209] Vgl. Schulte/Franken, Beurteilung der Eignung von Betafaktoren mittels R^2 und T-Test: Ein Irrweg?, in: Die Wirtschaftsprüfung, Heft 22, 2010, S. 1115.

NÜRNBERGER Beteiligungs-AG Beta (verschuldet) zum Stichtag:	2JW	3JW	5JM
13. Mai 2025 (XETRA-Notierung)	0,4	0,2	0,1*
12. Oktober 2025 (XETRA-Notierung)	0,5	0,3	0,2*
21. Juni 2026 (XETRA-Notierung)	0,1**	0,1**	0,1**

* *statistisch nicht signifikant von Null verschieden gemäß t-Test; geringer R^2-Wert < 0,05*

** *statistisch nicht signifikant von Null verschieden gemäß t-Test; sehr geringer R^2-Wert < 0,002*

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 16: Ergebnisse der Analyse zum unternehmenseigenen Betafaktor der NBG AG

652. Anhand der betrachteten Analysezeiträume ergeben sich für die NBG AG Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,1 bis 0,5. Wir weisen darauf hin, dass die zum 21. Juni 2026 ermittelten Betafaktoren teilweise einen Zeitraum umfassen, der ab dem 14. Mai 2025 durch die Erwartungen hinsichtlich eines Erwerbsangebots und einer möglichen Abfindung sowie ab dem 13. Oktober 2025 durch die unverbindlichen Kaufpreisindikation der VIG bzw. des nachfolgenden freiwilligen öffentlichen Erwerbsangebots beeinflussten ist. Vor diesem Hintergrund sind die zum 21. Juni 2026 ermittelten Betafaktoren nur sehr eingeschränkt aussagefähig. Dies geht einher mit der fehlenden statistischen Signifikanz (t-Test) und dem vergleichsweise niedrigen R^2-Wert für die Betafaktoren zum 21. Juni 2026.

653. Sofern man die Analyse des unternehmenseigenen Betafaktors auf den Stichtag 13. Mai 2025, also einen Stichtag vor Bekanntwerden erster Übernahmegerüchte beschränkt, so liegt der Betafaktor in einer Bandbreite von 0,1 bis 0,4. Dabei ist der fünfjährige Betafaktor zu diesem Stichtag nicht statistisch signifikant von Null verschieden (R^2-Wert von 0,046) und somit nur sehr eingeschränkt aussagefähig. Die zwei- und dreijährigen Betafaktoren weisen hingegen zwar eine statistische Signifikanz auf, der Erklärungsgehalt der Regression ist mit R^2-Wert von 0,090 (2 Jahre) und 0,047 (3 Jahre) dennoch vergleichsweise gering und die Betafaktoren zumindest kritisch zu hinterfragen.

654. Wir weisen zudem darauf hin, dass die dargestellten Betafaktoren vor dem Hintergrund der vergleichsweise geringen Liquidität im Aktienhandel in sämtlichen betrachteten Zeiträumen grundsätzlich nur eingeschränkt belastbar sind.

655. Auf Basis unserer Analysen kommen wir zu dem Ergebnis, dass der unternehmenseigene Betafaktor der NBG AG zum 21. Juni 2026 nicht aussagefähig ist. Auch der auf den Stichtag 12. Oktober 2025 ermittelte unternehmenseigenen Betafaktor der NBG AG ist bedingt durch die seit dem 14. Mai 2025 bestehenden Erwartungen hinsichtlich eines Erwerbsangebots und einer möglichen Abfindung nur eingeschränkt aussagefähig. Betafaktoren zum 13. Mai 2025 sind hingegen nicht durch solche, mit der Übernahme zusammenhängende Sachverhalte

beeinflusst, aber aufgrund der vergleichsweise geringen statistischen Güte und der geringen Liquidität im Aktienhandel der NBG-Aktie ebenfalls nur eingeschränkt aussagefähig. Zudem liegt ein nicht unwesentlicher zeitlicher Abstand zwischen dem Ermittlungsstichtag für den originären Betafaktor und dem Zeitpunkt der Abgabe unseres Prüfungsberichts (29. September 2026) bzw. dem Bewertungsstichtag (12. November 2026).

656. Vor diesem Hintergrund haben wir auf eine Berücksichtigung der originären Betafaktors verzichtet und erachten es im Ergebnis für sachgerecht, zur Ableitung der Kapitalkosten maßgeblich eine Peer Group heranzuziehen.

Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group

657. Im Rahmen des SOTP-Ansatzes hat die Bewertungsgutachterin für jedes Segment einen spartenspezifischen Betafaktor herangezogen. Zur Ermittlung von spartenspezifischen Betafaktoren hat ValueTrust jeweils auf eine Peer Group zurückgegriffen. Dabei wurden insgesamt drei Peer Groups für die Sparten (i) Leben/Kranken, (ii) Schaden/Unfall, (iii) Finanzdienstleistungen festgelegt.

658. Der Auswahl der Peer Group-Unternehmen lag die Analyse der operativen Geschäftstätigkeit auf Spartenebene zugrunde. Der Ableitung des Peer Group-Betafaktors auf Spartenebene lag eine Bandbreite der ermittelten Betafaktoren zugrunde, die durch Mittelwert/Median aufgespannt wird. Teilweise wurden einzelne Peer Group-Betafaktoren für einzelne Zeiträume bzw. Renditeintervalle aufgrund der als nicht ausreichend eingestuften statistischen Güte nicht mit einbezogen.

659. Zur Ermittlung des Betafaktors hat die Bewertungsgutachterin am Kapitalmarkt beobachtbare Betafaktoren („raw betas“) der Peer Group-Unternehmen für einen Zweijahreszeitraum auf Basis wöchentlicher Renditen sowie für einen Fünfjahreszeitraum auf Basis monatlicher Renditen analysiert. Als Referenzindex wurde dabei auf einen breiten Marktindex des jeweiligen Herkunftslandes der einzelnen Peer Group-Unternehmen sowie den STOXX Europe 600 abgestellt. Auf eine Überleitung der verschuldeten Betafaktoren in unverschuldete Betafaktoren („unlevern“) wurde verzichtet. Bei Versicherungsgesellschaften sowie Asset Management-Unternehmen und Banken wird auf die Anpassung des Betafaktors an die Finanzierungsstruktur regelmäßig verzichtet, da einerseits der operative Bereich und der Finanzierungsbereich untrennbar miteinander verbunden sind und sich andererseits die Eigenkapitalausstattungen von Versicherungen, Asset Management-Unternehmen und Banken aufgrund regulatorischer Mindestanforderungen in vergleichbaren Bandbreiten bewegen und bei vergleichbarer Risikostruktur weitgehend ähnlich sind.

660. Wir erachten die grundlegenden methodischen Annahmen der Bewertungsgutachterin zur Ermittlung des Peer Group Betafaktors für sachgerecht.

661. Zur Prüfung der Angemessenheit des von der Bewertungsgutachterin ermittelten spartenspezifischen Betafaktoren haben wir ergänzend und unabhängig vom Vorgehen der Bewertungsgutachterin eigene Analysen zur Ableitung des Betafaktors durchgeführt, auf die wir im Folgenden detailliert eingehen.

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

662. Die Bewertungsgutachterin leitet für den Bereich Leben/Kranken zum 18. September 2026 auf Basis des STOXX Europe 600 für den Zweijahreszeitraum einen Betafaktor im Mittelwert/Median von 0,84/0,80 ab. Für den Fünfjahreszeitraum liegt der Betafaktor im Mittelwert/Median bei 0,84/0,82. Des Weiteren analysierte die Bewertungsgutachterin die Betafaktoren zum 18. September 2026 auf Basis der jeweiligen breiten lokalen Marktindizes. Hierbei ergibt sich für den Zweijahreszeitraum ein Betafaktor im Mittelwert/Median von 0,81/0,85 und für den Fünfjahreszeitraum von 0,81/0,83. Unter Berücksichtigung der Analyseergebnisse hält die Bewertungsgutachterin einen Betafaktor von 0,85 als Schätzer für das operative Risiko des Bereichs Leben/Kranken für angemessen.

663. Zur Prüfung der Angemessenheit des von der Bewertungsgutachterin ermittelten Betafaktors i.H.v. 0,85 haben wir ergänzend und unabhängig vom Vorgehen der Bewertungsgutachterin eigene Analysen zur Ableitung des Betafaktors durchgeführt.

664. Zu diesem Zweck haben wir eine eigene Peer Group-Analyse durchgeführt sowie die entsprechenden Betafaktoren ermittelt. Den Prozess zur Auswahl der Vergleichsunternehmen im Bereich Leben/Kranken haben wir im Abschnitt D.II.4.e) (vgl. Tz. 292) dargestellt. Dabei haben wir insgesamt elf Vergleichsunternehmen identifiziert.

665. Im nächsten Schritt wurde die Liquidität des Aktienhandels der als hinreichend vergleichbar erachteten elf Unternehmen geprüft. Dabei haben wir, analog zur Prüfung der Aktienliquidität der NBG AG (vgl. Abschnitt D.V.2.c), Tz. 454 ff.), insb. den Bid-Ask-Spread, den Handelsumsatz und die Handelsquote sowie den Anteil der sich im Streubesitz befindlichen Aktien analysiert. Die elf Unternehmen wurden abschließend auf das Vorliegen von wesentlichen Kapitalereignissen, wie bspw. einem IPO oder der Veräußerung wesentlicher Geschäftsteile, innerhalb der letzten fünf Jahre untersucht. Auf Basis dieser Analysen wurde ein Unternehmen ausgeschlossen, so dass die finale Peer Group für den Bereich Leben/Kranken insgesamt noch zehn Unternehmen umfasst. Bei dem ausgeschlossenen

Unternehmen handelt es sich um die Mandatum Oyj, die wir aufgrund der unzureichenden Aktienkurshistorie nicht bei der Ermittlung von Betafaktoren berücksichtigt haben.

666. Bei den von uns identifizierten Vergleichsunternehmen handelt es sich teilweise um Unternehmen, die die Bewertungsgutachterin ebenfalls als vergleichbar identifiziert hat. Die vergleichende Übersicht der Peer Group-Unternehmen stellt sich dabei wie folgt dar.

#	IVA-Peer Group	ValueTrust-Peer Group	Kommentierung
1	Allianz SE	-	-
2	ASR Nederland N.V.	ASR Nederland N.V.	-
3	Assicurazioni Generali S.p.A.	Assicurazioni Generali S.p.A.	-
4	Aviva plc	Aviva plc	-
5	Legal & General Group Plc	-	-
6	M&G plc	-	-
7	NN Group N.V.	NN Group N.V.	-
8	Standard Life plc	-	-
9	Storebrand ASA	Storebrand ASA	-
10	Swiss Life Holding AG	Swiss Life Holding AG	-
11	-	AXA SA	Wurde aufgrund des überwiegenden Beitragsanteils dem Bereich Schaden/Unfall zugeordnet

Quelle: IVA-Analysen; Bewertungsgutachterin

Tabelle 17: Vergleich der Peer Group-Unternehmen für den Bereich Leben/Kranken

667. In Bezug auf sechs Unternehmen überschneiden sich die beiden Peer Groups. Zusätzlich zu ValueTrust haben wir die Unternehmen Allianz SE, die Legal & General Group plc, die M&G plc sowie die Standard Life plc berücksichtigt. Alle vier Unternehmen werden gemäß der Beitragsverteilung vom Leben- und Krankenversicherungsbereich dominiert und weisen darüber hinaus eine gute Vergleichbarkeit im Hinblick auf die Produkt- und Risikostruktur, die Vertriebsgestaltung und Kundenorientierung sowie die geografische Ausrichtung auf. ValueTrust hat mit der AXA SA ein Vergleichsunternehmen in ihre Peer Group aufgenommen, das wir nicht für den Bereich Leben/Kranken berücksichtigt haben. Das Unternehmen wurden von uns im Analyseprozess aufgrund der Beitragsverteilung dem Bereich Schaden/Unfall zugeordnet.

668. Die Betafaktoren haben wir über einen Zeitraum von zwei und drei Jahren auf der Basis wöchentlicher Renditen sowie über einen fünfjährigen Zeitraum auf Basis monatlicher Renditen ermittelt. Als Index wurde jeweils ein marktbreiter lokaler Index herangezogen.

669. Die folgende Tabelle zeigt unsere Analyseergebnisse für den zweijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 24. September 2026.

Unternehmen	Sitz-land	Index	Inter-vall	Daten-punkte	Beta	R^2	t-Wert	2*Alpha	Krit. T-Wert	Stat. Signifi-kanz
Allianz SE	DEU	CDAX	w	104	0,8	43,2%	8,81	5%	1,98	Ja
ASR Nederland NV	NLD	RAEX	w	104	0,6	21,4%	5,27	5%	1,98	Ja
Assicurazioni Generali S.p.A.	ITA	TITLMSE	w	104	0,9	54,4%	11,03	5%	1,98	Ja
Aviva PLC	GBR	ASXTR	w	104	1,2	43,8%	8,92	5%	1,98	Ja
Legal & General Group PLC	GBR	ASXTR	w	104	1,2	42,3%	8,65	5%	1,98	Ja
M&G PLC	GBR	ASXTR	w	104	1,1	45,6%	9,24	5%	1,98	Ja
NN Group NV	NLD	RAEX	w	104	0,6	19,8%	5,01	5%	1,98	Ja
Standard Life PLC	GBR	ASXTR	w	104	1,2	39,3%	8,13	5%	1,98	Ja
Storebrand ASA	NOR	OSEBX	w	104	0,6	19,9%	5,03	5%	1,98	Ja
Swiss Life Holding AG	CHE	SPI	w	104	0,6	28,1%	6,31	5%	1,98	Ja
Min					0,6					
Mittelwert					**0,9**					
Median					**0,9**					
Max					1,2					

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 18: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich Leben/Kranken über einen Zweijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

670. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den dreijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 24. September 2026.

Unternehmen	Sitz-land	Index	Inter-vall	Daten-punkte	Beta	R^2	t-Wert	2*Alpha	Krit. T-Wert	Stat. Signifi-kanz
Allianz SE	DEU	CDAX	w	156	0,8	42,7%	10,71	5%	1,98	Ja
ASR Nederland NV	NLD	RAEX	w	156	0,6	14,3%	5,08	5%	1,98	Ja
Assicurazioni Generali S.p.A.	ITA	TITLMSE	w	156	0,9	53,6%	13,33	5%	1,98	Ja
Aviva PLC	GBR	ASXTR	w	156	1,1	38,8%	9,88	5%	1,98	Ja
Legal & General Group PLC	GBR	ASXTR	w	156	1,2	38,5%	9,83	5%	1,98	Ja
M&G PLC	GBR	ASXTR	w	156	1,1	41,8%	10,53	5%	1,98	Ja
NN Group NV	NLD	RAEX	w	156	0,5	11,8%	4,54	5%	1,98	Ja
Standard Life PLC	GBR	ASXTR	w	156	1,2	36,4%	9,38	5%	1,98	Ja
Storebrand ASA	NOR	OSEBX	w	156	0,6	16,2%	5,46	5%	1,98	Ja
Swiss Life Holding AG	CHE	SPI	w	156	0,7	27,6%	7,66	5%	1,98	Ja
Min					0,5					
Mittelwert					**0,9**					
Median					**0,8**					
Max					1,2					

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 19: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich Leben/Kranken über einen Dreijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

671. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den fünfjährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis monatlicher Renditen zum 24. September 2026.

Unternehmen	Sitz-land	Index	Inter-vall	Daten-punkte	Beta	R^2	t-Wert	2*Alpha	Krit. T-Wert	Stat. Signifi-kanz
Allianz SE	DEU	CDAX	m	60	0,7	33,2%	5,37	5%	2,00	Ja
ASR Nederland NV	NLD	RAEX	m	60	0,5	12,9%	2,94	5%	2,00	Ja
Assicurazioni Generali S.p.A.	ITA	TITLMSE	m	60	0,7	34,3%	5,51	5%	2,00	Ja
Aviva PLC	GBR	ASXTR	m	60	1,2	44,5%	6,82	5%	2,00	Ja
Legal & General Group PLC	GBR	ASXTR	m	60	1,2	49,1%	7,48	5%	2,00	Ja
M&G PLC	GBR	ASXTR	m	60	1,5	51,1%	7,79	5%	2,00	Ja
NN Group NV	NLD	RAEX	m	60	0,6	18,0%	3,57	5%	2,00	Ja
Standard Life PLC	GBR	ASXTR	m	60	1,4	40,9%	6,33	5%	2,00	Ja
Storebrand ASA	NOR	OSEBX	m	60	0,8	30,3%	5,02	5%	2,00	Ja
Swiss Life Holding AG	CHE	SPI	m	60	0,8	27,4%	4,68	5%	2,00	Ja
Min					0,5					
Mittelwert					**0,9**					
Median					**0,8**					
Max					1,5					

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 20: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich Leben/Kranken über einen Fünfjahreszeitraum bei monatlichem Renditeintervall

672. Bei der Ableitung der Bandbreite sowie der Berechnung von Mittelwert und Median sind einzelne Betafaktoren dann nicht berücksichtigt worden, wenn diese nach einer Gesamtwürdigung verschiedener Faktoren als nicht uneingeschränkt repräsentativ anzusehen sind. Zu diesen Faktoren zählen das Bestimmtheitsmaß R^2, die statistische Signifikanz des Betafaktors sowie die Stabilität des Betafaktors über die Analysezeiträume. Das Bestimmtheitsmaß R^2 gibt dabei an, welcher Anteil der Renditeschwankungen eines Unternehmens durch die Marktrendite erklärt wird. Ein niedriger R^2-Wert bedeutet, dass die Regressionsgerade nur einen geringen Erklärungsgehalt aufweist und der abgeleitete Betafaktor damit wenig aussagekräftig ist. Die statistische Signifikanz gibt ergänzend Auskunft darüber, ob der geschätzte Betafaktor mit hinreichender Sicherheit von null verschieden ist. Im Bereich Leben/Kranken waren die abgeleiteten Betafaktoren durchgängig statistisch signifikant und wiesen einen hinreichenden Erklärungsgehalt auf, sodass keine Werte auszuklammern waren.

673. Anhand der betrachteten Analysezeiträume ergeben sich für die Peer Group-Unternehmen Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,5 bis 1,5. Lässt man diejenigen Betafaktoren außer Betracht, die zwar eine ausreichende, aber keine uneingeschränkt belastbare statistische Güte aufweisen (NN Group NV für 3Jw und ASR Nederland NV für 5Jm), ergibt sich eine Bandbreite

von 0,6 bis 1,5. Die Bandbreite, die sich aus dem Peer Group-Median bzw. dem Peer Group-Mittelwert ergibt, beläuft sich auf 0,8 bis 0,9.

674. Insgesamt erachten wir einen Betafaktor, der sich innerhalb einer Bandbreite von 0,8 bis 0,9 befindet, als vertretbaren Schätzwert für das zukünftige operative Risiko der Gesellschaft. Das entspricht der Bandbreite, die sich aus dem Peer Group-Median bzw. Peer Group-Mittelwert ergibt. Der von ValueTrust angesetzte Betafaktor von 0,85 liegt im mittleren Bereich der von uns als plausibel erachteten Bandbreite.

675. Im Rahmen einer Gesamtbetrachtung unserer Analysen halten wir den von der Bewertungsgutachterin für das operative Risiko angesetzten Betafaktor von 0,85 für plausibel, da dieser innerhalb einer vertretbaren Bandbreite liegt.

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

676. Die Bewertungsgutachterin leitet für den Bereich Schaden/Unfall leitet zum 18. September 2026 auf Basis des STOXX Europe 600 für den Zweijahreszeitraum einen Betafaktor im Mittelwert/Median von 0,97/0,96 ab. Für den Fünfjahreszeitraum liegt der Betafaktor im Mittelwert/Median bei 0,74/0,79. Des Weiteren analysierte die Bewertungsgutachterin die Betafaktoren zum 18. September 2026 auf Basis der jeweiligen breiten lokalen Marktindizes. Hierbei ergibt sich für den Zweijahreszeitraum ein Betafaktor im Mittelwert/Median von 0,82/0,80 und für den Fünfjahreszeitraum von 0,78/0,77. Unter Berücksichtigung der Analyseergebnisse hält die Bewertungsgutachterin einen Betafaktor von 0,90 als Schätzer für das operative Risiko des Bereichs Schaden/Unfall für angemessen.

677. Zur Prüfung der Angemessenheit des von der Bewertungsgutachterin ermittelten Betafaktors i.H.v. 0,90 haben wir ergänzend und unabhängig vom Vorgehen der Bewertungsgutachterin eigene Analysen zur Ableitung des Betafaktors durchgeführt.

678. Zu diesem Zweck haben wir eine eigene Peer Group-Analyse durchgeführt sowie die entsprechenden Betafaktoren ermittelt. Den Prozess zur Auswahl der Vergleichsunternehmen im Bereich Schaden/Unfall haben wir im Abschnitt D.II.4.e) (vgl. Tz. 310) dargestellt. Dabei haben wir insgesamt zwölf Vergleichsunternehmen identifiziert.

679. Im nächsten Schritt wurde die Liquidität des Aktienhandels der als hinreichend vergleichbar erachteten zwölf Unternehmen geprüft. Dabei haben wir, analog zur Prüfung der Aktienliquidität der NBG AG (vgl. Abschnitt D.V.2.c), Tz. 454 ff.), insb. den Bid-Ask-Spread, den Handelsumsatz und die Handelsquote sowie den Anteil der sich im Streubesitz befindlichen Aktien analysiert. Die zwölf Unternehmen wurden abschließend auf das Vorliegen

von wesentlichen Kapitalereignissen, wie bspw. einem IPO oder der Veräußerung wesentlicher Geschäftsteile, innerhalb der letzten fünf Jahre untersucht. Auf Basis dieser Analysen wurde ein Unternehmen ausgeschlossen, so dass die finale Peer Group für den Bereich Schaden/Unfall insgesamt noch elf Unternehmen umfasst. Bei dem ausgeschlossenen Unternehmen handelt es sich um die Rheinland Holding AG, die wir aufgrund einer unzureichenden Liquidität im Aktienhandel nicht für die Ermittlung von Betafaktoren berücksichtigt haben.

680. Bei den von uns identifizierten Vergleichsunternehmen handelt es sich teilweise um Unternehmen, die die Bewertungsgutachterin ebenfalls als vergleichbar identifiziert hat. Die vergleichende Übersicht der Peer Group-Unternehmen stellt sich dabei wie folgt dar.

#	IVA-Peer Group	ValueTrust-Peer Group	Kommentierung
1	Alm. Brand A/S	-	-
2	Gjensidige Forsikring ASA	-	-
3	Helvetia Baloise Holding AG	-	-
4	Sampo Oyj	-	-
5	Sjóvá-Almennar tryggingar hf.	-	-
6	Tryg A/S	-	-
7	Unipol Assicurazioni S.p.A.	Unipol Assicurazioni S.p.A.	-
8	UNIQA Insurance Group AG	UNIQA Insurance Group AG	-
9	Vaudoise Assurances Holding SA	Vaudoise Assurances Holding SA	-
10	Vienna Insurance Group AG	Vienna Insurance Group AG	-
11	Wüstenrot & Württembergische AG	-	-
12	-	Powszechny Zaklad Ubezpieczen SA	Aufgrund des dominierenden Bankgeschäfts nicht berücksichtigt
13	-	Zurich Insurance Group AG	Aufgrund der abweichenden geografischen Ausrichtung exkludiert

Quelle: IVA-Analysen; Bewertungsgutachterin

Tabelle 21: Vergleich der Peer Group-Unternehmen für den Bereich Schaden/Unfall

681. In Bezug auf vier Unternehmen überschneiden sich die beiden Peer Groups. Zusätzlich zu ValueTrust haben wir sieben weitere Unternehmen berücksichtigt, die gemäß der Beitragsverteilung vom Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft dominiert werden und darüber hinaus eine gute Vergleichbarkeit im Hinblick auf die Produkt- und Risikostruktur, die Vertriebsgestaltung und Kundenorientierung sowie die geografische Ausrichtung aufweisen. ValueTrust hat zwei Vergleichsunternehmen in ihre Peer Group aufgenommen, die wir nicht für den Bereich Schaden/Unfall berücksichtigt haben. Die Powszechny Zaklad Ubezpieczen

SA wurde aufgrund des den Konzern dominierenden Bankgeschäfts von uns nicht berücksichtigt. Die Zurich Insurance Group AG wurde im Rahmen des Auswahlprozess aufgrund ihrer geografischen Geschäftsausrichtung, insbesondere der international breit diversifizierten Aktivitäten und der dominierenden Bedeutung Nordamerikas im Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft, als weniger vergleichbar eingestuft als andere Kandidaten und daher nicht in der Peer Group des Bereichs Schaden/Unfall berücksichtigt.

682. Die Betafaktoren haben wir über einen Zeitraum von zwei und drei Jahren auf der Basis wöchentlicher Renditen sowie über einen fünfjährigen Zeitraum auf Basis monatlicher Renditen ermittelt. Als Index wurde jeweils ein marktbreiter lokaler Index herangezogen.

683. Die folgende Tabelle zeigt unsere Analyseergebnisse für den zweijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 24. September 2026.

Unternehmen	Sitz-land	Index	Inter-vall	Daten-punkte	Beta	R^2	t-Wert	2*Alpha	Krit. T-Wert	Stat. Signifi-kanz
Alm Brand A/S	DNK	DKATL	w	104	0,2	10,3%	3,43	5%	1,98	Ja
Gjensidige Forsikring ASA	NOR	OSEBX	w	104	0,3	5,0%	2,32	5%	1,98	Ja
Helvetia Baloise Holding AG	CHE	SPI	w	104	0,6	19,2%	4,92	5%	1,98	Ja
Sampo Oyj	FIN	HEXYP	w	104	0,4	12,9%	3,88	5%	1,98	Ja
Sjova-Almennar Tryggingar hf	ISL	OMXIGI	w	104	1,1	54,9%	11,14	5%	1,98	Ja
Tryg A/S	DNK	DKATL	w	104	0,1	4,0%	2,05	5%	1,98	Ja
Unipol Assicurazioni SpA	ITA	TITLMSE	w	104	1,2	52,9%	10,71	5%	1,98	Ja
UNIQA Insurance Group AG	AUT	WBI	w	104	0,9	35,2%	7,44	5%	1,98	Ja
Vaudoise Assurances Holding SA	CHE	SPI	w	104	0,5	14,0%	4,07	5%	1,98	Ja
Vienna Insurance Group AG Wien	AUT	WBI	w	104	1,1	37,1%	7,76	5%	1,98	Ja
Wüstenrot & Württembergische AG	DEU	CDAX	w	104	0,5	22,1%	5,38	5%	1,98	Ja
Min					0,2					
Mittelwert					**0,7**					
Median					**0,6**					
Max					1,2					

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 22: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich Schaden/Unfall über einen Zweijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

684. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den dreijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 24. September 2026.

Unternehmen	Sitz-land	Index	Inter-vall	Daten-punkte	Beta	R^2	t-Wert	2*Alpha	Krit. T-Wert	Stat. Signifi-kanz
Alm Brand A/S	DNK	DKATL	w	156	0,2	7,0%	3,41	5%	1,98	Ja
Gjensidige Forsikring ASA	NOR	OSEBX	w	156	0,3	3,1%	2,23	5%	1,98	Ja
Helvetia Baloise Holding AG	CHE	SPI	w	156	0,6	17,9%	5,80	5%	1,98	Ja
Sampo Oyj	FIN	HEXYP	w	156	0,4	10,6%	4,28	5%	1,98	Ja
Sjova-Almennar Tryggingar hf	ISL	OMXIGI	w	156	0,9	45,8%	11,40	5%	1,98	Ja
Tryg A/S	DNK	DKATL	w	156	0,1	4,7%	2,77	5%	1,98	Ja
Unipol Assicurazioni SpA	ITA	TITLMSE	w	156	1,1	42,2%	10,60	5%	1,98	Ja
UNIQA Insurance Group AG	AUT	WBI	w	156	0,9	33,4%	8,79	5%	1,98	Ja
Vaudoise Assurances Holding SA	CHE	SPI	w	156	0,4	13,3%	4,87	5%	1,98	Ja
Vienna Insurance Group AG Wien	AUT	WBI	w	156	1,1	36,7%	9,44	5%	1,98	Ja
Wüstenrot & Württembergische AG	DEU	CDAX	w	156	0,5	19,9%	6,18	5%	1,98	Ja
Min					0,4					
Mittelwert					**0,7**					
Median					**0,7**					
Max					1,1					

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 23: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich Schaden/Unfall über einen Dreijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

685. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den fünfjährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis monatlicher Renditen zum 24. September 2026.

Unternehmen	Sitz-land	Index	Inter-vall	Daten-punkte	Beta	R^2	t-Wert	2*Alpha	Krit. T-Wert	Stat. Signifi-kanz
Alm Brand A/S	DNK	DKATL	m	60	0,4	9,2%	2,43	5%	2,00	Ja
Gjensidige Forsikring ASA	NOR	OSEBX	m	60	0,3	4,6%	1,67	5%	2,00	Nein
Helvetia Baloise Holding AG	CHE	SPI	m	60	0,6	16,9%	3,43	5%	2,00	Ja
Sampo Oyj	FIN	HEXYP	m	60	0,3	7,5%	2,17	5%	2,00	Ja
Sjova-Almennar Tryggingar hf	ISL	OMXIGI	m	60	1,0	65,9%	10,58	5%	2,00	Ja
Tryg A/S	DNK	DKATL	m	60	0,2	6,4%	1,98	5%	2,00	Nein
Unipol Assicurazioni SpA	ITA	TITLMSE	m	60	0,8	26,2%	4,54	5%	2,00	Ja
UNIQA Insurance Group AG	AUT	WBI	m	60	1,0	44,4%	6,80	5%	2,00	Ja
Vaudoise Assurances Holding SA	CHE	SPI	m	60	0,3	5,9%	1,91	5%	2,00	Nein
Vienna Insurance Group AG Wien	AUT	WBI	m	60	0,9	28,4%	4,79	5%	2,00	Ja
Wüstenrot & Württembergische AG	DEU	CDAX	m	60	0,7	37,1%	5,85	5%	2,00	Ja
Min					0,6					
Mittelwert					**0,8**					
Median					**0,9**					
Max					1,0					

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 24: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich Schaden/Unfall über einen Fünfjahreszeitraum bei monatlichem Renditeintervall

686. Bei der Ableitung der Bandbreite sowie der Berechnung von Mittelwert und Median wurden einzelne Betafaktoren nicht berücksichtigt, da diese nach einer Gesamtwürdigung verschiedener Faktoren als nicht uneingeschränkt repräsentativ anzusehen sind. Zu diesen Faktoren zählen das Bestimmtheitsmaß R^2, die statistische Signifikanz des Betafaktors sowie die Stabilität des Betafaktors über die Analysezeiträume. Das Bestimmtheitsmaß R^2 gibt dabei an, welcher Anteil der Renditeschwankungen eines Unternehmens durch die Marktrendite erklärt wird. Ein niedriger R^2-Wert bedeutet, dass die Regressionsgerade nur einen geringen Erklärungsgehalt aufweist und der abgeleitete Betafaktor damit wenig aussagekräftig ist. Die statistische Signifikanz gibt ergänzend Auskunft darüber, ob der geschätzte Betafaktor mit hinreichender Sicherheit von null verschieden ist. Die nicht berücksichtigten Werte sind in den vorangestellten Tabellen grau markiert.

687. Anhand der betrachteten Analysezeiträume ergeben sich für die Peer Group-Unternehmen Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,2 bis 1,2. Lässt man diejenigen Betafaktoren außer Betracht, die zwar eine ausreichende, aber keine uneingeschränkt belastbare statistische Güte aufweisen (Alm Brand A/S für 2Jw, Sampo Oyj für 2Jw/3Jw und Vaudoise

Assurances Holding SA für 3Jw), ergibt sich eine Bandbreite von 0,5 bis 1,2. Die Bandbreite, die sich aus dem Peer Group-Median bzw. dem Peer Group-Mittelwert ergibt, beläuft sich auf 0,6 bis 0,9.

688. Angesichts der insgesamt ambitionierten Ergebnisplanung, insbesondere der NAV als bedeutendster Gesellschaft im Bereich Schaden/Unfall (vgl. Tz. 922), halten wir eine Orientierung am oberen Ende der Bandbreite von 0,6 bis 0,9 für sachgerecht. Diese Bandbreite ergibt sich aus dem Median und dem Mittelwert der Peer Group. Die Orientierung an ihrem oberen Ende trägt dem Risikoäquivalenzprinzip Rechnung, wonach das Risiko der künftigen finanziellen Überschüsse äquivalent im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen ist. Der von ValueTrust ermittelte Betafaktor von 0,9 liegt am oberen Ende der von uns als plausibel erachteten Bandbreite.

689. Im Rahmen einer Gesamtbetrachtung unserer Analysen halten wir den von der Bewertungsgutachterin für das operative Risiko angesetzten Betafaktor von 0,90 für plausibel, da dieser innerhalb einer vertretbaren Bandbreite liegt.

Auswahl der Peer Group für den Bereich Asset Management und Ableitung des Betafaktors

690. Die Bewertungsgutachterin ValueTrust hat die NAM und FFPB in einen Bereich Finanzdienstleistungen zusammengefasst und eine gemeinsame Peer Group für Finanzdienstleister ermittelt. Innerhalb dieser Peer Group wird jedoch zwischen Unternehmen mit Schwerpunkt Bankdienstleistungen sowie Unternehmen mit Schwerpunkt Asset Management unterschieden. Damit berücksichtigt ValueTrust, dass sowohl die NAM als Asset-Management-Gesellschaft als auch die FFPB als private-banking- und vermögensverwaltungsnahes Kreditinstitut dem Bereich Finanzdienstleistungen zugeordnet sind, die Geschäftsmodelle aber unterschiedliche operative Risikoprofile aufweisen können. Dieser Logik folgend, hat die Bewertungsgutachterin aus der Bandbreite der sich für diese Peer Group ergebenden Betafaktoren für die NAM und FFPB separate Betafaktoren abgeleitet.

691. Die Bewertungsgutachterin leitet für den Bereich Finanzdienstleistungen zum 18. September 2026 auf Basis des STOXX Europe 600 für den Zweijahreszeitraum einen Betafaktor im Mittelwert/Median von 1,06/1,04 ab. Für den Fünfjahreszeitraum liegt der Betafaktor im Mittelwert/Median bei 1,22/1,05. Des Weiteren analysierte die Bewertungsgutachterin die Betafaktoren zum 18. September 2026 auf Basis der jeweiligen breiten lokalen Marktindizes. Hierbei ergibt sich für den Zweijahreszeitraum ein Betafaktor im Mittelwert/Median von 0,99/0,96 und für den Fünfjahreszeitraum von 1,28/1,17. Unter Berücksichtigung der Analyseergebnisse hält die Bewertungsgutachterin einen Betafaktor von 1,20 als Schätzer für

das operative Risiko des Bereichs Asset Management (NAM) sowie von 1,10 für das operative Risiko des Bereichs Bankdienstleistungen (FFPB) für angemessen.

692. Zur Prüfung der Angemessenheit der von der Bewertungsgutachterin ermittelten Betafaktoren i.H.v. 1,20 (Asset Management) bzw. 1,10 (Bankdienstleistungen) haben wir ergänzend und unabhängig vom Vorgehen der Bewertungsgutachterin eigene Analysen zur Ableitung des Betafaktors durchgeführt. Dabei haben wir für die NAM und für die FFPB jeweils eine gesonderte Peer Group und Peer Group-Betafaktoren ermittelt. Im Folgenden stellen wir zunächst die Ermittlung des Peer Group-Betafaktors für den Bereich Asset Management dar.

693. Den Prozess zur Auswahl der Vergleichsunternehmen im Bereich Asset Management haben wir im Abschnitt D.II.4.e) (vgl. Tz. 328) dargestellt. Dabei haben wir insgesamt acht Vergleichsunternehmen identifiziert.

694. Im nächsten Schritt wurde die Liquidität des Aktienhandels der als hinreichend vergleichbar erachteten acht Unternehmen geprüft. Dabei haben wir, analog zur Prüfung der Aktienliquidität der NBG AG (vgl. Abschnitt D.V.2.c), Tz. 454 ff.) insb. den Bid-Ask-Spread, den Handelsumsatz und die Handelsquote sowie den Anteil der sich im Streubesitz befindlichen Aktien analysiert. Die acht Unternehmen wurden abschließend auf das Vorliegen von wesentlichen Kapitalereignissen, wie bspw. einem IPO oder der Veräußerung wesentlicher Geschäftsteile, innerhalb der letzten fünf Jahre untersucht. Auf Basis dieser Analysen wurden zwei Unternehmen ausgeschlossen, so dass die finale Peer Group für den Bereich Asset Management insgesamt noch sechs Unternehmen umfasst. Bei den ausgeschlossenen Unternehmen handelt es sich um die GAM Holding AG sowie die LAIQON AG, die beide aufgrund einer unzureichenden Liquidität im Aktienhandel nicht für die Ermittlung der Betafaktoren berücksichtigt wurden.

695. Bei den von uns identifizierten Vergleichsunternehmen handelt es sich teilweise um Unternehmen, die die Bewertungsgutachterin ebenfalls als vergleichbar identifiziert hat. Da die Bewertungsgutachterin jedoch einen insgesamt abweichenden Analyseansatz gewählt hat haben wir auf eine Gegenüberstellende Betrachtung im Bereich Asset Management und Bankdienstleistungen verzichtet.Die Betafaktoren haben wir über einen Zeitraum von zwei und drei Jahren auf der Basis wöchentlicher Renditen sowie über einen fünfjährigen Zeitraum auf Basis monatlicher Renditen ermittelt. Als Index wurde jeweils ein marktbreiter lokaler Index herangezogen.

696. Die folgende Tabelle zeigt unsere Analyseergebnisse für den zweijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 24. September 2026.

Unternehmen	Sitz-land	Index	Inter-vall	Daten-punkte	Beta	R^2	t-Wert	2*Alpha	Krit. T-Wert	Stat. Signifi-kanz
Bellevue Group AG	CHE	SPI	w	104	0,8	5,6%	2,46	5%	1,98	Ja
DWS Group GmbH & Co KGaA	DEU	CDAX	w	104	1,3	46,5%	9,42	5%	1,98	Ja
Impax Asset Management Group P	GBR	ASXTR	w	104	1,5	13,6%	4,00	5%	1,98	Ja
Man Group PLC/Jersey	GBR	ASXTR	w	104	1,2	23,1%	5,53	5%	1,98	Ja
Polar Capital Holdings PLC	GBR	ASXTR	w	104	1,4	20,5%	5,13	5%	1,98	Ja
Schroders PLC	GBR	ASXTR	w	104	1,0	13,2%	3,93	5%	1,98	Ja
Min					1,0					
Mittelwert					**1,3**					
Median					**1,3**					
Max					1,5					

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 25: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich Asset Management über einen Zweijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

697. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den dreijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 24. September 2026.

Unternehmen	Sitz-land	Index	Inter-vall	Daten-punkte	Beta	R^2	t-Wert	2*Alpha	Krit. T-Wert	Stat. Signifi-kanz
Bellevue Group AG	CHE	SPI	w	156	1,0	8,7%	3,84	5%	1,98	Ja
DWS Group GmbH & Co KGaA	DEU	CDAX	w	156	1,2	44,0%	11,00	5%	1,98	Ja
Impax Asset Management Group P	GBR	ASXTR	w	156	1,7	15,9%	5,40	5%	1,98	Ja
Man Group PLC/Jersey	GBR	ASXTR	w	156	1,2	20,6%	6,33	5%	1,98	Ja
Polar Capital Holdings PLC	GBR	ASXTR	w	156	1,5	21,5%	6,48	5%	1,98	Ja
Schroders PLC	GBR	ASXTR	w	156	1,1	15,6%	5,34	5%	1,98	Ja
Min					1,1					
Mittelwert					**1,3**					
Median					**1,2**					
Max					1,7					

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 26: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich Asset Management über einen Dreijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

698. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den fünfjährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis monatlicher Renditen zum 24. September 2026.

Unternehmen	Sitz-land	Index	Inter-vall	Daten-punkte	Beta	R^2	t-Wert	2*Alpha	Krit. T-Wert	Stat. Signifi-kanz
Bellevue Group AG	CHE	SPI	m	60	1,1	16,1%	3,34	5%	2,00	Ja
DWS Group GmbH & Co KGaA	DEU	CDAX	m	60	1,2	47,5%	7,25	5%	2,00	Ja
Impax Asset Management Group P	GBR	ASXTR	m	60	2,0	23,8%	4,25	5%	2,00	Ja
Man Group PLC/Jersey	GBR	ASXTR	m	60	1,4	25,2%	4,41	5%	2,00	Ja
Polar Capital Holdings PLC	GBR	ASXTR	m	60	1,5	23,8%	4,26	5%	2,00	Ja
Schroders PLC	GBR	ASXTR	m	60	1,8	50,3%	7,67	5%	2,00	Ja
Min					1,1					
Mittelwert					**1,5**					
Median					**1,4**					
Max					2,0					

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 27: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich Asset Management über einen Fünfjahreszeitraum bei monatlichem Renditeintervall

699. Bei der Ableitung der Bandbreite sowie der Berechnung von Mittelwert und Median wurden einzelne Betafaktoren nicht berücksichtigt, da diese nach einer Gesamtwürdigung verschiedener Faktoren als nicht uneingeschränkt repräsentativ anzusehen sind. Zu diesen Faktoren zählen das Bestimmtheitsmaß R^2, die statistische Signifikanz des Betafaktors sowie die Stabilität des Betafaktors über die Analysezeiträume. Das Bestimmtheitsmaß R^2 gibt dabei an, welcher Anteil der Renditeschwankungen eines Unternehmens durch die Marktrendite erklärt wird. Ein niedriger R^2-Wert bedeutet, dass die Regressionsgerade nur einen geringen Erklärungsgehalt aufweist und der abgeleitete Betafaktor damit wenig aussagekräftig ist. Die statistische Signifikanz gibt ergänzend Auskunft darüber, ob der geschätzte Betafaktor mit hinreichender Sicherheit von null verschieden ist. Die nicht berücksichtigten Werte sind in den vorangestellten Tabellen grau markiert.

700. Anhand der betrachteten Analysezeiträume ergeben sich für die Peer Group-Unternehmen Betafaktoren in einer Bandbreite von 1,0 bis 2,0. Lässt man diejenigen Betafaktoren außer Betracht, die zwar eine ausreichende, aber keine uneingeschränkt belastbare statistische Güte aufweisen (Impax Asset Management Group für 2Jw und Schroders PLC für 2Jw), ergibt sich eine Bandbreite von 1,2 bis 1,5. Die Bandbreite, die sich aus dem Peer Group-Median bzw. dem Peer Group-Mittelwert ergibt, beläuft sich auf 1,2 bis 1,5.

701. Insgesamt erachten wir einen Betafaktor, der sich innerhalb einer Bandbreite von 1,2 bis 1,5 befindet, als vertretbaren Schätzwert für das zukünftige operative Risiko der Gesellschaft. Das entspricht der Bandbreite, die sich aus dem Peer Group-Median bzw. dem Peer Group-

Mittelwert ergibt. Der von ValueTrust ermittelte Betafaktor von 1,2 liegt tendenziell im unteren Bereich der von uns als plausibel erachteten Bandbreite.

702. Im Rahmen einer Gesamtbetrachtung unserer Analysen halten wir den von der Bewertungsgutachterin für das operative Risiko angesetzten Betafaktor von 1,2 für plausibel, da dieser innerhalb einer vertretbaren Bandbreite liegt.

Auswahl der Peer Group für den Bereich Fürst Fugger Privatbank AG und Ableitung des Betafaktors

703. Wie zuvor geschildert hat die Bewertungsgutachterin die FFPB der Sparten-Peer Group Finanzdienstleistungen zugeordnet und einen Betafaktor von 1,1 angesetzt. Zur Prüfung der Angemessenheit des von der Bewertungsgutachterin ermittelten Betafaktors i.H.v. 1,1 haben wir ergänzend und unabhängig vom Vorgehen der Bewertungsgutachterin eigene Analysen zur Ableitung des Betafaktors durchgeführt. Dabei haben wir für die die FFPB eine gesonderte Peer Group ermittelt. Im Folgenden stellen wir die Ermittlung des Peer Group-Betafaktors für den Bereich Fürst Fugger Privatbank AG dar.

704. Den Prozess zur Auswahl der Vergleichsunternehmen im Bereich Fürst Fugger Privatbank AG haben wir im Abschnitt D.II.4.e) (vgl. Tz. 0) dargestellt. Dabei haben wir insgesamt acht Vergleichsunternehmen identifiziert.

705. Im nächsten Schritt wurde die Liquidität des Aktienhandels der als hinreichend vergleichbar erachteten acht Unternehmen geprüft. Dabei haben wir, analog zur Prüfung der Aktienliquidität der NBG AG (vgl. Abschnitt D.V.2.c), Tz. 454 ff.) insb. den Bid-Ask-Spread, den Handelsumsatz und die Handelsquote sowie den Anteil der sich im Streubesitz befindlichen Aktien analysiert. Die acht Unternehmen wurden abschließend auf das Vorliegen von wesentlichen Kapitalereignissen, wie bspw. einem IPO oder der Veräußerung wesentlicher Geschäftsteile, innerhalb der letzten fünf Jahre untersucht. Auf Basis dieser Analysen wurden drei Unternehmen ausgeschlossen, so dass die finale Peer Group für den FFPB insgesamt noch fünf Unternehmen umfasst. Bei den ausgeschlossenen Unternehmen handelt es sich um die Brooks Macdonald Group plc, die Evli Oyj sowie die Quirin Privatbank AG, die jeweils aufgrund einer unzureichenden Liquidität im Aktienhandel nicht für die Ermittlung der Betafaktoren berücksichtigt wurden.

706. Bei den von uns identifizierten Vergleichsunternehmen handelt es sich teilweise um Unternehmen, die die Bewertungsgutachterin ebenfalls als vergleichbar identifiziert hat. Da die Bewertungsgutachterin jedoch einen insgesamt abweichenden Analyseansatz gewählt hat haben wir auf eine gegenüberstellende Betrachtung im Bereich FFPB verzichtet. Die Betafaktoren haben wir über einen Zeitraum von zwei und drei Jahren auf der Basis

wöchentlicher Renditen sowie über einen fünfjährigen Zeitraum auf Basis monatlicher Renditen ermittelt. Als Index wurde jeweils ein marktbreiter lokaler Index herangezogen.

707. Die folgende Tabelle zeigt unsere Analyseergebnisse für den zweijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 24. September 2026.

Unternehmen	Sitz-land	Index	Inter-vall	Daten-punkte	Beta	R^2	t-Wert	2*Alpha	Krit. T-Wert	Stat. Signifi-kanz
Banca Generali SpA	ITA	TITLMSE	w	104	1,0	45,3%	9,19	5%	1,98	Ja
EFG International AG	CHE	SPI	w	104	0,9	23,0%	5,53	5%	1,98	Ja
Julius Baer Group Ltd	CHE	SPI	w	104	1,2	38,3%	7,95	5%	1,98	Ja
Rathbones Group PLC	GBR	ASXTR	w	104	1,3	32,8%	7,06	5%	1,98	Ja
Van Lanschot Kempen NV	NLD	RAEX	w	104	1,1	28,7%	6,40	5%	1,98	Ja
Min					0,9					
Mittelwert					**1,1**					
Median					**1,1**					
Max					1,3					

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 28: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich FFPB über einen Zweijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

708. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den dreijährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis wöchentlicher Renditen zum 24. September 2026.

Unternehmen	Sitz-land	Index	Inter-vall	Daten-punkte	Beta	R^2	t-Wert	2*Alpha	Krit. T-Wert	Stat. Signifi-kanz
Banca Generali SpA	ITA	TITLMSE	w	156	0,9	44,8%	11,17	5%	1,98	Ja
EFG International AG	CHE	SPI	w	156	0,9	20,7%	6,33	5%	1,98	Ja
Julius Baer Group Ltd	CHE	SPI	w	156	1,2	29,6%	8,05	5%	1,98	Ja
Rathbones Group PLC	GBR	ASXTR	w	156	1,4	34,4%	8,99	5%	1,98	Ja
Van Lanschot Kempen NV	NLD	RAEX	w	156	1,1	27,1%	7,56	5%	1,98	Ja
Min					0,9					
Mittelwert					**1,1**					
Median					**1,1**					
Max					1,4					

Quelle: Bloomberg; IVA-Analysen

Tabelle 29: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich FFPB über einen Dreijahreszeitraum bei wöchentlichem Renditeintervall

709. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse für den fünfjährigen Betrachtungszeitraum auf der Basis monatlicher Renditen zum 24. September 2026.

Unternehmen	Sitz-land	Index	Inter-vall	Daten-punkte	Beta	R^2	t-Wert	2*Alpha	Krit. T-Wert	Stat. Signifi-kanz
Banca Generali SpA	ITA	TITLMSE	m	60	0,9	38,6%	6,04	5%	2,00	Ja
EFG International AG	CHE	SPI	m	60	0,3	2,6%	1,24	5%	2,00	Nein
Julius Baer Group Ltd	CHE	SPI	m	60	1,1	28,8%	4,85	5%	2,00	Ja
Rathbones Group PLC	GBR	ASXTR	m	60	1,4	32,6%	5,30	5%	2,00	Ja
Van Lanschot Kempen NV	NLD	RAEX	m	60	0,8	20,0%	3,81	5%	2,00	Ja
Min					0,8					
Mittelwert					**1,0**					
Median					**1,0**					
Max					1,4					

Quelle: *Bloomberg; IVA-Analysen*

Tabelle 30: Ergebnisse der Betaanalyse der Peer Group im Bereich FFPB über einen Fünfjahreszeitraum bei monatlichem Renditeintervall

710. Bei der Ableitung der Bandbreite sowie der Berechnung von Mittelwert und Median wurden einzelne Betafaktoren nicht berücksichtigt, da diese nach einer Gesamtwürdigung verschiedener Faktoren als nicht uneingeschränkt repräsentativ anzusehen sind. Zu diesen Faktoren zählen das Bestimmtheitsmaß R^2, die statistische Signifikanz des Betafaktors sowie die Stabilität des Betafaktors über die Analysezeiträume. Das Bestimmtheitsmaß R^2 gibt dabei an, welcher Anteil der Renditeschwankungen eines Unternehmens durch die Marktrendite erklärt wird. Ein niedriger R^2-Wert bedeutet, dass die Regressionsgerade nur einen geringen Erklärungsgehalt aufweist und der abgeleitete Betafaktor damit wenig aussagekräftig ist. Die statistische Signifikanz gibt ergänzend Auskunft darüber, ob der geschätzte Betafaktor mit hinreichender Sicherheit von null verschieden ist. Die nicht berücksichtigten Werte sind in den vorangestellten Tabellen grau markiert.

711. Anhand der betrachteten Analysezeiträume ergeben sich für die Peer Group-Unternehmen Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,8 bis 1,4. Die Bandbreite, die sich aus dem Peer Group-Median bzw. dem Peer Group-Mittelwert ergibt, beläuft sich auf 1,0 bis 1,1.

712. Insgesamt erachten wir einen Betafaktor, der sich innerhalb einer Bandbreite von 1,0 bis 1,1 befindet, als vertretbaren Schätzwert für das zukünftige operative Risiko der Gesellschaft. Das entspricht der Bandbreite, die sich aus dem Peer Group-Median bzw. dem Peer Group-Mittelwert ergibt. Der von ValueTrust ermittelte Betafaktor von 1,1 liegt tendenziell im oberen Bereich der von uns als plausibel erachteten Bandbreite.

713. Im Rahmen einer Gesamtbetrachtung unserer Analysen halten wir den von der Bewertungsgutachterin für das operative Risiko angesetzten Betafaktor von 1,1 für plausibel, da dieser innerhalb einer vertretbaren Bandbreite liegt.

Ableitung des Betafaktors für die übrigen Bereiche

714. Neben den Betafaktoren für die Spartengesellschaften hat die Bewertungsgutachterin auch für die Gesellschaften des Bereichs Sonstige Beteiligungen (NVG und COC) sowie für die NBG AG in ihrer Holdingfunktion Betafaktoren angesetzt. Für diese Gesellschaften hat sie keine eigenständige Peer Group gebildet, sondern die Betafaktoren aus den zuvor abgeleiteten spartenspezifischen Betafaktoren hergeleitet.

715. Für den Bereich Sonstige Beteiligungen hat die Bewertungsgutachterin den Betafaktor des Bereichs Leben/Kranken i.H.v. 0,85 übernommen. Zur Begründung hat sie ausgeführt, dass die betreffenden Gesellschaften innerhalb des NBG-Konzerns Konzernfunktionen wahrnehmen und ein hiervon abweichendes systematisches Risiko nicht feststellbar sei. Für die NBG AG in ihrer Holdingfunktion hat sie demgegenüber einen ungerundeten Betafaktor von 0,92 ermittelt. Dieser ergibt sich aus einer Gewichtung der Betafaktoren der einzelnen Bereiche auf Basis der jeweiligen Jahresüberschüsse in der Ewigen Rente.

716. Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin haben wir nachvollzogen. Die betreffenden Gesellschaften nehmen innerhalb des NBG-Konzerns insbesondere Konzern- und Holdingfunktionen wahr. Ihre Ergebnisse resultieren im Wesentlichen aus der konzerninternen Leistungsverrechnung sowie aus Beteiligungs- und Kapitalanlageerträgen von Gesellschaften des NBG-Konzerns. Ihr systematisches Risiko wird damit maßgeblich durch die operative Geschäftstätigkeit der Konzerngesellschaften bestimmt, für die sie tätig sind. Anhaltspunkte für ein hiervon abweichendes systematisches Risiko haben sich im Rahmen unserer Prüfungshandlungen nicht ergeben.

717. Die angesetzten Betafaktoren von 0,85 für die weiteren Konzernunternehmen (NVG und COC) sowie von 0,92 für die NBG AG in ihrer Holdingfunktion erachten wir vor dem Hintergrund der für die Spartengesellschaften zugrunde gelegten Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,85 bis 1,2 als sachgerecht und in der Größenordnung plausibel.

d) Wachstumsabschlag

718. Die der Bewertung zugrunde liegenden Planansätze in der Detailplanungsphase (2026 bis 2030) berücksichtigen das erzielbare Wachstum der Erträge und Aufwendungen. Ein Wachstumsabschlag für diesen Zeitraum war insoweit nicht erforderlich. Auch in den Jahren ab 2031 ff. (ewige Rente) werden sich die Posten der Gewinn- und Verlustrechnung sowie die

Bestände und somit auch die aus den Planungen ableitbaren Nettoeinnahmen der Anteilseigner fortentwickeln. Dieses nachhaltige Wachstum der Gesellschaft lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz abbilden. Hierzu gibt es grundsätzlich zwei Wachstumskomponenten, die im Rahmen der Unternehmensbewertung im Jahr der ewigen Rente Berücksichtigung finden.

719. 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 durch Kapazitätsoptimierungen oder -erweiterungen) zurückzuführen sein.

720. Das inflationsbedingte Wachstum lässt sich darauf zurückführen, dass aufgrund der makroökonomischen Teuerungsrate Vermögensgegenstände von Jahr zu Jahr teurer werden. Sofern diese Preissteigerungen an den (End-)Kunden 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).

721. 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).

722. Diese beiden Wachstumskomponenten können im Rahmen der Ertragswertermittlung unterschiedlich abgebildet werden. Im Rahmen der vorliegend angewendeten sog. Praktikermethode werden das inflationäre Wachstum typischerweise im Nenner (finanzmathematisch als Wachstumsabschlag von den Kapitalkosten) und das operative bzw. thesaurierungsbedingte Wachstum typischerweise im Zähler des Barwertkalküls berücksichtigt.

723. Zu untersuchen ist folglich, ob für die im Rahmen der Ertragswertmethode bewerteten Gesellschaften des NBG-Konzerns inflationsbedingte Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten über höhere Absatzpreise zumindest teilweise weitergeben kann.

724. Die Analyse zur prognostizierten langfristigen Entwicklung der Verbraucherpreise (Inflationsrate) kann als erster Anhaltspunkt zur Plausibilisierung des Wachstumsabschlags

herangezogen werden. Der IWF prognostiziert für das Jahr 2031 eine Inflationsrate auf einem Niveau von 2,1 % für Deutschland (World Economic Outlook vom April 2026). Aktuellere Analystenschätzungen (Bloomberg Consensus Estimates) vom 20. August 2026 liegen im Median bei 2,0 % für das Jahr 2028. Allerdings kann aus der Entwicklung der durchschnittlichen Verbraucherpreise nicht unmittelbar auf das inflationsbedingte Wachstum der Gesellschaften des NBG-Konzerns geschlossen werden. So berücksichtigen die Verbraucherpreise nicht nur Produkte und Dienstleistungen, die für die Gesellschaften des NBG-Konzerns relevant sind.

725. Das von der Bewertungsgutachterin auf Spartenebene angesetzten Niveau für den Wachstumsabschlag stellt sich wie folgt dar.

Wachstumsabschlag	Leben	Kranken	Schaden/ Unfall	Asset Management	Fürst Fugger Privatbank AG	Konzern-unternehmen
Nachhaltige Wachstumsrate – inflationär (%)	0,50%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Nachhaltige Wachstumsrate – nach pers. Ertragsteuern (%)	0,43%	0,87%	0,87%	0,87%	0,87%	0,87%

Quelle: ValueTrust

Tabelle 31: Nachhaltige Wachstumsrate nach Sparten

726. Für den Bereich **Leben** wirken sich die folgenden Faktoren auf den Wachstumsabschlag aus. Erstens bestehen strukturelle Kostensteigerungen auf der Beschaffungsseite, insbesondere aufgrund steigender Provisionskosten infolge der fortschreitenden Konsolidierung im Maklermarkt sowie aufgrund des deutlichen Investitionsbedarfs in die IT-Infrastruktur. Diese Belastungen gehen teilweise über die allgemeine Preisentwicklung hinaus. Zweitens stehen diesen Kostensteigerungen Effizienz- und Digitalisierungsmaßnahmen gegenüber. Die NLV verfolgt hierzu eine Effizienzagenda einschließlich weiterer Kostensenkungsprogramme. Drittens ist die Weitergabe bzw. Überwälzung verbleibender Kostensteigerungen an die Kunden nur eingeschränkt möglich. Neben der grundsätzlich nominalen Fixierung von Beitrag und Versicherungssumme im bestehenden Vertragsbestand wirkt hierbei auch der hohe Wettbewerbsdruck beim Neugeschäft sowie die demographische Entwicklung begrenzend. Zwar sieht ein Teil der Verträge in der Lebens- und Berufsunfähigkeitsversicherung eine vertraglich vereinbarte Beitragsdynamik vor, durch deren jährliche Annahme sich Beitrag und Versicherungssumme auch ohne Neuabschluss erhöhen. Die Wirkung dieses Mechanismus ist jedoch strukturell begrenzt, da die Annahme der Dynamikerhöhung freiwillig erfolgt und erfahrungsgemäß mit zunehmender Vertragsdauer sowie in Phasen wirtschaftlicher Belastung der Versicherungsnehmer abnimmt. Insgesamt führt dies dazu, dass tendenziell die Auszahlungen aus bestehenden Verträgen die Zuflüsse aus dem Neugeschäft übersteigen, während in einem weitgehend gesättigten und nur schwach wachsenden Markt um einen begrenzten Neugeschäftspool konkurriert wird. Dies erhöht den Wettbewerbsdruck zusätzlich

und schränkt die Möglichkeit ein, Kostensteigerungen ohne Marktanteilsverluste über höhere Preise weiterzugeben. In der Gesamtschau erachten wir einen **Wachstumsabschlag von 0,5 %** (bzw. von 0,43 % nach persönlichen Ertragsteuern) als sachgerecht und in der Größenordnung plausibel.

727. Für den Bereich **Kranken** wirken sich die folgenden Faktoren auf den Wachstumsabschlag aus. Erstens bestehen strukturelle Kostensteigerungen insbesondere aufgrund der medizinischen Kosteninflation und einer steigenden Leistungsinanspruchnahme. Hinzu kommen mittelbar Personal- und IT-Kostentreiber aus der konzerninternen Kostenumlage. Zweitens stehen diesen Belastungen Effizienz- und Digitalisierungsmaßnahmen gegenüber, insbesondere die konsequentere Nutzung von Kürzungspotenzialen bei Leistungsanträgen, der Ausbau des Betrugsmanagements sowie eine stärkere Verankerung von Prävention. Drittens verfügt die Krankenversicherung anders als die Lebensversicherung mit dem gesetzlichen Beitragsanpassungsmechanismus[210] grundsätzlich über einen systematischen Kanal zur Weitergabe von Kostensteigerungen an den Bestand. Diese Weitergabe ist jedoch zeitlich geglättet und durch Wettbewerb, regulatorische Rahmenbedingungen sowie den Einsatz der Rückstellung für Beitragsrückerstattung begrenzt. Zudem beschränken die demographische Entwicklung und die regulatorisch bedingte Stagnation in der Vollversicherung[211] die nachhaltige Wachstumsdynamik. In der Gesamtschau erachten wir einen **Wachstumsabschlag von 1,0 %** (bzw. von 0,87 % nach persönlichen Ertragsteuern) für den Bereich Kranken als sachgerecht und in der Größenordnung plausibel.

728. Für den Bereich **Schaden/Unfall** wirken sich die folgenden Faktoren auf den Wachstumsabschlag aus. Erstens bestehen strukturelle Kostensteigerungen auf der Beschaffungsseite, insbesondere aufgrund der sparten- und produktabhängigen Schadeninflation, etwa durch höhere Reparatur-, Ersatzteil-, Werkstatt- und Baukosten sowie zunehmende Belastungen aus Naturgefahren. Zweitens stehen diesen Belastungen Effizienz- und Digitalisierungsmaßnahmen gegenüber, insbesondere die Ablösung bestehender Hostsysteme sowie die angestrebte Erhöhung der Dunkelverarbeitungsquote in operativen Prozessen. Drittens verfügt die Schaden-/Unfallversicherung aufgrund der regelmäßig jährlichen Neubepreisung der Verträge grundsätzlich über eine vergleichsweise unmittelbare Möglichkeit zur Weitergabe von Kostensteigerungen, in den Sachsparten zusätzlich

---

210 Gemeint ist der gesetzliche Beitragsanpassungsmechanismus der privaten Krankenversicherung nach § 155 VAG in Verbindung mit der Kalkulationsverordnung (KVAV). Danach vergleicht der Versicherer je Beobachtungseinheit die kalkulierten mit den erforderlichen Versicherungsleistungen. Überschreitet die Abweichung eine gesetzlich festgelegte Auslöseschwelle, sind die Rechnungsgrundlagen und in der Folge die Beiträge anzupassen. Die Angemessenheit der Anpassung wird durch einen unabhängigen Treuhänder geprüft und bestätigt.

211 ab 2027 greifende Gesundheitsreform, die Beitragsbemessungsgrenze und Jahresarbeitsentgeltgrenze um 300 € pro Monat anhebt und damit den Wechsel von der GKV in die PKV weiter erschwert (vgl. Tz. 267).

unterstützt durch Beitragsanpassungsklauseln, über die Versicherungssumme und Beitrag insbesondere in der Wohngebäude- und Hausratversicherung an die Bau- beziehungsweise Preisentwicklung angepasst werden. Diese Umwälzbarkeit ist jedoch sparten-heterogen. In den stärker wettbewerbsexponierten Kfz- und Transportsparten wird sie durch hohe Wettbewerbsintensität sowie durch Bestandsrückgänge begrenzt, die maßgeblich auf die im Rahmen der Sanierungsprogramme „TAN" und „back2black" gezielt vorgenommene Nichtverlängerung untertarifierter Kfz-Verträge zurückgehen, ergänzt um die strategische Ausrichtung auf profitables statt volumengetriebenes Wachstum. In der Gesamtschau erachten wir einen **Wachstumsabschlag von 1,0 %** (bzw. von 0,87 % nach persönlichen Ertragsteuern) für den Bereich Schaden/Unfall als sachgerecht und in der Größenordnung plausibel.

729. Für den Bereich **Asset Management** (NAM) wirken sich die folgenden Faktoren auf den Wachstumsabschlag aus. Erstens bestehen Kostensteigerungen insbesondere bei Personal, Datenlizenz-, Research-, Marktdaten- und Regulatorikaufwendungen. Zusätzliche Belastungen ergeben sich aus der Einstufung als mittleres Institut. Zweitens stehen diesen Belastungen nur begrenzt belastbare strukturelle Effizienzpotenziale gegenüber. Drittens ist bei der Weitergabe von Kostensteigerungen zwischen konzerninternem Geschäft und externem beziehungsweise Publikumsfondsgeschäft zu unterscheiden. Die konzerninternen Verrechnungspreise werden innerhalb der Gruppe festgelegt und unterliegen keinem externen Wettbewerb. Eine Anhebung dieser Verrechnungspreise zur Kompensation eigener Kostensteigerungen der NAM würde sich aus Konzernsicht lediglich in entsprechend höheren Kosten bei den empfangenden Konzerngesellschaften niederschlagen, ohne dass hieraus ein zusätzlicher Werteffekt für den NBG-Konzern insgesamt entsteht. Demgegenüber muss sich die Gebührenbildung im externen beziehungsweise Publikumsfondsgeschäft im Wettbewerb um Mandate und Anleger behaupten. Eine gewisse Preissetzungsmacht zeigt sich hier in einzelnen Gebührenanpassungen, bleibt jedoch durch die Wettbewerbsintensität im Asset Management begrenzt. In der Gesamtschau erachten wir den für den Bereich Asset Management (NAM) angesetzten Wachstumsabschlag von **1,0 %** (bzw. von 0,87 % nach persönlichen Ertragsteuern) als sachgerecht und in der Größenordnung plausibel.

730. Für die **FFPB** wirken sich die folgenden Faktoren auf den Wachstumsabschlag aus. Erstens bestehen Kostensteigerungen auf der Beschaffungsseite insbesondere bei Personal-, IT- und Regulatorikaufwendungen. Zweitens stehen diesen Belastungen Skalierungs- und Effizienzpotenziale des provisionsgetriebenen Geschäftsmodells gegenüber. Die Bank betreibt hauptsächlich Provisionsgeschäft aus der Verwaltung und Vermittlung von Kundenvermögen; das zinstragende Kreditgeschäft ist demgegenüber von untergeordneter Bedeutung. Die FFPB setzt dabei auf bestehenden Strukturen und standardisierten Prozessen auf. Drittens ist die Weitergabe verbleibender Kostensteigerungen über höhere Gebühren nur begrenzt möglich. Das Provisionsergebnis hängt wesentlich von der Entwicklung der

verwalteten bzw. vermittelten Kundenvermögen sowie von Mittelzuflüssen ab, während eine gezielte Erhöhung der Gebührensätze durch die hohe Wettbewerbsintensität im Private-Banking-Markt begrenzt wird. In der Gesamtschau erachten wir einen **Wachstumsabschlag von 1,0 %** (bzw. von 0,87 % nach persönlichen Ertragsteuern) für die FFPB als sachgerecht und in der Größenordnung plausibel.

731. Für die **weiteren Konzernunternehmen** (NVG, NBG AG und COC) wurde ein **Wachstumsabschlag von 1,0 %** (bzw. von 0,87 % nach persönlichen Ertragsteuern) angesetzt, den wir vor dem Hintergrund der für die Spartengesellschaften zugrunde gelegten Wachstumsabschläge in einer Bandbreite von 0,5 % bis 1,0 % als sachgerecht und in der Größenordnung plausibel erachten.

e) Darstellung der Kapitalisierungszinssätze

732. Zusammengefasst stellen sich die durch die Bewertungsgutachterin angesetzten spartenspezifischen Kapitalisierungszinssätze wie folgt dar:

NÜRNBERGER Beteiligungs-AG Eigenkapitalkosten	Leben	Kranken	Schaden/ Unfall	Asset Manage-ment	FFPB	NBG	Konzern-unternehmen
Basiszinssatz vor pers. Ertragsteuern	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%
Abgeltungsteuer	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,99%	-0,98%
Basiszinssatz nach pers. Ertragsteuern	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**	**2,76%**
Marktrisikoprämie nach pers. Ertragsteuern	5,125%	5,125%	5,125%	5,125%	5,125%	5,125%	5,125%
Beta (verschuldet)[212]	0,85	0,85	0,90	1,20	1,10	0,92	0,85
Risikozuschlag nach pers. Ertragsteuern	**4,36%**	**4,36%**	**4,61%**	**6,15%**	**5,64%**	**4,74%**	**4,36%**
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern	**7,12%**	**7,12%**	**7,37%**	**8,91%**	**8,40%**	**7,50%**	**7,12%**
Nachhaltiger Wachstumsabschlag (nach pers. Ertragsteuern)	0,43%	0,87%	0,87%	0,87%	0,87%	0,87%	0,87%
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern u. Wachstumsabschlag	**6,68%**	**6,25%**	**6,51%**	**8,04%**	**7,53%**	**6,63%**	**6,25%**

Quelle: ValueTrust; IVA-Analysen

Tabelle 32: Ermittlung der Eigenkapitalkosten für die Bereiche der NBG AG

733. Im Ergebnis halten wir die von der Bewertungsgutachterin dargestellte Methode zur Ableitung der spartenspezifischen Kapitalisierungszinssätze für sachgerecht und die zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze für angemessen. Die zugrunde gelegten Kapitalisierungszinssätze liegen innerhalb einer von uns als plausibel erachteten Bandbreite.

212 Bei Versicherungsgesellschaften sowie Asset Management-Gesellschaften und Banken wird in der Bewertungspraxis auf die Anpassung des Betafaktors auf die Finanzierungsstruktur („unlevern“ und „relevern“) verzichtet, da einerseits der operative Bereich und der Finanzierungsbereich untrennbar miteinander verbunden sind und sich andererseits die Eigenkapitalausstattung von Versicherungen, Asset Management-Gesellschaften und Banken aufgrund regulatorischer Mindestanforderungen in vergleichbaren Bandbreiten bewegt und bei vergleichbarer Risikostruktur weitgehend ähnlich ist.

3. Wertermittlung der NBG AG und ihrer Beteiligungen

a) NÜRNBERGER Lebensversicherung AG („NLV“)

aa) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

734. Die rechtlichen Verhältnisse der NLV stellen sich zum 31. Dezember 2025 wie folgt dar.

Firma:	NÜRNBERGER Lebensversicherung AG
Sitz:	Nürnberg
Satzung:	Fassung vom 10. Oktober 2023
Rechtsform:	Aktiengesellschaft
Handelsregister:	Amtsgericht Nürnberg, HRB 9342
Gegenstand des Unternehmens:	Gegenstand des Unternehmens ist der unmittelbare und mittelbare Betrieb der Lebensversicherung in allen ihren Arten und damit verbundenen Zusatzversicherungen sowie der Kapitalisierungsgeschäfte, die Vermittlung von Versicherungen aller Art und anderer Verträge, die mit dem Betrieb der Lebensversicherung in unmittelbarem Zusammenhang stehen, die Abwicklung bestehender Unfallversicherungen sowie die Verwaltung von Versorgungseinrichtungen. Geschäftsbereich ist das In- und Ausland.
Geschäftsjahr:	Kalenderjahr
Grundkapital:	Das voll eingezahlte Grundkapital beträgt 40.000.000,00 € und ist eingeteilt in 40.000 auf den Namen lautende, vinkulierte Stückaktien.
Aktionärsstruktur:	Alleinige Aktionärin ist die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG, Nürnberg (NBG) – 100 % der Anteile.
Aufsichtsrat:	• Harald Rosenberger (Vorsitzender) • Petra Imolauer (stellv. Vorsitzende, Arbeitnehmervertreterin) • Dr. Michael Bös • Peter Forster (Arbeitnehmervertreter) • Christine Kaaz (seit 7. Mai 2025) • Roland Kaltenbrunner • Wolfgang Kraus • Dr. Monique Radisch • Nicole Schauer (Arbeitnehmervertreterin) • Kevin Voß (Arbeitnehmervertreter, seit 9. Mai 2025) • Mirko Wolf (Arbeitnehmervertreter) • Sven Zettelmeier (Arbeitnehmervertreter)
Vorstand:	• Katja Briones-Schulz (Sprecherin des Vorstands) • Dr. Peter Ott (seit 1. Januar 2026) • Wolfram Politt • Andreas Politycki • Markus Svanda (seit 1. September 2026)

Verbundene Unternehmen/ Beteiligungen:	Zu den wesentlichen Anteilen an verbundenen Unternehmen bzw. Beteiligungen der NLV gehören u.a.: • Vega Invest Fund plc., Dublin/Irland • Vega Invest (Guernsey) Ltd., St. Peter Port/Guernsey • ADN Immo-Direkt Core Invest GmbH & Co. Geschl. InvKG, Hamburg • NÜRNBERGER Pensionskasse AG, Nürnberg • NÜRNBERGER evo-X GmbH, Nürnberg
Wesentliche Verträge:	Zwischen der NLV und der NBG AG bestehen ein Ergebnisabführungsvertrag (seit 2011), ein Beherrschungsvertrag (seit 2017) sowie ein Steuerumlagevertrag (seit 2011, geändert am 14. November 2022 mit Wirkung zum 1. Januar 2022). Zudem besteht mit der EVO ein Beherrschungs- und Ergebnisabführungsvertrag (seit 2019).
Steuerliche Verhältnisse:	Die Gesellschaft wird beim Finanzamt Nürnberg unter der Steuernummer 241/101/00120 geführt. Es besteht eine umsatzsteuerliche Organschaft mit der NBG AG als Organträgerin sowie eine ertragsteuerliche Organschaft der Gesellschaft und der EVO mit der NBG AG als Organträgerin.

Quelle: NLV

Tabelle 33: NLV – Rechtliche Verhältnisse

735. Zwischen der NLV und der NBG AG besteht eine umsatzsteuerliche Organschaft (NBG AG als Organträgerin). Daneben besteht eine ertragsteuerliche (körperschaft- und gewerbesteuerliche) Organschaft der NLV und der NÜRNBERGER evo-X GmbH mit der NBG AG als Organträgerin.

736. Im Geschäftsjahr 2025 wurde die Betriebsprüfung für die Jahre 2015 bis 2018 weitestgehend abgeschlossen. Des Weiteren findet eine Anschlussprüfung für die Jahre 2019 bis 2022 statt. Soweit Feststellungen vorliegen bzw. Risiken ersichtlich sind, wurde eine entsprechende Risikovorsorge getroffen.

bb) Wirtschaftliche Grundlagen

737. Die NLV bietet klassische und fondsgebundene Lebensversicherungen, Rentenprodukte sowie Berufsunfähigkeitsversicherungen an. Der Vertrieb erfolgt vornehmlich durch selbständige Agenten mit und ohne Ausschließlichkeitsverträge sowie angestellte Mitarbeiter. Eine eigene Vertriebsgesellschaft besteht nicht.

738. Innerhalb des Lebensversicherungsgeschäfts wird zwischen dem Privatkundengeschäft und dem betrieblichen Geschäft unterschieden, das die betriebliche Altersvorsorge und den betrieblichen Einkommensschutz umfasst. Betriebliche Tarife gelten als profitabler: Im Kollektivgeschäft fallen geringere Abschlussprovisionen an, und die an das Arbeitsverhältnis

gebundenen Verträge werden seltener vorzeitig gekündigt. Zugleich wächst dieses Geschäft stärker, weil Arbeitgeber die steuerlich geförderte betriebliche Vorsorge zunehmend zur Gewinnung und Bindung von Fachkräften nutzen. Die erforderliche Beratung von Arbeitgebern und Arbeitnehmern erschwert jedoch eine schnelle Skalierung. Schnelleres Wachstum wird eher im Privatkundengeschäft mit Schwerpunkt auf der Berufsunfähigkeits- und der Einkommensschutzversicherung gesehen. Der Vertrieb wird durch Makler mit über 75 % der Beitragseinnahmen dominiert. Da die Ausschließlichkeit[213] als profitabler und bestandssicherer gilt, soll diese gestärkt werden. Die bislang verfolgte Breitenstrategie in der Maklerlandschaft wird durch die anhaltende Konsolidierung in diesem Vertriebskanal zunehmend überholt.

739. Die NLV positioniert sich als Präventionsversicherer mit dem Hauptfokus auf dem Einkommensschutz, in dem die Gesellschaft auf eine langjährige Erfahrung zurückgreift, und einem zweiten Fokus auf der garantieorientierten Altersvorsorge, insbesondere in der betrieblichen Altersvorsorge zum Aufbau des Sicherungsvermögens. Das reine Fondsgeschäft nur opportunistisch fortgeführt. Ein wesentlicher Schwerpunkt der Unternehmensentwicklung liegt auf der Stabilisierung des Versicherungsbestands über eine Reduktion der Stornoquote, unter anderem durch kundenfreundlichere Dokumente, Kundenbefragungen und Vermittlergespräche. Ergänzend werden konzernweite Kosteneinsparungsprogramme fortgeführt, um die Wettbewerbsfähigkeit nachhaltig zu sichern.

740. Vor dem Hintergrund einer sinkenden Attraktivität starrer Garantieprodukte, insbesondere von Produkten mit hundertprozentiger Garantie, erwartet die Gesellschaft auch im eigenen Portfolio weitere Rückgänge in diesem Segment. Die eigene Präventionsposition mit ergänzenden Servicekomponenten wird dabei als Chance gesehen, eine schnellere Abwanderung von Kundinnen und Kunden als Risiko.

741. In der passiven Rückversicherung unterhält die NLV vertragliche Beziehungen zu mehreren externen Rückversicherern, die im Wesentlichen das biometrische Risiko (Berufsunfähigkeit) mitversichern. Mit Wirkung zum 31. Dezember 2025 hat die Gesellschaft zusätzlich einen Quotenrückversicherungsvertrag (Finanzrückversicherung im Sinne von § 167 VAG) für das fondsgebundene Geschäft mit einem im Ausland ansässigen Rückversicherer abgeschlossen, aus dem der Gesellschaft eine ertragswirksam vereinnahmte Abschlussprovision in zweistelliger Millionenhöhe zufloss.

---

213 "Ausschließlichkeit" ist ein feststehender Begriff aus dem Versicherungsvertrieb und bezeichnet den Vermittler, der vertraglich exklusiv an einen einzigen Versicherer gebunden ist und keine Produkte von Wettbewerbern verkaufen darf.

742. Angesichts des großen Bestands an Berufsunfähigkeitsrisiken hat die klassische Ergebnisglättung durch Rückversicherung an Bedeutung verloren, echte Risikotragung durch die Rückversicherer erfolgt im Wesentlichen bei sehr hohen Einzelrisiken. Die Rückversicherung wird darüber hinaus strategisch für die Produktentwicklung sowie die Risiko- und Leistungsprüfung genutzt und übernimmt damit teilweise die Funktion einer externen Entwicklungseinheit. Der vorgenannte Quotenrückversicherungsvertrag reiht sich zudem in eine Praxis ein, in der die Finanzrückversicherung bereits im Vorjahr auch zur Glättung einer einmaligen steuerlichen Nachbelastung eingesetzt wurde.

cc) Vermögens- und Finanzlage

743. Die Analyse der VFE-Lage wurde auf Basis der geprüften und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Einzelabschlüsse der NLV nach HGB für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 durchgeführt.

744. Nachfolgend wird die Vermögens- und Kapitalstruktur der NLV zu den jeweiligen Bilanzstichtagen für die Jahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

NÜRNBERGER Lebensversicherung AG HGB-Einzelabschluss	31.12.2023		31.12.2024		31.12.2025	
	in Mio.€	*in %*	in Mio.€	*in %*	in Mio.€	*in %*
A. Immaterielle Vermögensgegenstände	69	*0,2*	68	*0,2*	68	*0,2*
B. Kapitalanlagen	19.196	*66,5*	19.375	*63,5*	19.407	*61,8*
C. Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von Lebensversicherungspolicen	8.989	*31,1*	10.462	*34,3*	11.164	*35,5*
D. Forderungen	303	*1,0*	326	*1,1*	369	*1,2*
E. Sonstige Vermögensgegenstände	206	*0,7*	171	*0,6*	274	*0,9*
F. Rechnungsabgrenzungsposten	120	*0,4*	133	*0,4*	143	*0,5*
Summe der Aktiva	**28.881**	***100,0***	**30.536**	***100,0***	**31.424**	***100,0***
A. Eigenkapital	300	*1,0*	300	*1,0*	315	*1,0*
B. Versicherungstechnische Rückstellungen	18.818	*65,2*	18.993	*62,2*	19.151	*60,9*
C. Versicherungstechnische Rückstellungen im Bereich der Lebensversicherung, soweit das Anlagerisiko von den Versicherungsnehmern getragen wird	8.989	*31,1*	10.462	*34,3*	11.164	*35,5*
D. Andere Rückstellungen	39	*0,1*	42	*0,1*	41	*0,1*
E. Depotverbindlichkeiten aus dem in Rückdeckung gegebenen Versicherungsgeschäft	136	*0,5*	152	*0,5*	166	*0,5*
F. Andere Verbindlichkeiten	598	*2,1*	584	*1,9*	584	*1,9*
G. Rechnungsabgrenzungsposten	3	*0,0*	2	*0,0*	2	*0,0*
Summe der Passiva	**28.881**	***100,0***	**30.536**	***100,0***	**31.424**	***100,0***

Quelle: Prüfungsberichte der NLV 2024 und 2025

Tabelle 34: NLV – Vermögens- und Finanzlage

745. Die Bilanzsumme stieg im Betrachtungszeitraum von 28.881,3 Mio. € auf 31.424,1 Mio. €. Der stärkere Anstieg im Jahr 2024 ist nach den vorliegenden Angaben im Wesentlichen auf die

rückwirkende Verschmelzung der NÜRNBERGER Beamten Lebensversicherung AG („NBL“) auf die NLV zurückzuführen. Auf der Aktivseite dominierten weiterhin die Kapitalanlagen. Innerhalb dieser Position verlagerte sich das Gewicht von den konventionellen zu den fondsgebundenen Kapitalanlagen.

746. Die immateriellen Vermögensgegenstände sind für die Vermögenslage der NLV von untergeordneter Bedeutung.

747. Die konventionellen Kapitalanlagen erhöhten sich nur geringfügig. Der Zugang aus der NBL-Verschmelzung wurde durch die Realisierung stiller Lasten und ein zurückhaltenderes Neuanlagevolumen weitgehend kompensiert. Innerhalb des Portfolios nahm der Anteil der Aktien, Investmentanteile und sonstigen nicht festverzinslichen Wertpapiere zu. Die zunächst rückläufigen stillen Lasten stiegen 2025 infolge höherer Renditen langlaufender Bundesanleihen wieder deutlich an.

748. Die fondsgebundenen Kapitalanlagen nahmen deutlich zu. Ursachen waren neben dem NBL-Zugang insbesondere die positive Aktienmarktentwicklung. Da diese Kapitalanlagen zu Zeitwerten bilanziert werden, wirken sich Marktbewegungen unmittelbar auf die Bilanz sowie auf die nicht realisierten Gewinne und Verluste in der Gewinn- und Verlustrechnung aus.

749. Die Forderungen, sonstigen Vermögensgegenstände sowie die Rechnungsabgrenzungsposten sind für die Vermögenslage der NLV insgesamt von untergeordneter Bedeutung. Die Schwankung der sonstigen Vermögensgegenstände resultierte im Wesentlichen aus der Entwicklung der Guthaben bei Kreditinstituten.

750. Das bilanzielle Eigenkapital blieb 2023 und 2024 unverändert, weil der Jahresüberschuss aufgrund des Ergebnisabführungsvertrags vollständig an die Muttergesellschaft abgeführt wurde. Eine Einzahlung in die Kapitalrücklage erhöhte das Eigenkapital im Geschäftsjahr 2025. Die bilanzielle Eigenkapitalquote blieb gleichwohl nahezu konstant. Nach den ausgewiesenen aufsichtsrechtlichen Quoten verbesserte sich die Solvabilität im Jahr 2025 deutlich.

751. Die versicherungstechnischen Rückstellungen ohne FLV blieben der größte Passivposten und erhöhten sich moderat. Der NBL-Zugang wirkte 2024 bestandserhöhend. Gegenläufig wurde die Zinszusatzreserve infolge des gestiegenen Marktzinsniveaus in allen drei Jahren teilweise aufgelöst. Die Rückstellung für Beitragsrückerstattung stieg 2024 und blieb im folgenden Jahr nahezu konstant.

752. Die anderen Rückstellungen sind für die Finanzlage der NLV von untergeordneter Bedeutung.

753. Die Depotverbindlichkeiten aus dem in Rückdeckung gegebenen Versicherungsgeschäft nahmen dagegen kontinuierlich zu. Dies deutet auf einen wachsenden Umfang der in Rückdeckung gegebenen Bestände hin.

754. Die anderen Rückstellungen und Verbindlichkeiten sind für die Finanzlage der NLV insgesamt von untergeordneter Bedeutung.

dd) Ertragslage

755. Nachfolgend ist die Ertragslage der NLV für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

Gewinn- und Verlustrechnung NÜRNBERGER Lebensversicherung AG HGB-Einzelabschluss	Ist 2023 Mio. €	Ist 2024 Mio. €	Ist 2025 Mio. €
Gebuchte Bruttobeiträge	2.162	2.221	2.211
Abgegebene RV-Beiträge	-54	-62	-74
Gebuchte Netto-Beiträge	**2.108**	**2.159**	**2.137**
Veränderung Netto-Beitragsüberträge	2	2	2
Verdiente Beiträge f.e.R.	**2.110**	**2.161**	**2.139**
Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung	91	127	184
Erträge aus Kapitalanlagen	561	555	611
Nicht realisierte Gewinne aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung	978	1.148	972
Sonstige versicherungstechnische Erträge f.e.R.	51	23	2
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-1.811	-1.872	-1.922
Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen	-1.036	-1.259	-835
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f.e.R.	-335	-358	-386
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-399	-366	-219
Aufwendungen für Kapitalanlagen	-75	-87	-218
Nicht realisierte Verluste aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung	-49	-8	-182
Sonstige versicherungstechnische Aufwendungen f.e.R.	-22	-20	-38
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	**64**	**42**	**110**
Sonstige Erträge	141	159	145
Sonstige Aufwendungen	-118	-121	-115
Außerordentliches Ergebnis	0	-2	-10
Ergebnis vor Steuern (bereinigt)	**88**	**78**	**129**
Neutrales Ergebnis	0	-1	--6
Ergebnis vor Steuern (unbereinigt)	**88**	**77**	**122**
Steuern	-42	-30	-75
Ergebnis nach Steuern (unbereinigt)	**46**	**47**	**47**

Neutrales Ergebnis / Bereinigungen			
Sonstige Aufwendungen	0	-1	-6
Neutrales Ergebnis	0	-1	-6

Quelle: Geschäftsberichte & Prüfungsberichte der NLV 2023, 2024 und 2025

Tabelle 35: NLV – Gewinn- und Verlustrechnung

756. Die gebuchten **Bruttobeiträge** stiegen 2024 um rd. 2,7 % auf 2.221,0 Mio. € und gingen 2025 auf 2.210,7 Mio. € leicht zurück. Der NBL-Bestand und höhere laufende Beiträge wirkten zunächst positiv, während rückläufige Einmalbeiträge das Jahr 2025 belasteten. Zugleich nahmen die abgegebenen Rückversicherungsbeiträge zu, unter anderem aufgrund eines 2025 abgeschlossenen Rückversicherungsvertrags. Die verdienten Beiträge f.e.R. entwickelten sich entsprechend der Entwicklung der Bruttobeiträge.

757. Die **Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung** betrifft die aus der RfB entnommenen Beträge zur Verrechnung als Einmalbeitrag (z.B. zur Erhöhung der versicherten Leistung) sowie Überschussanteile, die in Fondsanteile umgewandelt werden; ihnen steht eine korrespondierende Zuführung zur Deckungsrückstellung gegenüber. Der Anstieg auf bis zu 184,2 Mio. € in 2025 spiegelt die wachsende Bedeutung der Direktgutschrift von Überschussanteilen im Rahmen der Überschussbeteiligung wider.

758. Die **Erträge aus Kapitalanlagen** einschließlich FLV gingen 2024 leicht zurück und stiegen 2025 deutlich auf 611,2 Mio. €. Maßgeblich für den Anstieg in 2025 waren höhere laufende Erträge, insbesondere aus Beteiligungen sowie aus Aktien und Investmentanteilen. Demgegenüber erhöhten sich die **Aufwendungen für Kapitalanlagen** auf 217,9 Mio. € bis 2025 erheblich. Ursächlich für diese Entwicklung waren gestiegene Verluste aus dem Abgang von Kapitalanlagen. Diese betrafen sowohl FLV-Bestände als auch verzinsliche Anlagen des konventionellen Geschäfts und beruhten teilweise auf der gezielten Realisierung stiller Lasten. Das Nettoergebnis des konventionellen Kapitalanlagebestands erholte sich 2025 nach einem Rückgang im Vorjahr. Die Nettoverzinsung[214] blieb mit rund 2,1 % bis 2,2 % weitgehend stabil, lag im Mehrjahresvergleich jedoch auf einem niedrigeren Niveau.

759. Die **nicht realisierten Gewinne und Verluste aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung** ergeben sich aus der Bewertung der für Rechnung und Risiko der Versicherungsnehmer gehaltenen Kapitalanlagen zu Zeitwerten und folgen daher unmittelbar der Kapitalmarktentwicklung. Die Gewinne erreichten 2024 aufgrund der positiven Aktienmärkte einen Höchststand i.H.v. 1.147,5 Mio. € und gingen 2025 bei weiterhin positiver, gegenüber dem sehr starken Vorjahr aber moderaterer Marktentwicklung auf 971,9 Mio. € zurück. Gleichzeitig stiegen die nicht realisierten Verluste 2025 deutlich. Ursächlich hierfür waren höhere Kapitalmarktrenditen (u.a. zehnjährige Bundesanleihen) und die damit verbundenen zeitweise Kursbelastungen festverzinslicher Fondsbestandteile.

---

214 Die Nettoverzinsung wurde wie folgt ermittelt: Alle Erträge abzüglich aller Aufwendungen für Kapitalanlagen im Verhältnis zum mittleren Bestand der Kapitalanlagen zum 1. Januar und 31. Dezember des jeweiligen Geschäftsjahres. Die Erträge und Aufwendungen der Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von Lebensversicherungspolicen sind nicht enthalten, da sie keinen Einfluss auf die Ertragssituation der konventionellen Lebensversicherung haben.

760. Die **Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.** stiegen von 1.810,9 Mio. € in 2023 um rd. 3,4 % auf 1.872,4 Mio. € in 2024 und im Folgejahr um 2,7 % auf 1.921,6 Mio. €. Dem liegen steigende Zahlungen für Versicherungsfälle zugrunde, die 2024 vor allem durch höhere Ablaufleistungen, die den gegenläufigen Effekt rückläufiger Rückkäufe überkompensierten, sowie im Jahr 2025 durch einen höheren Anstieg über nahezu alle Leistungsarten (Abläufe, Rückkäufe und insbesondere BU-Renten) getrieben wurden.

761. Die **Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen**, die im Wesentlichen aus der Veränderung der Netto-Deckungsrückstellung besteht, erhöhten sich von -1.036,4 Mio. € in 2023 auf -1.258,6 Mio. € in 2024, die neben der Bestandsübernahme im Zuge der NBL-Verschmelzung vor allem auf die kapitalmarktbedingte Zunahme der Deckungsrückstellung für fondsgebundene Versicherungen zurückzuführen war. In 2025 fiel die Position mit -834,8 Mio. € spürbar geringer aus, da der FLV-bedingte Anstieg der Deckungsrückstellung schwächer ausfiel als im Vorjahr, während die konventionelle Deckungsrückstellung im Vorjahresvergleich wieder zunahm.

762. Die **Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f.e.R.** (Zuführung zur RfB aus dem Rohüberschuss) stiegen von 334,6 Mio. € in 2023 über 358,4 Mio. € in 2024 auf 385,9 Mio. € in 2025 und bewegten sich damit weitgehend parallel zum Gesamtergebnis, von dem die NLV in allen drei Jahren rund 88 bis 89 % über die RfB an die Versicherten weitergab.

763. Die **Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb** gingen deutlich zurück. Hauptursache waren sinkende Abschlussaufwendungen infolge des rückläufigen Neugeschäfts. Die Abschlusskostenquote verbesserte sich entsprechend von 5,2 % in 2023 auf bis zu 4,7 % in 2025. Die Verwaltungsaufwendungen und der Verwaltungskostensatz blieben dagegen weitgehend stabil und schwankten im Betrachtungszeitraum zwischen 3,8 % und 4,0 %.

764. Das **versicherungstechnische Ergebnis f.e.R.** sank von 63,9 Mio. € in 2023 auf 42,2 Mio. € in 2024, da die gestiegenen Aufwendungen für Versicherungsfälle, die höhere Netto-Zuführung zu den übrigen versicherungstechnischen Rückstellungen sowie die höhere RfB-Zuführung sowie der Rückgang beim Kapitalanlageergebnis den positiven Kosteneffekt aus dem rückläufigen Neugeschäft überkompensierten. 2025 verbesserte sich das versicherungstechnische Ergebnis f.e.R. deutlich auf 109,6 Mio. €, was insbesondere auf einen Ertrag aus dem Abschluss eines Rückversicherungsvertrags sowie auf das durch das weiter rückläufige Neugeschäft verbesserte Kostenergebnis zurückzuführen ist. Zum 31. Dezember 2025 schloss die NLV einen laufenden Quotenrückversicherungsvertrag für die fondsgebundene Lebensversicherung ab. Er dient der Finanzierung von steuerlichen Nachbelastungen aus Vorjahren.

765. Der Saldo der **nichtversicherungstechnischen sonstigen Erträge und Aufwendungen** schwankte zwischen 2023 und 2025. Nach 23,6 Mio. € im Jahr 2023 stieg er 2024 auf 37,3 Mio. €. Ausschlaggebend waren vor allem höhere sonstige Erträge, unter anderem aus der Weiterverrechnung von Strukturmaßnahmen und der Auflösung von Rückstellungen. Im Jahr 2025 ging der Saldo auf 22,8 Mio. € zurück. Er trug damit in allen drei Jahren positiv zum Ergebnis vor Steuern bei.

766. Im **neutralen Ergebnis** werden die von der Bewertungsgutachterin für die Vergangenheit vorgenommenen Bereinigungen zusammengefasst. Das sonstige Ergebnis enthält die Eliminierung periodenfremder Zinsaufwendungen aus Konzernumlagen von 0,8 Mio. € für 2024 und 6,5 Mio. € für 2025. Darüber hinaus umfasst das neutrale Ergebnis die außerordentlichen Ergebniseffekte: Im Jahr 2024 wurden ein Verschmelzungsgewinn von 15,8 Mio. € aus der rückwirkend zum 1. Januar 2024 erfolgten Verschmelzung der NBL auf die NLV sowie Restrukturierungsaufwendungen von 18,0 Mio. € aus dem Umbauprogramm „Fit für die Zukunft“ berücksichtigt. Für 2025 sind weitere Restrukturierungsaufwendungen von 10,3 Mio. € im neutralen Ergebnis enthalten.

767. Der **Steueraufwand** des Jahres 2025 i.H.v. 74,7 Mio. € enthält Sondereffekte von insgesamt 36,4 Mio. €, die von der Bewertungsgutachterin bereinigt wurden. Der Bereinigungsbetrag setzt sich aus periodenfremden Ertragsteuererträgen von -7,0 Mio. €, periodenfremden Ertragsteueraufwendungen von 3,6 Mio. € und periodenfremden sonstigen Steueraufwendungen für Vorjahre von 39,9 Mio. € zusammen. Letztere entfallen auf eine einmalige Steuernachbelastung einschließlich Zinsen infolge der geänderten umsatz- und ertragsteuerlichen Behandlung von Verwaltungskostenrückvergütungen .

768. Das **Ergebnis nach Steuern** blieb im Zeitraum von 2023 bis 2025 mit rd. 46,0 Mio. € bis 47,5 Mio. € trotz schwankender Vorsteuerergebnisse und Steuerbelastungen weitgehend stabil. Maßgeblich war das kontinuierlich gestiegene Gesamtergebnis. Der überwiegende Teil wurde der RfB zugeführt; der verbleibende Rest wurde aufgrund des Ergebnisabführungsvertrags an die Muttergesellschaft abgeführt.

ee) Analyse der Managementplanung

769. Die nachfolgende Tabelle stellt die vom Vorstand aufgestellte und vom Aufsichtsrat in seiner Sitzung vom 9. Dezember 2025 beschlossene Fünfjahresplanung der NLV (sog. „Plan 2025“) für den Zeitraum von 2026 bis 2030 dar. Zur besseren Vergleichbarkeit werden den Planwerten die Ist-Zahlen des Geschäftsjahres 2025 gegenübergestellt.

Planungsrechnung NÜRNBERGER Lebensversicherung AG	Ist 2025 Mio. €	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	CAGR 2025-30 in %
Gebuchte Bruttobeiträge	2.211	2.188	2.191	2.199	2.211	2.227	*0,1*
Abgegebene RV-Beiträge	-74	-71	-75	-79	-82	-85	*2,8*
Gebuchte Netto-Beiträge	**2.137**	**2.117**	**2.115**	**2.120**	**2.129**	**2.142**	***0,1***
Veränderung Netto-Beitragsüberträge	2	0	0	0	0	0	*n.a.*
Verdiente Beiträge f.e.R.	**2.139**	**2.117**	**2.115**	**2.120**	**2.129**	**2.142**	***0,0***
Beiträge aus der RfB	184	156	158	160	162	164	*-2,3*
Erträge aus Kapitalanlagen	611	513	542	605	626	600	*-0,4*
Nicht realisierte Gewinne aus Kapitalanlagen der FLV	972	518	472	488	504	-148	*n.a.*
Sonstige versicherungstechnische Erträge f.e.R.	2	1	1	1	7	10	*38,3*
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-1.922	-1.873	-1.809	-1.852	-1.907	-1.917	*0,0*
Veränderung der übrigen vt. Netto-Rst.	-835	-573	-399	-406	-411	221	*n.a.*
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f.e.R.	-386	-349	-478	-504	-500	-477	*4,3*
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-219	-331	-348	-349	-350	-352	*9,9*
Aufwendungen für Kapitalanlagen	-218	-77	-169	-188	-188	-169	*-5,0*
Nicht realisierte Verluste aus Kapitalanlagen der FLV	-182	0	0	0	0	0	*-100,0*
Sonstige vt. Aufwendungen f.e.R.	-38	-33	-25	-19	-19	-19	*-13,2*
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	**110**	**70**	**60**	**54**	**53**	**57**	***-12,4***
Sonstige Erträge	145	138	139	138	137	135	*-1,3*
Sonstige Aufwendungen	-115	-114	-114	-114	-112	-111	*-0,7*
Außerordentliches Ergebnis / neutrales Ergebnis	-10	-7	-7	0	0	0	*n.a.*
Ergebnis vor Steuern	**129**	**87**	**78**	**78**	**78**	**81**	***-10,3***
Neutrales Ergebnis	-6	0	0	0	0	0	*n.a.*
Ergebnis vor Steuern (unbereinigt)	**122**	**87**	**78**	**78**	**78**	**81**	*-8,0*
Steuern	-75	-38	-29	-28	-26	-27	***-18,3***
Ergebnis nach Steuern	**47**	**49**	**49**	**50**	**52**	**53**	*2,4*

Quelle: NLV-Planungsrechnung; eigene Analysen

Tabelle 36: NLV – Managementplanung

770. Die **gebuchten Bruttobeiträge** sinken zunächst von 2.210,6 Mio. € im Jahr 2025 um 1,0 % auf 2.188,3 Mio. € im Jahr 2026. Ab 2027 wird eine schrittweise Erholung unterstellt, sodass die Beiträge im Jahr 2030 bei 2.227,2 Mio. € liegen. Dies entspricht zwischen 2025 und 2030 einem durchschnittlichen Wachstum von lediglich rd. 0,1 % p.a. Die Planungsrechnung sieht eine strategische Ausrichtung der NLV auf profitables und bestandsstabiles Wachstum vor. Im Mittelpunkt steht die Positionierung als Präventionsversicherer. Die Gesellschaft will sich nicht auf die finanzielle Absicherung im Leistungsfall beschränken, sondern ihre Versicherungsprodukte um präventive Dienstleistungen ergänzen, die zur Vermeidung beziehungsweise Verringerung gesundheitlicher Risiken beitragen. Den geschäftlichen

Schwerpunkt bilden dabei der Einkommensschutz und insbesondere die Berufsunfähigkeitsversicherung, in der die Nürnberger nach eigenen Angaben über eine langjährige Erfahrung und eine starke Marktposition verfügt. Als weitere strategische Säule dient die garantieorientierte betriebliche Altersvorsorge. Sie soll das biometrische Geschäft diversifizieren. Das private fondsgebundene Lebensversicherungsgeschäft wird ergänzend fortgeführt. Auf den aktiven Vertrieb margenschwacher Einmalbeitragsprodukte verzichtet die NLV hingegen. Die weiterhin ausgewiesenen Einmalbeiträge, die etwa 30 % bis 40 % des Neugeschäfts ausmachen, entfallen zu rund 90 % auf Riester-Zulagen des seit 2016 für das Neugeschäft geschlossenen Bestands. Vertriebsseitig dominiert das Maklergeschäft mit mehr als 75 % der Beitragseinnahmen. Da das über die eigene Ausschließlichkeitsorganisation vermittelte Geschäft nach Einschätzung der NLV profitabler und bestandsstabiler ist, soll dieser Vertriebsweg gezielt gestärkt werden.

771. Das geringe durchschnittliche Beitragswachstum ist auf zwei gegenläufige Entwicklungen zurückzuführen, die sich über den Planungszeitraum weitgehend ausgleichen. Belastend wirkt der kontinuierliche Rückgang der Einmalbeiträge um jährlich 2,1 % bis 5,2 %. Ursächlich hierfür sind insbesondere die mit dem rückläufigen Bestand an Riester-Verträgen abnehmenden Zulagenbeiträge. Gegenläufig entwickeln sich ab 2027 die laufenden Beiträge, auf die rd. 97 % der gesamten Beitragseinnahmen entfallen. Bis 2026 reicht das laufende Neugeschäft noch nicht aus, um den Beitragsabrieb insbesondere aus Abläufen, Rückkäufen und sonstigen Vertragsbeendigungen vollständig auszugleichen. Der laufende Beitrag sinkt daher zunächst auf 2.088 Mio. €. Anschließend wird mit der Einführung eines neuen BU-Produkts Mitte 2026 und neuer Altersvorsorgeprodukte ab 2027 sowie einer durch ein systematisches Stornomanagement unterstützte Verringerung der Stornoquote, ein Anstieg auf 2.137 Mio. € bis 2030 geplant. Der laufende Neubeitrag soll sich dabei von rd. 167,4 Mio. € im Jahr 2026 auf 196,2 Mio. € im Jahr 2030 erhöhen. Damit erreicht er zum Ende des Planungszeitraums wieder das Niveau des Jahres 2024. Die Planung unterstellt somit kein Wachstum über das historische Niveau hinaus, sondern eine schrittweise Erholung nach dem deutlichen Rückgang des Neugeschäfts im Jahr 2025.

772. Die **Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung** bewegen sich im Planungszeitraum zwischen 155,9 Mio. € in 2026 und 163,9 Mio. € in 2030. Sie betreffen Überschussanteile, die im Rahmen des Bonussystems als Einmalbeiträge zur Erhöhung der Versicherungssummen beziehungsweise Rentenleistungen verwendet werden. Den ausgewiesenen Beiträgen steht eine Zuführung zur Deckungsrückstellung in gleicher Höhe gegenüber, sodass sich hieraus isoliert kein Ergebniseffekt ergibt. Bei fondsgebundenen Versicherungen erfolgt die Zuführung zur entsprechenden FLV-Deckungsrückstellung.

773. Die Kapitalanlagen steigen von 30,6 Mrd. € im Ist 2025 auf 30,7 Mrd. € im Jahr 2026 und anschließend kontinuierlich auf 33,2 Mrd. € im Jahr 2030. Davon entfallen im Jahr 2025 rd.

19,4 Mrd. € auf konventionelle Kapitalanlagen und 11,2 Mrd. € auf Kapitalanlagen der fondsgebundenen Lebensversicherung (FLV). Bis 2030 erhöht sich der konventionelle Bestand auf 20,8 Mrd. €, während der FLV-Bestand auf 12,3 Mrd. € ansteigt. Bezogen auf den Zeitraum 2025 bis 2030 entspricht dies einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rund 1,6 % für die gesamten Kapitalanlagen, von rund 1,4 % für die konventionellen Kapitalanlagen und von rund 2,0 % für die FLV-Kapitalanlagen. Das Wachstum der konventionellen Kapitalanlagen basiert auf dem positiven Cashflow der Geschäftsentwicklung. Die Entwicklung der zum Zeitwert bilanzierten FLV-Kapitalanlagen wird dagegen überwiegend durch die erwartete Wertsteigerung des Bestands getragen.

774. Die **Erträge aus Kapitalanlagen** einschließlich der FLV schwanken im Planungszeitraum von 2026 bis 2030 zwischen 513,5 Mio. € und 626,1 Mio. €. Für 2027 werden Erträge von 541,7 Mio. €, für 2028 von 605,0 Mio. € und für 2030 von 600,3 Mio. € erwartet. Rd. 95 % der Erträge entfallen in sämtlichen Planjahren auf das konventionelle Geschäft. Der realisierte Ergebnisbeitrag der FLV bleibt mit rund 22,5 Mio. € bis 24,6 Mio. € pro Jahr weitgehend stabil und von untergeordneter Bedeutung. Die wesentlich stärkeren Wertschwankungen der FLV-Kapitalanlagen werden gesondert als nicht realisierte Gewinne und Verluste ausgewiesen. Die Erträge aus dem konventionellen Geschäft werden maßgeblich durch die laufenden Kapitalanlageerträge bestimmt. Wesentliche Bestandteile sind die Ausschüttungen aus Anlagevehikeln, aus denen über den gesamten Planungszeitraum konstante Erträge von jährlich 95,0 Mio. € erwartet werden. Die Erträge aus verbundenen Unternehmen steigen dagegen von 84,8 Mio. € im Jahr 2025 auf 101,0 Mio. € im Jahr 2026, 148,0 Mio. € im Jahr 2027, 185,0 Mio. € im Jahr 2028, 195,0 Mio. € im Jahr 2029 und 194,0 Mio. € im Jahr 2030. Hinzu kommen Erträge aus der Neu- und Wiederanlage entsprechend der strategischen Asset-Allokation. Infolge des gestiegenen Zinsniveaus erhöht sich der durchschnittliche Bestandskupon im Planungszeitraum von rund 2,16 % auf rund 2,70 %. Die **Aufwendungen für Kapitalanlagen** einschließlich der FLV steigen von 76,5 Mio. € im Jahr 2026 deutlich auf bis zu 188,0 Mio. € in 2029. Wesentlicher Treiber ist die gezielte Realisierung von Bewertungsreserven und stillen Lasten insbesondere ab 2027. Damit sollen bestehende stille Lasten schneller abgebaut und zugleich Wiederanlagemöglichkeiten zu höheren Renditen genutzt werden. Die in diesem Zusammenhang stehende Auflösung der Zinszusatzreserve wird in der Position Veränderung der Deckungsrückstellung berücksichtigt. Die Realisierung der stillen Lasten führt zu einer reduzierten Nettoverzinsung, die im Planungszeitraum zwischen 1,8 % und 2,1 % schwankt. Ohne die geplanten Verlustrealisierungen läge sie zwischen 2,5 % und 2,9 %. Da der Bedarfszins im Planungszeitraum lediglich zwischen 0,4 % und 1,4 % liegt, wird dieser gleichwohl in jedem Planjahr übertroffen und das Kapitalanlageergebnis bleibt somit durchgehend deutlich positiv.

775. Die **nicht realisierten Gewinne aus den Kapitalanlagen der FLV** sinken in der Planung von 971,9 Mio. € im Jahr 2025 auf jährlich rd. 471,8 Mio. € bis 517,5 Mio. € in den Folgejahren und

-148,4 Mio. € in 2030 zurück. Der Vorzeichenwechsel ist gemäß NBG AG eine zu bereinigende technische Unfeinheit der aktuellen Planungsrunde und nicht als tatsächlich erwarteter Bewertungsverlust zu interpretieren. Die Bewertungsgutachterin hat diese Unfeinheit in der Zukunftserfolgsplanung entsprechend korrigiert. Sowohl die nicht realisierten Gewinne als auch die korrespondierenden nicht realisierten Verluste betreffen ausschließlich das fondsgebundene Geschäft. Nur die gemäß § 341d HGB zum Zeitwert bilanzierten Kapitalanlagen der FLV führen in den betreffenden GuV-Positionen zu nicht realisierten Wertveränderungen. Da die Deckungsrückstellung der FLV grundsätzlich dem Zeitwert der zugehörigen Kapitalanlagen entspricht, spiegeln sich diese Wertveränderungen der Größenordnung nach in der Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen wider. Die konventionellen Kapitalanlagen werden dagegen grundsätzlich unter Anwendung des gemilderten Niederstwertprinzips bewertet und sind daher in diesen GuV-Positionen für nicht realisierte Wertveränderungen nicht enthalten.

776. Ausgehend von 1.921,6 Mio. € im Jahr 2025 verringern sich die **Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.** auf 1.872,9 Mio. € im Jahr 2026 und erreichen 2027 mit 1.809,0 Mio. € ihren niedrigsten Wert. Danach steigen sie im Planungsverlauf auf bis zu 1.916,8 Mio. € im Jahr 2030 und damit nahezu auf das Ausgangsniveau von 2025. Da die maßgeblichen Schadenquoten über den Planungszeitraum weitgehend konstant fortgeschrieben werden, folgt die Entwicklung der Versicherungsaufwendungen im Wesentlichen dem zugrunde liegenden Beitragsverlauf. Nach den Planungsunterlagen wird die Position über die Schadenquoten gesteuert. Für das Berufsunfähigkeitsgeschäft wird im gesamten Planungszeitraum 2026 bis 2030 eine konstante Schadenquote angesetzt. Die Annahme basiert auf einer gemeinsam mit externen Experten durchgeführten Untersuchung und berücksichtigt einen Fünfjahresdurchschnitt. Die Sterblichkeits-Schadenquote wird für den gesamten Planungszeitraum ebenfalls konstant angesetzt. Diese entspricht in etwa dem Durchschnitt der vergangenen vier Geschäftsjahre. Im Berufsunfähigkeitsgeschäft sollen mittel- bis langfristig zudem neue Präventions- und Unterstützungsangebote die Schadenentwicklung dämpfen. Hierzu zählt insbesondere „mentalis", ein Bestandteil der neuen BU-Tarifgeneration, der perspektivisch auch auf den Bestand ausgeweitet werden soll.

777. Die **übrigen vt. Netto-Rückstellungen** umfassen im Wesentlichen die Deckungsrückstellung nach Abzug der vertraglich bestimmten Rückversicherungsanteile. Die konventionelle Deckungsrückstellung wird grundsätzlich prospektiv als Barwert der künftigen Versicherungsleistungen und Kosten abzüglich des Barwerts der künftigen Beiträge ermittelt. Dabei werden insbesondere der Rechnungszins, biometrische Rechnungsgrundlagen und Kostenannahmen berücksichtigt. Für Verträge, deren garantierter Rechnungszins über dem maßgeblichen Referenzzins liegt, ist innerhalb der Deckungsrückstellung eine zusätzliche Zinsvorsorge („Zinszusatzreserve“, „ZZR“) zu bilden. Bei fondsgebundenen Lebensversicherungen entspricht die vt. Rückstellung, soweit der Versicherungsnehmer das

Kapitalanlagerisiko trägt, grundsätzlich dem Wert der zugehörigen Fondsanlagen und folgt damit deren Marktwertentwicklung. Rückstellungen für noch nicht abgewickelte Versicherungsfälle sowie die Rückstellung für Beitragsrückerstattung sind in den übrigen vt. Netto-Rückstellungen nicht enthalten und werden gesondert ausgewiesen. Im Planungszeitraum verändern sich die übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen von -834,8 Mio. € im Jahr 2025 über jährliche Beträge zwischen rd. -406,3 Mio. € und -573,4 Mio. € in den Jahren 2026 bis 2029 auf +221,5 Mio. € im Jahr 2030.[215] Einen wesentlichen gegenläufigen Effekt bildet der geplante Abbau der ZZR. Aufgrund des ab 2027 unterstellten Anstiegs des Referenzzinses auf Basis der Zinsannahmen zum 31. Juli 2025 plant die NLV jährliche ZZR-Auflösungen von 50,4 Mio. € (2026), 235,1 Mio. € (2027), 199,5 Mio. € (2028), 158,7 Mio. € (2029) und 132,8 Mio. € (2030). Damit werden über den gesamten Planungszeitraum insgesamt rund 776,5 Mio. € der ZZR aufgelöst. Ausgehend vom testierten Bestand von 1.307,0 Mio. € zum Jahresende 2025 ergeben sich rechnerische Restbestände von rd. 530,5 Mio. € zum Jahresende 2030.

778. Die **Aufwendungen für Beitragsrückerstattungen f.e.R.** erfassen die jährliche Zuführung zur Rückstellung für Beitragsrückerstattung (RfB). Sie bilden damit den Teil des Rohüberschusses ab, der nicht an die Muttergesellschaft abgeführt, sondern den Versicherungsnehmern im Rahmen der Überschussbeteiligung zugutekommt. Die MindZV verlangt grundsätzlich, dass mindestens 90 % des Kapitalanlage- und Risikoergebnisses sowie mindestens 50 % des sonstigen Ergebnisses den Versicherungsnehmern zugutekommen. Im Zeitraum von 2023 bis 2025 lag die Beteiligungsquote im Durchschnitt bei rd. 88 % bis 89 % des Rohüberschusses. Gemäß Planungsrechnung sinkt die RfB-Zuführung zunächst auf 348,7 Mio. € im Jahr 2026. Anschließend steigt sie deutlich auf 478,0 Mio. € im Jahr 2027 und 503,9 Mio. € im Jahr 2028, bevor sie bis 2030 auf 477,3 Mio. € zurückgeht. Dieser Verlauf entspricht im Wesentlichen der Entwicklung des Rohüberschusses. Als wesentlicher Treiber des Anstiegs ab 2027 ist die Auflösung der Zinszusatzreserve anzusehen.

779. Die **Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.** steigen von dem besonders niedrigen Ist-Wert von 219,4 Mio. € im Jahr 2025 auf 330,6 Mio. € im Jahr 2026 und anschließend schrittweise auf 351,8 Mio. € im Jahr 2030. Damit nähern sie sich wieder dem Niveau der Jahre 2023 und 2024 an. Wesentlicher Treiber sind die Abschlusskosten. Mit dem Wachstum der Beitragssumme des Neugeschäfts und dem steigenden Anteil der Berufsunfähigkeitsversicherung erhöht sich die Provisionsquote von 3,4 % auf 3,6 %. Da zugleich die Quote der sonstigen Abschlusskosten von 1,4 % auf 1,1 % sinkt, geht die

[215] Der Vorzeichenwechsel im Jahr 2030 ist auf die methodische Unschärfe bei der Abbildung der nicht realisierten Gewinne aus fondsgebundenen Versicherungen zurückzuführen. Die Bewertungsgutachterin hat diese Unschärfe in der Zukunftserfolgsplanung entsprechend korrigiert.

Abschlusskostenquote im Planungszeitraum insgesamt leicht von 4,8 % auf 4,7 % zurück. Die Verwaltungskostenquote entwickelt sich mit 3,9 % in den Jahren 2026 und 2027, einem investitionsbedingten Zwischenhoch von 4,0 % im Jahr 2028 und 3,8 % im Jahr 2030 weitgehend stabil. Entlastend wirken das abgeschlossene Kostenprogramm „Fit für die Zukunft“.

780. Das **versicherungstechnische Ergebnis f.e.R.** geht von 109,6 Mio. € im Jahr 2025 auf bis zu 53,0 Mio. € im Jahr 2029 zurück. Ab 2030 ist ein Anstieg auf 56,6 Mio. € zu verzeichnen. Die beiden GuV-Positionen der fondsgebundenen Lebensversicherung, die nicht realisierten Gewinne und Verluste aus Kapitalanlagen sowie die hierdurch maßgeblich (jedoch nicht ausschließlich) beeinflusste Veränderung der übrigen vt. Netto-Rückstellungen gleichen sich aufgrund des Spiegelmechanismus nach § 341d HGB über den Planungszeitraum weitgehend aus. Trotz erheblicher Schwankungen der Einzelpositionen (und der technischen Unstimmigkeit im Jahr 2030) ergibt sich insgesamt ein leicht positiver Ergebniseffekt. Der Rückgang des vt. Ergebnisses ist daher im Wesentlichen auf zwei operative Faktoren zurückzuführen. Einerseits die Normalisierung der Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb, ausgehend von dem ungewöhnlich niedrigen Ist-Wert des Jahres 2025, sowie die steigende Zuführung zur Rückstellung für Beitragsrückerstattung. Letztere folgt dem insbesondere durch die Auflösung der Zinszusatzreserve erhöhten Rohüberschuss und führt einen wesentlichen Teil davon den Versicherungsnehmern zu.

781. Das **außerordentliche Ergebnis** ist bis 2027 durch Restrukturierungsaufwendungen belastet und soll anschließend entfallen. Das bereinigte Ergebnis vor Steuern geht gegenüber dem hohen Ist-Niveau 2025 zurück. Maßgeblich sind das niedrigere versicherungstechnische Ergebnis.

782. Das **neutrale Ergebnis** enthält die von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Bereinigungen. Für das Jahr 2025 werden im sonstigen Ergebnis periodenfremde Zinsaufwendungen aus Konzernumlagen i.H.v. 6,5 Mio. € eliminiert.

783. Der **Steueraufwand** i.H.v. 74,7 Mio. € im Jahr 2025 enthält periodenfremde Erträge aus Ertragsteuern von 7,0 Mio. €, periodenfremde Aufwendungen aus Ertragsteuern von 3,6 Mio. € sowie periodenfremde Aufwendungen aus sonstigen Steuern für Vorjahre von 39,9 Mio. €. Der letztgenannte Betrag betrifft eine einmalige Steuernachbelastung einschließlich Zinsen infolge der geänderten umsatz- und ertragsteuerlichen Behandlung von Verwaltungskostenrückvergütungen . Die Bewertungsgutachterin hat diese periodenfremden Effekte bei der Ermittlung des nachhaltigen Steueraufwands i.H.v. insgesamt 36,4 Mio. € bereinigt. Das **Ergebnis nach Steuern** steigt im Planungszeitraum kontinuierlich von 48,9 Mio. € im Jahr 2026 auf 53,5 Mio. € im Jahr 2030.

784. Die **aufsichtsrechtliche Bedeckungsquote** der NLV belief sich zum 31. Dezember 2025 auf 512,8 % und zum Ende des ersten Quartals 2026 auf 507,9 %. In der Planung sinkt sie zunächst auf 448,6 % im Jahr 2026, erreicht 2028 mit 481,6 % einen zwischenzeitlichen Höchststand und geht bis 2030 auf 452,6 % zurück. Den insbesondere infolge des ZZR-Abbaus steigenden Eigenmitteln stehen wachsende Kapitalanforderungen aus dem Bestandswachstum und der risikoreicheren strategischen Asset-Allokation gegenüber. Die Quote liegt durchgehend deutlich über der internen Mindestquote der NLV von 130 % und der internen Zielquote von 200 %. Die Summe aus **wirtschaftlichem Eigenkapital, freier RfB und Bewertungsreserven** steigt von 233,7 Mio. € im Jahr 2026 auf rund 2,0 Mrd. € im Jahr 2030. Maßgeblich hierfür ist die Erholung der Bewertungsreserven von -832,7 Mio. € auf 752,9 Mio. €, die vor allem aus dem Abbau stiller Lasten bei festverzinslichen Wertpapieren sowie aus erwarteten Kursgewinnen bei Aktien und alternativen Anlagen resultiert. Gleichzeitig erhöht sich das wirtschaftliche Eigenkapital durch jährliche Einzahlungen in die Kapitalrücklage von 325,0 Mio. € in 2026 auf 365,0 Mio. € in 2030, während die freie RfB im gleichen Zeitraum mit 741,4 Mio. € bis 883,6 Mio. € vergleichsweise stabil bleibt.

ff) Ableitung der Zukunftserfolgsplanung

785. Die Bewertungsgutachterin hat das nachhaltige Ergebnis ausgehend vom letzten Planjahr 2030 abgeleitet und grundsätzlich unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate fortgeschrieben. Die nachfolgende Tabelle stellt die Zukunftserfolgsplanung einschließlich der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der NLV dar:

Zukunftserfolgsplanung NÜRNBERGER Lebensversicherung AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Gebuchte Bruttobeiträge	2.188	2.191	2.199	2.211	2.227	2.238
Abgegebene RV-Beiträge	-71	-75	-79	-82	-85	-85
Gebuchte Netto-Beiträge	**2.117**	**2.115**	**2.120**	**2.129**	**2.142**	**2.153**
Veränderung Netto-Beitragsüberträge	0	0	0	0	0	0
Verdiente Beiträge f.e.R.	**2.117**	**2.115**	**2.120**	**2.129**	**2.142**	**2.153**
Beiträge aus der RfB	156	158	160	162	164	165
Erträge aus Kapitalanlagen	513	542	605	626	600	902
Nicht realisierte Gewinne aus Kapitalanlagen der FLV	518	472	488	504	518	545
Sonstige versicherungstechnische Erträge f.e.R.	1	1	1	7	10	10
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-1.873	-1.809	-1.852	-1.907	-1.917	-1.926
Veränderung der übrigen vt. Netto-Rst.	-573	-399	-406	-411	-445	-582
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f.e.R.	-349	-478	-504	-500	-477	-663
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-331	-348	-349	-350	-352	-354
Aufwendungen für Kapitalanlagen	-77	-169	-188	-188	-169	-169
Nicht realisierte Verluste aus Kapitalanlagen der FLV	0	0	0	0	0	0
Sonstige vt. Aufwendungen f.e.R.	-33	-25	-19	-19	-19	-19
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	**70**	**60**	**54**	**53**	**57**	**61**
Sonstige Erträge	138	139	138	137	135	136
Sonstige Aufwendungen	-114	-114	-114	-112	-111	-108
Außerordentliches Ergebnis / neutrales Ergebnis	-7	-7	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern	**87**	**78**	**78**	**78**	**81**	**89**
Steuern	-38	-29	-28	-26	-27	-24
Ergebnis nach Steuern	**49**	**49**	**50**	**52**	**53**	**65**

Nachrichtlich

Wachstum Gebuchte Bruttobeiträge	-1,0%	0,1%	0,4%	0,6%	0,7%
Verwaltungsquote	3,9%	3,9%	4,0%	3,9%	3,8%
Abschlusskostenquote	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,7%
Überschussverwendungsquote	87,7%	90,7%	90,9%	90,6%	89,9%
Solvabilitätsquote	448,6%	471,4%	481,6%	478,4%	452,6%

Quelle: NLV-Planungsrechnung; VT; eigene Analysen

Tabelle 37: NLV – Zukunftserfolgsplanung

786. Die Bewertungsgutachterin hat im Rahmen der Zukunftserfolgsplanung zwei Unschärfen in der Managementplanung korrigiert. Für das Jahr 2030 wurde bei den Kapitalanlagen der fondsgebundenen Lebensversicherung ein nicht realisierter Verlust von 148,4 Mio. € ausgewiesen. Dies führte zu einem unbegründeten Vorzeichenwechsel hin zu einer Rückstellungsauflösung von 221,5 Mio. € bei den übrigen versicherungstechnischen Rückstellungen. Tatsächlich hätte ein nicht realisierter Gewinn von 518,4 Mio. € angesetzt werden müssen, was zu einer Zuführung der übrigen versicherungstechnischen Rückstellungen von -445,3 Mio. € führt. Diese Anpassungen wurden durch die Bewertungsgutachterin im Planjahr 2030 entsprechend berücksichtigt. Das versicherungstechnische Ergebnis 2030 bleibt mit 57 Mio. € unverändert.

787. Für den Übergang von der Detailplanungsphase in die ewige Rente hat die Bewertungsgutachterin abweichend von der Fortschreibung mit der nachhaltigen Wachstumsrate die nachfolgend dargestellten Anpassungen vorgenommen:

788. Die Bewertungsgutachterin hat das nachhaltige Kapitalanlageergebnis unter Berücksichtigung der auslaufenden Altbestands und der zu erwartenden Wiederanlagerenditen ermittelt. Zur Abbildung der langfristigen Entwicklung hat sie die einzelnen Bestandteile des Kapitalanlageportfolios analysiert und über den Planungszeitraum hinaus bis zur Endfälligkeit fortgeschrieben. Für den Teil des Portfolios, der bereits bis zum Ende des Jahres 2030 ausgelaufen ist, wurde mit Eintritt in die Phase der Ewigen Rente die erwartete langfristige Ziel- bzw. Wiederanlagerendite des Portfolios zugrunde gelegt. Für Kapitalanlagen, deren vertragliche Laufzeit nach dem Jahr 2030 endet, hat die Bewertungsgutachterin bei Endfälligkeit eine schrittweise Wiederanlage zu den langfristig geplanten Ziel- bzw. Wiederanlagerenditen unterstellt. Bei der NLV betraf dies rund 57 % des Kapitalanlageportfolios. Auf dieser Grundlage hat sie einen Verzinsungspfad abgeleitet, der die sukzessive Umschichtung des bestehenden Portfolios in die langfristige Zielstruktur abbildet. Aufgrund der Laufzeiten des Altbestands, insbesondere der langen Laufzeiten von Staatsanleihen, nähert sich die Kapitalanlageverzinsung dem langfristigen Zielniveau erst über mehrere Jahrzehnte an.

789. Zur Ermittlung eines effektiven, auf das Jahr 2031 bezogenen Kapitalanlagesatzes hat die Bewertungsgutachterin den Verzinsungspfad ab dem Jahr 2031 mit den Kapitalkosten auf den Beginn der ewigen Rente ab 2031 diskontiert und zu einer barwertäquivalenten konstanten Kapitalanlagerendite verdichtet. Hieraus ergab sich eine nachhaltige Kapitalanlageverzinsung von rund 3,5 %.

790. Vor dem Hintergrund, dass die Kosten der Kapitalanlage nicht in der nachhaltigen Kapitalanlageverzinsung enthalten sind, hat die Bewertungsgutachterin im nachhaltigen Kapitalanlageergebnis Aufwendungen für Kapitalanlagen in Höhe von 9 Basispunkten bezogen auf den nachhaltigen Kapitalanlagebestand zu Buchwerten angesetzt.

791. Die Bewertungsgutachterin hat die nicht realisierten Gewinne aus den Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung ausgehend vom korrespondierenden nachhaltigen Kapitalanlagebestand fortgeschrieben. Nach ihren Ausführungen hatte diese Fortschreibung keine Auswirkungen auf das der NLV zuzurechnende Ergebnis vor Steuern.

792. Die Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen in der ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin auf Grundlage des für das Jahr 2030 geplanten Betrags fortgeschrieben. Eine gesonderte Auflösung der zum Ende des Detailplanungszeitraums

bestehenden Zinszusatzreserve hat sie für die ewige Rente nicht unterstellt, da diese bereits implizit im nachhaltigen Kapitalanlageergebnis berücksichtigt worden sei.

793. Die nachhaltigen Aufwendungen für Beitragsrückerstattungen f.e.R. hat die Bewertungsgutachterin gegenüber dem Detailplanungszeitraum erhöht. Ursächlich hierfür war das höhere nachhaltige Kapitalanlageergebnis. Da dieses überwiegend den Versicherungsnehmern zusteht, führt die Verbesserung des Kapitalanlageergebnisses nur in begrenztem Umfang zu einer Erhöhung des Ergebnisses vor Steuern der NLV.

794. Zur Ermittlung der nachhaltigen Aufwendungen für Beitragsrückerstattungen hat die Bewertungsgutachterin eine Überschussverwendungsquote von rund 90,7 % angesetzt. Diese entspricht dem Durchschnitt der für die Jahre 2028 und 2029 geplanten Überschussverwendungsquoten. Mit diesem Ansatz hat die Bewertungsgutachterin die langfristige Beteiligung der Versicherungsnehmer am Überschuss in der ewigen Rente abgebildet.

795. Für die ewige Rente hat die Bewertungsgutachterin ein Wachstum des Geschäftsvolumens entsprechend der nachhaltigen Wachstumsrate von 0,5 % unterstellt. Aus diesem Wachstum ergibt sich ein entsprechender Eigenkapitalbedarf. Zur dauerhaften Aufrechterhaltung der geplanten Eigenkapitalquote hat die Bewertungsgutachterin daher eine wachstumsbedingte nachhaltige Thesaurierung von 0,5 % angesetzt, die das ausschüttungsfähige Ergebnis entsprechend reduziert.

Zusammenfassendes Urteil zur Plausibilität der Zukunftserfolgsplanung

796. Wir haben im Rahmen unserer Angemessenheitsprüfung die rechnerische und formelle Plausibilität der der Bewertung zugrunde gelegten Zukunftserfolgsplanung der NLV untersucht. Dabei haben wir weder rechnerische Inkonsistenzen noch Inkonsistenzen bei den Annahmen innerhalb einzelner Teilpläne festgestellt.

797. Darüber hinaus haben wir die interne und externe Plausibilität der Zukunftserfolgsplanung untersucht. Die interne und externe Plausibilität ist gegeben, wenn die Annahmen und Planansätze für den jeweiligen Anlass nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind, d.h. wenn sie in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse sind.

798. Die wesentlichen Ergebnisse unserer Prüfung der Planungsrechnung der NLV fassen wir wie folgt zusammen:

- Im historischen Vergleich erachten wir die für 2026 bis 2030 geplanten gebuchten Bruttobeiträge der NLV als plausibel. Die für 2025 bis 2030 geplante durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 0,1 % p.a. liegt über den historischen Wachstumsraten der NLV. Von 2015 bis 2025 betrug die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) -0,3 % und der arithmetische Mittelwert der jährlichen Wachstumsraten lag bei -0,5 %. Auch der Marktvergleich stützt die Planung. Von 2015 bis 2025 wuchsen die gesamten Beitragseinnahmen im deutschen Lebensversicherungsmarkt um durchschnittlich 0,4 % jährlich, die laufenden Beiträge jedoch nur um 0,1 % jährlich (vgl. Tz. 201 f.). Das Wachstum der laufenden Beiträge bildet angesichts des geringen Anteils an Einmalbeiträgen bei der NLV den aussagekräftigeren Vergleichsmaßstab. Das moderate geplante Wachstum steht zudem im Einklang mit dem langfristig rückläufigen Vertragsbestand. Seit rund 20 Jahren werden weniger Lebensversicherungsverträge neu abgeschlossen, als aus dem Bestand ausscheiden. Dass die laufenden Beiträge im Markt dennoch weitgehend stabil bleiben, ist vor allem auf jährliche Beitragserhöhungen durch Dynamikklauseln zurückzuführen (vgl. Tz. 201). Auch das Vorgehen der Bewertungsgutachterin, die geplanten Bruttobeiträge in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate fortzuschreiben erachten wir als plausibel.

- Wir erachten die geplanten Verwaltungs- und Abschlusskosten als plausibel. Die Verwaltungskostenquote von 3,8 % bis 4,0 % liegt im Planungszeitraum 2026 bis 2030 innerhalb der historischen Bandbreite der NLV und entspricht dem Niveau der letzten drei Ist-Jahre von 3,8 % bis 4,0 %. Der Abstand zum Marktdurchschnitt von rund 2,3 % (vgl. Tz. 230) besteht bereits seit Längerem und ist insbesondere durch den hohen Anteil an Kleinlebensversicherungen mit niedrigen Beiträgen bedingt. Die Abschlusskostenquote der NLV sank von rund 6,0 % bis 6,5 % in den Jahren 2015 bis 2021 auf 4,8 % im Jahr 2025. Damit näherte sie sich dem Marktdurchschnitt der letzten 10 Jahre von 4,6 % weitgehend an. Die Planungsrechnung führt dieses Niveau mit 4,7 % bis 4,8 % fort und unterstellt damit eine Quote die leicht oberhalb des durchschnittlichen historischen Marktniveaus, jedoch innerhalb der Bandbreite des Marktniveaus im selbigen Zeitraum liegt (vgl. Tz. 230). Das Vorgehen der Bewertungsgutachterin, die geplanten Verwaltungs- und Abschlusskosten in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate fortzuschreiben ist nicht zu beanstanden.

- Insgesamt erachten wir das geplante Kapitalanlageergebnis der NLV auch mit Blick auf den Trend der Kapitalanlagerendite im Gesamtmarkt (vgl. Tz. 214) sowie der Kapitalmarktannahmen der NLV, welche die Grundlage der Planung des Kapitalanlageergebnis bilden (vgl. Tz. 551 f.) als plausibel.

- Die für 2026 bis 2030 geplante Überschussverwendungsquote von 87,7 % bis 90,9 % erachten wir im historischen Vergleich als plausibel. Sie liegt weitgehend innerhalb der bisherigen Bandbreite der NLV von 87,9 % bis 90,5 % und erfüllt nach den zugrunde gelegten Angaben die regulatorischen Anforderungen. Für die ewige Rente hat die Bewertungsgutachterin aus dem Durchschnitt der Planjahre 2028 und 2029 eine nachhaltige Quote von 90,7 % abgeleitet. Sowohl in der Detailplanung als auch in der ewigen Rente liegen die angesetzten Quoten unterhalb beziehungsweise am unteren Ende der im Gesamtmarkt von 2015 bis 2024 beobachteten Bandbreite von 90,0 % bis 96,3 % (vgl. Tz. 233 f.). Für die Minderheitsaktionäre ist eine niedrigere Überschussverwendungsquote grundsätzlich bei sonst gleichen Bedingungen vorteilhaft: Eine niedrigere Überschussverwendungsquote erhöht den Unternehmenswert, eine höhere mindert ihn. Die für den Planungszeitraum geplante und von der Bewertungsgutachterin in der ewigen Rente angesetzte Überschussverwendungsquote erachten wir insgesamt als plausibel.

- Die Solvabilitätsquote der NLV lag im gesamten Zeitraum von 2016 bis 2025 deutlich über dem Marktniveau, zuletzt mit 544 % gegenüber 294 % im Markt im Jahr 2024. Im Planungszeitraum gehen die Bedeckungsquoten der NLV auf ein Niveau von rd. 450 % zurück. Sie liegen damit unter dem Niveau der letzten Jahre, aber weiterhin über dem 10-Jahres-Durchschnitt des Gesamtmarktes von rd. 400 %. Da die Übergangsmaßnahme seit 2024 nicht mehr angewendet wird, ist die Planung mit den historischen Quoten ohne Übergangsmaßnahme zu vergleichen. Insgesamt erachten wir die geplanten Solvabilitätsquoten insbesondere im Vergleich zu den historischen Quoten der NLV als plausibel. Die NLV verfügt auch im Planungszeitraum über eine Überdeckung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen.

799. In der Gesamtbetrachtung erachten wir die Planungsrechnung der NLV als plausibel. Sie beruht auf einer sachgerechten Methodik, einer vollständigen Datenbasis, ist der Höhe nach vertretbar und rechnerisch richtig.

gg) Ableitung der Nettoausschüttungen

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

Nettoausschüttungen NÜRNBERGER Lebensversicherung AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Ergebnis nach Steuern	49	49	51	52	53	65
Gewinnthesaurierung	-10	-10	-10	-10	-10	-2
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	**39**	**39**	**41**	**42**	**43**	**63**
Ausschüttungsquote	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*50,0%*
Dividende (vor pers. Steuern)	39	39	41	42	43	32
- Pers. Steuern auf Dividende	-10	-10	-11	-11	-11	-8
Dividende (nach pers. Steuern)	**29**	**29**	**30**	**31**	**32**	**23**
Fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)	0	0	0	0	0	32
- Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung	0	0	0	0	0	-4
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**27**
Nettoausschüttungen	**29**	**29**	**30**	**31**	**32**	**51**

Quelle: ValueTrust, eigene Analysen

Tabelle 38: NLV – Nettoausschüttungen

801. Für die Detailplanungsphase hat die Bewertungsgutachterin, abweichend vom bestehenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit der NBG AG, gemäß den Annahmen des Vorstands der NLV zur Erhaltung des Eigenkapitals in jedem Planjahr eine Thesaurierung von 10,0 Mio. € berücksichtigt. Der verbleibende Betrag wurde ausgeschüttet.

802. Die Bewertungsgutachterin geht davon aus, dass mit dem Wachstum des Geschäftsvolumens in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate auch der Eigenkapitalbedarf entsprechend steigt. Um die geplante Eigenkapitalquote dauerhaft zu erhalten, hat sie eine wachstumsbedingte nachhaltige Thesaurierung in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate angesetzt, die das ausschüttungsfähige Ergebnis in der ewigen Rente reduziert.

803. In der ewigen Rente (ab 2031) hat die Bewertungsgutachterin eine Ausschüttungsquote von 50,0 % angesetzt, die sich in der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens deutscher Unternehmen orientiert. Die Wertbeiträge aus Thesaurierungen werden dem Anteilseigner in der Phase der ewigen Rente fiktiv unmittelbar zugerechnet.

804. In Bezug auf die Annahmen zur Besteuerung auf Anteilseignerebene verweisen wir auf Abschnitt D.V.h).

hh) Ertragswert des operativen Geschäfts

805. Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts dargestellt:

Ertragswert NÜRNBERGER Lebensversicherung AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Nettoausschüttungen	**29**	**29**	**30**	**31**	**32**	**51**
Kapitalisierungszinssatz	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	6,68%
Barwertfaktor	0,934	0,872	0,814	0,760	0,709	10,610
Barwerte jeweils zum 31.12.2025	**27**	**25**	**24**	**23**	**23**	**537**

Ertragswert zum 31. Dezember 2025	**659**
Aufzinsungsfaktor	1,061
Ertragswert zum 12. November 2026	**700**

Quelle: ValueTrust; eigene Analysen

Tabelle 39: NLV – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 12. November 2026

806. Der **Ertragswert** des operativen Geschäfts der NLV beträgt zum 12. November 2026 somit insgesamt rd. **700 Mio. €.**

b) NÜRNBERGER Krankenversicherung AG („NKV“)

aa) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

807. Die rechtlichen Verhältnisse der NKV stellen sich zum 31. Dezember 2025 wie folgt dar.

Firma:	NÜRNBERGER Krankenversicherung AG
Sitz:	Nürnberg
Satzung:	Fassung vom 10. Oktober 2023
Rechtsform:	Aktiengesellschaft
Handelsregister:	Amtsgericht Nürnberg, HRB 10668
Gegenstand des Unternehmens:	Gegenstand des Unternehmens ist der Betrieb der privaten Krankenversicherung, der Betrieb der Rückversicherung in der privaten Krankenversicherung, die Vermittlung von Versicherungen aller Art und anderer Verträge, die mit dem Betrieb der Krankenversicherung in Zusammenhang stehen, sowie die Beteiligung an gleichartigen oder ähnlichen Unternehmen. Geschäftsbereich ist das In- und Ausland.
Geschäftsjahr:	Kalenderjahr
Grundkapital:	Das voll eingezahlte Grundkapital beträgt 10.000.000,00 € und ist eingeteilt in 10.000 auf den Namen lautende, vinkulierte Stückaktien.
Aktionärsstruktur:	Alleinige Aktionärin ist die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG, Nürnberg (NBG) – 100 % der Anteile.
Aufsichtsrat:	• Katja Briones-Schulz (Vorsitzende) • Wolfram Politt (stellv. Vorsitzender) • Dr. Peter Ott (seit 1. Januar 2026)
Vorstand:	• Christian Barton • Andreas Lauth • Dr. Jobst Leikeb
Verbundene Unternehmen/ Beteiligungen:	Zu den wesentlichen Beteiligungen der NKV gehören u.a.: • EIG Energy Fund XVI (Scotland), L.P., Washington, DC/USA • heal.capital I GmbH & Co. KG, Berlin • Carl C-Immo GmbH & Co. KG, Frankfurt am Main • Carl HR GmbH & Co. KG, München
Wesentliche Verträge:	Zwischen der NKV und der NBG AG besteht ein Beherrschungsvertrag (seit 2017.
Steuerliche Verhältnisse:	Die Gesellschaft wird beim Finanzamt Nürnberg unter der Steuernummer 241/101/00104 geführt. Es besteht eine umsatzsteuerliche Organschaft mit der NBG AG als Organträgerin. Eine ertragsteuerliche Organschaft besteht nicht.

Quelle: NKV

Tabelle 40: NKV – Rechtliche Verhältnisse

808. Zwischen der NKV und der NBG AG besteht eine umsatzsteuerliche Organschaft mit der NBG AG als Organträgerin. Eine körperschaft- und gewerbesteuerliche Organschaft besteht bei der NKV nicht.

809. Derzeit findet eine Betriebsprüfung für die Steuerarten Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer und Umsatzsteuer für die Geschäftsjahre 2019 bis 2022 statt. Soweit Feststellungen vorliegen bzw. Risiken ersichtlich sind, wurde eine entsprechende Risikovorsorge getroffen.

bb) Wirtschaftliche Grundlagen

810. Kernprodukt der NKV ist die Krankheitskosten-Vollversicherung einschließlich der Pflegepflichtversicherung als Ersatz für die gesetzliche Krankenversicherung. Daneben bietet die Gesellschaft ein breites Spektrum an Kranken-Zusatzversicherungen an (betriebliche Krankenversicherung, Krankentagegeld-, Pflegezusatz- einschließlich der staatlich geförderten ergänzenden Pflegeversicherung sowie sonstige Ergänzungstarife einschließlich Krankenhaustagegeld) und betreibt zudem die Auslandsreisekrankenversicherung. Zum 31. Dezember 2025 waren – ohne Auslandsreisekrankenversicherung – 464.248 Personen bei der NKV versichert (davon 37.632 mit Krankheitskosten-Vollversicherung und 426.616 mit einer Zusatzversicherung), bei gebuchten Bruttobeiträgen von 332,5 Mio. € (Vorjahr 318,6 Mio. €, +4,4 %). Der Vertrieb erfolgt konzerneinheitlich über die fünf Vertriebswege der NÜRNBERGER Versicherung.

811. In der passiven Rückversicherung bestehen ein Schadenexzedenten-Rückversicherungsvertrag für die Krankheitskosten-Vollversicherung (Priorität 500 T€ je Versicherungsnehmer und Geschäftsjahr) sowie ein Einzelschadenexzedenten-Vertrag für die Auslandsreisekrankenversicherung. Darüber hinaus besteht seit dem Geschäftsjahr 2024 ein Finanzrückversicherungsvertrag im Sinne von § 167 VAG.

812. Im Kundengeschäft wird zwischen Privatkunden mit Vollversicherung beziehungsweise Zusatzversicherung und gewerblichen Kunden mit betrieblicher Krankenversicherung unterschieden, wobei die Produktlinien getrennt kalkuliert werden. Tarife nach Art der Schadenversicherung sind profitabler, weil der Rohüberschuss nicht der Rückstellung für Beitragsrückerstattung zugeführt werden muss. Wachstum wird in den kommenden Jahren vor allem in der betrieblichen Krankenversicherung und in der Zusatzversicherung erwartet, auch infolge erwarteter Leistungskürzungen in der gesetzlichen Krankenversicherung, während die Vollversicherung nach der Zahl der Versicherten stagniert und nur beitragsseitig über Beitragsanpassungen wächst.

813. Der Vertrieb erfolgt über alle fünf Vertriebswege der NÜRNBERGER Versicherung, wobei rund drei Viertel des Neugeschäfts in der betrieblichen Krankenversicherung über Makler

abgeschlossen werden und die Ausschließlichkeit ebenfalls gestärkt werden soll. Als Wachstumsfelder werden die Zusatzversicherung und die betriebliche Krankenversicherung benannt, ergänzt um eine Neugeschäftssteigerung in der Vollversicherung zum mittelfristigen Bestandserhalt. Zur Stabilisierung der Schadenquoten werden die Investitionen in Personal und Technik erhöht, unter anderem durch eine konsequentere Nutzung von Kürzungspotentialen bei Leistungsanträgen und einen weiteren Ausbau des Betrugsmanagements, ergänzt um eine stärkere Verankerung von Prävention in Produkten und Services. Die mittelfristigen Kostenziele werden laufenden Planungsprozess aktualisiert und dabei höher angesetzt als in der vorangegangenen Planung, ohne dass dies die Ziele für den Jahresüberschuss beeinträchtigen soll.

814. In der Krankenversicherung besteht ein starker Preiswettbewerb in allen Geschäftsfeldern sowie eine hohe Regulierungsdichte, unter anderem durch das Implantateregister, die Gebührenordnung für Ärzte (GOÄ)-Reform und die elektronische Patientenakte. Die NKV orientiert sich dabei nicht an einem einzelnen Wettbewerber, sondern am Preis-Leistungs-Verhältnis der jeweils führenden Anbieter je Geschäftsfeld, mit der Prävention als Differenzierungsmerkmal.

815. Konzernweit gültig für alle drei Gesellschaften sind die einheitlichen fünf Vertriebswege (Autohaus, Generalagenten, Familienschutz, Makler/Mehrfachagenturen, Online-Vertrieb).

cc) Vermögens- und Finanzlage

816. Die Analyse der VFE-Lage wurde auf Basis der geprüften und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Einzelabschlüsse der NKV nach HGB für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 durchgeführt.

817. Nachfolgend wird die Vermögens- und Kapitalstruktur der NKV zu den jeweiligen Bilanzstichtagen für die Jahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

NÜRNBERGER Krankenversicherung AG HGB-Einzelabschluss	31.12.2023 in Mio.€	 *in %*	31.12.2024 in Mio.€	 *in %*	31.12.2025 in Mio.€	 *in %*
A. Immaterielle Vermögensgegenstände	5	*0,3*	0	*0,0*	0	*0,0*
B. Kapitalanlagen	1.764	*97,7*	1.863	*97,9*	1.960	*97,3*
C. Forderungen	6	*0,3*	10	*0,5*	13	*0,6*
D. Sonstige Vermögensgegenstände	7	*0,4*	5	*0,3*	15	*0,7*
E. Rechnungsabgrenzungsposten	17	*0,9*	18	*1,0*	21	*1,0*
F. Aktive latente Steuern	6	*0,3*	7	*0,4*	6	*0,3*
Summe der Aktiva	**1.805**	***100,0***	**1.903**	***100,0***	**2.015**	***100,0***
A. Eigenkapital	37	*2,0*	38	*2,0*	40	*2,0*
B. Versicherungstechnische Rückstellungen	1.745	*96,6*	1.842	*96,8*	1.949	*96,7*
C. Andere Rückstellungen	10	*0,6*	9	*0,5*	9	*0,4*
D. Andere Verbindlichkeiten	14	*0,8*	14	*0,7*	16	*0,8*
E. Rechnungsabgrenzungsposten	0	*0,0*	0	*0,0*	0	*0,0*
Summe der Passiva	**1.805**	***100,0***	**1.903**	***100,0***	**2.015**	***100,0***

Quelle: Prüfungsberichte der NKV 2003, 2024 und 2025

Tabelle 41: NKV – Vermögens- und Finanzlage

818. Die **Bilanzsumme** ist im Betrachtungszeitraum durchgehend von 1.804,9 Mio. € im Jahr 2023 auf 2.014,7 Mio. € im Jahr 2025 gestiegen. Dies entspricht einem Gesamtanstieg von rund 11,6 %. Die Bilanzstruktur blieb dabei weitgehend unverändert. Auf der Aktivseite entfielen jeweils mehr als 97 % der Bilanzsumme auf die Kapitalanlagen. Auf der Passivseite machten die versicherungstechnischen Rückstellungen ebenfalls knapp 97 % der Bilanzsumme aus.

819. Der Rückgang der **immateriellen Vermögensgegenstände** im Jahr 2024 auf nahezu 0,0 Mio. € ist auf die außerplanmäßige Abschreibung geleisteter Anzahlungen von 4,7 Mio. € für die Lizenz des neuen Bestandssystems Kranken zurückzuführen.

820. Die **Kapitalanlagen** sind durchgehend von 1.763,5 Mio. € im Jahr 2023 auf 1.959,9 Mio. € im Jahr 2025 gestiegen. Maßgeblich hierfür war der deutliche Aufbau von Aktien, Investmentanteilen und sonstigen nicht festverzinslichen Wertpapieren. Die sonstigen Ausleihungen gingen dagegen zurück. Die NKV nimmt das Bewertungswahlrecht nach § 341b Abs. 2 zweiter Halbsatz HGB in Anspruch. Zum 31. Dezember 2025 bewertete sie deshalb Wertpapiere mit einem Buchwert von 1.423,8 Mio. € zu fortgeführten Anschaffungskosten und nicht zum Zeitwert. Die Nettoverzinsung der Kapitalanlagen lag in den Jahren 2023 bis 2025 zwischen 2,1 % und 2,5 %. Sie überstieg damit durchgehend den durchschnittlichen Rechnungszins der Deckungsrückstellung, der zwischen 1,8 % und 1,9 % lag.

821. Die **Forderungen aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft** blieben im Betrachtungszeitraum weitgehend konstant. Sie bestanden im Wesentlichen aus

Beitragsforderungen gegen Versicherungsnehmer. Die aktiven latenten Steuern beliefen sich im Jahr 2025 auf 6,1 Mio. €. Der Rückgang gegenüber dem Vorjahr ist auf die vorgesehene schrittweise Senkung des Körperschaftsteuersatzes zurückzuführen. Die übrigen Aktiva sind von 25,3 Mio. € im Jahr 2023 auf 42,4 Mio. € im Jahr 2025 gestiegen. Ursächlich waren vor allem höhere Abrechnungsforderungen aus dem Rückversicherungsgeschäft und höhere laufende Bankguthaben.

822. Das **bilanzielle Eigenkapital** ist durchgehend von 36,1 Mio. € im Jahr 2023 auf 40,4 Mio. € im Jahr 2025 gestiegen. Der Aufbau erfolgte im Wesentlichen aus erwirtschafteten Überschüssen. Aus den Jahresüberschüssen der Vorjahre wurden jeweils 1,0 Mio. € in die anderen Gewinnrücklagen eingestellt. Das gezeichnete Kapital und die Kapitalrücklage blieben unverändert.

823. Die **versicherungstechnischen Rückstellungen** für eigene Rechnung sind durchgehend von 1.745,3 Mio. € im Jahr 2023 auf 1.949,1 Mio. € im Jahr 2025 gestiegen. Mit einem Anteil von knapp 97 % an der Bilanzsumme bildeten sie unverändert den wesentlichen Passivposten. Innerhalb der Rückstellungen dominierte die Deckungsrückstellung. Ihre Zuführung resultierte im Wesentlichen aus Einmalbeiträgen zur Begrenzung von Beitragsanpassungen, dem gesetzlichen Beitragszuschlag nach § 149 VAG, der Direktgutschrift nach § 150 VAG und der rechnungsmäßigen Verzinsung.

824. Die **Rückstellung für noch nicht abgewickelte Versicherungsfälle f.e.R.** blieb im Betrachtungszeitraum insgesamt stabil. Die Entwicklung wurde insbesondere durch die Abwicklung von Vorjahresschäden beeinflusst. Im Jahr 2025 ergab sich ein Abwicklungsgewinn von 5,6 Mio. €. Die Rückstellung für Beitragsrückerstattung ist von 61,3 Mio. € im Jahr 2023 auf 64,5 Mio. € im Jahr 2025 gestiegen. Die RfB-Quote lag im Jahr 2025 bei 18,9 % und damit deutlich unter dem Niveau der Jahre 2021 und 2022. Auch die RfB-Zuführungsquote ist im Betrachtungszeitraum gesunken. Die Beitragsüberträge und die sonstigen versicherungstechnischen Rückstellungen waren für die Bilanzstruktur von untergeordneter Bedeutung.

825. Die **anderen Rückstellungen** sind im Betrachtungszeitraum leicht auf 9,0 Mio. € im Jahr 2025 gesunken. Dabei stiegen die Steuerrückstellungen, während die sonstigen Rückstellungen deutlich zurückgingen. Der Rückgang beruht unter anderem auf der schrittweisen Auflösung der Rückstellung für Verpflichtungen aus dem Softwarelizenzvertrag zum neuen Bestandssystem Kranken. Die **Verbindlichkeiten aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft** sind auf 7,8 Mio. € im Jahr 2025 gestiegen. Ausschlaggebend waren höhere Verbindlichkeiten gegenüber Versicherungsnehmern und Versicherungsvermittlern. Die übrigen Passiva waren von untergeordneter Bedeutung.

dd) Ertragslage

826. Nachfolgend ist die Ertragslage der NKV für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

Gewinn- und Verlustrechnung NÜRNBERGER Krankenversicherung AG HGB-Einzelabschluss	Ist 2023 Mio. €	Ist 2024 Mio. €	Ist 2025 Mio. €
Gebuchte Bruttobeiträge	301	319	333
Abgegebene RV-Beiträge	-1	-10	-12
Gebuchte Netto-Beiträge	**301**	**308**	**320**
Veränderung Netto-Beitragsüberträge	-1	0	0
Verdiente Beiträge f.e.R.	**300**	**308**	**320**
Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung	25	10	6
Erträge aus Kapitalanlagen	42	51	54
Sonstige versicherungstechnische Erträge f.e.R.	2	1	2
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-180	-193	-205
Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen	-107	-99	-101
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f.e.R.	-17	-18	-17
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-40	-34	-29
Aufwendungen für Kapitalanlagen	-6	-6	-9
Nicht realisierte Verluste aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung	0	0	0
Sonstige versicherungstechnische Aufwendungen f.e.R.	-6	-4	-3
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	**12**	**16**	**18**
Sonstige Erträge	1	5	1
Sonstige Aufwendungen	-5	-11	-6
Außerordentliches Ergebnis	0	0	0
Ergebnis vor Steuern (bereinigt)	**8**	**9**	**14**
Neutrales Ergebnis	0	0	0
Ergebnis vor Steuern (unbereinigt)	**8**	**9**	**14**
Steuern	-2	-2	-6
Ergebnis nach Steuern	**6**	**7**	**8**

Quelle: Prüfungsberichte der NKV 2003, 2024 und 2025

Tabelle 42: NKV – Gewinn- und Verlustrechnung

827. Die **gebuchten Bruttobeiträge** sind von 301,2 Mio. € im Jahr 2023 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 5,1 % auf 332,5 Mio. € im Jahr 2025 gestiegen. In den Jahren 2023 und 2024 wurde das Wachstum vor allem durch das Neugeschäft in der Zusatzversicherung und der betrieblichen Krankenversicherung getragen. Im Jahr 2025 ging die Zahl der neu versicherten Personen dagegen deutlich zurück. Das weitere Beitragswachstum in 2025 beruhte daher im Wesentlichen auf Beitragsanpassungen. Trotz höherer Rückversicherungsbeiträge stiegen auch die gebuchten Nettobeiträge. Die verdienten Beiträge für eigene Rechnung beliefen sich im Jahr 2025 auf 320,3 Mio. €.

828. Der Rückgang der **Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung** von 25,1 Mio. € im Jahr 2023 auf 5,9 Mio. € im Jahr 2025 ist auf den geringeren Mitteleinsatz zur Begrenzung der Beitragsanpassungen zurückzuführen.

829. Die **Erträge aus Kapitalanlagen** sind durchgehend auf 53,7 Mio. € im Jahr 2025 gestiegen. Die Nettoverzinsung lag im Jahr 2025 bei 2,3 %. Die höheren Aufwendungen für Kapitalanlagen beruhten vor allem auf realisierten Verlusten bei festverzinslichen Wertpapieren im Zuge von Portfolioumschichtungen.

830. Die **Aufwendungen für Versicherungsfälle für eigene Rechnung** sind durchgehend von 180,4 Mio. € im Jahr 2023 auf 205,0 Mio. € im Jahr 2025 gestiegen. Ursächlich waren steigende Gesundheitskosten in nahezu allen Tarifgruppen. Besonders betroffen waren die Krankheitskostenvollversicherung und die sonstigen selbstständigen Teilversicherungen. Die PKV-Schadenquote ist von 78,2 % im Jahr 2023 kontinuierlich auf 82,1 % im Jahr 2025 gestiegen. Damit lag sie deutlich über der Bandbreite von 76,2 % bis 76,7 % in den Jahren 2021 und 2022.

831. Die **Veränderung der übrigen vt. Netto-Rückstellungen** wurde im Wesentlichen durch die Zuführung zur Deckungsrückstellung bestimmt. Die Aufwendungen für Beitragsrückerstattung für eigene Rechnung blieben im Betrachtungszeitraum weitgehend stabil. Sie entsprechen der Zuführung zur RfB aus dem Rohüberschuss.

832. Die **Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f. e. R.** gingen von 39,6 Mio. € im Jahr 2023 auf 29,0 Mio. € im Jahr 2025 zurück. Ausschlaggebend waren insbesondere niedrigere Abschlussprovisionen infolge des rückläufigen Neugeschäfts. Die Abschlusskostenquote lag bei 9,3 % im Jahr 2023 und 9,4 % in 2024 und verringerte sich auf 6,5 % im Jahr 2025, während die Verwaltungskostenquote mit 3,9 % bis 4,2 % stabil blieb.

833. Das **versicherungstechnische Ergebnis f. e. R.** verbesserte sich von 12,4 Mio. € im Jahr 2023 auf 18,4 Mio. € im Jahr 2025. Das Wachstum ist im Wesentlichen auf die rückläufigen Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R. und das gestiegene Kapitalanlageergebnis zurückzuführen. Gegenläufig wirkten die im Verhältnis zu den verdienten Beiträgen stärker gestiegenen Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.

834. Das **sonstige Ergebnis** war in sämtlichen Jahren negativ. Die höhere Belastung im Jahr 2024 beruhte im Wesentlichen auf der außerplanmäßigen Abschreibung der Lizenz für das neue Bestandssystem Kranken.

835. Das **Ergebnis vor Steuern** ist durchgehend von 7,6 Mio. € im Jahr 2023 auf 13,5 Mio. € im Jahr 2025 gestiegen. Der höhere Steueraufwand im Jahr 2025 war im Wesentlichen auf das gestiegene zu versteuernde Einkommen zurückzuführen. Der Jahresüberschuss ist durchgehend von 5,7 Mio. € im Jahr 2023 auf 8,0 Mio. € im Jahr 2025 gestiegen.

ee) Analyse der Managementplanung

836. Die nachfolgende Tabelle stellt die vom Vorstand aufgestellte und vom Aufsichtsrat in seiner Sitzung vom 12. Dezember 2025 beschlossene Fünfjahresplanung der NKV (sog. „Plan 2025“) für den Zeitraum von 2026 bis 2030 dar. Zur besseren Vergleichbarkeit werden den Planwerten die Ist-Zahlen des Geschäftsjahres 2025 gegenübergestellt.

Managementplanung NÜRNBERGER Krankenversicherung AG	Ist 2025 Mio. €	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	CAGR 2025-30 in %
Gebuchte Bruttobeiträge	333	362	373	386	405	414	*4,5*
Abgegebene RV-Beiträge	-12	-13	-14	-15	-16	-17	*7,2*
Gebuchte Netto-Beiträge	**320**	**348**	**358**	**371**	**389**	**397**	***4,4***
Veränderung Netto-Beitragsüberträge	0	0	0	0	0	0	*-4,7*
Verdiente Beiträge f.e.R.	**320**	**348**	**358**	**370**	**389**	**397**	***4,4***
Beiträge aus der RfB	6	25	10	11	15	15	*20,5*
Erträge aus Kapitalanlagen	54	51	54	58	62	67	*4,4*
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-205	-216	-228	-240	-253	-266	*5,4*
Veränderung der übrigen vt. Netto-Rst.	-101	-123	-108	-111	-116	-118	*3,2*
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f.e.R.	-17	-28	-28	-30	-38	-35	*16,1*
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-29	-37	-37	-38	-39	-39	*5,9*
Aufwendungen für Kapitalanlagen	-9	-2	-2	-2	-2	-2	*-25,2*
Sonstige vt. Erträge/Aufwendungen f.e.R.	-1	-3	-3	-3	-3	-3	*25,8*
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	**18**	**16**	**17**	**16**	**16**	**16**	***-2,9***
Sonstiges Ergebnis	-5	-5	-5	-5	-5	-5	*-0,7*
Außerordentliches Ergebnis / neutrales Ergebnis	0	-1	-1	0	0	0	*n. a.*
Ergebnis vor Steuern	**14**	**11**	**11**	**11**	**11**	**11**	***-3,6***
Steuern	-6	-3	-4	-3	-3	-3	*-10,0*
Ergebnis nach Steuern	**8**	**7**	**7**	**8**	**8**	**8**	***0,0***

Quelle: NKV-Planungsrechnung; eigene Analysen

Tabelle 43: NKV – Managementplanung

837. Die gebuchten Bruttobeiträge steigen im Planungszeitraum von 332,5 Mio. € im Jahr 2025 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 4,5 % auf 414,0 Mio. € im Jahr 2030. Das Beitragswachstum beruht im Wesentlichen auf Beitragsanpassungen im Bestand der Vollversicherung sowie auf dem Ausbau des Bestandes in der Zusatzversicherung und betrieblichen Krankenversicherung. Die Gesellschaft plant mit Wachstumsanpassungen im Planjahr 2026 und im Jahr 2029.

838. Die abgegebenen Rückversicherungsbeiträge steigen im Planungszeitraum von 12,1 Mio. € im Jahr 2025 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 7,2 % auf 17,2 Mio. € im Jahr 2030. Der Anstieg steht im Zusammenhang mit der Nutzung von Finanzrückversicherungen zur Vorfinanzierung von Abschlusskosten.

839. Die Kapitalanlagen steigen im Planungszeitraum durchgehend von 1.959,9 Mio. € im Jahr 2025 auf 2.515,4 Mio. € im Jahr 2030. Der Aufbau soll im Wesentlichen aus Liquiditätszuflüssen des Versicherungsgeschäfts und der Wiederanlage von Kapitalerträgen finanziert werden. Die Erträge aus Kapitalanlagen steigen im Planungszeitraum nach einem vorübergehenden Rückgang in 2026 auf 51,0 Mio. € auf 66,6 Mio. € im Jahr 2030. Die geplante Nettoverzinsung erhöht sich von 2,4 % im Jahr 2026 auf 2,6 % im Jahr 2030. Die Aufwendungen für Kapitalanlagen bestehen überwiegend aus Kosten der Vermögensverwaltung.

840. Die Aufwendungen für Versicherungsfälle für eigene Rechnung erhöhen sich von 205,0 Mio. € im Jahr 2025 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 5,4 % auf 266,1 Mio. € im Jahr 2030 steigen. Die Planung unterstellt weiterhin Kostensteigerungen im Gesundheitswesen. Ab 2027 sollen die Bruttoaufwendungen für Versicherungsfälle wieder stärker wachsen als die gebuchten Beiträge. Für das Jahr 2026 wird aufgrund der Beitragsanpassungen eine deutliche Verbesserung der Schadenquote von 64,3 % auf 61,9 % erwartet. In den Planjahren ab 2027 steigt die Kostenquote im Planungszeitraum auf bis zu 66,7 % in 2030 an. Darin spiegeln sich die erwarteten hohen Kostensteigerungen im Gesundheitswesen, insbesondere bei Arzneimitteln und Krankenhausleistungen, wider. Da die Möglichkeiten der privaten Krankenversicherer zur Kostenbegrenzung eingeschränkt sind, schlagen sich diese Entwicklungen in höheren Versicherungsleistungen und steigenden Schadenquoten nieder. Die steigende Schadenquote berücksichtigt geplante Stabilisierungsmaßnahmen der NKV. Hierzu zählen insbesondere konsequentere Prüfungen von Kürzungsmöglichkeiten bei Leistungsanträgen und der Aufbau eines Betrugsmanagements. Ergänzend sollen Präventionsangebote in Produkten und Dienstleistungen den künftigen Leistungsaufwand begrenzen.

841. Die Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen wird im Wesentlichen durch die Zuführung zur Deckungsrückstellung bestimmt. Die Aufwendungen für Beitragsrückerstattung für eigene Rechnung sollen im Planungszeitraum deutlich steigen. Die geplante Zuführungsquote des Rohüberschusses zur RfB liegt im Planungszeitraum zwischen 82,2 % und 85,1 %. Das versicherungstechnische Ergebnis für eigene Rechnung bleibt im Planungszeitraum nahezu konstant bei etwa 16,0 Mio. €. Dabei werden die steigenden Beiträge insbesondere durch höhere Aufwendungen für Versicherungsfälle kompensiert.

842. Das außerordentliche Ergebnis wird in den Jahren 2026 und 2027 durch Restrukturierungsaufwendungen belastet. Ab 2028 sind keine außerordentlichen Ergebniseffekte mehr vorgesehen.

843. Der handelsrechtliche Jahresüberschuss soll von 7,3 Mio. € im Jahr 2026 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 2,3 % auf 8,0 Mio. € im Jahr 2030 steigen.

Damit würde im letzten Planjahr wieder das Niveau des Jahres 2025 erreicht. Aus dem jährlichen Bilanzgewinn sollen 1,1 Mio. € bis 1,3 Mio. € in die Gewinnrücklagen eingestellt werden. Der verbleibende Betrag soll als Dividende an die Aktionärin ausgeschüttet werden.

844. Die aufsichtsrechtliche Bedeckungsquote reduziert sich von 412,6 % in 2025 deutlich auf 230,9 % im ersten Planjahr 2026. Der Rückgang ist auf eine Änderung der Risikobewertung von Immobilien, Währung und Aktien, die Entwicklung der Netto-Bewertungsreserven sowie ein Rückgang der freien RfB und damit des Überschussfonds zurückzuführen. Anschließend soll die Quote im Bewertungszeitraum auf bis zu 281,5 % im Jahr 2030 steigen.

ff) Ableitung der Zukunftserfolgsplanung

845. Die Bewertungsgutachterin hat das nachhaltige Ergebnis ausgehend vom letzten Planjahr 2030 abgeleitet und grundsätzlich unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate fortgeschrieben. Die nachfolgende Tabelle stellt die Zukunftserfolgsplanung einschließlich der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der NKV dar:

Zukunftserfolgsplanung NÜRNBERGER Krankenversicherung AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Gebuchte Bruttobeiträge	362	373	386	405	414	418
Abgegebene RV-Beiträge	-13	-14	-15	-16	-17	-17
Gebuchte Netto-Beiträge	**348**	**358**	**370**	**389**	**397**	**401**
Veränderung Netto-Beitragsüberträge	0	0	0	0	0	0
Verdiente Beiträge f.e.R.	**348**	**358**	**370**	**389**	**397**	**401**
Beiträge aus der RfB	25	10	11	15	15	15
Erträge aus Kapitalanlagen	51	54	58	62	67	95
Sonstige versicherungstechnische Erträge f.e.R.	1	1	1	1	1	2
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-216	-228	-240	-253	-266	-269
Veränderung der übrigen vt. Netto-Rst.	-123	-108	-111	-116	-118	-140
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f.e.R.	-27	-28	-30	-38	-35	-41
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-37	-37	-38	-39	-39	-41
Aufwendungen für Kapitalanlagen	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Nicht realisierte Verluste aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung	0	0	0	0	0	0
Sonstige vt. Aufwendungen f.e.R.	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	**16**	**17**	**16**	**16**	**16**	**16**
Sonstiges Ergebnis	-5	-5	-5	-5	-5	-5
Außerordentliches Ergebnis	-1	-1	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern	**11**	**11**	**11**	**11**	**11**	**11**
Steuern	-3	-4	-3	-3	-3	-3
Ergebnis nach Steuern	**7**	**7**	**8**	**8**	**8**	**8**

Nachrichtlich

Wachstum Gebuchte Bruttobeiträge	8,8%	3,0%	3,6%	5,0%	2,2%
Schadenquote[216]	62,1%	63,7%	64,8%	65,0%	67,1%
Überschussverwendungsquote	82,6%	83,0%	83,3%	85,4%	84,3%
Solvabilitätsquote	239,0%	249,4%	257,5%	269,1%	281,5%

Quelle: NKV-Planungsrechnung; VT; eigene Analysen

Tabelle 44: NKV – Zukunftserfolgsplanung

846. Für den Übergang von der Detailplanungsphase in die ewige Rente hat die Bewertungsgutachterin abweichend von der Fortschreibung mit der nachhaltigen Wachstumsrate die nachfolgend dargestellten Anpassungen vorgenommen:

216 Die Aufwendungen für Versicherungsfälle gehen aus der Planungsrechnung nicht auf Brutto-Basis hervor. Die Brutto-Schadenquote wurde daher vereinfachend der Netto-Schadenquote gleichgesetzt.

847. Die Bewertungsgutachterin hat das nachhaltige Kapitalanlageergebnis unter Berücksichtigung der geplanten Wiederanlagerenditen für den Teil des bestehenden Kapitalanlageportfolios ermittelt, dessen vertragliche Laufzeit über das Jahr 2030 hinausgeht. Zur Abbildung der langfristigen Entwicklung hat sie die einzelnen Bestandteile des Kapitalanlageportfolios analysiert und über den Planungszeitraum hinaus bis zur Endfälligkeit fortgeschrieben. Für den Teil des Portfolios, der bereits bis zum Ende des Jahres 2030 ausgelaufen ist, wurde mit Eintritt in die Phase der Ewigen Rente die erwartete langfristige Ziel- bzw. Wiederanlagerendite des Portfolios zugrunde gelegt. Für Kapitalanlagen, deren vertragliche Laufzeit nach dem Jahr 2030 endet, hat die Bewertungsgutachterin bei Endfälligkeit eine schrittweise Wiederanlage zu den langfristig geplanten Ziel- bzw. Wiederanlagerenditen unterstellt. Bei der NKV betraf dies rund 61 % des Kapitalanlageportfolios. Auf dieser Grundlage hat sie einen Verzinsungspfad abgeleitet, der die sukzessive Umschichtung des bestehenden Portfolios in die langfristige Zielstruktur abbildet. Aufgrund der Laufzeiten des Altbestands, insbesondere der langen Laufzeiten von Staatsanleihen, nähert sich die Kapitalanlageverzinsung dem langfristigen Zielniveau erst über mehrere Jahrzehnte an.

848. Zur Ermittlung eines effektiven, auf das Jahr 2031 bezogenen Kapitalanlagesatzes hat die Bewertungsgutachterin den Verzinsungspfad ab dem Jahr 2031 mit den Kapitalkosten auf den Beginn der ewigen Rente ab 2031 diskontiert und zu einer barwertäquivalenten konstanten Kapitalanlagerendite verdichtet. Hieraus ergab sich eine nachhaltige Kapitalanlageverzinsung von rund 3,8 %.

849. Vor dem Hintergrund, dass die Kosten der Kapitalanlage nicht in der nachhaltigen Kapitalanlageverzinsung enthalten sind, hat die Bewertungsgutachterin im nachhaltigen Kapitalanlageergebnis Aufwendungen für Kapitalanlagen in Höhe von 9 Basispunkten bezogen auf den nachhaltigen Kapitalanlagebestand zu Buchwerten angesetzt.

850. Die nachhaltigen Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R. hat die Bewertungsgutachterin auf Grundlage einer nachhaltigen Kostenquote ermittelt. Diese hat sie unter Berücksichtigung der in der Planungsrechnung angesetzten Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb abgeleitet. Die unterstellte nachhaltige Kostenquote beträgt rd. 10,2 % und bildet den Mittelwert der sich im Planungszeitraum ergebenden Kostenquote.

851. Für die ewige Rente hat die Bewertungsgutachterin ein Wachstum des Geschäftsvolumens entsprechend der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0 % unterstellt. Nach ihrer Einschätzung die Betrachtung der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0 % in der ewigen Rente zu einem entsprechenden Anstieg des betriebsnotwendigen Eigenkapitals. Zur dauerhaften Aufrechterhaltung der geplanten Eigenkapitalquote hat die Bewertungsgutachterin daher eine wachstumsbedingte nachhaltige Thesaurierung von 1,0 % bezogen auf das Eigenkapital zum

Ende der Detailplanungsphase angesetzt, die das ausschüttungsfähige Ergebnis entsprechend reduziert.

Zusammenfassendes Urteil zur Plausibilität der Zukunftserfolgsplanung der NKV

852. Wir haben im Rahmen unserer Angemessenheitsprüfung die rechnerische und formelle Plausibilität der der Bewertung zugrunde gelegten Zukunftserfolgsplanung der NKV untersucht. Dabei haben wir weder rechnerische Inkonsistenzen noch Inkonsistenzen bei den Annahmen innerhalb einzelner Teilpläne festgestellt.

853. Darüber hinaus haben wir die interne und externe Plausibilität der Zukunftserfolgsplanung der NKV untersucht. Die interne und externe Plausibilität ist gegeben, wenn die Annahmen und Planansätze für den jeweiligen Anlass nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind, d.h. wenn sie in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse sind.

854. Unsere wesentlichen Schlussfolgerungen fassen wir wie folgt zusammen:

- Die für 2026 bis 2030 geplanten gebuchten Bruttobeiträge der NKV erachten wir sowohl im Vergleich zur historischen Beitragsentwicklung der NKV als auch im Marktvergleich als plausibel. Die Planung sieht für den Zeitraum von 2025 bis 2030 ein durchschnittliches jährliches Beitragswachstum von rd. 4,5 % p.a. vor. Dies übertrifft das durchschnittliche Marktwachstum, das im Zeitraum von 2015 bis 2025 bei rd. 3,2 % p.a. gelegen hat. Auch das Vorgehen der Bewertungsgutachterin, die geplanten Bruttobeiträge in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate fortzuschreiben erachten wir als plausibel.

- Die für 2026 bis 2030 geplanten Brutto-Schadenquoten der NKV zwischen 62,1 % und 67,1 % erachten wir im historischen Vergleich sowie im Marktvergleich als plausibel. Die Planung setzt den seit langen Jahren beobachtbaren Anstieg der Schadenquote im Jahr 2025 fort, der vor allem auf die Kostensteigerungen im Gesundheitswesen zurückzuführen ist. Mit durchschnittlich rund 0,7 Prozentpunkten p.a. fällt der geplante Anstieg allerdings geringer aus als in der Vergangenheit. Dies beruht auf den geplanten Beitragsanpassungen in den Jahren 2026 und 2029 sowie auf den vorgesehenen Stabilisierungsmaßnahmen, insbesondere konsequenteren Leistungsprüfungen, dem Aufbau eines Betrugsmanagements und Präventionsangeboten. Im Marktvergleich liegt die Schadenquote der NKV, bedingt durch den hohen Anteil der Zusatzversicherung am Bestand, strukturell deutlich unter dem Durchschnitt der privaten Krankenversicherer (vgl. Tz. 277). Dieser Abstand bleibt auch im Planungszeitraum erhalten.

- Das geplante Kapitalanlageergebnis der NKV ist im Hinblick auf den Trend der Kapitalanlagerendite im Gesamtmarkt (vgl. Tz. 271) sowie der Kapitalmarktannahmen der NKV, welche die Grundlage der Planung des Kapitalanlageergebnis bilden (vgl. Tz. 553 f.), plausibel.

- Die geplanten Überschussverwendungsquoten zwischen 82,6 % und 85,4 % im Zeitraum von 2026 bis 2030 liegen über dem historischen Niveau der NKV. Sie liegen jedoch unter den Überschussverwendungsquoten im Krankenversicherungsmarkt (vgl. 279 f.). Für die Minderheitsaktionäre ist eine niedrigere Überschussverwendungsquote grundsätzlich bei sonst gleichen Bedingungen vorteilhaft: Eine niedrigere Überschussverwendungsquote erhöht den Unternehmenswert, eine höhere mindert ihn. Die für den Planungszeitraum geplante und von der Bewertungsgutachterin in der ewigen Rente angesetzte Überschussverwendungsquote erachten wir insgesamt als plausibel.

- Die aufsichtsrechtliche Bedeckungsquote der NKV reduziert sich von 412,6 % im Jahr 2025 auf 230,9 % im ersten Planjahr 2026. Der Rückgang ist nicht operativ bedingt, sondern beruht im Wesentlichen auf einer geänderten Risikobewertung von Immobilien, Währungs- und Aktienrisiken, der Entwicklung der Netto-Bewertungsreserven sowie einem Rückgang der freien RfB und damit des Überschussfonds. In den Folgejahren steigt die Bedeckungsquote kontinuierlich auf 281,5 % im Jahr 2030 an. Die geplante Entwicklung der Bedeckungsquote erachten wir insgesamt als plausibel.

In der Gesamtbetrachtung erachten wir die Planungsrechnung der NKV als plausibel. Sie beruht auf einer sachgerechten Methodik, einer vollständigen Datenbasis, ist der Höhe nach vertretbar und rechnerisch richtig.

gg) Ableitung der Nettoausschüttungen

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

Nettoausschüttungen NÜRNBERGER Krankenversicherung AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Ergebnis nach Steuern	7	7	8	8	8	8
Gewinnthesaurierung	-1	-1	-1	-1	-1	0
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	**6**	**6**	**6**	**7**	**7**	**8**
Ausschüttungsquote	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*50,0%*
Dividende (vor pers. Steuern)	6	6	6	7	7	4
- Pers. Steuern auf Dividende	-2	-2	-2	-2	-2	-1
Dividende (nach pers. Steuern)	**4**	**5**	**5**	**5**	**5**	**3**
Fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)	0	0	0	0	0	4
- Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung	0	0	0	0	0	-1
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**3**
Nettoausschüttungen	**4**	**5**	**5**	**5**	**5**	**6**

Quelle: ValueTrust, eigene Analysen

Tabelle 45: NKV – Nettoausschüttungen

856. Für die Detailplanungsphase hat die Bewertungsgutachterin die von den Gesellschaften geplante Ausschüttungs- und Kapitalplanung übernommen. Der nach Berücksichtigung der geplanten Thesaurierungen verbleibende Betrag wurde vollständig ausgeschüttet. Die Gewinnthesaurierungen betreffen die geplanten Zuführungen zur Kapitalausstattung.

857. Die Bewertungsgutachterin geht davon aus, dass mit dem Wachstum des Geschäftsvolumens in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate auch der Eigenkapitalbedarf entsprechend steigt. Um die geplante Eigenkapitalquote dauerhaft zu erhalten, hat sie eine wachstumsbedingte nachhaltige Thesaurierung in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate angesetzt, die das ausschüttungsfähige Ergebnis in der ewigen Rente reduziert.

858. In der ewigen Rente (ab 2031) hat die Bewertungsgutachterin eine Ausschüttungsquote von 50,0 % angesetzt, die sich in der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens deutscher Unternehmen orientiert. Die Wertbeiträge aus Thesaurierungen werden dem Anteilseigner in der Phase der ewigen Rente fiktiv unmittelbar zugerechnet.

859. In Bezug auf die Annahmen zur Besteuerung auf Anteilseignerebene verweisen wir auf Abschnitt D.V.h).

hh) Ertragswert des operativen Geschäfts

860. Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts dargestellt:

Ertragswert NÜRNBERGER Krankenversicherung AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Nettoausschüttungen	**4**	**5**	**5**	**5**	**5**	**6**
Kapitalisierungszinssatz	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	6,25%
Barwertfaktor	0,934	0,872	0,814	0,760	0,709	11,347
Barwerte jeweils zum 31.12.2025	**4**	**4**	**4**	**4**	**4**	**69**

Ertragswert zum 31. Dezember 2025	**88**
Aufzinsungsfaktor	1,061
Ertragswert zum 12. November 2026	**94**

Quelle: ValueTrust; eigene Analysen

Tabelle 46: NKV – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 12. November 2026

861. Der **Ertragswert** des operativen Geschäfts der NKV beträgt zum 12. November 2026 somit insgesamt rd. **94 Mio. €.**

c) NÜRNBERGER Allgemeine Versicherung AG („NAV“)

aa) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

862. Die rechtlichen Verhältnisse der NAV stellen sich zum 31. Dezember 2025 wie folgt dar.

Firma:	NÜRNBERGER Allgemeine Versicherung AG
Sitz:	Nürnberg
Satzung:	Fassung vom 25. April 2023
Rechtsform:	Aktiengesellschaft
Handelsregister:	Amtsgericht Nürnberg, HRB 774
Gegenstand des Unternehmens:	Gegenstand des Unternehmens ist der unmittelbare und mittelbare Betrieb aller Zweige des privaten Versicherungswesens, in der Lebens, Kranken- und Kreditversicherung jedoch nur der Rückversicherung, in der Rechtsschutzversicherung nur der Kraftfahrt-Strafrechtsschutzversicherung mit Auslands-Zivilrechtsschutz-versicherung. Die Gesellschaft kann ferner in allen Versicherungszweigen als Vermittler tätig werden. Geschäftsbereich des Unternehmens ist das In- und Ausland. Die Gesellschaft ist zur Errichtung von Zweigniederlassungen im In- und Ausland berechtigt.
Geschäftsjahr:	Kalenderjahr
Grundkapital:	Das voll eingezahlte Grundkapital der Gesellschaft beträgt 40.320.000,00 € und ist eingeteilt in 1.120.000 vinkulierte, auf den Namen lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von 36,00 € je Aktie.
Aktionärsstruktur:	Alleinige Aktionärin ist die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG, Nürnberg (NBG) – 100 % der Anteile.
Aufsichtsrat:	• Harald Rosenberger (Vorsitzender) • Axel Wrosch (stellv. Vorsitzender, Arbeitnehmervertreter) • Eva Amschler (Arbeitnehmervertreterin) • Dr. Michael Bös • Prof. Dr. Maria Heep-Altiner • Dietmar Pelka (Arbeitnehmervertreter, bis 31. Dezember 2025) • Dr. Monique Radisch • Jens-Uwe Schmiedecke (Arbeitnehmervertreter) • Dr. Monika Sebold-Bender • Kevin Voß (Arbeitnehmervertreter, seit 20. Februar 2025) • Birgit Weiß (Arbeitnehmervertreterin) • Michael Ziegler
Vorstand:	• Christine Kaaz (Sprecherin des Vorstands) • Dr. Peter Ott (seit 1. Januar 2026) • Wolfram Politt • Andreas Politycki • Markus Svanda (seit 1. September 2026)

Verbundene Unternehmen/ Beteiligungen:	Zu den wesentlichen Anteilen an verbundenen Unternehmen bzw. Beteiligungen der NAV gehören u.a.: • GARANTA Versicherungs-AG, Nürnberg (100 %) • Neue Rechtsschutz-Versicherungsgesellschaft Aktiengesellschaft (51 %) • JurCall GmbH, Mannheim (51 %)
Wesentliche Verträge:	Zwischen der NAV und der NBG AG besteht – anders als bei einzelnen Schwestergesellschaften – kein Beherrschungs- oder Ergebnisabführungsvertrag. Die NAV steht mit der NBG AG sowie weiteren Konzerngesellschaften (u.a. NAM, NRV, GAV, NBA) jedoch in umfangreichen konzerninternen Dienstleistungs- und Outsourcing-Beziehungen. Mit der Beteiligung JurCall GmbH besteht ein Ergebnisabführungsvertrag.
Steuerliche Verhältnisse:	Die Gesellschaft wird beim Finanzamt Nürnberg unter der Steuernummer 241/101/00066 geführt. Derzeit finden Betriebsprüfungen für die Steuerarten Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer und Umsatzsteuer für die Jahre 2019 bis 2022 sowie für die Steuerarten Versicherungs- und Feuerschutzsteuer für die Jahre 2021 bis 2023 statt. Soweit Feststellungen vorliegen bzw. Risiken ersichtlich sind, wurde eine entsprechende Risikovorsorge getroffen. Es besteht eine umsatzsteuerliche Organschaft mit der NBG AG als Organträgerin.

Quelle: NAV

Tabelle 47: NAV – Rechtliche Verhältnisse

863. Zwischen der NAV und der NBG AG besteht eine umsatzsteuerliche Organschaft mit der NBG AG als Organträgerin.

864. Derzeit finden Betriebsprüfungen für die Steuerarten Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer und Umsatzsteuer für die Jahre 2019 bis 2022 sowie für die Steuerarten Versicherungs- und Feuerschutzsteuer für die Jahre 2021 bis 2023 statt. Soweit Feststellungen vorliegen bzw. Risiken ersichtlich sind, wurde eine entsprechende Risikovorsorge getroffen.

bb) Wirtschaftliche Grundlagen

865. Das Produktangebot der NAV konzentriert sich auf die Schaden- und Unfallversicherung, insbesondere Kraftfahrt-, Wohngebäude-, Hausrat-, Haftpflicht-, sonstige Sach-, Feuer-, Unfall- und Transport-/Luftfahrtversicherung. Die NAV hält ihrerseits 100 % der Anteile an der GARANTA Versicherungs-Aktiengesellschaft, Nürnberg, sowie 51 % an der Neue Rechtsschutz-Versicherungsgesellschaft AG, Mannheim.

866. Seit 2023/2024 befindet sich die NAV in einer Sanierungsphase (u.a. Programme „TAN – TurnAround NÜRNBERGER“, „Fit für die Zukunft“ und „back2black“), die durch gezielte Preiserhöhungen und konsequente Bestandsbereinigung geprägt ist. Die gebuchten Bruttobeiträge gingen 2025 planmäßig um 27,5 % auf 652,7 Mio. € zurück (davon 539,6 Mio. € aus dem selbst abgeschlossenen Geschäft und 113,1 Mio. € aus übernommener Rückversicherung). Der Versicherungsbestand verringerte sich auf 1.270.126 Verträge (Vorjahr 1.424.547). Die Sanierung zeigte 2025 bereits deutliche Wirkung. Die Schaden-Kosten-Quote (Combined Ratio) brutto verbesserte sich auf 97,5 % (Vorjahr 117,0 %), die Bruttoschadenquote auf 69,8 % (Vorjahr 76,3 %). Der Jahresfehlbetrag reduzierte sich auf -22,6 Mio. € (Vorjahr -147,0 Mio. €).

867. Die in den Vorjahren aufgetretenen Profitabilitätsprobleme der Sparte werden auf das Zusammenwirken einer außergewöhnlich hohen Schadeninflation in den Jahren 2022 und 2023, historisch untertarifierter und teilweise sehr risikoreicher Bestände sowie einer erhöhten Großschadenbelastung mit umfangreichen Nachreservierungen zurückgeführt. Ein wesentlicher Teil der Ergebnisbelastung des Geschäftsjahres 2024 resultierte zusätzlich aus dem zeitversetzten Eintritt einer im Jahr 2022 eingeführten, deutlich konservativeren Reserve-Guideline für Personenschäden. Den Turnaround bewirkten deutliche Beitragsanpassungen, umfassende Bestandssanierungen, der Rückzug aus sehr unprofitablen Segmenten, eine fortlaufende Neuausrichtung von Underwriting und Pricing sowie die Weiterentwicklung von Schadenmanagement und Reservierung. Diese Maßnahmen sind im weiterhin laufenden Programm „back2black“ gebündelt, mit dem im Geschäftsjahr 2025 eine Ergebnisverbesserung von rund 119 Mio. € erzielt wurde. Strategisch bewegt sich die Sparte weg von einem volumengetriebenen Wachstum hin zu einer profitabilitätsorientierten, technisch gesteuerten Schadenversicherung mit Fokus auf Geschäftsfelder, in denen die Gesellschaft über einen klaren Wettbewerbsvorteil verfügt.

868. Im Privatkundengeschäft werden die Schaden- und Unfallversicherungsprodukte nicht als Massengeschäft, sondern als zusammenhängendes Zielportfolio für Kundenzugang, Kundenbindung und Cross-Selling über alle Geschäftssegmente verstanden, wobei der Schadenservice einen zentralen Bestandteil des Leistungsversprechens bildet. Als priorisierte Wachstumsfelder im Neugeschäft sind die Unfall- und die Rechtsschutzversicherung gesetzt. Das Sachversicherungsgeschäft soll nach Abschluss der laufenden Sanierungsmaßnahmen zu einem stabilen Ertragsbringer und perspektivisch zu einem weiteren Wachstumsfeld werden, während das Kraftfahrt-Einzelgeschäft strategisch defokussiert und auf ein nachhaltig profitables Niveau geführt wird. Im Gewerbegeschäft liegt der Fokus auf den Zielsegmenten Bau, Produktion, Handel, Flotten und Autohausbetriebe. Das Gewerbeindividualgeschäft für Großgewerbekunden soll zum wichtigsten Wachstumsmotor in diesem Bereich entwickelt werden, wozu eine verbesserte Risikoselektion, ein systematischeres Pricing, der Ausbau des Risk Engineering und eine stärkere Verankerung von Präventionsmaßnahmen beitragen

sollen. Für berufsständische Versorgungseinrichtungen sieht die Geschäftsstrategie keine eigenständige Positionierung vor. Grundsätzlich wird zwischen Privat- und Gewerbekunden entlang von Branchen, Unternehmensgrößen und Kundenbedürfnissen unterschieden.

869. Der Vertrieb erfolgt über die drei Kanäle Maklervertrieb, Ausschließlichkeitsorganisation und Autohausvertrieb, die auch künftig die wesentlichen Zugangswege bilden sollen. Im Maklergeschäft soll die Zusammenarbeit gezielt mit leistungsstarken Maklern, Verbünden, Pools und Plattformen weiterentwickelt werden statt mit dem typischen Einzelmakler. Die Ausschließlichkeitsorganisation wird wegen der höheren Steuerungsmöglichkeiten gezielt ausgebaut, mit Fokus auf einer höheren Vertragsdichte je Kunde, auf Cross-Selling und auf der Bindung von Bestandskunden. Der Autohausvertrieb bleibt Zugangsweg zum Mobilitätsgeschäft und soll verstärkt für Leads und Cross-Selling genutzt werden. Die Marktzugänge über Endkunden- und Bankkanäle sollen bis Ende 2028 erneut auf ihre Relevanz und Wirtschaftlichkeit hin bewertet werden.

870. Die NAV betreibt sowohl aktive als auch passive Rückversicherung. Wesentliche Vertragspartner sind u. a. General Reinsurance, Münchener Rück, Swiss Re, Partner Re, E+S Rückversicherung, R+V und Delvag Rück. Rückwirkend zum 1. Januar 2025 hat die NAV einen kapitalstützenden Rückversicherungsvertrag abgeschlossen. Finanzrückversicherungsverträge i.S.d. § 167 VAG bestehen nach den Feststellungen des Abschlussprüfers nicht.

871. Die Rückversicherungsstrategie der Sparte verfolgt die Sicherung der finanziellen Stabilität unter extremen Schadenereignissen und die Unterstützung der Kapitaloptimierung. Dazu zählen die Begrenzung von Extremrisiken auf Basis eines modellierten Zweihundertjahresereignisses, die Sicherstellung der aufsichtsrechtlichen Solvenzkapitalanforderungen durch Anerkennung der Rückversicherung als Risikominderungstechnik, die Reduktion der Volatilität der Schadenlast für eine verlässlichere Planung sowie der Bilanzschutz durch eine Begrenzung der Nettoexponierung gegenüber Großschäden im Interesse von Versicherungsnehmern, Anteilseignern und Aufsicht. Der vorgenannte kapitalstützende Rückversicherungsvertrag läuft vertragsgemäß Ende 2027 aus. Ein Anschlussvertrag ist nach dem gegenwärtigen Planungsstand nicht vorgesehen, da zu diesem Zeitpunkt ein entsprechender Vertrag entbehrlich ist.

872. Für den Markt bis zum Jahr 2031 werden zwei strukturelle Entwicklungen als maßgeblich angesehen, der Klimawandel sowie Trends in Gesundheit, psychischer Belastung und Demografie. Steigende Schadenhäufigkeiten und -höhen durch Naturgefahren erhöhen die Anforderungen an Risikoselektion, Pricing und Schadenmanagement, eröffnen zugleich aber die Chance zur Differenzierung als Präventionsversicherer. Als weiteres Marktrisiko wird die fortschreitende Konsolidierung von Versicherern und Vermittlern gesehen, aus der sich für

größere Marktteilnehmer Skalen-, Investitions- und Verhandlungsvorteile ergeben. Die NAV orientiert sich nicht an einzelnen Wettbewerbern, sondern an eigenen Kernkompetenzen, an ausgewählten Zielgruppen und an der Zugehörigkeit zur Vienna Insurance Group mit ihrem Know-how, ihren Best Practices und ihren Skaleneffekten.

873. Die Kostenbelastung der Sparte wird als tendenziell hoch eingeschätzt. Die laufenden Initiativen zielen auf eine nachhaltige Senkung bis zum Jahr 2031 über alle Ressourcen, mit Schwerpunkt auf Operations und IT. Im Vordergrund stehen eine Komplexitätsreduktion, höhere Dunkelverarbeitungsquoten und die Ablösung der bestehenden Hostsysteme als wesentlicher Kostentreiber.

cc) Vermögens- und Finanzlage

874. Die Analyse der VFE-Lage wurde auf Basis der geprüften und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Einzelabschlüsse der NAV nach HGB für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 durchgeführt.

875. Nachfolgend ist die Vermögens- und Kapitalstruktur der NAV zu den jeweiligen Bilanzstichtagen für die Jahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

NÜRNBERGER Allgemeine Versicherung HGB-Einzelabschluss	31.12.2023		31.12.2024		31.12.2025	
	in Mio.€	*in %*	in Mio.€	*in %*	in Mio.€	*in %*
A. Immaterielle Vermögensgegenstände	20	*1,7*	22	*1,7*	22	*1,7*
B. Kapitalanlagen	1.068	*88,4*	1.128	*87,8*	1.187	*91,0*
C. Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von Lebens- und Unfallversicherungspolicen	9	*0,8*	10	*0,8*	11	*0,9*
D. Forderungen	61	*5,1*	59	*4,6*	54	*4,2*
E. Sonstige Vermögensgegenstände	40	*3,3*	58	*4,5*	20	*1,5*
F. Rechnungsabgrenzungsposten	9	*0,7*	7	*0,6*	10	*0,7*
Summe der Aktiva	**1.208**	***100,0***	**1.286**	***100,0***	**1.305**	***100,0***
A. Eigenkapital	239	*19,8*	234	*18,2*	212	*16,2*
C. Versicherungstechnische Rückstellungen	863	*71,5*	950	*73,9*	878	*67,3*
D. Übrige versicherungstechnische Rückstellungen	9	*0,8*	10	*0,8*	11	*0,9*
E. Andere Rückstellungen	38	*3,2*	45	*3,5*	35	*2,7*
F. Depotverbindlichkeiten aus dem in Rückdeckung gegebenen Versicherungsgeschäft	0	*0,0*	0	*0,0*	126	*9,6*
G. Andere Verbindlichkeiten	58	*4,8*	46	*3,6*	43	*3,3*
H. Rechnungsabgrenzungsposten	0	*0,0*	0	*0,0*	0	*0,0*
Summe der Passiva	**1.208**	***100,0***	**1.286**	***100,0***	**1.305**	***100,0***

Quelle: Prüfungsberichte der NAV 2023, 2024 und 2025

Tabelle 48: NAV – Vermögens- und Finanzlage

876. Die Bilanzsumme erhöhte sich von 1.208,0 Mio. € im Jahr 2023 auf 1.285,8 Mio. € im Jahr 2024 und 1.304,7 Mio. € im Jahr 2025. Die Kapitalanlagen prägten die Aktivseite in allen drei Jahren. Ihr Anteil an der Bilanzsumme ging zunächst von 88,4 % im Jahr 2023 auf 87,8 % im Jahr 2024 zurück und stieg anschließend auf 91,0 % im Jahr 2025. Die immateriellen Vermögensgegenstände waren mit einem konstanten Anteil von 1,7 % für die Vermögensstruktur von untergeordneter Bedeutung.

877. Innerhalb der Kapitalanlagen verlagerte sich das Gewicht von den Kapitalanlagen in verbundenen Unternehmen und Beteiligungen hin zu Inhaberschuldverschreibungen und anderen festverzinslichen Wertpapieren. Der Bestand an Anteilen an verbundenen Unternehmen ging 2024 insbesondere infolge einer Abschreibung auf die Anteile an der GARANTA Versicherungs-Aktiengesellschaft (GAV) sowie des Verkaufs der NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung Aktiengesellschaft (NBA) an die NÜRNBERGER Beteiligungs-Aktiengesellschaft (NBG) deutlich zurück. Gleichzeitig wurde der Bestand an Inhaberschuldverschreibungen und anderen festverzinslichen Wertpapieren schrittweise ausgebaut. Die Bewertungsreserven der gesamten Kapitalanlagen, d. h. der Saldo aus stillen Reserven und stillen Lasten, verbesserte sich. Die Nettoverzinsung schwankte dagegen deutlich: Sie betrug 1,6 % im Jahr 2023, -0,9 % im Jahr 2024 und 4,1 % im Jahr 2025. Der negative Wert 2024 war insbesondere auf die Abschreibung der GAV-Anteile zurückzuführen; 2025 wirkte sich unter anderem ein Abgangsgewinn aus dem Verkauf der Beteiligung an der Bene Assicurazioni S.p.A. positiv aus.

878. Die Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von Lebens- und Unfallversicherungspolicen gemäß § 341d HGB, die zu Zeitwerten bewertet werden, betreffen den Anlagestock der fondsgebundenen Unfallversicherung. Sie erhöhten sich im Betrachtungszeitraum geringfügig und entsprachen damit 0,8 % bis 0,9 % der Bilanzsumme. Auf der Passivseite steht ihnen die betragsgleiche Position „Übrige versicherungstechnische Rückstellungen“ gegenüber.

879. Der Anstieg der vt. Rückstellungen in 2024 war im Wesentlichen auf die Rückstellung für noch nicht abgewickelte Versicherungsfälle zurückzuführen. Ursächlich waren insbesondere Nachreservierungen für Vorjahresschäden in den Sparten Allgemeine Haftpflicht und Kraftfahrzeug-Haftpflicht sowie weitere Reserveverstärkungen. Gegenläufig wurde die Schwankungsrückstellung einschließlich ähnlicher Rückstellungen infolge des schlechteren Schadenverlaufs 2024 abgebaut. Aufgrund des verbesserten Schadenverlaufs wurde sie 2025 wieder erhöht.

880. Das bilanzielle Eigenkapital sank von 239,3 Mio. € im Jahr 2023 auf 234,3 Mio. € im Jahr 2024 und 211,7 Mio. € im Jahr 2025. Entsprechend verringerte sich die Eigenkapitalquote von 19,8 % über 18,2 % auf 16,2 %. Zur Stärkung der Solvenzquote der NAV leistete die NBG AG

Einzahlungen in die Kapitalrücklage von 30,0 Mio. € im Jahr 2023, verteilt auf zwei Tranchen, sowie 142,0 Mio. € im Jahr 2024, verteilt auf vier Tranchen. Die Jahresfehlbeträge von 44,6 Mio. € im Jahr 2023 und 147,0 Mio. € im Jahr 2024 überstiegen die jeweiligen Kapitalzuführungen. Im Jahr 2025 wurde der Jahresfehlbetrag von 22,6 Mio. € mangels weiterer Einzahlungen vollständig durch eine Entnahme aus der Kapitalrücklage ausgeglichen. Das Eigenkapital ging daher im gesamten Betrachtungszeitraum zurück. Nach Angaben der Gesellschaft überstiegen die anrechnungsfähigen Eigenmittel gleichwohl in allen drei Jahren die aufsichtsrechtlichen Solvabilitätsanforderungen.

881. Die Depotverbindlichkeiten aus dem in Rückdeckung gegebenen Versicherungsgeschäft beliefen sich 2025 auf 9,6 % der Bilanzsumme. Sie resultierten aus dem zum 1. Januar 2025 rückwirkend abgeschlossenen kapitalstützenden Quotenrückversicherungsvertrag.

882. Bei den anderen Verbindlichkeiten handelte es sich im Wesentlichen um kurzfristige Verbindlichkeiten aus dem Rückversicherungsgeschäft sowie gegenüber Versicherungsnehmern und Versicherungsvermittlern

dd) Ertragslage

883. Nachfolgend ist die Ertragslage der NAV für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

Gewinn- und Verlustrechnung NÜRNBERGER Allgemeine Versicherung HGB-Einzelabschluss	Ist 2023 Mio. €	Ist 2024 Mio. €	Ist 2025 Mio. €
Gebuchte Bruttobeiträge	837	901	653
Abgegebene RV-Beiträge	-220	-220	-167
Gebuchte Netto-Beiträge	**617**	**681**	**486**
Veränderung Netto-Beitragsüberträge	-8	-11	24
Verdiente Beiträge f.e.R.	**609**	**670**	**509**
Technischer Zinsertrag aus der Schaden- und Unfallversicherung	1	1	1
Sonstige versicherungstechnische Erträge f.e.R.	1	1	1
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-463	-573	-318
Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen	1	-23	-9
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f.e.R.	-2	-2	-2
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-237	-256	-201
Sonstige versicherungstechnische Aufwendungen f.e.R.	-6	-7	-7
Veränderung der Schwankungsrückstellung und ähnlicher Rückstellungen	35	64	-41
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	**-62**	**-126**	**-67**
Ergebnis aus Kapitalanlagen	17	30	48
Technischer Zinsertrag s.a. VG	-1	-1	-1
Ergebnis aus Kapitalanlagen nach technischem Zinsertrag	16	30	48
Sonstige Erträge	70	86	76
Sonstige Aufwendungen	-69	-82	-73
Außerordentliches Ergebnis	0	-16	-6
Ergebnis vor Steuern (bereinigt)	**-44**	**-107**	**-21**
Neutrales Ergebnis	0	-40	-1
Ergebnis vor Steuern (unbereinigt)	**-44**	**-147**	**-23**
Steuern	0	0	0
Ergebnis nach Steuern	**-45**	**-147**	**-23**

Bereinigungen			
Ergebnis aus Kapitalanlagen	0	-40	-1
Neutrales Ergebnis	**0**	**-40**	**-1**

Quelle: Prüfungsberichte der NAV 2023, 2024 und 2025

Tabelle 49: NAV – Gewinn- und Verlustrechnung

884. Die gebuchten Bruttobeiträge erhöhten sich 2024 um 7,6 % auf 900,6 Mio. € und gingen 2025 infolge der eingeleiteten Sanierungsstrategie um 27,5 % auf 652,7 Mio. € zurück. Der Anstieg 2024 beruhte auf Summen- und Beitragsanpassungen sowohl im selbst abgeschlossenen als auch im übernommenen Geschäft. Der Rückgang 2025 spiegelt die bewusste Fokussierung auf Preiserhöhungen und Bestandsbereinigungen wider. In diesem Zusammenhang verringerte sich auch das Neugeschäft deutlich. Die verdienten Beiträge f.e.R. entwickelten sich mit 608,5 Mio. € im Jahr 2023, 670,2 Mio. € im Jahr 2024 und 509,2 Mio. € im Jahr 2025 grundsätzlich entsprechend den gebuchten Bruttobeiträgen.

885. Der Anstieg der Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R. im Jahr 2024 war maßgeblich durch einen Netto-Abwicklungsverlust, bezogen auf die Eingangsschadenrückstellung, geprägt. Dieser resultierte im Wesentlichen aus Nachreservierungen in den Sparten Allgemeine Haftpflicht und Kraftfahrzeug-Haftpflicht. Im Jahr 2025 führten ein deutlich verbessertes Abwicklungsergebnis und rückläufige Geschäftsjahresschäden, auch infolge einer geringeren Naturgefahrenbelastung, brutto zu einer spürbaren Entlastung.

886. Die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R. erhöhten sich 2024 von 237 Mio. € auf 255,7 Mio. € und gingen 2025 auf 201,1 Mio. € zurück. Die Kostenquote, d.h. die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb im Verhältnis zu den verdienten Beiträgen, blieb im Betrachtungszeitraum weitgehend stabil. Die Netto-Kostenquote lag im Zeitraum von 2023 bis 2025 in einer Bandbreite zwischen 38,2 % und 39,5 %.

887. Nach Entnahmen aus der Schwankungsrückstellung einschließlich ähnlicher Rückstellungen von 35 Mio. € im Jahr 2023 und 64 Mio. € im Jahr 2024 sowie einer Zuführung von 41 Mio. € im Jahr 2025 belief sich das versicherungstechnische Ergebnis f.e.R. auf -62 Mio. €, -126 Mio. € bzw. -67 Mio. €.

888. Das Ergebnis aus Kapitalanlagen nach technischem Zinsertrag verbesserte sich von 16 Mio. € im Jahr 2023 auf 30 Mio. € im Jahr 2024 und 48 Mio. € im Jahr 2025. Das Kapitalanlagenergebnis 2024 wurde durch die bereits genannte Abschreibung auf die GAV-Anteile belastet. Im Jahr 2025 wirkten sich insbesondere ein Abgangsgewinn aus dem Verkauf der Beteiligung an der Bene Assicurazioni S.p.A. sowie höhere laufende Erträge aus festverzinslichen Wertpapieren positiv aus. Die Nettoverzinsung der Kapitalanlagen betrug 1,6 % im Jahr 2023, -0,9 % im Jahr 2024 und 4,1 % im Jahr 2025. Die laufende Durchschnittsverzinsung blieb dagegen mit 1,4 % bis 1,7 % nahezu konstant.

889. Die sonstigen Erträge und Aufwendungen enthalten insbesondere korrespondierende Erträge und Aufwendungen aus konzerninternen Dienstleistungsverrechnungen, unter anderem für Versicherungsvermittlung und Bestandsbetreuung, sowie Aufwendungen für das Unternehmen als Ganzes.

890. Das außerordentliche Ergebnis von -16,0 Mio. € im Jahr 2024 und -5,7 Mio. € im Jahr 2025 resultierte aus den außerordentlichen Aufwendungen für die Restrukturierungsprogramme „Fit für die Zukunft“ im Jahr 2024 und „TAN – TurnAround NÜRNBERGER“ im Jahr 2025. Im Jahr 2025 wirkte zudem ein außerordentlicher Ertrag aus der Auflösung der Rückstellung für „Fit für die Zukunft“ gegenläufig.

891. Das neutrale Ergebnis umfasst die von der Bewertungsgutachterin für die Vergangenheit vorgenommenen Bereinigungen von einmaligen und außerordentlichen Effekten. Im

Geschäftsjahr 2024 wurden außerplanmäßige Abschreibungen i.H.v. insgesamt 39,9 Mio. € bereinigt. Hiervon entfielen 39,2 Mio. € auf Anteile an verbundenen Unternehmen und Beteiligungen sowie 0,7 Mio. € auf Anteile an Investmentvermögen und andere festverzinsliche Wertpapiere. Im Geschäftsjahr 2025 hat die Bewertungsgutachterin außerplanmäßige Abschreibungen i.H.v. 1,1 Mio. € auf Anteile an verbundenen Unternehmen und Beteiligungen bereinigt.

ee) Analyse der Managementplanung

892. Die nachfolgende Tabelle stellt die vom Vorstand aufgestellte und vom Aufsichtsrat in seiner Sitzung vom 11. Dezember 2025 beschlossene Fünfjahresplanung der NAV (sog. „Plan 2025“) für den Zeitraum von 2026 bis 2030 dar. Zur besseren Vergleichbarkeit werden den Planwerten die Ist-Zahlen des Geschäftsjahres 2025 gegenübergestellt.

Managementplanung NÜRNBERGER Allgemeine Versicherung AG	Ist 2025 Mio. €	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	CAGR 2025-30 in %
Gebuchte Bruttobeiträge	653	660	652	678	711	740	*2,6*
Abgegebene RV-Beiträge	-167	-154	-156	-64	-84	-86	*-12,4*
Gebuchte Netto-Beiträge	**486**	**506**	**496**	**614**	**627**	**654**	***6,1***
Veränderung Netto-Beitragsüberträge	24	-3	5	-16	0	0	*n.a.*
Verdiente Beiträge f.e.R.	**509**	**503**	**501**	**598**	**627**	**654**	***5,1***
Technischer Zinsertrag aus der SU-Versicherung	1	1	1	1	1	1	*-0,2*
Sonstige vt. Erträge f.e.R.	1	1	1	1	1	1	*-4,7*
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-318	-323	-330	-421	-420	-441	*6,7*
Veränderung der übrigen vt. Netto-Rückstellungen	-9	2	0	26	0	0	*-45,8*
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f.e.R.	-2	0	0	0	0	0	*-100,0*
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-201	-176	-171	-192	-195	-195	*-0,7*
Sonstige vt. Aufwendungen f.e.R.	-7	-6	-6	-6	-6	-6	*-1,4*
Veränderung der Schwankungs-RSt und ähnlicher RSt	-41	-16	-1	-19	-21	-15	*-18,4*
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	**-67**	**-15**	**-5**	**-12**	**-13**	**-1**	***-54,8***
Ergebnis aus Kapitalanlagen	48	33	31	36	37	39	*-4,4*
Technischer Zinsertrag s.a. VG	-1	-1	-1	-1	-1	-1	*-0,2*
Ergebnis aus Kapitalanlagen nach techn. Zinsertrag	48	32	30	35	36	38	*-4,5*
Sonstige Erträge	76	76	77	77	78	79	*0,8*
Sonstige Aufwendungen	-73	-88	-89	-87	-87	-87	*3,7*
Außerordentliches Ergebnis	-6	-6	-6	0	0	0	*-100,0*
Ergebnis vor Steuern	**-21**	**-1**	**7**	**13**	**14**	**29**	***n.a.***
Neutrales Ergebnis	-1	0	0	0	0	0	
Ergebnis vor Steuern (unbereinigt)	**-23**	**-1**	**7**	**13**	**14**	**29**	***n.a.***
Steuern	0	0	0	0	0	-6	*119,7*
Ergebnis nach Steuern	**-23**	**-1**	**6**	**13**	**14**	**23**	***n.a.***

Quelle: NAV-Planungsrechnung; eigene Analysen

Tabelle 50: NAV – Managementplanung

893. Die **gebuchten Bruttobeiträge** der NAV bewegen sich in den Jahren 2025 bis 2027 zunächst weitgehend auf konstantem Niveau. Anschließend ist ein deutlicherer Anstieg auf 740,4 Mio. € bis zum Jahr 2030 vorgesehen. Bezogen auf den Zeitraum von 2025 bis 2030 entspricht dies einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 2,6 %. Nach erfolgreichem Abschluss des Turnarounds und Umsetzung der damit verbundenen Sanierungsmaßnahmen unterstellt die Planungsrechnung einen Wachstumspfad. Der Planung liegt eine grundlegende strategische Neuausrichtung des Schaden- und Unfallversicherungsgeschäfts der NAV zugrunde. Der bislang volumenorientierte Wachstumsansatz wird durch eine auf Profitabilität ausgerichtete Zeichnungspolitik ersetzt. Künftig soll sich die Gesellschaft auf Geschäftsfelder konzentrieren, in denen sie entweder über eine belastbare Wettbewerbsposition verfügt oder besondere Entwicklungspotenziale sieht. Im Privatkundengeschäft soll ein Zielportfolio aufgebaut werden, das auf eine nachhaltige Kundenbindung sowie auf segmentübergreifendes Cross-Selling ausgerichtet ist. Wachstumsschwerpunkte im Neugeschäft bilden insbesondere die Unfall- und die Rechtsschutzversicherung. Das Sachversicherungsgeschäft soll nach Abschluss der Sanierungsmaßnahmen zunächst als stabiler Ergebnisbeitrag dienen und sich perspektivisch zu einem Wachstumsfeld entwickeln. Demgegenüber wird das Kfz-Einzelgeschäft bewusst zurückgeführt und konsequent auf nachhaltige Profitabilität ausgerichtet. Die größten Wachstumspotenziale sieht die Gesellschaft im Gewerbekundengeschäft, insbesondere im Gewerbe-Individualgeschäft. Der Schwerpunkt liegt hierbei auf Unternehmen aus den Branchen Bau, Produktion und Handel sowie auf Flotten- und Autohausbetrieben. Zu den wesentlichen Produktfeldern zählen das Sach-Großgewerbe, der Gewerbe-Rechtsschutz und ausgewählte Flottenlösungen. Berufsständische Versorgungseinrichtungen sollen ohne eigenständige Marktpositionierung innerhalb der bestehenden Privat- und Gewerbekundensegmente betreut werden. Vertriebsseitig stützt sich die NAV im Wesentlichen auf den Maklervertrieb, die Ausschließlichkeitsorganisation und den Autohausvertrieb. Die strategische und wirtschaftliche Bedeutung des Endkunden-Direktvertriebs und des Bankenvertriebs soll bis Ende 2028 erneut überprüft werden. Grundlage der strategischen Neuausrichtung ist das Sanierungsprogramm „Back to Black“. Das Sanierungsprogramm umfasst wesentliche Beitragsanpassungen und Bestandssanierungen, den Rückzug aus nicht profitablen Segmenten, die Neuausrichtung des Underwritings und Pricings sowie die Professionalisierung des Schaden- und Reservierungsmanagements.

894. Die **abgegebenen Rückversicherungsbeiträge** reduzieren sich den Planungen zufolge von 167,1 Mio. € im Jahr 2025 auf 154,4 Mio. € im Jahr 2026 und 156,0 Mio. € im Jahr 2027. Im Jahr 2028 ist ein deutlicher Rückgang auf 63,9 Mio. € vorgesehen. In den Folgejahren steigen die abgegebenen Rückversicherungsbeiträge wieder auf bis zu 86,3 Mio. € im Jahr 2030 an. Der deutliche Rückgang zwischen 2027 und 2028 ist auf das planmäßige Auslaufen der kapitalstützenden Rückversicherungsvereinbarung zum Ende des Jahres 2027 zurückzuführen. Im Rahmen dieser Vereinbarung übernimmt der Rückversicherer 25 % des

Netto-Selbstbehalts ausgewählter Bestände der Haftpflicht-, Kraftfahrzeug-Haftpflicht- und Sachversicherung. Ein Anschlussvertrag ist in der Planungsrechnung nicht vorgesehen. Durch den geplanten Wegfall des Vertrags entfällt eine jährliche Rückversicherungsmarge von rd. 2 Mio. € bis 3 Mio. €. Dem steht eine um etwa 15 bis 20 Prozentpunkte niedrigere Solvabilitätsquote gegenüber.

895. Infolge des planmäßigen Auslaufens der kapitalstützenden Rückversicherung zum Ende des Jahres 2027 steigen die **gebuchten Nettobeiträge** im Jahr 2028 deutlich auf 614,1 Mio. € an. Bis zum Ende des Planungszeitraums ist ein weiterer Anstieg auf 654,1 Mio. € im Jahr 2030 vorgesehen.

896. Der technische Zinsertrag aus der Schaden- und Unfallversicherung sowie die sonstigen versicherungstechnischen Erträge für eigene Rechnung sind für die Ergebnisentwicklung im Planungszeitraum von untergeordneter Bedeutung. Beide Positionen werden in der Planungsrechnung nahezu konstant fortgeschrieben.

897. Die **Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.** steigen von 318,2 Mio. € im Jahr 2025 auf 322,7 Mio. € im Jahr 2026 und 330,0 Mio. € im Jahr 2027. Für das Jahr 2028 ist ein deutlicher Anstieg auf 420,6 Mio. € vorgesehen. In den Folgejahren verbleiben die Aufwendungen mit 419,9 Mio. € im Jahr 2029 und 440,7 Mio. € im Jahr 2030 auf einem erhöhten Niveau. Der deutliche Anstieg im Jahr 2028 ist auf das Auslaufen der kapitalstützenden Rückversicherung zum Ende des Jahres 2027 zurückzuführen. Der Anstieg ist daher auf den höheren Selbstbehalt der NAV zurückzuführen. Die Netto-Schadenquote, definiert als Verhältnis der Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R. zu den verdienten Beiträgen f.e.R., erhöht sich von 62,5 % im Jahr 2025 auf 64,2 % im Jahr 2026, 65,8 % im Jahr 2027 und 70,3 % im Jahr 2028. Anschließend geht sie auf 67,0 % im Jahr 2029 bzw. 67,4 % im Jahr 2030 zurück. Auch der Anstieg der Netto-Schadenquote im Jahr 2028 ist ausschließlich durch die veränderte Rückversicherungsstruktur bedingt.

898. Die **Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen** weist im Planungszeitraum deutliche Schwankungen auf. Der deutlich positive Wert des Jahres 2028 ist entsprechend den Auswirkungen auf die abgegebenen Rückversicherungsbeiträge und die Aufwendungen für Versicherungsfälle im Wesentlichen auf das Auslaufen der kapitalstützenden Rückversicherung zum Ende des Jahres 2027 zurückzuführen. Infolgedessen reduziert sich die Rückstellung für Rückversicherungs-Sonderverträge im Planjahr 2028 von 24,1 Mio. € auf null.

899. Die **Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.** gehen zunächst von 201,1 Mio. € im Jahr 2025 auf 176,0 Mio. € im Jahr 2026 und 170,9 Mio. € im Jahr 2027 zurück. Anschließend steigen sie auf 191,8 Mio. € im Jahr 2028, 195,2 Mio. € im Jahr 2029 und

194,7 Mio. € im Jahr 2030. Die hieraus abgeleitete Kostenquote, definiert als Verhältnis der Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb für eigene Rechnung zu den verdienten Beiträgen für eigene Rechnung, verbessert sich kontinuierlich von 39,5 % im Jahr auf 29,8 % im Jahr 2030. Als wesentliche Treiber dieser Verbesserung sieht die Planungsrechnung die bis zum Jahr 2031 vorgesehenen allgemeinen Kosteninitiativen mit einem Schwerpunkt auf den Bereichen Operations und IT. Hierzu zählen insbesondere die Reduzierung der operativen und technischen Komplexität, die verstärkte Automatisierung von Prozessen sowie die Ablösung der bestehenden Host-Systeme. Strategisches Ziel ist es, bis zum Jahr 2031 eine marktadäquate Kostenquote zu erreichen. Nach Einschätzung des Managements sind die dem Turnaround und den Kostensenkungsprogrammen zugrunde liegenden Zielsetzungen ambitioniert. Die bislang vorgesehenen Zwischenziele seien jedoch erreicht worden.

900. Die **Veränderung der Schwankungsrückstellung und ähnlicher Rückstellungen** belastet das versicherungstechnische Ergebnis in sämtlichen dargestellten Jahren. Im Ist-Jahr 2025 beläuft sich die Zuführung auf 41,3 Mio. €. Für die Planjahre sind weitere Zuführungen vorgesehen. Die Schwankungsrückstellung stellt eine gesetzlich vorgeschriebene versicherungstechnische Zusatzreserve dar, die dem Ausgleich zeitlicher Schwankungen im Schadenverlauf dient. Vor dem Hintergrund der in der Planungsrechnung unterstellten Verbesserung der Schadenquoten ergeben sich in den Planjahren weitere Zuführungen, die das versicherungstechnische Ergebnis entsprechend belasten.

901. Das **vt. Ergebnis f.e.R.** verbessert sich ausgehend von -66,7 Mio. € im Ist-Jahr 2025 deutlich auf -14,8 Mio. € im Jahr 2026 und -5,3 Mio. € im Jahr 2027. Im Jahr 2028 verschlechtert es sich infolge des beschriebenen Rückversicherungseffekts vorübergehend auf -12,3 Mio. €. Nach einem weiteren leichten Rückgang auf -13,1 Mio. € im Jahr 2029 verbessert sich das versicherungstechnische Ergebnis im Jahr 2030 auf -1,3 Mio. € und erreicht damit annähernd die Gewinnschwelle. Die Combined Ratio, definiert als Summe aus Schaden- und Kostenquote, geht von 102,0 % im Ist-Jahr 2025 auf 99,2 % im Jahr 2026 zurück. Im Jahr 2027 erhöht sie sich geringfügig auf 99,9 %. Für das Jahr 2028 ist aufgrund der veränderten Rückversicherungsstruktur ein vorübergehender Anstieg auf 102,4 % vorgesehen. Anschließend verbessert sich die Combined Ratio auf 98,1 % im Jahr 2029 und 97,1 % im Jahr 2030. Abgesehen von dem rückversicherungsbedingten Sondereffekt im Jahr 2028 weist die Planungsrechnung damit eine insgesamt positive Entwicklung der vt. Profitabilität aus.

902. Das **Ergebnis aus Kapitalanlagen vor technischem Zinsertrag** geht von 48,4 Mio. € im Ist-Jahr 2025 zunächst auf 32,6 Mio. € im Jahr 2026 und 30,6 Mio. € im Jahr 2027 zurück. In den Folgejahren ist eine schrittweise Erholung auf bis zu 38,6 Mio. € im Jahr 2030 vorgesehen. Aufgrund der niedrigen Solvenzquote verfolgt die NAV bei der Neu- und Wiederanlage zunächst einen überwiegend sicherheitsorientierten Ansatz. Der Schwerpunkt liegt dementsprechend auf festverzinslichen Wertpapieren guter bis sehr guter Bonität. Ab dem

Jahr 2027 sieht die Planung einen schrittweisen Wiederaufbau vor. Gleichzeitig soll die Rendite aus der Neu- und Wiederanlage steigen. Im Kapitalanlageergebnis des Jahres 2026 ist ferner ein Veräußerungsgewinn von 7,7 Mio. € aus dem geplanten Verkauf einer Minderheitsbeteiligung enthalten. Zuschreibungen werden über den gesamten Planungszeitraum nicht berücksichtigt. Abschreibungen sind ausschließlich für das erste Planjahr 2026 i.H.v. 0,5 Mio. € vorgesehen. Aus diesen Annahmen ergibt sich eine geplante Nettoverzinsung von 2,8 % im Jahr 2026 und 2,5 % im Jahr 2027. Für die Jahre 2028 bis 2030 wird jeweils eine konstante Nettoverzinsung von 2,8 % angesetzt. Das Kapitalanlageergebnis der NAV umfasst zudem Ausschüttungen der zu 51 % gehaltenen NRV sowie Erträge aus Anlagevehikeln. Hierzu zählen Ausschüttungen aus dem Wertpapierspezialfonds Minerva, dem Luxemburger RAIF Feronia sowie den Immobilienfonds IDC und IDV.

903. Die sonstigen Erträge bewegen sich mit 76,1 Mio. € im Ist-Jahr 2025 sowie Werten zwischen 76,0 Mio. € und 79,3 Mio. € in den Planjahren 2026 bis 2030 auf einem weitgehend stabilen Niveau. Die sonstigen Aufwendungen steigen demgegenüber zunächst von 72,9 Mio. € im Ist-Jahr 2025 auf 88,4 Mio. € im Jahr 2026 und 88,9 Mio. € im Jahr 2027. Anschließend gehen sie auf jeweils 87,1 Mio. € in den Jahren 2028 und 2029 sowie 87,3 Mio. € im Jahr 2030 zurück. Die wesentlichen Bestandteile der sonstigen Erträge sind in sämtlichen Planjahren Dienstleistungserträge sowie Vermittlungsprovisionen, die überwiegend auf die NRV entfallen. Die sonstigen Aufwendungen enthalten insbesondere die korrespondierenden Vermittlungsprovisionsaufwendungen, ebenfalls überwiegend im Zusammenhang mit der NRV, Dienstleistungsaufwendungen der NBA sowie übrige Aufwendungen.

904. Das **außerordentliche Ergebnis** in den Jahren 2025 bis 2027 in einer Bandbreite zwischen -5,5 Mio. € und -5,7 Mio. € enthält geplante Restrukturierungsaufwendungen im Zusammenhang mit dem Turnaround-Programm. Ab 2028 werden keine weiteren außerordentlichen Effekte angesetzt.

905. Das **Ergebnis vor Steuern** verbessert sich von -21,3 Mio. € im Ist-Jahr 2025 auf -0,7 Mio. € (2026) und wird ab 2027 mit 6,9 Mio. € durchgehend positiv geplant und steigt weiter auf bis zu 28,8 Mio. € in 2030.

906. Die Steuerplanung der NAV sieht trotz positiver Vorsteuerergebnisse für die Jahre 2027 bis 2029 lediglich Ertragsteuern von bis zu 0,4 Mio. € vor. Erst 2030 steigt der **Steueraufwand** auf 6,3 Mio. €. Ursächlich sind neben der zunächst unterstellten Nutzung steuerlicher Verlustvorträge insbesondere Überleitungseffekte zwischen handels- und steuerrechtlichem Ergebnis. Hierzu zählen vor allem abweichende Wertansätze bei Schaden- und Drohverlustrückstellungen, Rückstellungen für Strukturmaßnahmen sowie steuerfreie Dividenden.

907. Die anrechnungsfähigen **Eigenmittel** sinken zunächst von 430,1 Mio. € im Jahr 2025 auf 394,0 Mio. € im Jahr 2026 und steigen anschließend auf zu 535,0 Mio. € in 2030. Da sich die Solvenzkapitalanforderung stabil entwickelt, erhöht sich die Bedeckungsquote nach einem Rückgang von 152,8 % im Jahr 2025 auf 136,1 % im Jahr 2026 sukzessive auf bis zu 174,2 % im Jahr 2030. Die Entwicklung beruht insbesondere auf den erwarteten positiven HGB-Ergebnissen. Die Planungsrechnung sieht das Auslaufen der kapitalstützenden Rückversicherung nach 2027 vor (vgl. Tz. 865 f.). Eine Verlängerung würde die Solvenzquote 2028 nach einer vereinfachten Sensitivitätsrechnung der NAV um etwa 15 bis 20 Prozentpunkte erhöhen. Gleichwohl liegt die Quote in allen Planjahren oberhalb der internen Mindestquote der NAV von 130 % und erreicht 2030 nahezu die interne Zielquote von 175 %.

ff) Ableitung der Zukunftserfolgsplanung

908. Die Bewertungsgutachterin hat das nachhaltige Ergebnis ausgehend vom letzten Planjahr 2030 abgeleitet und grundsätzlich unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate fortgeschrieben. Die nachfolgende Tabelle stellt die Zukunftserfolgsplanung einschließlich der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der NAV dar:

Zukunftserfolgsplanung NÜRNBERGER Allgemeine Versicherung AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Gebuchte Bruttobeiträge	660	652	678	711	740	748
Abgegebene RV-Beiträge	-154	-156	-64	-84	-86	-87
Gebuchte Netto-Beiträge	**506**	**496**	**614**	**627**	**654**	**661**
Veränderung Netto-Beitragsüberträge	-3	5	-16	0	0	0
Verdiente Beiträge f.e.R.	**503**	**501**	**598**	**627**	**654**	**660**
Technischer Zinsertrag aus der SU-Versicherung	1	1	1	1	1	1
Sonstige vt. Erträge f.e.R.	1	1	1	1	1	1
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-323	-330	-421	-420	-441	-445
Veränderung der übrigen vt. Netto-Rückstellungen	2	0	26	0	0	0
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f.e.R.	0	0	0	0	0	0
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-176	-171	-192	-195	-195	-214
Sonstige vt. Aufwendungen f.e.R.	-6	-6	-6	-6	-6	-6
Veränderung der Schwankungs-RSt und ähnlicher RSt	-16	-1	-19	-21	-15	-4
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	**-15**	**-5**	**-12**	**-13**	**-1**	**-7**
Ergebnis aus Kapitalanlagen	33	31	36	37	39	53
Technischer Zinsertrag s.a. VG	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Ergebnis aus Kapitalanlagen nach techn. Zinsertrag	32	30	35	36	38	52
Sonstige Erträge	76	77	77	78	79	80
Sonstige Aufwendungen	-88	-89	-87	-87	-87	-86
Außerordentliches Ergebnis	-6	-6	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern	**-1**	**7**	**13**	**14**	**29**	**39**
Steuern	0	0	0	0	-6	**-10**
Ergebnis nach Steuern	**-1**	**6**	**13**	**14**	**23**	**28**

Wachstum Gebuchte Bruttobeiträge	1,1%	-1,2%	4,0%	4,8%	4,2%
Schadenquote[217]	64,2%	65,8%	70,3%	67,0%	67,4%
Combined Ratio brutto	96,0%	97,0%	100,6%	96,4%	95,7%
Combined Ratio netto	99,2%	99,9%	102,4%	98,1%	97,1%
Solvabilitätsquote	136,1%	137,0%	145,1%	158,4%	174,2%

Quelle: NAV-Planungsrechnung; VT; eigene Analysen

Tabelle 51: NAV – Zukunftserfolgsplanung

909. Für den Übergang von der Detailplanungsphase in die ewige Rente hat die Bewertungsgutachterin abweichend von der Fortschreibung mit der nachhaltigen Wachstumsrate die nachfolgend dargestellten Anpassungen vorgenommen:

910. Die Aufwendungen für Versicherungsfälle basieren auf einer von der Bewertungsgutachterin als nachhaltig erachteten Schadenquote i.H.v. 67,4 %, die sich an der Schadenquote der NAV im Jahr 2030 orientiert.

217 Die Aufwendungen für Versicherungsfälle gehen aus der Planungsrechnung nicht auf Brutto-Basis hervor. Die Brutto-Schadenquote wurde daher vereinfachend der Netto-Schadenquote gleichgesetzt.

911. Die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb basieren auf einer von der Bewertungsgutachterin als nachhaltig erachteten Kostenquote i.H.v. 32,4 %, die auf Basis der durchschnittlichen Kostenquoten im Planungszeitraum abgeleitet wurde. Unter Berücksichtigung der nachhaltigen Schaden- und Kostenquote ergibt sich eine nachhaltige Combined Ratio i.H.v. 99,8 %.

912. Die in der Detailplanungsphase geplante erhöhte Zuführung zur Schwankungsrückstellung erachtet die Bewertungsgutachterin nicht als nachhaltig, da sie die zugrunde liegende Auflösung bzw. Einstellung als zeitlich begrenzt erachtet. Nachhaltig hat die Bewertungsgutachterin eine Schwankungsrückstellung i.H.v. 60 % des rechnerisch ermittelten Sollbetrags unterstellt. Die in der ewigen Rente angesetzten Zuführungen zur Schwankungsrückstellung i.H.v. 3,7 Mio. € berücksichtigen einerseits die annuitätische Zuführung auf den als nachhaltig angesehenen Sollbetrag und andererseits die Fortentwicklung der nachhaltigen Schwankungsrückstellung mit der nachhaltigen Wachstumsrate.

913. Die Bewertungsgutachterin hat das nachhaltige Kapitalanlageergebnis unter Berücksichtigung der geplanten Wiederanlagerenditen für den Teil des bestehenden Kapitalanlageportfolios ermittelt, dessen vertragliche Laufzeit über das Jahr 2030 hinausgeht. Zur Abbildung der langfristigen Entwicklung hat sie die einzelnen Anlagebestandteile analysiert und über den Planungszeitraum hinaus bis zur Endfälligkeit fortgeschrieben. Für den Teil des Portfolios, der bereits bis zum Ende des Jahres 2030 ausgelaufen ist, wurde mit Eintritt in die Phase der ewigen Rente die erwartete langfristige Ziel- bzw. Wiederanlagerendite des Portfolios zugrunde gelegt. Für Kapitalanlagen, deren vertragliche Laufzeit nach dem Jahr 2030 endet, hat die Bewertungsgutachterin bei Endfälligkeit eine schrittweise Wiederanlage zu den langfristig geplanten Ziel- bzw. Wiederanlagerenditen unterstellt. Bei der NAV betraf dies rund 50 % des Kapitalanlageportfolios.

914. Zur Ermittlung eines effektiven, auf das Jahr 2031 bezogenen Kapitalanlagesatzes hat die Bewertungsgutachterin den Verzinsungspfad ab dem Jahr 2031 mit den Kapitalkosten auf den Beginn der ewigen Rente ab 2031 diskontiert und zu einer barwertäquivalenten konstanten Kapitalanlagerendite verdichtet. Hieraus ergab sich eine nachhaltige Kapitalanlageverzinsung von rund 3,5 %.

915. Vor dem Hintergrund, dass die Kosten der Kapitalanlage nicht in der nachhaltigen Kapitalanlageverzinsung enthalten sind, hat die Bewertungsgutachterin im nachhaltigen Kapitalanlageergebnis Aufwendungen für Kapitalanlagen in Höhe von 9 Basispunkten bezogen auf den nachhaltigen Kapitalanlagebestand zu Buchwerten angesetzt.

916. Für die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses nach Steuern hat die Bewertungsgutachterin eine nachhaltige Steuerquote von rd. 27,0 % angesetzt. Diese setzt sich aus einem Gewerbesteuersatz von 16,35 % und einem nachhaltigen Körperschaftsteuersatz von 10,70 % zusammen. Im Körperschaftsteuersatz ist der Solidaritätszuschlag von 5,5 % bereits berücksichtigt.

917. Für die ewige Rente hat die Bewertungsgutachterin ein Wachstum des Geschäftsvolumens entsprechend der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0 % unterstellt. Nach ihrer Einschätzung führt dieses Wachstum zu einem entsprechenden Anstieg des betriebsnotwendigen Eigenkapitals. Zur dauerhaften Aufrechterhaltung der geplanten Eigenkapitalquote hat sie daher eine wachstumsbedingte nachhaltige Thesaurierung von 1,0 % bezogen auf das Eigenkapital zum Ende der Detailplanungsphase angesetzt, die das ausschüttungsfähige Ergebnis entsprechend reduziert.

Zusammenfassendes Urteil zur Plausibilität der Zukunftserfolgsplanung der NAV

918. Wir haben im Rahmen unserer Angemessenheitsprüfung die rechnerische und formelle Plausibilität der der Bewertung zugrunde gelegten Zukunftserfolgsplanung der NAV untersucht. Dabei haben wir weder rechnerische Inkonsistenzen noch Inkonsistenzen bei den Annahmen innerhalb einzelner Teilpläne festgestellt.

919. Darüber hinaus haben wir die interne und externe Plausibilität der Zukunftserfolgsplanung der NAV untersucht. Die interne und externe Plausibilität ist gegeben, wenn die Annahmen und Planansätze für den jeweiligen Anlass nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind, d.h. wenn sie in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse sind.

920. Unsere wesentlichen Schlussfolgerungen fassen wir wie folgt zusammen:

- Die für 2026 bis 2030 geplanten gebuchten Bruttobeiträge der NAV erachten wir sowohl im Vergleich zur historischen Beitragsentwicklung der NAV als auch im Marktvergleich als plausibel. Aufgrund der fortgesetzten Bestandssanierung bleiben die Beiträge in den Planjahren 2026 und 2027 mit 660 Mio. € bzw. 652 Mio. € nahezu konstant. Von 2028 bis 2030 sieht die Planung jährliche Zuwächse von 4,0 % bis 4,9 % vor, so dass die Beiträge auf 740 Mio. € im Jahr 2030 ansteigen. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von rd. 2,6 % im Zeitraum von 2025 bis 2030 und von rd. 4,3 % für die Wachstumsphase 2027 bis 2030. Die für die Phase nach der Restrukturierung (2027 bis 2030) geplante Wachstumsrate liegt nah am durchschnittlichen Marktwachstum von rd. 4,1 % p.a. (vgl. Tz. 245). Auch das

Vorgehen der Bewertungsgutachterin, die geplanten Bruttobeiträge in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate fortzuschreiben erachten wir als plausibel.

- Die für 2026 bis 2030 geplanten Schadenquoten der NAV von 64,2 % bis 70,3 % halten wir für ambitioniert. Nach den durch Schadeninflation, Nachreservierungen und Großschäden belasteten Jahren 2021 bis 2024 setzt die Planung eine Rückkehr zu den Schadenquoten vor 2021 voraus. Die für den Planungszeitraum geplante Schadenquote der NAV liegt deutlich unter dem historischen Marktniveau, das in einer Bandbreite zwischen 70,9 % und 80,7 % liegt (vgl. Tz. 245).

- Die geplante Combined Ratio brutto erachten wir ebenfalls als ambitioniert. Die sich für den Planungszeitraum ergebenden Combined Ratios liegen deutlich unter den historischen Combined Ratios der NAV (100,4 % zwischen 2015 bis 2025; 105,9 % zwischen 2021-2025). Auch im Marktvergleich ist die Planung im Hinblick auf die Kostenplanung anspruchsvoll: Die Planungsrechnung sieht künftig eine Verbesserung gegenüber dem historischen Marktniveau vor. Die von der Bewertungsgutachterin in der ewigen Rente zugrunde gelegte Combined Ratio erachten wir insgesamt als ambitioniert.

- Das geplante Kapitalanlageergebnis der NAV ist im Hinblick auf den Trend der Kapitalanlagerendite im Gesamtmarkt (vgl. Tz. 214) sowie der Kapitalmarktannahmen der NAV, welche die Grundlage der Planung des Kapitalanlageergebnis bilden (vgl. Tz. 549 f.), plausibel.

- Von 2016 bis 2021 lag die Solvabilitätsquote der NAV zwischen 167 % und 199 %. Damit war sie solide, blieb aber deutlich unter dem Marktdurchschnitt der Schaden- und Unfallversicherer von rund 260 % bis 280 %. Schwache versicherungstechnische Ergebnisse und höhere Solvenzkapitalanforderungen ließen die Quote bis 2024 auf 116 % sinken. Kapitalzuführungen der Konzernmutter stützten sie. Nach den Sanierungsmaßnahmen stieg sie 2025 auf 153 %. Bis 2030 plant die NAV einen Anstieg auf rund 175 %. Dieses Ziel ist ambitioniert, da die kapitalstützende Rückversicherung planmäßig Ende 2027 ausläuft. Die aufsichtsrechtlichen Anforderungen werden laut Planung durchgehend erfüllt. Der Abstand zum historischen Marktniveau bleibt mit rund 100 Prozentpunkten jedoch erheblich.

921. In der Gesamtbetrachtung weist die Planungsrechnung der NAV ein hohes Ambitionsniveau auf, ist aber insgesamt noch plausibel. Sie beruht auf einer sachgerechten Methodik, einer vollständigen Datenbasis, ist der Höhe nach vertretbar und rechnerisch richtig.

gg) Ableitung der Nettoausschüttungen

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

Nettoausschüttungen NÜRNBERGER Allgemeine Versicherung AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Ergebnis nach Steuern	-1	6	13	14	23	28
Gewinnthesaurierung	1	-6	-13	-14	-23	-3
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**26**
Ausschüttungsquote	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*50,0%*
Dividende (vor pers. Steuern)	0	0	0	0	0	13
- Pers. Steuern auf Dividende	0	0	0	0	0	-3
Dividende (nach pers. Steuern)	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**9**
Fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)	0	0	0	0	0	13
- Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung	0	0	0	0	0	-2
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**11**
Nettoausschüttungen	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**21**

Quelle: ValueTrust, eigene Analysen

Tabelle 52: NAV – Nettoausschüttungen

923. Für die Detailplanungsphase hat die Bewertungsgutachterin die Ausschüttungs- und Kapitalplanung der Gesellschaft übernommen. Für die Jahre 2026 bis 2030 sind danach keine Ausschüttungen vorgesehen. Der für 2026 geplante Jahresfehlbetrag von rund 1,0 Mio. € wird durch eine Kapitalzuführung in gleicher Höhe ausgeglichen. Die für die Jahre 2027 bis 2030 geplanten Jahresüberschüsse von 6,5 Mio. €, 13,1 Mio. €, 13,7 Mio. € und 22,5 Mio. € werden vollständig thesauriert. Die Thesaurierungen dienen der geplanten Stärkung der Kapitalausstattung.

924. Die Bewertungsgutachterin geht davon aus, dass mit dem Wachstum des Geschäftsvolumens in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate auch der Eigenkapitalbedarf entsprechend steigt. Um die geplante Eigenkapitalquote dauerhaft zu erhalten, hat sie eine wachstumsbedingte nachhaltige Thesaurierung in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate angesetzt, die das ausschüttungsfähige Ergebnis in der ewigen Rente reduziert.

925. In der ewigen Rente (ab 2031) hat die Bewertungsgutachterin eine Ausschüttungsquote von 50,0 % angesetzt, die sich in der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens deutscher Unternehmen orientiert. Die Wertbeiträge aus Thesaurierungen werden dem Anteilseigner in der Phase der ewigen Rente fiktiv unmittelbar zugerechnet.

926. In Bezug auf die Annahmen zur Besteuerung auf Anteilseignerebene verweisen wir auf Abschnitt D.V.h).

hh) Ertragswert des operativen Geschäfts

927. Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts dargestellt:

Ertragswert NÜRNBERGER Allgemeine Versicherung AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Nettoausschüttungen	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**21**
Kapitalisierungszinssatz	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	6,51%
Barwertfaktor	0,931	0,867	0,808	0,752	0,701	10,771
Barwerte jeweils zum 31.12.2025	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**221**

Ertragswert zum 31. Dezember 2025	**221**
Aufzinsungsfaktor	1,064
Ertragswert zum 12. November 2026	**235**

Quelle: ValueTrust; eigene Analysen

Tabelle 53: NAV – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 12. November 2026

928. Der **Ertragswert** des operativen Geschäfts der NAV beträgt zum 12. November 2026 somit insgesamt rd. **235 Mio. €.**

d) NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung AG („NBA“)

aa) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

929. Die rechtlichen Verhältnisse der NBA stellen sich zum 31. Dezember 2025 wie folgt dar.

Firma:	NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung AG
Sitz:	Nürnberg
Satzung:	Fassung vom 5. April 2023
Rechtsform:	Aktiengesellschaft
Handelsregister:	Amtsgericht Nürnberg, HRB 1321
Gegenstand des Unternehmens:	Gegenstand des Unternehmens ist gemäß § 2 Abs. 1 der Satzung der unmittelbare und mittelbare Betrieb aller Zweige des privaten Versicherungswesens, in der Lebens-, Kranken- und Kreditversicherung jedoch nur der Rückversicherung. Der unmittelbare Betrieb aller Versicherungszweige ist nach § 2 Abs. 2 der Satzung auf folgenden Personenkreis beschränkt: • öffentlich Bedienstete sowie ehemalige öffentlich Bedienstete und deren Angehörige, • privatisierte ehemalige Unternehmen, Körperschaften und Einrichtungen des öffentlichen Dienstes, deren Bedienstete, ehemals Bedienstete sowie deren Angehörige, • Einrichtungen und Unternehmen, die im Hauptzweck Aufgaben wahrnehmen, die sonst der öffentlichen Hand obliegen würden. Geschäftsgebiet ist gemäß § 2 Abs. 6 der Satzung das In- und Ausland.
Geschäftsjahr:	Kalenderjahr
Grundkapital:	Das voll eingezahlte Grundkapital der Gesellschaft beträgt 5.000.000,00 € und ist eingeteilt in 5.000 vinkulierte, auf den Namen lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von 1.000,00 € je Aktie.
Aktionärsstruktur:	Alleinige Aktionärin ist die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG, Nürnberg (NBG) – 100 % der Anteile. Die NBG AG ist oberstes Mutterunternehmen und erstellt den Konzernabschluss.
Aufsichtsrat:	• Christine Kaaz (Vorsitzende) • Dr. Thomas Reimer (stellv. Vorsitzender, bis 28. Februar 2026) • Christian Barton (stellv. Vorsitzender seit 3. März 2026) • Wolfram Politt (seit 1. März 2026) • Da der Aufsichtsrat nur aus drei Mitgliedern besteht, ist er zugleich Prüfungsausschuss.
Vorstand:	• Michael Baier • Ines Kaul (seit 1. März 2025) • Stefan Kreß (bis 28. Februar 2025)

Verbundene Unternehmen/ Beteiligungen:	• Die NBA hält keine Anteile an verbundenen Unternehmen. Unter den Beteiligungen wird ausschließlich ein Anteil an der GDV Dienstleistungs-GmbH & Co. KG, Hamburg (0,16 %), ausgewiesen.
Wesentliche Verträge:	Zwischen der NBA und der NBG AG besteht seit dem 14. Mai 2025 ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (Eintragung in das Handelsregister am 3. Juli 2025). Danach unterstellt die NBA die Leitung ihrer Gesellschaft der NBG, die einen entstandenen Jahresfehlbetrag gemäß § 302 AktG ausgleicht. Die NBA beschäftigt kein eigenes Personal. Sie hat ihre Tätigkeiten im Rahmen von Funktionsausgliederungs- und Dienstleistungsverträgen im Wesentlichen auf die NAV, die NBG AG und die NAM übertragen; die NAV ist zudem führender Rückversicherer der NBA. Mit den Unternehmen der NÜRNBERGER Versicherung besteht darüber hinaus ein Abkommen über kurzfristige Liquiditätshilfen (Neufassung mit Wirkung zum 1. Januar 2024).
Steuerliche Verhältnisse:	Die Gesellschaft wird beim Finanzamt Nürnberg unter der Steuernummer 241/101/00082 geführt. Derzeit finden Betriebsprüfungen für die Steuerarten Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer und Umsatzsteuer für die Jahre 2019 bis 2022 statt. Soweit Feststellungen vorliegen bzw. Risiken ersichtlich sind, wurde eine entsprechende Risikovorsorge getroffen. Es besteht eine umsatzsteuerliche Organschaft mit der NBG AG als Organträgerin.

Quelle: NBA

Tabelle 54: NBA – Rechtliche Verhältnisse

930. Rückwirkend zum 1.1.2026 wurde die Nürnberger Beamten Allgemeine Versicherung AG (NBA) im Zuge der Konzernrestrukturierung auf die Nürnberger Allgemeine Versicherung AG (NAV) verschmolzen.

931. Derzeit finden Betriebsprüfungen für die Steuerarten Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer und Umsatzsteuer für die Jahre 2019 bis 2022 statt. Soweit Feststellungen vorliegen bzw. Risiken ersichtlich sind, wurde eine entsprechende Risikovorsorge getroffen.

bb) Wirtschaftliche Grundlagen

932. Die NBA betreibt in Deutschland ausschließlich selbst abgeschlossenes Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft. Innerhalb des NBG-Konzerns ist sie auf Angehörige des öffentlichen Dienstes spezialisiert und bietet ihnen eigene Tarife an. Das Angebot umfasst Kraftfahrt-, Unfall-, Haftpflicht- und Sachversicherungen sowie Beistandsleistungs- und

Schutzbriefversicherungen. Knapp die Hälfte der Beiträge entfällt auf die Kraftfahrtversicherung. Die NBA hat mit dem Datum vom 14. Mai 2025 mit der NBG AG einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag geschlossen. Rückwirkend zum 1.1.2026 wurde die NBA im Zuge der Konzernrestrukturierung auf die Nürnberger Allgemeine Versicherung AG (NAV) verschmolzen.

933. Die Gesellschaft beschäftigt keine eigenen Mitarbeiter. Wesentliche operative Aufgaben werden durch die NAV, zentrale Funktionen durch die NBG AG und die Vermögensverwaltung durch die NAM übernommen.

934. Die NBA ist in die Sanierung des Schaden- und Unfallversicherungsgeschäfts des Konzerns eingebunden. Die Programme „TurnAround NÜRNBERGER“ (TAN), „Fit für die Zukunft“ und „back2black“ sehen vor allem Preiserhöhungen, eine Bereinigung des Bestands und eine restriktivere Zeichnungspolitik vor. Hintergrund sind insbesondere Verluste in der Kraftfahrtversicherung durch nicht risikogerechte Tarife und steigende Reparaturkosten sowie hohe Schäden aus Naturgefahren und Kumulereignissen in der Sachversicherung. Beitragsanpassungen, die Kündigung unrentabler Wohngebäudeverträge, eine zurückhaltendere Annahmepolitik und niedrigere Betriebskosten verbesserten das Ergebnis. Im Jahr 2025 blieben zudem größere Naturgefahrenereignisse aus. Die Haftpflichtversicherung ist weiterhin durch steigende Schadenaufwendungen und Abwicklungsverluste belastet.

935. Für den Vertrieb nutzt die NBA die Organisation des Konzerns. Wesentlicher Teil der Beiträge stammt annähernd zu gleichen Teilen aus dem Generalagenten- und dem Autohausvertrieb. Makler- und Direktvertrieb haben nur geringe Bedeutung. Der Autohausvertrieb ist der wichtigste Zugangsweg zur Kraftfahrtversicherung. Infolge der Preisanpassungen sank das dortige Neugeschäft 2025 um rund drei Viertel, sodass sich der Vertriebsmix zugunsten der Generalagenten verschiebt.

936. Die NBA betreibt ausschließlich passive Rückversicherung mit der NAV als führendem Rückversicherer. Zum 1. Januar 2025 entfielen die internen Quotenverträge für Wohngebäude und Hausrat, der daran angebundene Sach-Schadenexzedent und der eigene Naturgefahren-Toplayer. Stattdessen ist die NBA in das gemeinsame Naturgefahrenprogramm von NAV, GAV und NBA eingebunden.

cc) Vermögens- und Finanzlage

937. Die Analyse der VFE-Lage wurde auf Basis der geprüften und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Einzelabschlüsse der NBA nach HGB für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 durchgeführt.

938. Nachfolgend ist die Vermögens- und Kapitalstruktur der NBA zu den jeweiligen Bilanzstichtagen für die Jahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung HGB-Einzelabschluss	31.12.2023 in Mio.€	 *in %*	31.12.2024 in Mio.€	 *in %*	31.12.2025 in Mio.€	 *in %*
A. Kapitalanlagen	42	*89,6*	43	*89,3*	48	*90,6*
B. Forderungen aus dem s.a.G.	2	*4,3*	2	*4,0*	2	*3,2*
C. Aktive latente Steuern	1	*1,8*	0	*0,0*	0	*0,0*
D. Übrige Aktiva	2	*4,4*	3	*6,6*	3	*6,2*
Summe der Aktiva	**47**	***100,0***	**48**	***100,0***	**53**	***100,0***
A. Eigenkapital	18	*37,4*	15	*32,4*	15	*29,4*
B. Versicherungstechnische Rückstellungen	26	*56,2*	27	*57,1*	31	*59,5*
C. Andere Rückstellungen	1	*2,9*	1	*1,7*	0	*0,7*
D. Verbindlichkeiten aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft	0	*0,7*	1	*1,4*	1	*1,2*
E. Übrige Passiva	1	*2,8*	4	*7,5*	5	*9,3*
Summe der Passiva	**47**	***100,0***	**48**	***100,0***	**53**	***100,0***

Quelle: Prüfungsberichte der NBA 2023, 2024 und 2025

Tabelle 55: NBA – Vermögens- und Finanzlage

939. Die Bilanzsumme der NBA stieg von 46,8 Mio. € (2023) auf 52,7 Mio. € (2025). Der Anstieg beschleunigte sich 2025 und beruhte vor allem auf höheren Kapitalanlagen und versicherungstechnischen Rückstellungen. Das Beitragsvolumen entwickelte sich dagegen rückläufig.

940. Der Anstieg der Kapitalanlagen im Zeitraum von 2023 bis 2025 betraf vor allem Aktien und Investmentanteile sowie Inhaberschuldverschreibungen. Die Gesellschaft nutzt für einen großen Teil des Bestands das gemilderte Niederstwertprinzip nach § 341b Abs. 2 Halbsatz 2 HGB. Die Bewertungsreserven blieben negativ, verbesserten sich jedoch von -1,8 Mio. € (2023) auf -0,9 Mio. € (2025). Die stillen Lasten entfielen überwiegend auf festverzinsliche Wertpapiere und spiegeln das gestiegene Zinsniveau wider.

941. Die Forderungen aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft gingen von 2,0 Mio. € (2023) auf 1,7 Mio. € (2025) zurück. Dies steht im Einklang mit dem schrumpfenden Versicherungsbestand und geringeren Außenständen aus Beitragsforderungen.

942. Die übrigen Aktiva erhöhten sich von 2,0 Mio. € (2023) auf 3,3 Mio. € (2025). Der Anstieg war überwiegend auf sonstige Vermögensgegenstände, insbesondere höhere Bankguthaben zurückzuführen.

943. Das Eigenkapital sank von 17,5 Mio. € (2023) auf 15,5 Mio. € (2024) und blieb 2025 konstant. Der Rückgang entfiel auf den Bilanzgewinn. Der Rückgang betraf ausschließlich den Bilanzgewinn und war im Wesentlichen auf eine Dividende an die damalige Alleinaktionärin NAV zurückzuführen. NAV veräußerte ihre Anteile zum 1. Juli 2024 an die NBG. Seit 2025 wird das Ergebnis aufgrund des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags mit der NBG AG ausgeglichen, sodass kein neuer Bilanzgewinn entsteht. Die ausgewiesene Solvency-II-Bedeckungsquote stieg von 159,4 % auf 186,8 % und lag 2025 über der für den Planungszeitraum genannten Zielquote von 175 %. Seit 2025 besteht ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit der Muttergesellschaft NBG. Er verpflichtet die NBG AG zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags der NBA nach § 302 AktG.

944. Die versicherungstechnischen Rückstellungen bildeten den größten Passivposten. Sie stiegen von 26,3 Mio. € (2023) auf 31,4 Mio. € (2025). Ihr Anteil an der Bilanzsumme nahm von 56,2 % auf 59,5 % zu. Wesentlich war der Aufbau der Rückstellung für noch nicht abgewickelte Versicherungsfälle trotz rückläufigen Bestands. Dazu trugen aktuariell begründete Zuschläge für erwartete Unterdeckungen in der Kraftfahrzeug-Haftpflicht bei. Die Schwankungsrückstellung wurde 2024 entlastet, 2025 jedoch deutlich aufgestockt. Die Zuführung von 1,5 Mio. € belastete das Ergebnis 2025 maßgeblich.

945. Ursächlich für den Rückgang der anderen Rückstellungen waren vor allem geringere Steuer- und Bonifikationsrückstellungen. Die Verbindlichkeiten aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft betrafen überwiegend Beitragsvorauszahlungen. Die übrigen Passiva stiegen von 1,3 Mio. € (2023) auf 4,9 Mio. € (2025). Hierzu trugen zunächst konzerninterne Verbindlichkeiten aus der Weiterverrechnung von Restrukturierungskosten bei. Im Jahr 2025 kamen Abrechnungsverbindlichkeiten aus dem Rückversicherungsgeschäft hinzu.

dd) Ertragslage

946. Nachfolgend ist die Ertragslage der NBA für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

Gewinn- und Verlustrechnung NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung HGB-Einzelabschluss	Ist 2023 Mio. €	Ist 2024 Mio. €	Ist 2025 Mio. €
Gebuchte Bruttobeiträge	56	55	49
Abgegebene RV-Beiträge	-39	-34	-23
Gebuchte Netto-Beiträge	**17**	**21**	**27**
Veränderung Netto-Beitragsüberträge	0	0	0
Verdiente Beiträge f.e.R.	**17**	**21**	**27**
Technischer Zinsertrag aus der Schaden- und Unfallversicherung	0	0	0
Sonstige versicherungstechnische Erträge f.e.R.	0	0	0
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	**-12**	**-14**	**-16**
Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen	0	0	0
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f.e.R.	0	0	0
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	**-2**	**-3**	**-8**
Sonstige versicherungstechnische Aufwendungen f.e.R.	0	0	0
Veränderung der Schwankungsrückstellung und ähnlicher Rückstellungen	1	1	-1
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	**5**	**4**	**1**
Ergebnis aus Kapitalanlagen	1	1	1
Technischer Zinsertrag s.a. VG	0	0	0
Ergebnis aus Kapitalanlagen nach technischem Zinsertrag	1	1	1
Sonstige Erträge	0	1	0
Sonstige Aufwendungen	-3	-4	-3
Außerordentliches Ergebnis	0	0	0
Ergebnis vor Steuern	**3**	**1**	**0**
Steuern	**-1**	**-1**	**0**
Ergebnis nach Steuern	2	0	0

Quelle: Prüfungsberichte der NBA 2023, 2024 und 2025

Tabelle 56: NBA – Gewinn- und Verlustrechnung

947. Die verdienten Beiträge für eigene Rechnung stiegen von 17,0 Mio. € (2023) auf 26,8 Mio. € (2025). Die gebuchten Bruttobeiträge sanken dagegen von 56,5 Mio. € auf 49,5 Mio. €. Der Versicherungsbestand schrumpfte im Zuge von Preisanpassungen, Bestandsbereinigungen und der Verlagerung von Produkten auf die Schwestergesellschaft NAV. Zugleich gab die NBA einen geringeren Anteil ihrer Beiträge an Rückversicherer ab.

948. Die Nettoaufwendungen für Versicherungsfälle stiegen von 12,8 Mio. € (2023) auf 16,7 Mio. € (2025). Bei sinkender Rückversicherungsquote verblieb ein größerer Teil der Schadenlast bei der NBA. Hinzu kamen 2024 ein Abwicklungsverlust und Reservezuschläge für erwartete Unterdeckungen in der Kraftfahrzeug-Haftpflicht. Das Abwicklungsergebnis erholte sich 2025. Die Combined Ratio brutto verschlechterte sich von 89,1 % (2023) auf 97,8 % (2024) und

verbesserte sich 2025 auf 84,4 %. Für die Belastung 2024 war insbesondere das negative Abwicklungsergebnis wesentlich. Im Jahr 2025 wirkten ein günstigeres Abwicklungsergebnis und das Ausbleiben nennenswerter Naturgefahrenereignisse entlastend. Die Bruttokostenquote blieb vergleichsweise stabil.

949. Die Nettoaufwendungen für den Versicherungsbetrieb stiegen von 1,7 Mio. € (2023) auf 8,3 Mio. € (2025), obwohl die Bruttoaufwendungen zurückgingen. Ausschlaggebend waren geringere Provisionen und Gewinnbeteiligungen aus der passiven Rückversicherung. Die veränderte Rückversicherungsstruktur erklärt damit einen wesentlichen Teil des Anstiegs.

950. Vor Veränderung der Schwankungsrückstellung war der Rückgang des versicherungstechnischen Ergebnisses f.e.R. weniger stark. Während Entnahmen das Ergebnis 2023 und 2024 stützten, belastete 2025 eine Zuführung von 1,5 Mio. €.

951. Das Kapitalanlagenergebnis nach technischem Zinsertrag stieg von 0,6 Mio. € (2023) auf 1,2 Mio. € (2025). Die Nettoverzinsung erhöhte sich im selben Zeitraum von 2,0 % auf 2,9 %. Der Ergebnisanstieg 2025 beruhte vor allem auf realisierten Gewinnen aus dem Abgang von Kapitalanlagen.

952. Das sonstige Ergebnis war durchgehend negativ und lag 2025 bei -2,3 Mio. €. Die Verschlechterung 2024 und die teilweise Erholung 2025 hingen wesentlich mit der konzerninternen Weiterverrechnung von Restrukturierungsaufwendungen für „Fit für die Zukunft“ zusammen. Wesentlicher Grund für den höheren Steueraufwand in 2024 war die vollständige Wertberichtigung zuvor aktivierter latenter Steuern.

953. Das Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit sank von 2,9 Mio. € (2023) auf -0,4 Mio. € (2025). Ohne den seit 2025 bestehenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag hätte sich nach Steuern ein Jahresfehlbetrag von rund 0,3 Mio. € ergeben. Die NBG AG glich diesen durch Verlustübernahme aus. Maßgeblich für die Abweichung von der ursprünglichen Planung war die erforderliche Zuführung zur Schwankungsrückstellung. Der Bilanzgewinn blieb nach den Ausschüttungen an die NAV 2024 und 2025 gering.

ee) Analyse der Managementplanung

954. Die nachfolgende Tabelle stellt die vom Vorstand aufgestellte und vom Aufsichtsrat in seiner Sitzung vom 16. Dezember 2025 beschlossene Fünfjahresplanung der NBA (sog. „Plan 2025“) für den Zeitraum von 2026 bis 2030 dar. Zur besseren Vergleichbarkeit werden den Planwerten die Ist-Zahlen des Geschäftsjahres 2025 gegenübergestellt.

Planungsrechnung NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung AG	Ist 2025 Mio. €	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €
Gebuchte Bruttobeiträge	49	44	35	30	28	27
Abgegebene RV-Beiträge	-23	-21	-18	-17	-16	-15
Gebuchte Netto-Beiträge	**27**	**23**	**17**	**14**	**12**	**12**
Veränderung Netto-Beitragsüberträge	0	0	0	0	0	0
Verdiente Beiträge f.e.R.	**27**	**23**	**17**	**14**	**12**	**12**
Technischer Zinsertrag aus der SU-Versicherung	0	0	0	0	0	0
Sonstige vt. Erträge f.e.R.	0	0	0	0	0	0
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-16	-15	-9	-7	-6	-7
Veränderung der übrigen vt. Netto-Rückstellungen	0	0	0	0	0	0
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f.e.R.	0	0	0	0	0	0
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-8	-7	-5	-4	-4	-3
Sonstige vt. Aufwendungen f.e.R.	0	0	0	0	0	0
Veränderung der Schwankungs-RSt und ähnlicher RSt	-1	1	-1	-1	0	0
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	**1**	**3**	**1**	**1**	**2**	**2**
Ergebnis aus Kapitalanlagen	1	1	1	1	1	1
Technischer Zinsertrag s.a. VG	0	0	0	0	0	0
Ergebnis aus Kapitalanlagen nach techn. Zinsertrag	1	1	1	1	1	1
Sonstige Erträge	0	0	0	0	0	0
Sonstige Aufwendungen	-3	-3	-3	-2	-2	-2
Außerordentliches Ergebnis	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern	**0**	**1**	**-1**	**0**	**1**	**1**
Neutrales Ergebnis						
Ergebnis vor Steuern (unbereinigt)	**0**	**1**	**-1**	**0**	**1**	**1**
Steuern	0	0	0	0	0	0
Ergebnis nach Steuern	**0**	**0**	**-1**	**0**	**1**	**1**

Quelle: NBA-Planungsrechnung; eigene Analysen

Tabelle 57: NBA – Managementplanung

955. Die gebuchten Bruttobeiträge sollen von 49,5 Mio. € (Ist 2025) auf 27,4 Mio. € (2030) sinken. Der geplante Rückgang ist darauf zurückzuführen, dass das Geschäft in Sach, Haftpflicht und Unfall im Rahmen der Konzernstrategie weiter abnimmt und auf die NAV verlagert wird. In der Kraftfahrtversicherung werden dagegen moderate Zuwächse aus Neugeschäft und Tarifanpassungen erwartet.

956. Die Brutto-Schaden-Kosten-Quote soll nach dem für 2026 geplanten Wert von 82,4 % bis 2030 auf 92,2 % steigen. Die Gesellschaft begründet dies mit Schadeninflation und rückläufigen Abwicklungsgewinnen. Die Kostenquote soll durch geringere Abschluss- und Verwaltungskosten sinken.

957. Das geplante versicherungstechnische Ergebnis für eigene Rechnung schwankt nach Veränderung der Schwankungsrückstellung. Für 2028 ist mit 0,9 Mio. € der niedrigste Wert ausgewiesen.

958. Die Kapitalanlageplanung unterstellt einen leichten Zinsanstieg und höhere Wiederanlagerenditen. Die Nettoverzinsung soll von 2,0 % (2026) auf 2,4 % (2030) steigen. Zugleich ist 2026 ein deutlicher Abbau des Kapitalanlagebestands vorgesehen. Danach soll sich der Bestand stabilisieren und bis 2030 wieder auf 39,1 Mio. € erhöhen.

959. Die Solvency-II-Bedeckungsquote steigt gemäß Planungsrechnung von 186,8 % (Ist 2025) auf 276,0 % (2030). Die Gesellschaft führt dies auf höhere Bewertungsreserven und eine geringere Solvenzkapitalanforderung zurück. Für die Werte ab 2027 wurde durch die Gesellschaft bei der Ermittlung eine vereinfachte Methodik zugrunde gelegt.

960. Während die Planung für 2027 und 2028 Jahresfehlbeträge ausweist, sollen 2029 und 2030 wieder Überschüsse erzielt werden.

ff) Ableitung der Zukunftserfolgsplanung

961. Die Bewertungsgutachterin hat das nachhaltige Ergebnis ausgehend vom letzten Planjahr 2030 abgeleitet und grundsätzlich unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate fortgeschrieben. Die nachfolgende Tabelle stellt die Zukunftserfolgsplanung einschließlich der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der NBA dar:

Zukunftserfolgsplanung NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. in %
Gebuchte Bruttobeiträge	44	35	30	28	27	28
Abgegebene RV-Beiträge	-21	-18	-17	-16	-15	-15
Gebuchte Netto-Beiträge	**23**	**17**	**14**	**12**	**12**	**12**
Veränderung Netto-Beitragsüberträge	0	0	0	0	0	0
Verdiente Beiträge f.e.R.	**23**	**17**	**14**	**12**	**12**	**12**
Technischer Zinsertrag aus der SU-Versicherung	0	0	0	0	0	0
Sonstige vt. Erträge f.e.R.	0	0	0	0	0	0
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-15	-9	-7	-6	-7	-6
Veränderung der übrigen vt. Netto-Rückstellungen	0	0	0	0	0	0
Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f.e.R.	0	0	0	0	0	0
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-7	-5	-4	-4	-3	-4
Sonstige vt. Aufwendungen f.e.R.	0	0	0	0	0	0
Veränderung der Schwankungs-RSt und ähnlicher RSt	1	-1	-1	0	0	0
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	**3**	**1**	**1**	**2**	**2**	**2**
Ergebnis aus Kapitalanlagen	1	1	1	1	1	1
Technischer Zinsertrag s.a. VG	0	0	0	0	0	0
Ergebnis aus Kapitalanlagen nach techn. Zinsertrag	1	1	1	1	1	1
Sonstige Erträge	0	0	0	0	0	0
Sonstige Aufwendungen	-3	-3	-2	-2	-2	-2
Außerordentliches Ergebnis	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern	**1**	**-1**	**0**	**1**	**1**	**2**
Neutrales Ergebnis						
Ergebnis vor Steuern (unbereinigt)	**1**	**-1**	**0**	**1**	**1**	**2**
Steuern	0	0	0	0	0	0
Ergebnis nach Steuern	**0**	**-1**	**0**	**1**	**1**	**1**

Quelle: NBA-Planungsrechnung; VT; eigene Analysen

Tabelle 58: NBA – Zukunftserfolgsplanung

962. Die Bewertungsgutachterin hat das nachhaltige Ergebnis ausgehend vom letzten Planjahr 2030 und unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate abgeleitet.

963. Für die Schaden-Kosten-Quote hat sie den Durchschnitt der Jahre 2027 bis 2030 von 83,2 % angesetzt. Das Jahr 2026 blieb wegen der erhöhten nachrichtlichen Schadenquote unberücksichtigt.

964. Die im Detailplanungszeitraum vorgesehene erhöhte Zuführung zur Schwankungsrückstellung hat sie als zeitlich begrenzt und damit nicht nachhaltig beurteilt. Für die ewige Rente hat sie

eine Schwankungsrückstellung von 60 % des rechnerischen Sollbetrags unterstellt und deren Veränderung mit 1,0 % fortgeschrieben.

965. Die Bewertungsgutachterin hat das nachhaltige Kapitalanlageergebnis unter Berücksichtigung der geplanten Wiederanlagerenditen für den Teil des bestehenden Kapitalanlageportfolios ermittelt, dessen vertragliche Laufzeit über das Jahr 2030 hinausgeht. Zur Abbildung der langfristigen Entwicklung hat sie die einzelnen Anlagebestandteile analysiert und über den Planungszeitraum hinaus bis zur Endfälligkeit fortgeschrieben. Für den Teil des Portfolios, der bereits bis zum Ende des Jahres 2030 ausgelaufen ist, wurde mit Eintritt in die Phase der ewigen Rente die erwartete langfristige Ziel- bzw. Wiederanlagerendite des Portfolios zugrunde gelegt. Für Kapitalanlagen, deren vertragliche Laufzeit nach dem Jahr 2030 endet, hat die Bewertungsgutachterin bei Endfälligkeit eine schrittweise Wiederanlage zu den langfristig geplanten Ziel- bzw. Wiederanlagerenditen unterstellt. Bei der NAV betraf dies rund 46 % des Kapitalanlageportfolios.

966. Zur Ermittlung eines effektiven, auf das Jahr 2031 bezogenen Kapitalanlagesatzes hat die Bewertungsgutachterin den Verzinsungspfad ab dem Jahr 2031 mit den Kapitalkosten auf den Beginn der ewigen Rente ab 2031 diskontiert und zu einer barwertäquivalenten konstanten Kapitalanlagerendite verdichtet. Hieraus ergab sich eine nachhaltige Kapitalanlageverzinsung von rund 3,3 %.

967. Vor dem Hintergrund, dass die Kosten der Kapitalanlage nicht in der nachhaltigen Kapitalanlageverzinsung enthalten sind, hat die Bewertungsgutachterin im nachhaltigen Kapitalanlageergebnis Aufwendungen für Kapitalanlagen in Höhe von 9 Basispunkten bezogen auf den nachhaltigen Kapitalanlagebestand zu Buchwerten angesetzt.

968. Wegen der rückwirkenden Verschmelzung der NBA auf die NAV hat die Bewertungsgutachterin die SAA 2031 der NAV verwendet, da für die NBA keine eigene SAA verabschiedet wurde.

969. Für die nachhaltige Besteuerung hat sie einen Gewerbesteuersatz von 16,35 % und einen Körperschaftsteuersatz von 10,70 % einschließlich Solidaritätszuschlag angesetzt.

Zusammenfassendes Urteil zur Plausibilität der Zukunftserfolgsplanung der NBA

970. Wir haben im Rahmen unserer Angemessenheitsprüfung die rechnerische und formelle Plausibilität der der Bewertung zugrunde gelegten Zukunftserfolgsplanung der NBA untersucht. Dabei haben wir weder rechnerische Inkonsistenzen noch Inkonsistenzen bei den Annahmen innerhalb einzelner Teilpläne festgestellt.

971. Darüber hinaus haben wir die interne und externe Plausibilität der Zukunftserfolgsplanung der NBA untersucht. Die interne und externe Plausibilität ist gegeben, wenn die Annahmen und Planansätze für den jeweiligen Anlass nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind, d.h. wenn sie in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse sind.

972. In der Gesamtbetrachtung erachten wir die Planungsrechnung der NBA als plausibel. Sie beruht auf einer sachgerechten Methodik, einer vollständigen Datenbasis, ist der Höhe nach vertretbar und rechnerisch richtig.

gg) Ableitung der Nettoausschüttungen

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

Nettoausschüttungen NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Ergebnis nach Steuern	0	-1	0	1	1	1
Gewinnthesaurierung	0	1	0	-1	-1	0
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**1**
Ausschüttungsquote	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*50,0%*
Dividende (vor pers. Steuern)	0	0	0	0	0	0
- Pers. Steuern auf Dividende	0	0	0	0	0	0
Dividende (nach pers. Steuern)	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)	0	0	0	0	0	0
- Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung	0	0	0	0	0	0
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Nettoausschüttungen	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**1**

Quelle: ValueTrust, eigene Analysen

Tabelle 59: NBA – Nettoausschüttungen

974. Für die Detailplanungsphase hat die Bewertungsgutachterin die Ausschüttungs- und Kapitalplanung der Gesellschaft übernommen. Für die Jahre 2026 bis 2030 sind danach keine Ausschüttungen vorgesehen. Die für die Detailplanungsphase geplanten Jahresergebnisse werden vollständig thesauriert bzw. im Fall eines Jahresfehlbetrags vorgetragen. Die Thesaurierungen dienen der geplanten Stärkung der Kapitalausstattung.

975. Die Bewertungsgutachterin geht davon aus, dass mit dem Wachstum des Geschäftsvolumens in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate auch der Eigenkapitalbedarf entsprechend steigt. Um die geplante Eigenkapitalquote dauerhaft zu erhalten, hat sie eine wachstumsbedingte nachhaltige Thesaurierung in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate angesetzt, die das ausschüttungsfähige Ergebnis in der ewigen Rente reduziert.

976. In der ewigen Rente (ab 2031) hat die Bewertungsgutachterin eine Ausschüttungsquote von 50,0 % angesetzt, die sich in der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens deutscher Unternehmen orientiert. Die Wertbeiträge aus Thesaurierungen werden dem Anteilseigner in der Phase der ewigen Rente fiktiv unmittelbar zugerechnet.

977. In Bezug auf die Annahmen zur Besteuerung auf Anteilseignerebene verweisen wir auf Abschnitt D.V.h).

hh) Ertragswert des operativen Geschäfts

978. Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts dargestellt:

Ertragswert NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Nettoausschüttungen	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**1**
Kapitalisierungszinssatz	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	6,51%
Barwertfaktor	0,931	0,867	0,808	0,752	0,701	10,771
Barwerte jeweils zum 31.12.2025	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**9**

Ertragswert zum 31. Dezember 2025	**9**
Aufzinsungsfaktor	1,064
Ertragswert zum 12. November 2026	**9**

Quelle: ValueTrust; eigene Analysen

Tabelle 60: NBA – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 12. November 2026

979. Der **Ertragswert** des operativen Geschäfts der NBA beträgt zum 12. November 2026 somit insgesamt rd. **9 Mio. €.**

e) CG Car-Garantie Versicherungs-AG („CG“)

aa) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

980. Die rechtlichen Verhältnisse der CG stellen sich zum 31. Dezember 2025 wie folgt dar.

Firma:	CG Car-Garantie Versicherungs-Aktiengesellschaft
Sitz:	Freiburg im Breisgau
Satzung:	Fassung vom 7. Januar 2026
Rechtsform:	Aktiengesellschaft
Handelsregister:	Amtsgericht Freiburg im Breisgau, HRB 2332
Gegenstand des Unternehmens:	Gegenstand des Unternehmens der Betrieb der Reparaturkosten- / Garantieversicherung von Kraftfahrzeugen sowie die Vermittlung von Versicherungen, die von der Gesellschaft nicht selbst betrieben werden, im In- und Ausland. Des Weiteren betreibt die Gesellschaft die Rückversicherung der Reparaturkosten-/Garantieversicherung von Kraftfahrzeugen.
Geschäftsjahr:	01.01. – 31.12.
Grundkapital:	Das Grundkapital beträgt 6.225.000,00 € und ist eingeteilt in 24.294 auf den Namen lautende Stückaktien.
Aktionärsstruktur:	• NÜRNBERGER Beteiligungs-AG, Nürnberg – 8.017 Stückaktien (Beteiligungsanteil: 33,00 %) • Barmenia.Gothaer AG, Köln – 16.277 Stückaktien (Beteiligungsanteil: 67,00 %)
Aufsichtsrat:	• Harald Epple (Vorsitzender des AR) • Dr. Jürgen Voß (Stellvertretender Vorsitzender des AR; bis 31.12.2025) • Dr. Peter Michael Ott (Stellvertretender Vorsitzender des AR; ab 01.01.2026) • Axel Berger; Dr. Kurt-Christian Scheel
Vorstand:	• Dr. Marcus Söldner (Vorstandsvorsitzender) • Wolfgang Bach; Dr. Oliver Kuhnle; Anna Biesenthal
Verbundene Unternehmen/ Beteiligungen:	Zu den wesentlichen Anteilen an verbundenen Unternehmen bzw. Beteiligungen der CG gehören: • CAR-GARANTIE GMBH, Freiburg im Breisgau • GSG Garantie-Service GmbH, Freiburg im Breisgau • CarGarantie Courtage SARL, Brunstatt-Didenheim, Frankreich

Steuerliche Verhältnisse:	Da zwischen der CG AG und ihrer Mehrheitsaktionärin BarmeniaGothaer AG kein Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag besteht, liegt keine körperschaft- oder gewerbesteuerliche Organschaft vor. Die CG AG ist damit eigenständiges Steuersubjekt und nicht in eine Konzernbesteuerung der BarmeniaGothaer AG einbezogen. Zum 31. Dezember 2025 liegen weder gewerbe- noch körperschaftsteuerliche Verlustvorträge vor.

Quelle: CG

Tabelle 61: CG – Rechtliche Verhältnisse

981. Die CG Car-Garantie Versicherungs-Aktiengesellschaft ist gemäß §§ 16, 17 AktG ein abhängiges Unternehmen der BarmeniaGothaer AG, Köln, die 67 % der Aktien hält, während die verbleibenden 33 % von der NBG AG gehalten werden. Ein Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag besteht nicht, die Konzernbeziehung zur BarmeniaGothaer wird über einen jährlichen Abhängigkeitsbericht nach § 312 AktG dokumentiert.

bb) Wirtschaftliche Grundlagen

982. Die CG ist ein auf Fahrzeuggarantien und Reparaturkosten spezialisierter Schaden- und Unfallversicherer. Sie betreibt im Wesentlichen Reparaturkostenversicherungen und Garantieversicherungen für Kraftfahrzeuge und Reifen. Anders als ein klassischer Kraftfahrt-Haftpflicht- oder Kaskoversicherer deckt die CG damit technisch bedingte Reparaturkosten bzw. die aus Garantieversprechen resultierenden Kosten. Daneben zeichnet sie in unwesentlichem Umfang übernommenes Rückversicherungsgeschäft, das sich im Wesentlichen in Abwicklung befindet.

983. Bei der Reparaturkostenversicherung schließt grundsätzlich der Fahrzeughalter den Versicherungsvertrag mit der CG ab und ist Anspruchsinhaber, während der Händler den Vertrag vermittelt und regelmäßig erster Ansprechpartner bleibt. Im Modell der Garantieversicherung gibt der Händler oder ein anderer Vertriebspartner dem Käufer ein eigenes Garantieversprechen und sichert die daraus entstehenden Kosten bei der CG ab. Zum Produktangebot zählen insbesondere Gebrauchtwagengarantien und Neuwagen-Anschlussgarantien mit Laufzeiten von regelmäßig 12, 24 oder 36 Monaten. Ergänzt wird das Angebot durch Reparaturkostenschutz für Motorräder, Reisemobile und Wohnwagen, Reifen- und Mobilitätsgarantien sowie eine Gewährleistungs-Restrisikoversicherung für Händler. Beim Modell der Händlereigengarantie verbleibt das wirtschaftliche Risiko beim Händler. Die CG-Gruppe übernimmt in diesem Fall insbesondere Verwaltung, Schadenmanagement, Controlling und Marketingunterstützung.

984. Das Versicherungsgeschäft beruht überwiegend auf Einmalprämien, die bei Fahrzeugkauf, Garantieabschluss oder Verlängerung für die vereinbarte Laufzeit im Voraus entrichtet werden. Je nach Programm wird die Prämie vom Endkunden gesondert gezahlt, vom Vertriebspartner getragen oder wirtschaftlich in das Fahrzeug- bzw. Leistungsangebot eingepreist. Daneben bestehen Produkte mit laufenden Prämienzahlungen. Hierzu zählen insbesondere Verträge, deren Laufzeit sich nach Ablauf des ersten Versicherungsjahres automatisch um ein weiteres Jahr verlängert, sofern keine Kündigung erfolgt. Die Prämie wird bei diesen Verträgen monatlich oder jährlich im Voraus abgebucht. Im deutschen Direktvermarktungsmodell kann der Endkunde die Garantie über ein Onlineportal abschließen. Die CG übernimmt hierbei das Inkasso mit monatlicher Zahlweise. Buchhalterisch werden Einmalprämien über die jeweilige Versicherungsdauer abgegrenzt und anteilig als verdiente Beiträge erfasst. Da die Prämie während der vereinbarten Laufzeit grundsätzlich nicht angepasst werden kann, wirken Prämienerhöhungen erst im Neugeschäft und zeitlich verzögert im Ergebnis.

985. Wesentliche Werttreiber und Risiken des Geschäftsmodells sind die Preisdisziplin im Neugeschäft, die Schadenhäufigkeit und die Entwicklung der Reparaturkosten, der Erhalt großer Hersteller- und Bankprogramme sowie der Produkt- und Ländermix. Hinzu kommen Veränderungen der Schadenprofile durch den wachsenden Anteil batterieelektrischer Fahrzeuge.

986. Zur Begrenzung der versicherungstechnischen Risiken nutzt die CG in erheblichem Umfang proportionale Quotenrückversicherung. Im Geschäftsjahr 2025 wurden Rückversicherungsbeiträge von 158,5 Mio. € bzw. rd. 45 % der gebuchten Bruttobeiträge (352,7 Mio. €) abgegeben. Dem standen Provisionen und Gewinnbeteiligungen von 55,2 Mio. € gegenüber. Die SCR-Bedeckungsquote belief sich zum Jahresende 2025 auf 266,1 %.

987. Der Vertrieb folgt überwiegend einem B2B2C-Modell. Händler, Hersteller, Importeure und Banken integrieren den Reparaturkostenschutz in den Fahrzeugverkauf oder bieten ihn ergänzend an. Die 100-prozentige Tochtergesellschaft CAR-GARANTIE GMBH, Freiburg im Breisgau („CG GmbH“), und ihre 100-prozentige Tochtergesellschaft GSG Garantie-Service GmbH, Freiburg im Breisgau („GSG“), vermitteln und betreuen das Geschäft, während die CG das Versicherungsrisiko trägt. Zusätzlich bietet die Gruppe ihren Vertriebspartnern Garantieverwaltung, Schadenprüfung und -regulierung, Beratung und Schulung, Software und Managementinformationen sowie Marketing- und Kundenbindungsmaßnahmen an. Zum 31. Dezember 2025 arbeitete die CG mit 17.879 aktiven Vertragspartnern zusammen. Im Geschäftsjahr 2025 wurden 2,674 Mio. Neuverträge abgeschlossen. Ohne die stückzahlstarken Reifengarantien belief sich das Neugeschäft auf rd. 0,850 Mio. Verträge. Der Vertragsbestand betrug 6,620 Mio. Verträge. Große Hersteller- und Bankprogramme liefern

wesentliches Geschäftsvolumen und führen zugleich zu Konzentrations- und Verhandlungsrisiken.

988. Die wirtschaftliche Wertschöpfung verteilt sich innerhalb der CG-Gruppe auf mehrere Rechtsträger. Vermittlungsprovisionen und Servicevergütungen stellen bei der CG Aufwendungen und bei der CG GmbH bzw. der GSG Erträge dar. Ausschüttungen der Tochtergesellschaften fließen anschließend in das Kapitalanlageergebnis der CG ein. Die operative Profitabilität des Geschäftsmodells wird daher durch eine gruppenweite Betrachtung der versicherungstechnischen Ergebnisse, Provisionen, Dienstleistungen und Beteiligungserträge abgebildet.

989. Die CG ist schwerpunktmäßig in Europa tätig. Sie unterhält Niederlassungen in Deutschland, Österreich, der Schweiz, Italien, Belgien, Frankreich und Spanien. Zusätzlich zeichnet sie im Dienstleistungsverkehr Geschäft in weiteren Ländern des Europäischen Wirtschaftsraums („EWR“). Von den gebuchten Bruttobeiträgen des selbst abgeschlossenen Geschäfts von 351,6 Mio. € entfielen im Geschäftsjahr 2025 248,4 Mio. € bzw. 70,6 % auf Deutschland, 10,7 Mio. € bzw. 3,0 % auf die Schweiz und 92,6 Mio. € bzw. 26,3 % auf die übrigen EWR-Länder.

cc) Vermögens- und Finanzlage

990. Die Analyse der VFE-Lage wurde auf Basis der Geschäftsberichte und der Einzelabschlüsse der CG nach HGB für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 durchgeführt.

991. Nachfolgend ist die Vermögens- und Kapitalstruktur der CG AG zu den jeweiligen Bilanzstichtagen für die Jahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

CG Car-Garantie Versicherungs-AG HGB-Einzelabschluss	31.12.2023 in Mio.€	 *in %*	31.12.2024 in Mio.€	 *in %*	31.12.2025 in Mio.€	 *in %*
A. Kapitalanlagen	336	*79,1*	363	*77,5*	413	*80,1*
B. Forderungen	45	*10,5*	55	*11,9*	60	*11,7*
C. Sonstige Vermögensgegenstände	41	*9,6*	45	*9,7*	38	*7,3*
D. Rechnungsabgrenzungsposten	3	*0,8*	4	*0,9*	5	*0,9*
Summe der Aktiva	**425**	***100,0***	**468**	***100,0***	**515**	***100,0***
A. Eigenkapital	58	*13,6*	57	*12,1*	68	*13,2*
B. Versicherungstechnische Rückstellungen	218	*51,2*	232	*49,6*	241	*46,8*
C. Andere Rückstellungen	20	*4,8*	22	*4,7*	21	*4,0*
D. Depotverbindlichkeiten aus dem in Rückdeckung gegebenen Versicherungsgeschäft	111	*26,0*	140	*29,9*	166	*32,3*
E. Andere Verbindlichkeiten	19	*4,5*	17	*3,7*	19	*3,8*
Summe der Passiva	**425**	***100,0***	**468**	***100,0***	**515**	***100,0***

Quelle: Geschäftsberichte der CG 2023, 2024 und 2025

Tabelle 62: CG – Vermögens- und Finanzlage

992. Die **Bilanzsumme** erhöhte sich von 425,4 Mio. € zum 31. Dezember 2023 um 42,6 Mio. € bzw. 10,0 % auf 468,0 Mio. € zum 31. Dezember 2024 und um weitere 47,5 Mio. € bzw. 10,1 % auf 515,5 Mio. € zum 31. Dezember 2025. Damit weitete sich die Bilanzsumme über den gesamten Betrachtungszeitraum um 90,0 Mio. € bzw. 21,2 % aus.

993. Die Aktivseite wird im Wesentlichen durch die **Kapitalanlagen** geprägt. Deren Buchwert stieg von 312,3 Mio. € im Jahr 2023 über 339,2 Mio. € im Jahr 2024 auf 390,4 Mio. € im Jahr 2025. Ihr Anteil an der Bilanzsumme bewegte sich zwischen 72,5 % und 75,7 %. Wesentlicher Bestandteil waren Inhaberschuldverschreibungen und anderen festverzinslichen Wertpapiere, die sich zuletzt 295,8 Mio. € beliefen. Die Kapitalanlagen in verbundenen Unternehmen und Beteiligungen lagen in allen drei Jahren unverändert bei 28,0 Mio. €, während sich der Buchwert der Grundstücke und Bauten infolge planmäßiger Abschreibungen von 22,4 Mio. € auf 20,7 Mio. € verringerte.

994. Die **Forderungen** erhöhten sich von 44,5 Mio. € im Jahr 2023 auf 55,5 Mio. € im Jahr 2024 und 60,3 Mio. € im Jahr 2025. Der Anstieg entfiel sowohl auf Forderungen aus dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft, die insbesondere im Jahr 2024 von 16,3 Mio. € auf 21,6 Mio. € zunahmen, als auch auf die sonstigen Forderungen. Letztere stiegen im Betrachtungszeitraum von 24,9 Mio. € auf 36,2 Mio. € und umfassen im Wesentlichen abgegrenzte Zinsen und Mieten, Forderungen gegenüber verbundenen und assoziierten Unternehmen sowie Steuererstattungsansprüche.

995. Die **sonstigen Vermögensgegenstände** bestanden nahezu vollständig aus laufenden Guthaben bei Kreditinstituten. Ihr Rückgang im Jahr 2025 war weitgehend auf eine Umschichtung in die unter den Kapitalanlagen ausgewiesenen Einlagen bei Kreditinstituten zurückzuführen. Unter Einbeziehung beider Positionen erhöhten sich die Bankguthaben und Einlagen von 57,4 Mio. € im Jahr 2023 auf 67,9 Mio. € im Jahr 2024 und blieben 2025 mit 67,4 Mio. € nahezu unverändert.

996. Auf der Passivseite stellten die **versicherungstechnischen Rückstellungen** mit 217,8 Mio. € im Jahr 2023, 232,0 Mio. € im Jahr 2024 und 241,0 Mio. € im Jahr 2025 den größten Posten dar. Ihr Anteil an der Bilanzsumme ging dennoch von 51,2 % auf 46,8 % zurück, da insbesondere die Depotverbindlichkeiten stärker zunahmen. Die Rückstellungen bestanden überwiegend aus Beitragsüberträgen, die sich infolge des Beitrags- und Bestandswachstums von 181,1 Mio. € auf 206,4 Mio. € erhöhten. Sie bilden den Anteil der im Voraus vereinnahmten Beiträge ab, der wirtschaftlich auf künftige Deckungszeiträume entfällt. Der Rückgang der Rückstellung für noch nicht abgewickelte Versicherungsfälle im Jahr 2025 korrespondiert mit der rückläufigen Schadenhäufigkeit.

997. Die **Depotverbindlichkeiten aus dem in Rückdeckung gegebenen Versicherungsgeschäft** stiegen deutlich von 110,5 Mio. € im Jahr 2023 über 140,0 Mio. € im Jahr 2024 auf 166,3 Mio. € im Jahr 2025. Die Entwicklung steht im Zusammenhang mit dem wachsenden Versicherungsbestand und den über Quotenverträge an Rückversicherer abgegebenen Anteilen. Die CG AG behält hierfür Vermögenswerte als Sicherheit ein und weist den Anspruch der Rückversicherer als Depotverbindlichkeit aus. Zusammen machten die versicherungstechnischen Rückstellungen und Depotverbindlichkeiten in allen drei Jahren rd. 77,2 % bis 79,5 % der Bilanzsumme aus. Die anderen Rückstellungen und Verbindlichkeiten waren insgesamt weitgehend stabil.

998. Das **Eigenkapital** ging im Jahr 2024 geringfügig von 57,7 Mio. € auf 56,6 Mio. € zurück und erhöhte sich im Jahr 2025 auf 68,1 Mio. €. Die Veränderung resultiert aus den Bilanzgewinnen und Ausschüttungen, das gezeichnete Kapital sowie die Kapital- und Gewinnrücklagen blieben unverändert. Im Analysezeitraum verfolgte die Gesellschaft eine Politik der nahezu vollständigen Ausschüttung. Die Eigenkapitalquote bewegte sich mit 12,1 % bis 13,6 % in einer engen Bandbreite. Die SCR-Bedeckungsquote stieg zugleich von 256,9 % im Jahr 2023 auf 266,1 % im Jahr 2025 und lag damit deutlich oberhalb der gesetzlichen Mindestanforderung. Insgesamt war die Vermögens- und Finanzlage durch einen wachsenden Kapitalanlagebestand, eine vergleichsweise hohe Liquidität und eine solide aufsichtsrechtliche Kapitaldeckung geprägt.

dd) Ertragslage

999. Nachfolgend ist die Ertragslage der CG für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

Gewinn- und Verlustrechnung CG Car-Garantie Versicherungs-AG HGB-Einzelabschluss	Ist 2023 Mio. €	Ist 2024 Mio. €	Ist 2025 Mio. €
Gebuchte Bruttobeiträge	297	335	353
Veränderung der Brutto-Beitragsüberträge	-30	-33	-34
Verdiente Bruttobeiträge	**266**	**301**	**318**
Aufwendungen für Versicherungsfälle	165	196	205
Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen	8	10	6
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb	97	107	107
Sonstige versicherungstechnisches Ergebnis	0	0	0
Versicherungstechnisches Bruttoergebnis	**-3**	**-11**	**1**
Rückversicherungsergebnis	-4	0	-4
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	**-7**	**-11**	**-3**
Ergebnis aus Kapitalanlagen	20	23	27
Sonstiges Ergebnis	-2	-1	-1
Außerordentliches Ergebnis	0	0	0
Ergebnis vor Steuern	**12**	**10**	**22**
Steuern	-1	0	-1
Ergebnis nach Steuern	**11**	**10**	**21**

Quelle: Geschäftsberichte der CG 2023, 2024 und 2025

Tabelle 63: CG – Gewinn- und Verlustrechnung

1000. Die **gebuchten Bruttobeiträge** stiegen von 296,6 Mio. € im Jahr 2023 um 12,8 % auf 334,6 Mio. € im Jahr 2024 und um weitere 5,4 % auf 352,7 Mio. € im Jahr 2025. Bereits 2023 war ein Wachstum von 23,3 % erzielt worden. Nach Angaben der Gesellschaft beruhte dieses insbesondere auf dem Geschäft mit dem Großkunden Santander, der steuerlich bedingten Umstellung von Garantiezusagen auf Reparaturkostenversicherungen und allgemeinen Prämienanpassungen. Diese Treiber wirkten in den Folgejahren fort. Im Jahr 2024 trugen außerdem 4,4 % mehr Neuverträge sowie weitere Preisanpassungen und Bestandssanierungen zum Wachstum bei. Im Jahr 2025 nahmen die Neuverträge nur noch um 0,2 % zu. Bei durchschnittlichen Preisanpassungen von rd. 10 % war das Wachstum damit überwiegend preis- und mixgetrieben, während Sanierungsmaßnahmen und Wettbewerb zu Stückzahlverlusten führten. Nach Berücksichtigung der Veränderung der Brutto-Beitragsüberträge erhöhten sich die **verdienten Bruttobeiträge** von 266,5 Mio. € (2023) auf 318,5 Mio. € (2025).

1001. Die **Aufwendungen für Versicherungsfälle** nahmen im Jahr 2024 um 19,0 % auf 195,8 Mio. € zu und stiegen damit deutlich stärker als die verdienten Beiträge. Ursache waren vor allem höhere Lohn- und Materialkosten für Fahrzeugreparaturen sowie eine gestiegene Schadenhäufigkeit. Die Bruttoschadenquote erhöhte sich entsprechend von 61,8 % auf

65,0 %. Im Jahr 2025 nahmen die Schadenaufwendungen mit 4,5 % auf 204,5 Mio. € weniger stark zu als die Beiträge, wodurch sich die Quote auf 64,2 % verringerte. Diese Verbesserung beruhte auf der sukzessiven Wirkung der Preisanpassungen und Bestandssanierungen sowie einer rückläufigen Schadenhäufigkeit. Da die Reparaturkosten weiterhin stärker als die allgemeine Teuerungsrate stiegen, lag jedoch keine allgemeine Entspannung der Schadenkostenentwicklung vor.

1002. Die **Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb** erhöhten sich von 97,0 Mio. € im Jahr 2023 um 9,9 % auf 106,6 Mio. € im Jahr 2024 und um weitere 0,8 % auf 107,4 Mio. € im Jahr 2025. Sie wurden vor allem durch Abschlussaufwendungen und Vermittlungsprovisionen geprägt. Insbesondere 2023 und 2024 stiegen die Provisionen mit dem Geschäftsvolumen. Da die Aufwendungen zuletzt schwächer zunahmen als die verdienten Beiträge, ging die Bruttokostenquote von 36,4 % über 35,4 % auf 33,7 % zurück. Dies zeigt einen positiven Skalierungs- und Preiseffekt, das absolute Kostenniveau blieb jedoch hoch.

1003. Sowohl das **versicherungstechnische Bruttoergebnis** als auch das **versicherungstechnische Ergebnis für eigene Rechnung** waren im gesamten Betrachtungszeitraum negativ. Das Bruttoergebnis verschlechterte sich von -3,1 Mio. € im Jahr 2023 auf -10,6 Mio. € im Jahr 2024. Neben den höheren Schaden- und Kostenquoten belasteten höhere Gewinnbeteiligungen von Herstellern und Händlern das Ergebnis. Im Jahr 2025 verbesserte sich das Bruttoergebnis auf 0,9 Mio. €. Die Verbesserung wurde jedoch durch das auf -4,4 Mio. € verschlechterte Rückversicherungsergebnis abgeschwächt. Das versicherungstechnische Ergebnis für eigene Rechnung sank zunächst von -7,1 Mio. € (2023) auf -11,0 Mio. € (2024), verbesserte sich dann auf -3,5 Mio. € (2025). Auf Ebene der CG AG reichten die verdienten Beiträge somit in keinem der betrachteten Jahre aus, um die Schaden-, Betriebs-, Rückstellungs- und Rückversicherungsbelastungen vollständig zu decken.

1004. Die negative versicherungstechnische Ergebnislage ist zugleich vor dem Hintergrund der konzerninternen Funktionsverteilung einzuordnen. Teile der Vertriebs-, Vermarktungs- und Serviceleistungen werden durch die Tochtergesellschaft CG GmbH und deren Tochtergesellschaften, insbesondere die GSG, erbracht und der CG AG über Vermittlungsprovisionen belastet. Nach Angaben der Gesellschaft liegt die Kostenquote auf Konzernebene deshalb um rd. fünf Prozentpunkte unter der Quote der CG AG. Die Gewinne entstehen zunächst in den Tochtergesellschaften und fließen der CG AG über Ausschüttungen im Kapitalanlageergebnis zu. Ein Teil der operativen Profitabilität wird bei isolierter Betrachtung der AG folglich außerhalb des versicherungstechnischen Ergebnisses abgebildet. Die AG bleibt jedoch von nachhaltigen Ergebnisbeiträgen und Ausschüttungen der Tochtergesellschaften abhängig.

1005. Das **Ergebnis aus Kapitalanlagen** stieg von 20,4 Mio. € im Jahr 2023 über 22,6 Mio. € im Jahr 2024 auf 26,6 Mio. € im Jahr 2025. Wesentlicher Treiber war der Beteiligungsertrag aus der CG GmbH, der sich von 13,7 Mio. € über 16,5 Mio. € im Jahr 2024 auf 19,3 Mio. € im Jahr 2025 erhöhte und damit etwa zwei Drittel bis knapp drei Viertel des Kapitalanlageergebnisses ausmachte. Der Beteiligungsertrag wird im Wege der phasengleichen Gewinnvereinnahmung erfasst. Der Zahlungsmittelzufluss erfolgt jeweils im Folgejahr, sodass der CG AG im Jahr 2025 tatsächlich die auf das Ergebnis 2024 entfallenden 16,5 Mio. € zuflossen. Im Jahr 2023 kam ein Veräußerungsgewinn von rd. 2,0 Mio. € aus dem Verkauf eines Aktienfonds hinzu. Die laufenden Erträge aus Staats- und Unternehmensanleihen stiegen von 4,5 Mio. € (2023) über 5,9 Mio. € (2024) auf 7,1 Mio. € (2025). Ursächlich waren sowohl ausgeweitete Anlagevolumina als auch die Wiederanlage zu höheren Kupons. Die Durchschnittsrendite ohne Beteiligungserträge lag zwischen 1,8 % und 2,2 %. Das Kapitalanlageergebnis bildet daher in wesentlichem Umfang die über die Tochtergesellschaft organisierte operative Wertschöpfung und nicht nur die Verzinsung des Wertpapierbestands ab.

1006. Das **Ergebnis vor Steuern** ging infolge der Verschlechterung des versicherungstechnischen Ergebnisses zunächst von 11,8 Mio. € im Jahr 2023 auf 10,3 Mio. € im Jahr 2024 zurück. Im Jahr 2025 erhöhte es sich, insbesondere aufgrund des höheren Kapitalanlageergebnisses, auf 22,1 Mio. €. Nach Steuern ergaben sich Jahresüberschüsse von 11,2 Mio. € im Jahr 2023, 10,1 Mio. € im Jahr 2024 und 21,4 Mio. € im Jahr 2025. Die positive Gesamtertragslage beruhte somit im gesamten Betrachtungszeitraum auf dem Kapitalanlageergebnis, während das versicherungstechnische Kerngeschäft keinen positiven Ergebnisbeitrag leistete.

ee) Analyse der Managementplanung

1007. Die nachfolgende Tabelle stellt die Managementplanung der CG für den Zeitraum von 2026 bis 2030 dar. Zur besseren Vergleichbarkeit werden den Planwerten die Ist-Zahlen des Geschäftsjahres 2025 gegenübergestellt.

Managementplanung CG Car-Garantie Versicherungs-AG	Ist 2025 Mio. €	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €
Gebuchte Bruttobeiträge	353	346	356	367	378	389
Veränderung Netto-Beitragsüberträge	-34	-6	-5	-6	-10	-11
Verdiente Beiträge f.e.R.	**318**	**340**	**351**	**360**	**368**	**378**
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-205	-215	-220	-222	-226	-232
Veränderung der übrigen vt. Netto-Rückstellungen	-6	-8	-8	-8	-9	-9
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-107	-112	-114	-117	-119	-123
Sonstige vt. Aufwendungen f.e.R.	0	0	0	0	0	0
Rückversicherungsergebnis	-4	-11	-12	-14	-14	-15
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	**-3**	**-5**	**-3**	**-1**	**0**	**0**
Ergebnis aus Kapitalanlagen	27	24	24	25	26	27
Sonstiges Ergebnis	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Ergebnis vor Steuern	**22**	**18**	**19**	**23**	**24**	**26**
Steuern	-1	-2	-3	-4	-5	-5
Ergebnis nach Steuern	**21**	**15**	**16**	**18**	**20**	**21**

Quelle: CG-Planungsrechnung; eigene Analysen

Tabelle 64: CG – Managementplanung

1008. Die Planungsrechnung der CG sieht vor, dass die **gebuchten Bruttobeiträge** von 352,7 Mio. € im Ist-Jahr 2025 auf 345,9 Mio. € im Jahr 2026 zurückgehen. Für 2027 werden erneut 356,3 Mio. € erwartet, was in etwa dem Niveau des letzten Ist-Jahres 2025 entspricht. Erst ab 2028 soll das Niveau von 2025 mit 367,0 Mio. € spürbar überschritten werden. Der Rückgang 2026 wird auf einen durch weitere Preisanpassungen ausgelösten Rückgang der Vertragsstückzahlen, die Kündigung bestehender Rahmenvereinbarungen sowie einen verschärften Wettbewerb bei mehreren Herstellerpartnern zurückgeführt. Ab 2027 sieht die Planungsrechnung wieder steigende gebuchte Bruttobeiträge vor. Ab 2028 beträgt das geplante Wachstum rund 3,0 % pro Jahr. Bis 2030 sollen die Beiträge 389,3 Mio. € erreichen. Das Wachstum beruht auf jährliche Prämienanpassungen bei konstanten Stückzahlen.

1009. Die **Aufwendungen für Versicherungsfälle** steigen der Planungsrechnung zufolge von 214,9 Mio. € im Jahr 2026 auf 232,0 Mio. € im Jahr 2030. Die Brutto-Schadenquote sinkt von 63,2 % im Jahr 2026 über 62,7 % im Jahr 2027 und 61,7 % im Jahr 2028 auf jeweils 61,4 % in den Jahren 2029 und 2030. Der Planung liegt die Annahme zugrunde, dass sich die Preiserhöhungen und Sanierungsmaßnahmen der Jahre 2023 und 2024, insbesondere im europäischen Ausland, schrittweise positiv auf die versicherungstechnische Profitabilität auswirken. Zudem wird eine leicht rückläufige Schadenhäufigkeit unterstellt.

1010. Die **Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb** steigen der Planungsrechnung zufolge kontinuierlich von 111,8 Mio. € im Jahr 2026 auf 122,6 Mio. € im Jahr 2030. Die Brutto-Kostenquote soll dennoch von 33,7 % im Ist-Jahr 2025 auf 32,9 % im Jahr 2026 sinken. Anschließend bleibt sie mit 32,5 % in den Jahren 2027 und 2028 sowie 32,4 % in den Jahren 2029 und 2030 nahezu konstant. Der Rückgang der Quote im Jahr 2026 ist auf eine konsequente Kostensteuerung, höhere verdiente Beiträge infolge der Preisanpassungen sowie geringere Provisionen aufgrund des rückläufigen Neugeschäfts zurückzuführen. Für die Folgejahre sind weitere Effizienzmaßnahmen vorgesehen, sodass die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb langsamer steigen sollen als die verdienten Beiträge.

1011. Die aus Schaden- und Kostenquote resultierende (Brutto-)Combined-Ratio lag 2025 bei 98,0 %. Die Planungsrechnung sieht für 2026 einen Rückgang auf 96,1 % und anschließend eine kontinuierliche Verbesserung auf 93,8 % in den Jahren 2029 und 2030 vor.

1012. Der Rückgang des **Ergebnisses aus Kapitalanlagen** von 26,6 Mio. € im Ist-Jahr 2025 auf 24,2 Mio. € im Jahr 2026 ist im Wesentlichen auf den geringeren Ergebnisbeitrag der Tochtergesellschaft CG GmbH und die damit verbundenen niedrigeren Beteiligungserträge der AG zurückzuführen. Maßgeblich hierfür sind rückläufige Erlöse aus der Verwaltung und Abwicklung von Leistungen für Dritte. Der ab 2027 geplante Anstieg des Kapitalanlageergebnisses beruht auf einer höheren Nettoverzinsung der Wertpapieranlagen. Grundlage der Planung des Kapitalanlageergebnisses ist die strategische Asset Allocation der Barmenia/Gothaer Asset Management für die CG.

1013. Das **Ergebnis vor Steuern** verbessert sich von 15,9 Mio. € im ersten Planjahr 2026 auf durchgehend positiv auf bis zu 25,5 Mio. € in 2030.

1014. Der **geplante Steueraufwand** steigt von 2,3 Mio. € im Jahr 2026 über 3,3 Mio. € im Jahr 2027, 4,4 Mio. € im Jahr 2028 auf 4,6 Mio. € bzw. 4,7 Mio. € in den Jahren 2029 und 2030. Die ausgewiesene effektive Steuerquote erhöht sich damit von rund 3,2 % im Jahr 2025 über rund 12,9 % im Jahr 2026 auf 18,4 % im Jahr 2030. Die vergleichsweise geringe Steuerbelastung im Ist-Zeitraum wird mit den auf Ebene der CG GmbH bereits versteuerten Beteiligungserträgen sowie mit Verlusten in den Auslandsmärkten erklärt, die den steuerpflichtigen Inlandsgewinn der AG mindern. Mit steigenden Ergebnissen und dem schrittweisen Wegfall der Verlustvorträge sieht die Planungsrechnung eine zunehmende Steuerquote vor. Sie bleibt 2030 mit 18,4 % jedoch unter der für die Ableitung eines nachhaltigen Ergebnisses bestätigten Steuerbelastung von 22,0 %.

1015. Das **Ergebnis nach Steuern** soll mit jeweils 21,4 Mio. € (in 2025) bzw. 15,3 Mio. € (in 2026) zunächst spürbar zurückgehen. Danach sieht die Planungsrechnung einen durchgehenden

Anstieg auf 15,8 Mio. € im Jahr 2027, 18,3 Mio. € im Jahr 2028, 19,6 Mio. € im Jahr 2029 und 20,8 Mio. € im Jahr 2030 vor.

1016. Die Planungsrechnung unterstellt für den Detailplanungszeitraum eine Ausschüttung von rund 99 % des jeweiligen Jahresüberschusses. Über die tatsächliche Ausschüttung entscheidet die Hauptversammlung der CG. Den Planungsannahmen liegt zugrunde, dass die Hauptversammlung in der Vergangenheit stets eine Ausschüttung in dieser Größenordnung beschlossen hat und eine Änderung dieser Praxis im Planungszeitraum nicht erkennbar ist. Die NBG AG kann die Ausschüttung als Minderheitsgesellschafterin mit einem Anteil von 33 % jedoch nicht bestimmen. Ihre tatsächliche Höhe hängt daher von den jährlichen Beschlüssen der Hauptversammlung ab.

ff) Ableitung der Zukunftserfolgsplanung

1017. Die Bewertungsgutachterin hat das nachhaltige Ergebnis ausgehend vom letzten Planjahr 2030 abgeleitet und grundsätzlich unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate fortgeschrieben. Die nachfolgende Tabelle stellt die Zukunftserfolgsplanung einschließlich der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der CG dar:

Zukunftserfolgsplanung CG Car-Garantie Versicherungs-AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. in %
Gebuchte Bruttobeiträge	346	356	367	378	389	393
Veränderung Netto-Beitragsüberträge	-6	-5	-6	-10	-11	0
Verdiente Beiträge f.e.R.	**340**	**351**	**360**	**368**	**378**	**393**
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-215	-220	-222	-226	-232	-244
Veränderung der übrigen vt. Netto-Rückstellungen	-8	-8	-8	-9	-9	-9
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-112	-114	-117	-119	-123	-128
Sonstige vt. Aufwendungen f.e.R.	0	0	0	0	0	0
Veränderung der Schwankungs-RSt und ähnlicher RSt	5	9	13	14	14	12
Rückversicherungsergebnis	-11	-12	-14	-14	-15	-15
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	**-5**	**-3**	**-1**	**0**	**0**	**-3**
Ergebnis aus Kapitalanlagen	24	24	25	26	27	28
Sonstiges Ergebnis	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Ergebnis vor Steuern	**18**	**19**	**23**	**24**	**26**	**24**
Steuern	-2	-3	-4	-5	-5	-5
Ergebnis nach Steuern	**15**	**16**	**18**	**20**	**21**	**19**

Quelle: CG-Planungsrechnung; VT; eigene Analysen

Tabelle 65: CG – Zukunftserfolgsplanung

1018. Die Bewertungsgutachterin setzt nachhaltig eine (Netto-) Combined-Ratio von 94,6 % an, die auf Basis der durchschnittlichen Schadenquote und der durchschnittlichen Kostenquote im Planungszeitraum abgeleitet wurde.

1019. Das Kapitalanlageergebnis wurde auf Basis der durchschnittlichen Quote des Kapitalanlageergebnisses zu den verdienten Beiträgen im Planungszeitraum abgeleitet.

1020. Nachhaltig hat die Bewertungsgutachterin eine Steuerquote von 22,0 % zugrunde gelegt. Dabei berücksichtigt sie die steuerliche Wirkung des bereits auf Ebene der CG GmbH versteuerten Beteiligungsertrags.

1021. Für die ewige Rente hat die Bewertungsgutachterin ein Wachstum des Geschäftsvolumens entsprechend der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0 % unterstellt. Nach ihrer Einschätzung führt dieses Wachstum zu einem entsprechenden Anstieg des betriebsnotwendigen Eigenkapitals. Zur dauerhaften Aufrechterhaltung der geplanten Eigenkapitalquote hat sie daher eine wachstumsbedingte nachhaltige Thesaurierung von 1,0 % angesetzt. Der einzubehaltende Ergebnisanteil steht nicht für Ausschüttungen zur Verfügung und vermindert das in der ewigen Rente angesetzte ausschüttungsfähige Ergebnis.

Zusammenfassendes Urteil zur Plausibilität der Zukunftserfolgsplanung der CG

1022. Wir haben im Rahmen unserer Angemessenheitsprüfung die rechnerische und formelle Plausibilität der der Bewertung zugrunde gelegten Zukunftserfolgsplanung der CG untersucht. Dabei haben wir weder rechnerische Inkonsistenzen noch Inkonsistenzen bei den Annahmen innerhalb einzelner Teilpläne festgestellt.

1023. Darüber hinaus haben wir die interne und externe Plausibilität der Zukunftserfolgsplanung der CG untersucht. Die interne und externe Plausibilität ist gegeben, wenn die Annahmen und Planansätze für den jeweiligen Anlass nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind, d.h. wenn sie in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse sind.

1024. In der Gesamtbetrachtung erachten wir die Planungsrechnung der CG als plausibel. Sie beruht auf einer sachgerechten Methodik, einer vollständigen Datenbasis, ist der Höhe nach vertretbar und rechnerisch richtig.

gg) Ableitung der Nettoausschüttungen

1025. Die prognostizierten Ergebnisse nach Unternehmenssteuern wurden unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt:

Nettoausschüttungen CG Car-Garantie Versicherungs-AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Ergebnis nach Steuern	15	16	18	20	21	19
Gewinnthesaurierung	0	0	-3	-1	-1	-1
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	**15**	**15**	**16**	**18**	**20**	**18**
Ausschüttungsquote	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*50,0%*
Dividende (vor pers. Steuern)	15	15	16	18	20	9
- Pers. Steuern auf Dividende	-4	-4	-4	-5	-5	-2
Dividende (nach pers. Steuern)	**11**	**11**	**12**	**13**	**14**	**7**
Fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)	0	0	0	0	0	9
- Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung	0	0	0	0	0	-1
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**8**
Nettoausschüttungen	**11**	**11**	**12**	**13**	**14**	**14**

Quelle: ValueTrust, eigene Analysen

Tabelle 66: CG – Nettoausschüttungen

1026. Für die Detailplanungsphase hat die Bewertungsgutachterin die von den Gesellschaften geplante Ausschüttungs- und Kapitalplanung übernommen. Der nach Berücksichtigung der geplanten Thesaurierungen verbleibende Betrag wurde vollständig ausgeschüttet. Die Gewinnthesaurierungen betreffen die geplanten Zuführungen zur Kapitalausstattung.

1027. Die Bewertungsgutachterin geht davon aus, dass mit dem Wachstum des Geschäftsvolumens in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate auch der Eigenkapitalbedarf entsprechend steigt. Um die geplante Eigenkapitalquote dauerhaft zu erhalten, hat sie eine wachstumsbedingte nachhaltige Thesaurierung in Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate angesetzt, die das ausschüttungsfähige Ergebnis in der ewigen Rente reduziert.

1028. In der ewigen Rente (ab 2031) hat die Bewertungsgutachterin eine Ausschüttungsquote von 50,0 % angesetzt, die sich in der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens deutscher Unternehmen orientiert. Die Wertbeiträge aus Thesaurierungen werden dem Anteilseigner in der Phase der ewigen Rente fiktiv unmittelbar zugerechnet.

1029. In Bezug auf die Annahmen zur Besteuerung auf Anteilseignerebene verweisen wir auf Abschnitt D.V.h).

hh) Ertragswert des operativen Geschäfts

1030. Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts dargestellt:

Ertragswert CG Car-Garantie Versicherungs-AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Nettoausschüttungen	**11**	**11**	**12**	**13**	**14**	**14**
Kapitalisierungszinssatz	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	6,51%
Barwertfaktor	0,931	0,867	0,808	0,752	0,701	10,771
Barwerte jeweils zum 31.12.2025	**10**	**10**	**9**	**10**	**10**	**155**

Ertragswert zum 31. Dezember 2025	**205**
Aufzinsungsfaktor	1,064
Ertragswert zum 12. November 2026	**218**
Beteiligungsquote	33,0%
Anteiliger Ertragswert zum 12. November 2026	**72**

Quelle: ValueTrust; eigene Analysen

Tabelle 67: CG – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 12. November 2026

1031. Der anteilige **Ertragswert** des operativen Geschäfts der CG beträgt zum 12. November 2026 somit insgesamt rd. **72 Mio. €.**

f) NÜRNBERGER Asset Management GmbH („NAM“)

aa) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

1032. Die rechtlichen Verhältnisse der NAM stellen sich zum 31. Dezember 2025 wie folgt dar.

Firma:	NÜRNBERGER Asset Management GmbH
Sitz:	Nürnberg
Satzung:	Fassung vom 13. November 2019
Rechtsform:	Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH)
Handelsregister:	Amtsgericht Nürnberg, HRB 36031
Gegenstand des Unternehmens:	Gegenstand des Unternehmens ist der Betrieb eines Finanzdienstleistungsinstituts. Die Gesellschaft verfügt über eine Erlaubnis nach § 15 WpIG und ist zur Erbringung der Anlagevermittlung gemäß § 2 Abs. 2 Satz 1 Nr. 3 WpIG, der Anlageberatung gemäß § 2 Abs. 2 Satz 1 Nr. 4 WpIG, der Abschlussvermittlung gemäß § 2 Abs. 2 Satz 1 Nr. 5 WpIG und der Finanzportfolioverwaltung gemäß § 2 Abs. 2 Satz 1 Nr. 9 WpIG berechtigt. Darüber hinaus ist sie zum Eigengeschäft gemäß § 15 Abs. 3 WpIG berechtigt, ohne Handel auf eigene Rechnung durchzuführen.
Geschäftsjahr:	Kalenderjahr
Stammkapital:	Das Stammkapital beträgt 500.000 € und ist in voller Höhe eingezahlt. Je 1 € eines Geschäftsanteils gewährt eine Stimme.
Gesellschafterstruktur:	Alleinige Gesellschafterin ist die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG, Nürnberg. Die NAM ist deren hundertprozentige Tochtergesellschaft und wird in den Konzernabschluss der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG einbezogen.
Verwaltungsrat:	• Dr. Peter Ott (Vorsitzender des VR)
Geschäftsführung:	• Andreas Billmaier – Geschäftsbereiche Private Markets und Internal Services • Martin Kleinhenz – Geschäftsbereich Public Markets

Wesentliche Verträge:	Die NAM erbringt auf Grundlage von Funktionsausgliederungs-, Vermögensverwaltungs- und Dienstleistungsverträgen Leistungen der Vermögensanlage und -verwaltung für Versicherungsgesellschaften und andere Gesellschaften des NÜRNBERGER Konzerns. Die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG beziehungsweise die NÜRNBERGER Lebensversicherung AG erbringen aufgrund von Auslagerungs- und Dienstleistungsverträgen insbesondere Leistungen in den Bereichen Interne Revision, Datenschutz, Steuern, Marketing, Recht, Rechnungswesen und Informationstechnik für die NAM. Die NÜRNBERGER Business Beratungs GmbH übernimmt aufgrund eines Auslagerungsvertrags Leistungen im Personalservice, in der Personaladministration sowie in der Personalentwicklung und -beschaffung. Darüber hinaus besteht eine Schuldbeitrittsvereinbarung mit der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG hinsichtlich der Pensionszusagen der NAM.
Steuerliche Verhältnisse:	Zwischen der NAM und der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG besteht eine umsatzsteuerliche Organschaft; Organträgerin ist die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG. Eine ertragsteuerliche Organschaft besteht nicht. Körperschaft- sowie gewerbesteuerliche Verlustvorträge bestehen nicht.

Quelle: NAM

Tabelle 68: NAM – Rechtliche Verhältnisse

1033. Zwischen der NAM und der NBG AG besteht eine umsatzsteuerliche Organschaft. Eine ertragsteuerliche Organschaft besteht nicht. Auch bestehen keine körperschaft- sowie gewerbesteuerliche Verlustvorträge.

bb) Wirtschaftliche Grundlagen

1034. Die NÜRNBERGER Asset Management GmbH (NAM) ist die zentrale Vermögensverwaltungsgesellschaft des NBG-Konzerns und als Wertpapierinstitut zugelassen. Auf Grundlage von Funktionsausgliederungsverträgen mit den Versicherungsgesellschaften des Konzerns trifft die NAM die laufenden Einzelanlageentscheidungen für deren Kapitalanlagen eigenständig, soweit diese innerhalb der von den Versicherungsgesellschaften vorgegebenen Mandate, Limite, strategischen Asset Allocation und taktischen Bandbreiten liegen. Über diesen Rahmen selbst sowie über nicht alltägliche oder kritische Anlageentscheidungen, die Einführung neuer Assetklassen und die Auswahl externer Asset Manager entscheiden die Versicherungsgesellschaften abschließend, da sie aufsichtsrechtlich verpflichtet bleiben, nur in Vermögenswerte zu investieren, deren Risiken sie selbst angemessen erkennen, messen, überwachen und steuern können.

1035. Das Leistungsspektrum der NAM umfasst die Finanzportfolioverwaltung für Direktbestände und Spezialfonds der Konzerngesellschaften, die Anlageberatung für alternative Anlagevehikel sowie ergänzend Anlageberatung und Abschlussvermittlung für weitere, teils konzernfremde Adressen. Das Geschäft ist ganz überwiegend konzerngebunden. Das mit Abstand größte Mandat entfällt auf die Finanzportfolioverwaltung für die NLV, daneben werden unter anderem die NKV und die NAV sowie mehrere Spezial- und Publikumsfonds des Konzerns betreut. In der Anlageberatung für alternative Assets zählen die konzerneigenen Private-Markets-Vehikel zu den wesentlichen Mandaten, die Beratung für die FFPB und weitere externe Adressen ist demgegenüber von untergeordneter Bedeutung. Zum 31. Dezember 2025 betrug das insgesamt betreute Anlagevolumen rund € 23,9 Mrd. (Vorjahr € 23,7 Mrd.), wobei der Anstieg im Wesentlichen aus der positiven Marktwertentwicklung des Bestands resultierte.

1036. Da die Provisionserträge der NAM ganz überwiegend aus der Verwaltung von Konzernvermögen resultieren, hängt die künftige Geschäftsentwicklung strukturell vom Wachstum der Kapitalanlagen der Versicherungsgesellschaften, insbesondere der NÜRNBERGER Lebensversicherung, sowie von der Entwicklung der eingesetzten Multi-Asset-Fondsprodukte ab. Eine Veränderung der Gebührensätze oder des Kunden- beziehungsweise Produktmixes ist nach Aussage der Geschäftsführung nicht vorgesehen. Als Herausforderung sieht die NAM die mit der neuen aufsichtsrechtlichen Einstufung als mittleres Wertpapierinstitut verbundenen zusätzlichen Kosten und Berichtspflichten. Außergewöhnliche Geschäftsvorfälle oder sonstige einmalige beziehungsweise nicht operative Effekte, die im Rahmen der Bewertung zu bereinigen wären, liegen nach Auskunft der Geschäftsführung nicht vor.

cc) Vermögens- und Finanzlage

1037. Die Analyse der VFE-Lage wurde auf Basis der geprüften und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Einzelabschlüsse der NAM nach HGB für die Geschäftsjahre 2024 bis 2025 durchgeführt.

1038. Nachfolgend ist die Vermögens- und Kapitalstruktur der NAM zu den jeweiligen Bilanzstichtagen für die Jahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

NÜRNBERGER Asset Management GmbH HGB-Einzelabschluss	31.12.2023 in Mio.€	 *in %*	31.12.2024 in Mio.€	 *in %*	31.12.2025 in Mio.€	 *in %*
A. Forderungen an Kreditinstitute	2	*4,1*	2	*5,4*	4	*7,1*
B. Forderungen an Kunden	2	*4,8*	2	*6,2*	2	*3,1*
C. Schuldverschreibungen und andere festverzinsliche Wertpapiere	42	*81,5*	34	*87,2*	41	*73,2*
D. Aktien und andere nicht festverzinsliche Wertpapiere	5	*8,8*	0	*0,0*	9	*15,9*
E. Sonstige Aktiva	0	*0,8*	0	*1,2*	0	*0,6*
Summe der Aktiva	**52**	***100,0***	**39**	***100,0***	**56**	***100,0***
A. Eigenkapital	48	*92,9*	37	*95,6*	53	*94,1*
B. Rückstellungen	3	*6,2*	1	*3,4*	3	*5,2*
C. Sonstige Verbindlichkeiten	0	*0,9*	0	*1,0*	0	*0,8*
Summe der Passiva	**52**	***100,0***	**39**	***100,0***	**56**	***100,0***

Quelle: Prüfungsberichte der NAM 2023, 2024 und 2025

Tabelle 69: NAM – Vermögens- und Finanzlage

1039. Die **Bilanzsumme** der NAM lag in den Jahren 2023 bis 2025 zwischen 39,0 Mio. € und 56,4 Mio. €. Sie ging im Geschäftsjahr 2024 deutlich um 24,7 % auf 39,0 Mio. € zurück. Der Rückgang war insbesondere auf erhöhte Ausschüttungen an die NBG AG zurückzuführen, die sich aktivseitig vor allem in einem Rückgang der festverzinslichen Wertpapiere sowie im vollständigen Abbau der kurzfristigen Geldmarktfondsanlagen widerspiegelten. Im Geschäftsjahr 2025 stieg die Bilanzsumme um 44,6 % auf 56,4 Mio. € an.

1040. Die **Forderungen an Kreditinstitute und Kunden** waren im Betrachtungszeitraum von untergeordneter Bedeutung. Der zusammengefasste Bestand lag bei 4,6 Mio. € im Jahr 2023, 4,5 Mio. € im Jahr 2024 und 5,8 Mio. € im Jahr 2025. Die Forderungen an Kreditinstitute betrafen im Wesentlichen täglich fällige Bankguthaben.

1041. Die **Schuldverschreibungen und anderen festverzinslichen Wertpapiere** stellten die wesentliche Aktivposition der NAM dar. Der Bestand ging im Geschäftsjahr 2024 von 42,2 Mio. € auf 34,0 Mio. € zurück. Im Geschäftsjahr 2025 erhöhte er sich wieder deutlich auf 41,3 Mio. €. Die Bestände betreffen im Wesentlichen Eigenanlagen der NAM in festverzinsliche Wertpapiere.

1042. Die **Aktien und anderen nicht festverzinslichen Wertpapiere** betrafen kurzfristige Anlagen in Geldmarktfonds. Der Bestand lag im Geschäftsjahr 2023 bei 4,6 Mio. €, wurde im Geschäftsjahr 2024 vollständig abgebaut und im Geschäftsjahr 2025 i.H.v. 9,0 Mio. € wieder aufgebaut.

1043. Das bilanzielle **Eigenkapital** lag im Betrachtungszeitraum durchgängig auf hohem Niveau. Die Eigenkapitalquote betrug 92,9 % im Jahr 2023, 95,6 % im Jahr 2024 und 94,1 % im Jahr 2025.

Der Rückgang des Eigenkapitals im Jahr 2024 war insbesondere auf Ausschüttungen an die NBG AG zurückzuführen. Der Anstieg im Jahr 2025 reflektiert im Wesentlichen den im Geschäftsjahr erzielten Jahresüberschuss bei einer im Vergleich zum Vorjahr deutlich niedrigeren Ausschüttung.

1044. Die **Rückstellungen** bestanden im Wesentlichen aus Steuer- und sonstigen Rückstellungen. Sie gingen im Geschäftsjahr 2024 von 3,2 Mio. € auf 1,3 Mio. € zurück und erhöhten sich im Geschäftsjahr 2025 wieder auf 2,9 Mio. €. Der Anstieg im Jahr 2025 resultierte insbesondere aus höheren Rückstellungen für Körperschaft- und Gewerbesteuer.

dd) Ertragslage

1045. Nachfolgend ist die Ertragslage der NAM für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

Gewinn- und Verlustrechnung NÜRNBERGER Asset Management GmbH HGB-Einzelabschluss	Ist 2023 Mio. €	Ist 2024 Mio. €	Ist 2025 Mio. €
Zinserträge	0	1	1
Zinsaufwendungen	0	0	0
Zinsergebnis	**0**	**1**	**1**
Provisionserträge	30	32	34
Provisionsaufwand	0	0	0
Provisionsergebnis	**30**	**32**	**34**
Rohertrag	**31**	**33**	**35**
Gewinne aus dem Abgang von Kapitalanlagen	0	0	0
Verluste aus dem Abgang von Kapitalanlagen	0	0	0
Sonstige Erträge	0	0	0
Sonstige Aufwendungen	-6	-6	-6
Außerordentliches Ergebnis	0	0	0
Ergebnis vor Steuern (bereinigt)	**25**	**27**	**28**
Neutrales Ergebnis	0	0	0
Ergebnis vor Steuern (unbereinigt)	**25**	**27**	**28**
Steuern	-8	-9	-9
Ergebnis nach Steuern	**17**	**19**	**19**

Quelle: Prüfungsberichte der NAM 2023, 2024 und 2025

Tabelle 70: NAM – Gewinn- und Verlustrechnung

1046. Das **Zinsergebnis** war im Betrachtungszeitraum von untergeordneter Bedeutung. Es lag bei 0,3 Mio. € im Jahr 2023, 0,6 Mio. € im Jahr 2024 und 0,5 Mio. € im Jahr 2025. Die Zinserträge resultierten im Wesentlichen aus Schuldverschreibungen und anderen festverzinslichen Wertpapieren sowie aus Bankguthaben.

1047. Die **Provisionserträge** stellten die maßgebliche Ertragsquelle der NAM dar. Sie erhöhten sich von 30,3 Mio. € im Jahr 2023 auf 32,4 Mio. € im Jahr 2024 und 34,2 Mio. € im Jahr 2025. Der

Anstieg im Geschäftsjahr 2024 war insbesondere auf höhere Provisionen aus alternativen Anlageklassen zurückzuführen. Im Geschäftsjahr 2025 setzte sich der Anstieg fort. Dabei gingen die Provisionserträge aus der Finanzportfolioverwaltung der Direktbestände von NBG-Konzerngesellschaften von 16,3 Mio. € auf 14,0 Mio. € zurück. Dem standen höhere Provisionserträge aus indirekt über Spezial- und Publikumsfonds gehaltenen Anlagen von 7,8 Mio. € auf 10,9 Mio. € sowie höhere Provisionserträge aus der Anlageberatung von 8,3 Mio. € auf 9,2 Mio. € gegenüber. Wesentliche Treiber waren höher bepreiste alternative Anlageklassen, eine stärkere Nutzung der Multi-Asset-Produkte sowie höhere Erlöse aus weiteren Fondsprodukten.

1048. Der Posten **Sonstige Aufwendungen** setzt sich zusammen aus den allgemeinen Verwaltungsaufwendungen sowie den Abschreibungen auf immaterielle Anlagewerte und Sachanlagen, wobei die Abschreibungen von untergeordneter Bedeutung sind. Die allgemeinen Verwaltungsaufwendungen erhöhten sich von 5,8 Mio. € im Jahr 2023 über 6,1 Mio. € im Jahr 2024 auf 6,4 Mio. € im Jahr 2025. Der darin enthaltene Personalaufwand stellte jeweils den größeren Kostenblock dar und stieg von 3,2 Mio. € auf 3,4 Mio. € (in 2024) und 3,7 Mio. € (in 2025). Der Anstieg war insbesondere auf ein höheres Niveau für Löhne und Gehälter sowie im Jahr 2025 auf höhere Rückstellungen für Urlaubskosten und Sonderzahlungen zurückzuführen. Die restlichen allgemeinen Verwaltungsaufwendungen lagen bei 2,7 Mio. € im Jahr 2023, 2,6 Mio. € im Jahr 2024 und 2,8 Mio. € im Jahr 2025. Der Anstieg im Geschäftsjahr 2025 resultierte insbesondere aus höheren Kosten für Datenlizenzen und Research, Marktdaten sowie der Bafin-Umlage.

1049. Das **Ergebnis vor Steuern** erhöhte sich kontinuierlich von 25,0 Mio. € im Jahr 2023 auf 27,4 Mio. € im Jahr 2024 und 28,3 Mio. € im Jahr 2025. Die positive Entwicklung war im Wesentlichen auf den Anstieg der Provisionserträge zurückzuführen, während die sontigen Aufwendungen nur moderat zunahmen.

1050. Die **Steuern** vom Einkommen und vom Ertrag entwickelten sich im Wesentlichen ergebnisabhängig. Sie stiegen von 8,1 Mio. € im Jahr 2023 auf 8,7 Mio. € im Jahr 2024 und 9,1 Mio. € im Jahr 2025. Die effektive Steuerquote lag im Betrachtungszeitraum weitgehend stabil bei rund 32,3 % im Jahr 2023, 31,9 % im Jahr 2024 und 32,1 % im Jahr 2025.

1051. Der Jahresüberschuss erhöhte sich entsprechend von 16,9 Mio. € im Jahr 2023 auf 18,7 Mio. € im Jahr 2024 und 19,2 Mio. € im Jahr 2025. Insgesamt war die historische Ergebnislage der NAM durch steigende Provisionserträge und eine vergleichsweise stabile Kostenbasis geprägt.

ee) Analyse der Managementplanung

1052. Die nachfolgende Tabelle stellt die unternehmenseigene Planungsrechnung (Managementplanung) der NAM für den Zeitraum von 2026 bis 2030 dar.

(Geplante-)Ertragslage der NÜRNBERGER Asset Management GmbH HGB-Einzelabschluss	Ist 2025 Mio. €	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €
Zinserträge	1	1	1	1	1	1
Zinsaufwendungen	0	0	0	0	0	0
Zinsergebnis	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**
Provisionserträge	34	34	34	35	34	35
Provisionsaufwand	0	0	0	0	0	0
Provisionsergebnis	**34**	**34**	**34**	**35**	**34**	**35**
Rohertrag	**35**	**35**	**35**	**35**	**35**	**35**
Gewinne aus dem Abgang von Kapitalanlagen	0	0	0	0	0	0
Verluste aus dem Abgang von Kapitalanlagen	0	0	0	0	0	0
Sonstige Erträge	0	0	0	0	0	0
Sonstige Aufwendungen	-6	-7	-8	-8	-8	-9
Außerordentliches Ergebnis	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern (bereinigt)	**28**	**28**	**27**	**27**	**27**	**27**
Neutrales Ergebnis	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern (unbereinigt)	**28**	**28**	**27**	**27**	**27**	**27**
Steuern	-9	-9	-9	-9	-8	-8
Ergebnis nach Steuern	**19**	**19**	**19**	**19**	**19**	**19**

Quelle: NAM-Managementplanung; eigene Analysen

Tabelle 71: NAM – Managementplanung

1053. Das **Zinsergebnis** ist für die Ergebnislage der NAM insgesamt von untergeordneter Bedeutung. Für den Planungszeitraum wird ein Beitrag von rund 0,8 Mio. € p. a. angesetzt.

1054. Das **Provisionsergebnis** stellt die maßgebliche Ertragsquelle der NAM dar. Nach einem Anstieg von 30,3 Mio. € im Jahr 2023 über 32,4 Mio. € im Jahr 2024 auf 34,2 Mio. € im Jahr 2025 bewegt sich das Provisionsergebnis im Planungszeitraum weitgehend seitwärts. Es wird mit 34,4 Mio. € im Jahr 2026, 34,4 Mio. € im Jahr 2027, 34,6 Mio. € im Jahr 2028, 34,4 Mio. € im Jahr 2029 und 34,6 Mio. € im Jahr 2030 geplant.

1055. Die nahezu konstante Entwicklung des Provisionsergebnisses beruht nicht auf einer geplanten Verringerung der Gebührensätze oder einer grundlegenden Veränderung des Kunden- bzw. Produktmixes. Vielmehr sollen rückläufige Erlöse aus Publikumsfonds, insbesondere dem NÜRNBERGER Multi Asset Protect („NMAP“), durch steigende Einnahmen aus der NLV weitgehend kompensiert werden. Die Anteile am NMAP werden zu über 95 % im Rahmen der fondsgebundenen Lebensversicherung der NLV gehalten, sodass die Verschiebung der

Erlösquellen im Wesentlichen innerhalb desselben wirtschaftlichen Kundenkreises erfolgt. Der Anteil der nach HGB als extern eingestuften Erlöse nimmt dadurch ab.

1056. Der NMAP wird im Ablaufmanagement der fondsgebundenen Lebensversicherung der NLV eingesetzt, in dem Verträge in den letzten drei Jahren vor Fälligkeit investiert sind. Da diese Volumina mit Fälligkeit der Verträge abfließen und künftige Mittelzuflüsse für die NAM nicht verlässlich planbar sind, unterstellt die Planung einen Rückgang des Fondsvolumens von rund 30 % p.a. Die Einnahmen aus der NLV steigen demgegenüber planmäßig von 10,5 Mio. € im Jahr 2026 auf 11,8 Mio. € im Jahr 2030.

1057. Der **Rohertrag** entwickelt sich vor diesem Hintergrund ebenfalls weitgehend stabil. Er steigt von 34,7 Mio. € im Jahr 2025 auf 35,2 Mio. € im Jahr 2026 und liegt in den Folgejahren bis 2030 in einer engen Bandbreite von rund 35,2 Mio. € bis 35,4 Mio. €.

1058. Die **Gewinne aus dem Abgang von Kapitalanlagen**, die **Verluste aus dem Abgang von Kapitalanlagen** und die **Sonstigen Erträge** waren historisch von geringer und schwankender Bedeutung. Für den Planungszeitraum werden diese Posten nicht als wesentliche eigenständige Ergebnistreiber angesetzt.

1059. Die **Sonstigen Aufwendungen** steigen im Planungszeitraum deutlich an und sind der wesentliche Grund für den leichten Rückgang des geplanten Ergebnisses vor Steuern. Sie erhöhen sich von 6,5 Mio. € im Jahr 2025 auf 7,2 Mio. € im Jahr 2026 und weiter auf 8,8 Mio. € im Jahr 2030. Der Anstieg beruht insbesondere auf geplanten Tarifsteigerungen und einem zusätzlichen Mitarbeiter, steigenden Dienstleistungs- und IT-Aufwendungen, höheren Kosten für Datenlizenzen und Research sowie wieder einsetzenden Prüfungsaufwendungen ab 2027.

1060. Die **Steuern** sinken entsprechend dem rückläufigen Ergebnis vor Steuern ebenfalls moderat. Die effektive Steuerquote reduziert sich dabei im Planungszeitraum von rund 32,4 % im Jahr 2026 auf rund 29,2 % im Jahr 2030. Der Rückgang steht im Zusammenhang mit der in der Planung berücksichtigten Absenkung des Körperschaftsteuersatzes.

ff) Ableitung der Zukunftserfolgsplanung

1061. Die Zukunftserfolgsplanung einschließlich der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses stellt sich für die NAM wie folgt dar.

Zukunftserfolgsplanung der NÜRNBERGER Asset Management GmbH	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff.
Zinserträge	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsergebnis	**0,8**	**0,8**	**0,8**	**0,8**	**0,8**	**0,8**
Provisionserträge	34,4	34,4	34,6	34,4	34,6	34,9
Provisionsaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisionsergebnis	**34,4**	**34,4**	**34,6**	**34,4**	**34,6**	**34,9**
Rohertrag	**35,2**	**35,2**	**35,4**	**35,2**	**35,4**	**35,7**
Gewinne aus dem Abgang von Kapitalanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verluste aus dem Abgang von Kapitalanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Aufwendungen	-7,2	-7,7	-8,0	-8,4	-8,8	-8,8
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern (bereinigt)	**28,0**	**27,5**	**27,4**	**26,8**	**26,6**	**26,9**
Neutrales Ergebnis						
Ergebnis vor Steuern (unbereinigt)	**28,0**	**27,5**	**27,4**	**26,8**	**26,6**	**26,9**
Steuern	-9,1	-8,9	-8,6	-8,1	-7,8	-7,3
Ergebnis nach Steuern	**18,9**	**18,6**	**18,8**	**18,7**	**18,9**	**19,6**

Quelle: ValueTrust; eigene Analysen

Tabelle 72: NAM – Zukunftserfolgsplanung

1062. An den Detailplanungszeitraum 2026 bis 2030 schließt sich unmittelbar die Phase der ewigen Rente an. Das nachhaltige Ergebnis der NAM basiert auf den Annahmen der Bewertungsgutachterin, die wir nachvollzogen und im Bewertungsmodell rechnerisch überprüft haben. Die Planung der NAM für den Detailplanungszeitraum wurde dabei unverändert aus der Unternehmensplanung übernommen. Ausgangspunkt der Ableitung der ewigen Rente sind die für das letzte Jahr der Detailplanungsphase geplanten Ertrags- und Aufwandsposten, die grundsätzlich mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0 % p.a. fortgeschrieben werden.

1063. Die Provisionserlöse bilden die wesentliche Ertragsquelle der NAM. Sie werden in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate auf 34,9 Mio. € fortgeschrieben. Die sonstigen Aufwendungen, die im Wesentlichen Verwaltungs- und Personalaufwendungen umfassen, werden demgegenüber nicht isoliert fortgeschrieben, sondern nachhaltig anhand einer Kostenquote in Relation zu den Provisionserlösen abgeleitet. Dabei wird die Kostenquote des letzten Planjahres von 25,3 % zugrunde gelegt.

1064. Der Kapitalanlagenbestand wird ebenfalls mit der nachhaltigen Wachstumsrate auf 47,0 Mio. € fortgeschrieben. Auf diesen Bestand wird eine nachhaltige Rendite von 1,7 % angewandt, die dem Niveau der Detailplanungsjahre entspricht. Das nachhaltige Kapitalanlageergebnis beläuft sich damit auf 0,8 Mio. € und ist für den Unternehmenswert der NAM von untergeordneter Bedeutung, da die Gesellschaft ihre Erträge nahezu vollständig aus dem Provisionsgeschäft erzielt. Ein außerordentliches Ergebnis sowie Ergebnisse aus dem Abgang von Kapitalanlagen werden nachhaltig nicht angesetzt. Entsprechende Positionen sind bereits in der Detailplanung nicht enthalten.

1065. Vor diesem Hintergrund ergibt sich in der ewigen Rente ein Ergebnis vor Steuern von 26,9 Mio. €. Nach Berücksichtigung der Ertragsteuern resultiert ein nachhaltiges Jahresergebnis von 19,6 Mio. €. Die Ertragsteuern hat die Bewertungsgutachterin in der ewigen Rente auf Grundlage eines effektiven Steuerquote von 27,0 % berücksichtigt. Diese setzt sich aus der Gewerbesteuer von 16,3 % (Hebesatz von 467 %) sowie der Körperschaftsteuer einschließlich Solidaritätszuschlag von 10,6 % zusammen. Die Steuerquote berücksichtigt die gesetzlich beschlossene schrittweise Absenkung des Körperschaftsteuersatzes. Diese wirkt sich bereits in der Detailplanungsphase aus und führt zu einem Rückgang der Steuerquote von 32,4 % im Jahr 2026 auf 29,2 % im Jahr 2030.

1066. Auf dieser Grundlage ergeben sich nachhaltige Ertragsteuern von 7,3 Mio. € gegenüber 7,8 Mio. € im letzten Planjahr. Daraus resultiert ein nachhaltiges Jahresergebnis von 19,6 Mio. €. Dieses liegt um rund 4,1 % über dem Jahresüberschuss des letzten Planjahres von 18,9 Mio. €. Der über die Wachstumsrate von 1,0 % hinausgehende Anstieg ist vollständig auf die niedrigere Steuerbelastung zurückzuführen. Vor Steuern wird die Ertragslage der NAM auf dem Niveau des letzten Planjahres mit der nachhaltigen Wachstumsrate fortgeschrieben.

1067. Insgesamt erachten wir die Annahmen der Bewertungsgutachterin zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der NAM als nachvollziehbar und plausibel. Die Fortschreibung des letzten Planjahres unter Ansatz der nachhaltigen Wachstumsrate sowie unveränderter Kosten- und Steuerrelationen führt zu einem nachhaltigen Ergebnis, das der in der Vergangenheit und in der Planung gezeigten Ertragskraft der Gesellschaft entspricht.

gg) Ableitung der Nettoausschüttungen

1068. Die prognostizierten Ergebnisse nach Unternehmenssteuern wurden unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt:

Nettoausschüttungen NAM - NÜRNBERGER Asset Management GmbH	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Ergebnis nach Steuern	19	19	19	19	19	20
Gewinnthesaurierung	-2	-2	-2	-2	-2	-1
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	**17**	**17**	**17**	**17**	**17**	**19**
Ausschüttungsquote	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*50,0%*
Dividende (vor pers. Steuern)	17	17	17	17	17	10
- Pers. Steuern auf Dividende	-4	-4	-4	-4	-4	-3
Dividende (nach pers. Steuern)	**13**	**13**	**13**	**13**	**13**	**7**
Fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)	0	0	0	0	0	10
- Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung	0	0	0	0	0	-1
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**8**
Nettoausschüttungen	**13**	**13**	**13**	**13**	**13**	**15**

Quelle: ValueTrust; eigene Analysen

Tabelle 73: NAM – Nettoausschüttungen

1069. Für die Detailplanungsphase hat die Bewertungsgutachterin die von den Gesellschaften geplante Ausschüttungs- und Kapitalplanung übernommen. Der nach Berücksichtigung der geplanten Thesaurierungen verbleibende Betrag wurde vollständig ausgeschüttet. Die Gewinnthesaurierungen betreffen die geplanten Zuführungen zur Kapitalausstattung.

1070. Die Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung hat die Bewertungsgutachterin anhand der Eigenkapitalunterlegung plausibilisiert.

1071. In der ewigen Rente (ab 2031) hat die Bewertungsgutachterin eine Ausschüttungsquote von 50,0 % angesetzt, die sich in der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens deutscher Unternehmen orientiert. Die Wertbeiträge aus Thesaurierungen werden dem Anteilseigner in der Phase der ewigen Rente fiktiv unmittelbar zugerechnet.

1072. In Bezug auf die Annahmen zur Besteuerung auf Anteilseignerebene verweisen wir auf Abschnitt D.V.h).

hh) Ertragswert des operativen Geschäfts

1073. Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts dargestellt:

Ertragswert NAM - NÜRNBERGER Asset Management GmbH	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Nettoausschüttungen	**13**	**13**	**13**	**13**	**13**	**15**
Kapitalisierungszinssatz	8,91%	8,91%	8,91%	8,91%	8,91%	8,04%
Barwertfaktor	0,918	0,843	0,774	0,711	0,653	8,114
Barwerte jeweils zum 31.12.2025	**11**	**11**	**10**	**9**	**8**	**124**

Ertragswert zum 31. Dezember 2025	**173**
Aufzinsungsfaktor	1,077
Ertragswert zum 12. November 2026	**186**

Quelle: ValueTrust; eigene Analysen

Tabelle 74: NAM – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 12. November 2026

1074. Der **Ertragswert** des operativen Geschäfts der NAM beträgt zum 12. November 2026 insgesamt rd. **186 Mio. €.**

g) Fürst Fugger Privatbank AG („FFPB“)

aa) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

1075. Die rechtlichen Verhältnisse der FFPB stellen sich zum 31. Dezember 2025 wie folgt dar.

Firma:	Fürst Fugger Privatbank Aktiengesellschaft
Sitz:	Augsburg
Satzung:	Fassung vom 10. Juli 2023 (Eintragung in das Handelsregister; beschlossen durch die außerordentliche Hauptversammlung am 15.06.2023)
Rechtsform:	Aktiengesellschaft
Handelsregister:	Amtsgericht Augsburg, HRB 30002
Gegenstand des Unternehmens:	Gegenstand der Gesellschaft ist der Betrieb eines Bankunternehmens. Zu diesem Zwecke dürfen alle bankmäßigen Geschäfte einschließlich der dazugehörigen Hilfs- und Nebengeschäfte abgeschlossen werden. Die Gesellschaft ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die geeignet erscheinen, dem Gegenstand des Unternehmens zu dienen. Sie kann, soweit dies einer Bank gestattet ist, andere Unternehmen gründen, erwerben oder sich an ihnen beteiligen. Geschäftsbereich des Unternehmens ist das In- und Ausland. Die Gesellschaft ist zur Errichtung von Zweigniederlassungen im In- und Ausland berechtigt (§ 2 der Satzung).
Geschäftsjahr:	Kalenderjahr
Grundkapital:	Das Grundkapital beträgt 13.000.000,00 € und ist voll eingezahlt. Es ist eingeteilt in 130.000 auf den Namen lautende, vinkulierte Stückaktien (Übertragung nur mit Zustimmung der Gesellschaft, § 4 f. der Satzung).
Aktionärsstruktur:	• NÜRNBERGER Beteiligungs-AG, Nürnberg – 128.700 Stückaktien (Beteiligungsanteil 99 %) • S. E. Alexander Graf Fugger-Babenhausen, Augsburg – 1.300 Stückaktien (Beteiligungsanteil 1 %)
Aufsichtsrat:	• Dr. Jürgen Voß (Vorsitzender) • Dr. Roland Folz (stellvertretender Vorsitzender) • S. E. Alexander Graf Fugger-Babenhausen
Vorstand:	• Dr. Martin Fritz (Vorsitzender des Vorstands) • Jochen Hagen
Verbundene Unternehmen/ Beteiligungen:	Eigene wesentliche Beteiligungen unterhält die FFPB nicht; auf die Angabe der (mit 20 T€ unwesentlichen) Beteiligungen wurde im Anhang gemäß § 286 Abs. 3 HGB wegen untergeordneter Bedeutung für die Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage verzichtet.
Steuerliche Verhältnisse:	Da zwischen der FFPB und ihrer Mehrheitsaktionärin NBG AG kein Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag besteht, liegt keine körperschaft- oder gewerbesteuerliche Organschaft vor. Die FFPB ist damit eigenständiges Steuersubjekt und nicht in eine Konzernbesteuerung der NBG AG einbezogen.

	Zum 31. Dezember 2025 liegen weder gewerbe- noch körperschaftsteuerliche Verlustvorträge vor.

Quelle: FFPB

Tabelle 75: FFPB – Rechtliche Verhältnisse

1076. Die FFPB ist gemäß § 17 AktG ein abhängiges Unternehmen der NBG AG, die 99 % der Aktien hält, während die verbleibenden 1 % von S. E. Alexander Graf Fugger-Babenhausen als Vertreter der namensgebenden Gründerfamilie gehalten werden. Ein Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag besteht nicht, die Konzernbeziehung wird über einen jährlichen Abhängigkeitsbericht nach § 312 AktG dokumentiert.

bb) Wirtschaftliche Grundlagen

1077. Die FFPB konzentriert sich mit ihrer strategischen Ausrichtung auf die zwei Geschäftsbereiche, Private Banking und Vermögensmanagement. Der Geschäftsbereich Private Banking stellt den Aufbau, die Sicherung und die Optimierung von Vermögen anspruchsvoller Kunden in den Mittelpunkt und baut auf einem starken, über viele Jahre gewachsenen Vertrauensverhältnis zu den Kunden auf, das durch eine jährliche Kundenbefragung testiert wird. Der Geschäftsbereich Vermögensmanagement bietet bundesweit Privatkunden eine offene Architektur aus Investmentfonds und Vermögensverwaltungen als Anlagelösungen und bindet hierzu unter einem eigenen, auf dem Kreditwesengesetz basierenden Haftungsdach ein bundesweites Netzwerk selbständiger Vermittler und Unternehmen an, die im Wertpapiergeschäft ausschließlich für Rechnung und unter der Haftung der FFPB tätig werden. Ergänzend betreibt die FFPB in begrenztem Umfang das Kreditgeschäft mit ausgewählten Private-Banking-Kunden. Eigene wesentliche Beteiligungen oder Tochtergesellschaften unterhält die FFPB nicht.

1078. Im Private Banking sieht die FFPB die wesentlichen Erfolgsfaktoren in der hohen Kompetenz und den langjährigen Kundenbeziehungen ihrer Berater, einem individuellen Kundenservice sowie überdurchschnittlich performanten Vermögensverwaltungen einschließlich eines transparenten Reportings. Adressiert werden vermögende Privatkunden und vereinzelt institutionelle Adressen. Im Vermögensmanagement liegt der Fokus auf Vermittlern mit Bankhintergrund oder langjähriger Erfahrung im Investmentfondsgeschäft, deren fachliche Qualität durch laufende Schulungsmaßnahmen der hauseigenen Akademie sichergestellt wird.

1079. Der Vertrieb im Private Banking erfolgt über das Stammhaus in Augsburg sowie fünf Niederlassungen in München, Nürnberg, Stuttgart, Mannheim und Köln, während das

Vermögensmanagement über ein bundesweites, qualitativ hochwertiges Netzwerk angebundener Berater vertrieben wird. Die Bank beschäftigte im Jahresdurchschnitt 2025 rund 109 Mitarbeiter in Vollzeit und 54 in Teilzeit, bei einer durchschnittlichen Betriebszugehörigkeit von 13,3 Jahren und einem Durchschnittsalter von 46 Jahren, was das Ziel einer langfristigen Mitarbeiterbindung widerspiegelt.

1080. Das Kreditgeschäft wird bewusst konservativ und kapitalschonend geführt, mit einem über mehrere Jahre nahezu konstant gehaltenen Kundenkreditvolumen von zuletzt 261,4 Mio. €, einer Prolongationsquote von 93 % und einer Fokussierung auf Kreditlaufzeiten bis zu drei Jahren, um zusätzliche Eigenmittelanforderungen aus einem Wachstum der risikogewichteten Aktiva zu vermeiden. Der Risikovorsorgebestand erhöhte sich von 10,2 Mio. € auf 13,9 Mio. €, vor allem durch die freiwillige Bildung zusätzlicher Vorsorgereserven. Im Eigenbestand (Depot A) verfolgt die Bank eine bonitätsorientierte Anlagestrategie überwiegend in Pfandbriefe, Staats- und Bankanleihen, deren Anteil mit einem A-Rating oder besser sich 2025 auf 96,0 % erhöhte (Vorjahr 91,9 %), wobei nur in Einzelfällen in Wertpapiere mit B-Rating investiert wird und zum Bilanzstichtag keine Derivategeschäfte bestanden. Die Bilanzsumme verringerte sich im Jahresvergleich leicht um 13,1 Mio. € bzw. 2,1 % auf 623,0 Mio. €, bei einer mit 24,6 % (Vorjahr 25,2 %) weiterhin sehr komfortablen Gesamtkapitalquote, die die aufsichtsrechtliche Mindestanforderung erheblich übertrifft, ebenso wie die Liquiditätskennziffern LCR mit 291 % und NSFR mit 197 %.

1081. Die FFPB sieht sich im umkämpften Private-Banking-Markt durch ihre gute Reputation, langjährige Kundenbeziehungen und die hohe Qualität ihrer Beratung, die auch von externen Experten wiederholt bestätigt wurde, gut positioniert. Der gesamte Planungsprozess der Bank unterstellt eine Börsenentwicklung mit jährlichen Steigerungsraten von rund 6 % sowie ein künftig stabiles Zinsniveau, wobei sich das Zinsgeschäft aufgrund des Fokus auf kurzfristige variable Finanzierungen im Aktivgeschäft mit zuletzt rund 19 % Anteil am Rohertrag in einer nachgelagerten Rolle befindet. Nach Einschätzung des Vorstands ergeben sich aus den geopolitischen Entwicklungen des Jahres 2025, insbesondere den anhaltenden Konflikten in der Ukraine und im Nahen Osten sowie der verschärften US-Zollpolitik, derzeit keine langfristigen Auswirkungen auf das Geschäftsmodell, sodass die für 2026 geplanten Ziele nicht angepasst wurden. Als Herausforderung wird das zunehmend komplexere regulatorische Umfeld gesehen, das neben höheren Kapitalkosten auch weitere Kosten für die technische und organisatorische Umsetzung zusätzlicher Anforderungen verursacht.

cc) Vermögens- und Finanzlage

1082. Die Analyse der VFE-Lage wurde auf Basis der geprüften und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Einzelabschlüsse der FFPB nach HGB für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 durchgeführt.

1083. Nachfolgend ist die Vermögens- und Kapitalstruktur der FFPB zu den jeweiligen Bilanzstichtagen für die Jahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

Fürst Fugger Privatbank Aktiengesellschaft HGB-Einzelabschluss	31.12.2023 in Mio.€	 *in %*	31.12.2024 in Mio.€	 *in %*	31.12.2025 in Mio.€	 *in %*
A. Barreserve und Forderungen an Kreditinstitute	151	*25,4*	195	*30,6*	146	*23,4*
B. Forderungen an Kunden	247	*41,6*	251	*39,5*	261	*41,8*
C. Wertpapiere und Beteiligungen	174	*29,2*	169	*26,6*	194	*31,1*
D. Übrige Aktiva	23	*3,8*	21	*3,3*	23	*3,6*
Summe der Aktiva	**594**	***100,0***	**636**	***100,0***	**623**	***100,0***
A. Eigenkapital	65	*10,9*	72	*11,4*	74	*11,9*
B. Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	488	*82,1*	523	*82,3*	507	*81,3*
C. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	13	*2,2*	13	*2,0*	10	*1,7*
D. Rückstellungen	19	*3,2*	20	*3,2*	23	*3,6*
E. Übrige Passiva	9	*1,6*	8	*1,3*	9	*1,5*
Summe der Passiva	**594**	***100,0***	**636**	***100,0***	**623**	***100,0***

Quelle: Prüfungsberichte der FFPB 2023, 2024 und 2025

Tabelle 76: FFPB – Vermögens- und Finanzlage

1084. Die **Bilanzsumme** der FFPB lag in den Jahren 2023 bis 2025 zwischen 594 Mio. € und 636 Mio. €. Sie stieg im Geschäftsjahr 2024 um 7,0 % auf 636 Mio. € und ging im Geschäftsjahr 2025 um 2,1 % auf 623 Mio. € zurück.

1085. Die **Barreserve und die Forderungen an Kreditinstitute** bestanden maßgeblich aus Guthaben beziehungsweise Anlagen bei der Deutschen Bundesbank. Dazu zählte insbesondere die Einlagefazilität. Der zusammengefasste Bestand stieg im Jahr 2024 deutlich auf rund 195 Mio. € Er ging im Jahr 2025 auf rund 146 Mio. €. zurück. Der Rückgang im Jahr 2025 war insbesondere auf die niedrigere Einlagefazilität zurückzuführen.

1086. Die **Forderungen an Kunden** betreffen ausschließlich das Kundenkreditgeschäft. Sie stellten in den betrachteten Jahren den größten Aktivposten dar. Sie machten rund 40 % bis 42 % der Bilanzsumme aus. Der Bestand erhöhte sich kontinuierlich von 247 Mio. € im Jahr 2023 über 252 Mio. € im Jahr 2024 auf 261 Mio. €. im Jahr 2025. Die FFPB betreibt das Kreditgeschäft mit vermögenden Privat- und Unternehmenskunden in Deutschland. Es wird nicht aktiv

beworben, sondern resultiert überwiegend als Nebenprodukt aus der Vermögensverwaltung. Die Produktpalette umfasst insbesondere Immobiliendarlehen, Lombardkredite und Kontokorrentkreditlinien. Zum 31. Dezember 2025 waren rund 94 % des Kreditvolumens besichert, überwiegend durch Grundpfandrechte (zu rund 71 % auf wohnwirtschaftlich genutzte Immobilien) sowie durch verpfändete Wertpapiere und Guthaben.

1087. Die **Wertpapierbestände** bestanden überwiegend aus Pfandbriefen sowie Staats- und Unternehmensanleihen guter Bonität. Die Qualität des Depot-A-Bestands verbesserte sich weiter. Der Anteil der Wertpapiere mit Rating von AAA bis A- stieg von 91,9 % zum 31. Dezember 2024 auf 96,1 % zum 31. Dezember 2025. Der Bestand an Schuldverschreibungen und anderen festverzinslichen Wertpapieren nahm bereits im Jahr 2024 leicht auf 169,2 Mio. € zu. Der Gesamtbestand aus festverzinslichen Wertpapieren, Aktienfondsanteilen und Beteiligungen reduzierte sich dagegen im Jahr 2024 durch die Veräußerung der Aktienfondsanteile sowie die Auflösung einer Treuhandbeteiligung. Im Jahr 2025 stieg der Bestand der festverzinslichen Wertpapiere durch Zukäufe deutlich um 14,6 % auf 193,9 Mio. €.

1088. Das bilanzielle **Eigenkapital** erhöhte sich von 64,7 Mio. € im Jahr 2023 auf 72,2 Mio. € im Jahr 2024 und 74,1 Mio. € im Jahr 2025. Die Entwicklung reflektiert die positive Ergebnisentwicklung.

1089. Die **Verbindlichkeiten gegenüber Kunden** bestanden überwiegend aus Sichteinlagen und Tagesgeldern. Sie blieben mit jeweils mehr als 81 % der Bilanzsumme die bedeutende Refinanzierungsquelle der Bank. Der Bestand stieg im Jahr 2024 um 7,2 % auf 523 Mio. €. Er ging im Jahr 2025 um 3,2 % auf 507 Mio. € zurück.

1090. Die **Rückstellungen** bestanden im Wesentlichen aus Pensionsrückstellungen, Steuerrückstellungen und anderen Rückstellungen. Sie erhöhten sich von 19,1 Mio. € im Jahr 2023 über 20,1 Mio. € im Jahr 2024 auf 22,6 Mio. € im Jahr 2025. Der Anstieg im Jahr 2025 resultierte insbesondere aus höheren Steuerrückstellungen für Gewerbe- und Körperschaftsteuer.

1091. In den **übrigen Passiva** sind im Jahr 2025 die Zuführungen zum Fonds für allgemeine Bankrisiken nach § 340g HGB i.H.v. 2,0 Mio. € enthalten, die die Bank erstmals bildete.

dd) Ertragslage

1092. Nachfolgend ist die Ertragslage der FFPB für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

Gewinn- und Verlustrechnung Fürst Fugger Privatbank Aktiengesellschaft HGB-Einzelabschluss	Ist 2023 Mio. €	Ist 2024 Mio. €	Ist 2025 Mio. €
Zinsergebnis	7	7	10
Provisionsergebnis	36	39	41
Rohertrag	**43**	**46**	**51**
Allgemeine Verwaltungsaufwendungen	-27	-27	-28
davon Personalaufwendungen	-18	-19	-19
davon andere Verwaltungsaufwendungen (Sachaufwand)	-9	-9	-9
Abschreibungen und Wertberichtigungen auf immaterielle Anlagewerte und Sachanlagen	-1	-1	-1
Sonstige betriebliches Ergebnis	0	0	0
Betriebsergebnis vor Risikovorsorge	**16**	**18**	**24**
Abschreibungen und Wertberichtigungen auf Forderungen und bestimmte Wertpapiere	0	2	-3
Abschreibung Beteiligungen / Erträge aus der Zuschreibung zu Beteiligungen	0	0	0
Ergebnis vor Steuern (bereinigt)	**17**	**20**	**20**
Neutrales Ergebnis	0	0	0
Ergebnis vor Steuern (unbereinigt)	**17**	**20**	**20**
Steuern	-6	-6	-7
Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankrisiken (§ 340g HGB)	0	0	-2
Ergebnis nach Steuern	**11**	**14**	**11**

Quelle: Prüfungsberichte der FFPB 2023, 2024 und 2025

Tabelle 77: FFPB – Gewinn- und Verlustrechnung

1093. Das **Zinsergebnis** lag in den Jahren 2023 und 2024 jeweils bei ca. 7,3 Mio. €. Im Jahr 2025 stieg es spürbar auf 9,9 Mio. €. Der Anstieg beruhte nicht allein auf einer Ausweitung des klassischen Kreditgeschäfts. Wesentliche Treiber waren das Depot A und die Refinanzierungsbedingungen. Fällige niedrig verzinste Wertpapiere aus der Niedrigzinsphase konnten zu höheren Renditen wiederangelegt werden. Zudem wurde der Bestand des Depot A im Jahr 2025 ausgebaut. Der Refinanzierungszins auf Basis des €STR[218] sank von durchschnittlich 3,07 % im Dezember 2024 auf 1,93 % im Dezember 2025. Gleichzeitig erhöhte sich die durchschnittliche Verzinsung im Depot A von 1,53 % auf 1,94 %. Das Zinsergebnis im Kundengeschäft blieb demgegenüber weitgehend stabil. Das Kundengeschäft stellte weiterhin die breitere Basis des Zinsergebnisses dar. Die Ergebnisverbesserung im Jahr 2025 wurde jedoch maßgeblich durch das Depot A getragen.

1094. Das **Provisionsergebnis** stieg von 35,6 Mio. € im Jahr 2023 über 38,7 Mio. € im Jahr 2024 auf 41,4 Mio. € im Jahr 2025. Die Ertragsstruktur blieb damit klar provisionsdominiert. Im Jahr

[218] Euro Short-Term Rate ist der von der Europäischen Zentralbank veröffentlichter Referenzzinssatz für unbesicherte Übernacht-Geldmarktgeschäfte zwischen Banken im Euroraum.

2025 entfielen rund 81 % des Rohertrags auf das Provisionsergebnis. Die Bank weist damit weiterhin das Profil einer vermögensverwaltungs- und vermittlungsorientierten Privatbank auf. Die Entwicklung hing maßgeblich von den Assets under Custody in den Bereichen Private Banking und Vermögensmanagement ab. Im Jahr 2024 wurde das Wachstum insbesondere durch höhere Volumina im Vermittlergeschäft und in der Vermögensverwaltung getragen. Im Jahr 2025 wirkten erneut höhere Bestände, ein hohes Akquisitionsvolumen und die positive Kapitalmarktentwicklung. Hinzu kamen Performance Fees von rund 1,8 Mio. €, die nahezu vollständig auf Mandate im Private Banking entfielen.

1095. Der **Rohertrag** erhöhte sich von 42,9 Mio. € im Jahr 2023 auf 45,9 Mio. € im Jahr 2024 und 51,3 Mio. € im Jahr 2025.

1096. Die **allgemeinen Verwaltungsaufwendungen** stiegen von 26,6 Mio. € im Jahr 2023 auf 27,4 Mio. € im Jahr 2024. Im Jahr 2025 lagen sie mit 27,5 Mio. € nahezu unverändert auf dem Vorjahresniveau. Der Personalaufwand erhöhte sich von 17,9 Mio. € über 18,5 Mio. € auf 18,8 Mio. €. Dabei wirkten sich neben Gehaltsanpassungen auch Einmalzahlungen aus. Im Dezember 2024 wurde eine Einmalzahlung von rund 0,2 Mio. € geleistet. Im Dezember 2025 betrug die Einmalzahlung ebenfalls rund 0,2 Mio. €. Der Sachaufwand blieb mit 8,7 Mio. €, 8,9 Mio. € und 8,7 Mio. € insgesamt stabil.

1097. Das **Betriebsergebnis vor Risikovorsorge** erhöhte sich von rund 16,2 Mio. € im Jahr 2023 auf 17,9 Mio. € im Jahr 2024 und 23,6 Mio. € im Jahr 2025. Die operative Ertragskraft verbesserte sich damit deutlich. Der Rohertrag stieg stärker als die Kostenbasis. Die Cost-Income-Ratio[219] verbesserte sich von 61,1 % im Jahr 2024 auf 54,4 % im Jahr 2025.

1098. Der Posten **Abschreibungen und Wertberichtigungen auf Forderungen und bestimmte Wertpapiere** entwickelte sich volatil. Dieser betrug 0,4 Mio. € im Jahr 2023, 1,6 Mio. € im Jahr 2024 und -3,3 Mio. € im Jahr 2025. Der Posten bündelt mehrere Effekte. Dazu zählen das Bewertungsergebnis im Kreditgeschäft, das Bewertungsergebnis der Wertpapiere der Liquiditätsreserve und die Bildung von Vorsorgereserven nach § 340f HGB. Im Jahr 2023 wurde trotz einer Zuführung zur Vorsorgereserve nach § 340f HGB von 3,1 Mio. € noch ein positiver Saldo ausgewiesen. Dies beruhte auf Erträgen aus dem Kreditgeschäft und auf Zuschreibungen beziehungsweise Veräußerungsergebnissen bei Wertpapieren der Liquiditätsreserve. Im Jahr 2024 war keine Zuführung zur Vorsorgereserve nach § 340f HGB berücksichtigt. Das Ergebnis wurde vor allem durch positive Beiträge aus Wertpapieren der

219 Cost-Income-Ratio: Verwaltungsaufwand einschließlich Abschreibungen im Verhältnis zum Rohertrag zuzüglich sonstigem betrieblichen Ergebnis.

Liquiditätsreserve getragen. Im Jahr 2025 belastete die erneute Dotierung der Vorsorgereserve nach § 340f HGB das Ergebnis.

1099. Der **Steueraufwand** erhöhte sich von 5,5 Mio. € im Jahr 2023 auf 5,9 Mio. € im Jahr 2024 und 7,4 Mio. € im Jahr 2025. Daraus ergab sich eine effektive Steuerquote von rund 33 % im Jahr 2023, rund 30 % im Jahr 2024 und rund 36 % im Jahr 2025.

1100. Im Jahr 2025 führte die Bank erstmals 2,0 Mio. € dem Fonds für allgemeine Bankrisiken nach § 340g HGB zu.

ee) Analyse der Managementplanung

1101. Die nachfolgende Tabelle stellt die unternehmenseigene Planungsrechnung (Managementplanung) der FFPB für den Zeitraum 2026 bis 2031 dar. Für das Jahr 2026 liegt eine Forecast-Rechnung vor. Für die Jahre 2027 bis 2031 handelt es sich um die vom Vorstand am 2. Juli 2026 beschlossene Ertrags- und Kostenplanung.

(Geplante-)Ertragslage der Fürst Fugger Privatbank Aktiengesellschaft HGB-Einzelabschluss	Ist 2025 Mio. €	FC 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	Plan 2031 Mio. €
Zinsergebnis	10	10	10	10	10	11	11
Provisionsergebnis	41	39	41	42	44	46	49
Rohertrag	**51**	**49**	**51**	**52**	**54**	**57**	**60**
Allgemeine Verwaltungsaufwendungen	-28	-28	-30	-30	-31	-31	-31
davon Personalaufwendungen	-19	-19	-20	-20	-20	-20	-21
davon andere Verwaltungsaufwendungen (Sachaufwand)	-9	-9	-10	-10	-10	-11	-11
Abschr./Wertberichtigungen auf Ford. u. WP	-1	-1	-1	-1	0	0	0
Sonstige betriebliches Ergebnis	0	0	0	0	0	0	0
Betriebsergebnis vor Risikovorsorge	**24**	**19**	**20**	**21**	**23**	**26**	**28**
Abschr./Wertbericht. auf Forderungen und WP	-3	0	-1	-2	-3	-4	0
davon Kreditgeschäft		0	0	0	0	0	0
davon WP der Liquiditätsreserve		0	0	0	0	0	0
davon Vorsorgereserven § 340f HGB		0	-1	-2	-3	-4	0
Abschreibung / Zuschreibung Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern (bereinigt)	**20**	**19**	**19**	**19**	**20**	**21**	**28**
Neutrales Ergebnis	0						
Ergebnis vor Steuern (unbereinigt)	**20**	**19**	**19**	**19**	**20**	**21**	**28**
Steuern	-7	-6	-6	-6	-7	-7	-8
Fonds für allg. Bankrisiken (§ 340g HGB)	-2	0	0	0	0	0	0
Ergebnis nach Steuern	**11**	**13**	**13**	**13**	**13**	**14**	**20**

Quelle: FFPB- Managementplanung; eigene Analysen

Tabelle 78: FFPB – Managementplanung

1102. Das **Provisionsergebnis** ist der zentrale Ergebnistreiber der FFPB. Es soll von 38,8 Mio. € im Jahr 2026 auf 48,8 Mio. € im Jahr 2031 steigen. Dies entspricht einer durchschnittlichen

jährlichen Wachstumsrate von 4,7 % (CAGR 2026-31). Die Planung unterstellt damit ein dynamisches Wachstum. Die Entwicklung des Provisionsergebnisses wird im Wesentlichen durch die geplante Entwicklung der betreuten Vermögen getragen. Die Assets under Custody (kurz: AuC) ohne den Spezialfonds der NÜRNBERGER steigen von rund 7,5 Mrd. € im Jahr 2026 auf rund 8,9 Mrd. € im Jahr 2031. Dabei werden ein jährlicher Kapitalmarkteffekt auf Basis einer DAX-Entwicklung von 7,25 % p.a. sowie Nettomittelzuflüsse im Private Banking berücksichtigt. Für das Private Banking wird ein Mittelzufluss von 2,5 Mio. € je Berater angesetzt. Im Vermögensmanagement ist zunächst ein rückläufiger Nettomittelzufluss vorgesehen. Ab 2028 wird wieder von positiven Zuflüssen ausgegangen.

1103. Bei der Würdigung des Provisionsergebnisses ist zu berücksichtigen, dass die geplante Ertragsentwicklung nicht allein auf Volumenwachstum beruht. Auch die Margenstruktur ist bedeutsam. Die Planung geht im Private Banking ab 2027 von einer Depotmarge von 0,63 % aus. Im Vermögensmanagement bewegt sich die Marge im Planungszeitraum zwischen 0,56 % und 0,58 %. Hierin spiegelt sich eine Veränderung des Produktmixes des betreuten Vermögens wieder. Dabei weist das fondsgebundenen Lebensversicherungen der NLV höhere Margen im Vergleich zu Margen anderer Depotprodukte auf. Ein Rückgang dieses Bestands führt deshalb zu einem überproportionalen Rückgang der Provisionserträge.

1104. Das **Zinsergebnis** steigt im Planungszeitraum moderat. Es liegt im Forecast 2026 bei rund 9,8 Mio. € und erhöht sich bis 2031 auf rund 11,1 Mio. € was einem CAGR von 2,5 % entspricht. Der Beitrag zum Rohertrag ist damit deutlich geringer als der Beitrag des Provisionsergebnisses.

1105. Die Planung des Zinsergebnisses beruht nicht auf einer wesentlichen Ausweitung des klassischen Kundenkreditgeschäfts. Das Kundenkreditvolumen wird im Wesentlichen in einer engen Bandbreite um rund 270,0 Mio. € geplant. Hintergrund ist die Begrenzung zusätzlicher Eigenkapitalanforderungen. Die Ergebnisausweitung stammt daher in erheblichem Umfang aus dem Eigenanlagegeschäft und dem Depot A. Für Treasury und Depot A wird ein steigender Ergebnisbeitrag geplant. Dieser steigt bis 2031 auf rund 4,9 Mio. €. Das Zinsergebnis ist insgesamt nicht als Ausdruck einer expansiven Kreditplanung zu verstehen. Es beruht wesentlich auf der Anlage von Passivüberhängen und der Wiederanlage fälliger Wertpapiere.

1106. Der **Rohertrag** erhöht sich von rund 48,6 Mio. € im Forecast 2026 auf rund 59,9 Mio. € im Planjahr 2031. Die Entwicklung wird vor allem durch das Provisionsergebnis getragen.

1107. Die **allgemeinen Verwaltungsaufwendungen** steigen von rund 28,9 Mio. € im Forecast 2026 auf rund 31,6 Mio. € im Planjahr 2031. Der Anstieg fällt damit moderater aus als das geplante

Wachstum des Rohertrags. Die Planung unterstellt folglich eine Verbesserung der operativen Skalierung.

1108. Innerhalb der Verwaltungsaufwendungen bleibt der Personalaufwand der größte Kostenblock. Er steigt von rund 18,7 Mio. € im Forecast 2026 auf rund 20,6 Mio. € im Planjahr 2031. Die Planung berücksichtigt jährliche Gehaltssteigerungen von 3,5 %. Der Anstieg des Personalaufwands fällt gleichwohl niedriger aus. Dies ist auf personelle Veränderungen sowie Effekte aus Pensions-, Jubiläums- und Altersteilzeitverpflichtungen zurückzuführen.

1109. Die anderen Verwaltungsaufwendungen steigen von rund 9,5 Mio. € im Forecast 2026 auf rund 10,6 Mio. € im Planjahr 2031. Der Sachaufwand wird damit insgesamt auf einem stabilen Niveau geplant. Die Planung berücksichtigt insbesondere EDV- und sonstige Betriebsaufwendungen. Ein wesentlicher struktureller Kostenanstieg ist daraus nicht erkennbar.

1110. Das **Betriebsergebnis vor Risikovorsorge** steigt von rund 19,4 Mio. € im Forecast 2026 auf rund 28,0 Mio. € im Planjahr 2031. Die operative Ergebnisverbesserung beruht im Wesentlichen darauf, dass der Rohertrag stärker wächst als die Verwaltungsaufwendungen. Die Cost-Income-Ratio verbessert sich im Planungszeitraum entsprechend von 59,9 % (2026) auf 53,1 % (2031). Sie ergibt sich aus Verwaltungsaufwand einschließlich Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Anlagewerte im Verhältnis zu Rohertrag zuzüglich sonstigem betrieblichen Ergebnis.

1111. Die **Risikovorsorge** ist im Planungszeitraum nur in begrenztem Umfang durch das laufende Kreditgeschäft geprägt. Für das Kreditgeschäft wird ab 2026 jährlich eine Belastung von rund 0,2 Mio. € angesetzt. Dies steht im Einklang mit der Planung eines weitgehend konstanten Kundenkreditvolumens. Der wesentliche Ergebniseffekt ergibt sich aus den geplanten Zuführungen zur Vorsorgereserve nach § 340f HGB. Diese belaufen sich auf rund 1,0 Mio. € im Jahr 2027, rund 1,5 Mio. € im Jahr 2028, rund 2,8 Mio. € im Jahr 2029 und rund 4,0 Mio. € im Jahr 2030. Im Planjahr 2031 ist keine weitere Zuführung vorgesehen.

1112. Der **Steueraufwand** beläuft sich im Forecast 2026 auf rund 6,2 Mio. € und steigt bis zum Planjahr 2031 auf rund 7,8 Mio. €. Die effektive Steuerquote beträgt rund 32,7 % im Forecast 2026, rund 33,3 % im Jahr 2027, rund 33,0 % im Jahr 2028, rund 34,1 % im Jahr 2029, rund 34,5 % im Jahr 2030 und rund 28,1 % im Jahr 2031.

1113. Die Planung berücksichtigt dabei die stufenweise Absenkung des Körperschaftsteuersatzes von 15,0 % auf 10,0 %. Zudem hängt die effektive Steuerquote nicht allein vom nominalen Körperschaftsteuersatz ab, sondern auch von der steuerlichen Bemessungsgrundlage und der Behandlung einzelner Ergebnisbestandteile. Der deutliche Rückgang der effektiven

Steuerquote im Jahr 2031 ist daher gesondert zu würdigen. Er fällt zeitlich mit dem Wegfall weiterer Zuführungen zur Vorsorgereserve nach § 340f HGB zusammen und beeinflusst das ausgewiesene Ergebnis nach Steuern im letzten Planjahr spürbar.

1114. Eine Zuführung zum **Fonds für allgemeine Bankrisiken nach § 340g HGB** ist in den Planjahren nicht angesetzt.

ff) Ableitung der Zukunftserfolgsplanung

1115. Die Zukunftserfolgsplanung einschließlich der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses stellt sich für die FFPB wie folgt dar.

Zukunftserfolgsplanung der Fürst Fugger Privatbank Aktiengesellschaft	FC 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Zinsergebnis	10	10	10	10	11	11
Provisionsergebnis	39	41	42	44	46	49
Rohertrag	**49**	**51**	**52**	**54**	**57**	**61**
Allgemeine Verwaltungsaufwendungen	-28	-30	-30	-31	-31	-32
Abschr. und Wertber. auf immat. Anlagewerte und Sachanl.	-1	-1	-1	0	0	0
Sonstige betriebliches Ergebnis	0	0	0	0	0	0
Betriebsergebnis vor Risikovorsorge	**19**	**20**	**21**	**23**	**26**	**28**
Abschr./Wertberichtigungen auf Ford. u. WP	0	-1	-2	-3	-4	-1
Abschreibung / Zuschreibung Beteiligungen	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern (unbereinigt)	**19**	**19**	**19**	**20**	**21**	**27**
Steuern	-6	-6	-6	-7	-7	-8
Fonds für allg. Bankrisiken (§ 340g HGB)	0	0	0	0	0	0
Ergebnis nach Steuern	**13**	**13**	**13**	**13**	**14**	**20**

Quelle: ValueTrust

Tabelle 79: FFPB – Zukunftserfolgsplanung

1116. Die Bewertungsgutachterin hat die Managementplanung bis einschließlich zum Planjahr 2030 unverändert übernommen. Zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses im Jahr 2031 hat die Bewertungsgutachterin grundsätzlich die Managementplanung für das Jahr 2031 um die nachhaltige Wachstumsrate fortgeschrieben.

1117. Die Ertragsteuern hat die Bewertungsgutachterin in der ewigen Rente auf Grundlage eines effektiven Steuerquote von 27,0 % berücksichtigt. Diese setzt sich aus der Gewerbesteuer von 16,3 % (Hebesatz von 467 %) sowie der Körperschaftsteuer einschließlich Solidaritätszuschlag von 10,6 % zusammen. Die Steuerquote berücksichtigt die gesetzlich beschlossene schrittweise Absenkung des Körperschaftsteuersatzes. Diese wirkt sich bereits

in der Detailplanungsphase aus und führt zu einem Rückgang der Steuerquote von 32,4 % im Jahr 2026 auf 29,2 % im Jahr 2030.

1118. Insgesamt erachten wir die Annahmen der Bewertungsgutachterin zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der FFPB als nachvollziehbar und plausibel.

gg) Ableitung der Nettoausschüttungen

1119. Die prognostizierten Ergebnisse nach Unternehmenssteuern wurden unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt:

Nettoausschüttungen FFPB - Fürst Fugger Privatbank AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Ergebnis nach Steuern	13	13	13	13	14	20
Gewinnthesaurierung	-3	-1	-4	-4	-5	-1
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	**9**	**11**	**9**	**9**	**9**	**19**
Ausschüttungsquote	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*50,0%*
Dividende (vor pers. Steuern)	9	11	9	9	9	9
- Pers. Steuern auf Dividende	-2	-3	-2	-2	-2	-2
Dividende (nach pers. Steuern)	**7**	**8**	**7**	**7**	**7**	**7**
Fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)	0	0	0	0	0	9
- Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung	0	0	0	0	0	-1
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**8**
Nettoausschüttungen	**7**	**8**	**7**	**7**	**7**	**15**

Quelle: ValueTrust; eigene Analysen

Tabelle 80: FFPB – Nettoausschüttungen

1120. Für die Detailplanungsphase hat die Bewertungsgutachterin die von den Gesellschaften geplante Ausschüttungs- und Kapitalplanung übernommen. Der nach Berücksichtigung der geplanten Thesaurierungen verbleibende Betrag wurde vollständig ausgeschüttet. Die Gewinnthesaurierungen betreffen die geplanten Zuführungen zur Kapitalausstattung.

1121. Die Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung hat die Bewertungsgutachterin anhand der Kapitalunterlegung plausibilisiert.

1122. In der ewigen Rente (ab 2031) hat die Bewertungsgutachterin eine Ausschüttungsquote von 50,0 % angesetzt, die sich in der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens deutscher Unternehmen orientiert. Die Wertbeiträge aus Thesaurierungen werden dem Anteilseigner in der Phase der ewigen Rente fiktiv unmittelbar zugerechnet.

1123. In Bezug auf die Annahmen zur Besteuerung auf Anteilseignerebene verweisen wir auf Abschnitt D.V.h).

hh) Ertragswert des operativen Geschäfts

1124. Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts dargestellt:

Ertragswert FFPB - Fürst Fugger Privatbank AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Nettoausschüttungen	**7**	**8**	**7**	**7**	**7**	**15**
Kapitalisierungszinssatz	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	7,53%
Barwertfaktor	0,923	0,851	0,785	0,724	0,668	8,186
Barwerte jeweils zum 31.12.2025	**6**	**7**	**5**	**5**	**4**	**122**

Ertragswert zum 31. Dezember 2025	**155**
Aufzinsungsfaktor	1,072
Ertragswert zum 12. November 2026	**166**
Beteiligungsquote	99,0%
Anteiliger Ertragswert zum 12. November 2026	**164**

Quelle: ValueTrust

Tabelle 81: FFPB – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 12. November 2026

1125. Der anteilige **Ertragswert** des operativen Geschäfts der FFPB beträgt zum 12. November 2026 insgesamt rd. **164 Mio. €**.

h) NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH („NVG“)

aa) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

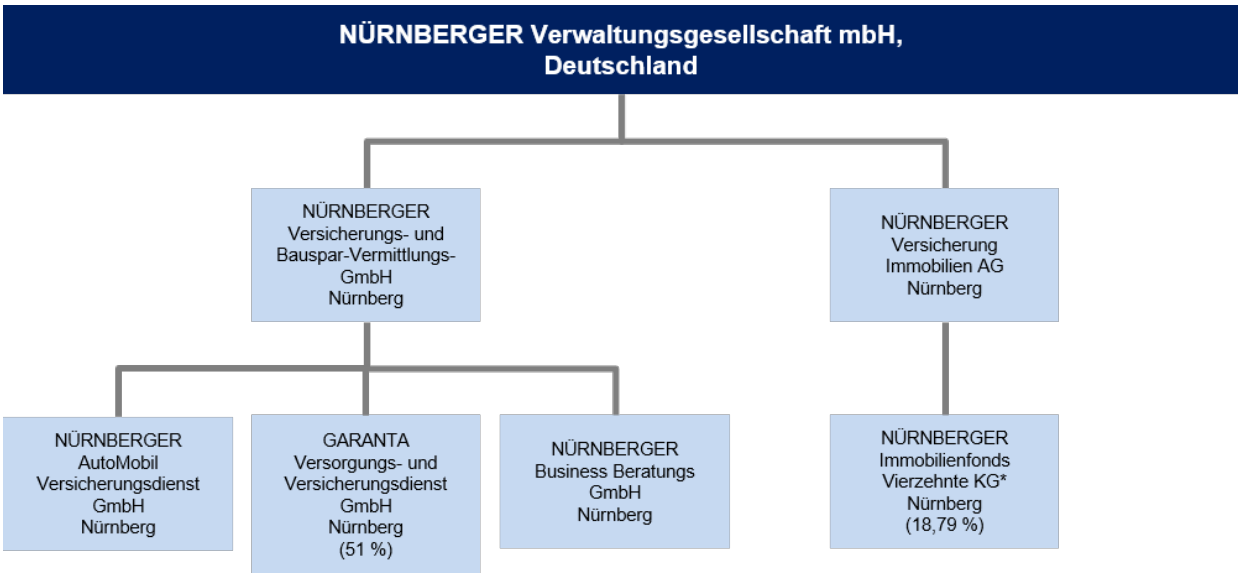
1126. Die rechtlichen Verhältnisse der NVG stellen sich zum 31. Dezember 2025 wie folgt dar.

Firma:	NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH
Sitz:	Nürnberg
Satzung:	Fassung vom 10. Dezember 2021
Rechtsform:	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Handelsregister:	Amtsgericht Nürnberg, HRB 38
Gegenstand des Unternehmens:	Gegenstand des Unternehmens ist der Erwerb und die Verwaltung von eigenem oder fremdem Grundbesitz und Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds im eigenen und fremden Namen sowie verwandte Geschäfte. Ferner ist Gegenstand der Einkauf von Verbrauchsmaterialien, Anlagegütern und Druckstücken für die Gesellschaften der NÜRNBERGER VERSICHERUNGSGRUPPE sowie die Vermittlung von Werbeaufträgen der Gesellschaften der NÜRNBERGER VERSICHERUNGSGRUPPE an Werbeträger. Gegenstand des Unternehmens ist auch die Erbringung von Dienstleistungen im Rahmen der Unternehmensorganisation für andere Unternehmen, ausgenommen Vorbehaltsaufgaben nach dem Rechtsdienstleistungs- und dem Steuerberatungsgesetz. Das Unternehmen kann andere Unternehmen errichten und sich an anderen Unternehmen beteiligen. Das Unternehmen ist zu allen Geschäften berechtigt, die dem Gegenstand des Unternehmens dienen.
Geschäftsjahr:	Kalenderjahr
Stammkapital:	Das Stammkapital beträgt 5.000.000,00 €
Gesellschafterstruktur:	Alleinige Gesellschafterin ist die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG
Geschäftsführung:	• Gerlinde Wanke • Andreas Politycki
Wesentliche Verträge:	Es bestehen Dienstleistungsabkommen mit der NBG, NLV und NAV.
Steuerliche Verhältnisse	Das steuerliche Einlagekonto der NVG beträgt seit dem 31. Dezember 2024 unverändert 35.922.918 €.

Quelle: NVG

Tabelle 82: NVG – Rechtliche Verhältnisse

1127. Folgende Abbildung zeigt die Beteiligungsstruktur der NVG.



Quelle: NVG; IVA-Darstellung

Abbildung 32: Beteiligungsstruktur der NVG

1128. Die Abbildung zeigt die Beteiligungsstruktur der NVG. Die NVG fungiert als Zwischenholding innerhalb des NBG-Konzerns und hält unmittelbar zwei 100%ige Tochtergesellschaften, die NVB sowie die NIG. Mittelbar über die NVB hält die NVG zudem die NAU und die NBB jeweils zu 100 % sowie die GVD mit einem Anteil i.H.v. 51 %. An der NÜRNBERGER Immobilienfonds Vierzehnte KG hält die NIG einen Kapitalanteil von 18,79 %; weitere Anteile i.H.v. 4,29 % werden durch andere NBG-Konzerngesellschaften gehalten.

1129. Zwischen der NVB und der NBB besteht seit dem 1. Januar 2023 ein Beherrschungs- und Ergebnisabführungsvertrag sowie eine körperschaft- und gewerbesteuerliche Organschaft mit der NBB als Organgesellschaft und der NVB als Organträgerin.

1130. Zwischen der NVG als Organträgerin und der NIG als Organgesellschaft besteht eine umsatzsteuerliche Organschaft; der im Januar 2025 abgeschlossene Beherrschungsvertrag diente ausdrücklich deren Stärkung. Eine körperschaft- oder gewerbesteuerliche Organschaft besteht nicht.

1131. Die NAU verfügt zum 31. Dezember 2025 über einen körperschaftsteuerlichen Verlustvortrag von 15.114 T€ sowie einen gewerbesteuerlichen Verlustvortrag von 11.016 T€.

bb) Wirtschaftliche Grundlagen

1132. Neben ihrer Holdingfunktion verwaltet die NVG eigene Finanzanlagen, insbesondere Nachrangdarlehen an die Bayerische Beamten Lebensversicherung a.G. sowie eine Direktbeteiligung an einer Bankgesellschaft. Bis 2025 übernahm die NVG zudem die konzernweite Einkaufsfunktion für Verbrauchsmaterialien, Anlagegüter und Druckstücke sowie die Vermittlung von Werbeaufträgen für die Gesellschaften des NBG-Konzerns. Diese Tätigkeit wurde im Verlauf des Jahres 2025 vollständig eingestellt.

1133. Die NVB ist eine Vermittlungsgesellschaft, die Versicherungen aller Art – insbesondere Lebens- und Krankenversicherungen –, Bausparverträge, Finanzierungen sowie Fahrzeug- und Fuhrparklösungen vermittelt und verwaltet. Daneben übernimmt sie eine Holdingfunktion für die Vertriebstöchter NAU und NBB. Ihre Umsatzerlöse resultieren überwiegend aus Provisionen und Vergütungen für das Vermittlungsgeschäft.

1134. Die NAU ist ein auf den automobilen Vertriebskanal spezialisierter Versicherungsvermittler. Sie kooperiert mit über 2.300 Autohaus-Partnern sowie mit automobilnahen Banken und Herstellerinstituten und vermittelt deren Kunden neben Kfz-Versicherungen auch weitere Versicherungs- und Finanzprodukte des NÜRNBERGER Konzerns.

1135. Die NBB bietet Unternehmen, Verbänden und Privatpersonen umfassende Beratungs- und Betreuungsleistungen in der betrieblichen Altersversorgung sowie im Personalbereich. Seit ihrer Gründung im Jahr 1996 verwaltet sie die NÜRNBERGER überbetriebliche Versorgungskasse e.V., eine große deutsche Unterstützungskasse, und entwickelt sowie modernisiert betriebliche Versorgungslösungen für ihre Kunden.

1136. Die GVD organisiert, unterstützt und fördert das Allfinanzgeschäft der Gesellschaften im NBG-Konzern. Sie vermittelt Verträge im Allfinanzgeschäft, insbesondere in der Lebens- und Krankenversicherung sowie in der Schadenversicherung, und betreut zudem die Versorgungswerke der Verbände des Kraftfahrzeuggewerbes.

1137. Die NIG ist die Immobilien-Holding des NBG-Konzerns. Sie hält zum 31. Dezember 2025 rd. 70 Fonds- und Direktbeteiligungen an Immobilienspezialfonds sowie an konzerninternen Immobilienfonds-KGs und verwaltet das konzernweite Immobilien-Kapitalanlageportfolio. Die NIG übernimmt die Fondsverwalterfunktion für die NÜRNBERGER Immobilienfonds-KGs, während die NVG als Treuhandkommanditistin agiert. Zum 31. Dezember 2025 bestehen noch acht Kommanditgesellschaften mit Beteiligungen der NIG-Gruppe; von ehemals 19 Immobilien in ehemals neun KGs sind derzeit noch acht Immobilien in sieben aktiven KGs vorhanden. Die KGs befinden sich in einem planmäßigen Abwicklungsprozess durch sukzessiven Verkauf der einzelnen Immobilien, der voraussichtlich bis 2028 abgeschlossen

sein wird. Neben ihrer Fondsverwaltungstätigkeit hält die NIG ein Portfolio aus vier Immobilienspezialfonds als langfristige Kapitalanlage.

1138. Bei der NÜRNBERGER Immobilienfonds Vierzehnte KG handelt es sich um einen geschlossenen Immobilienfonds in der Rechtsform einer Kommanditgesellschaft, an dem die NIG einen Kapitalanteil von 18,79 % hält; weitere Anteile werden durch andere NBG-Konzerngesellschaften gehalten.

cc) Vermögens- und Finanzlage

1139. Die Analyse der VFE-Lage wurde auf Basis der Einzelabschlüsse der NVG nach HGB für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 durchgeführt.

1140. Nachfolgend ist die Vermögens- und Kapitalstruktur der NVG zu den jeweiligen Bilanzstichtagen für die Jahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH	31.12.2023		31.12.2024		31.12.2025	
HGB-Einzelabschluss	in T€	*in %*	in T€	*in %*	in T€	*in %*
A. Finanzanlagen	56.694	*67,2*	55.255	*80,4*	60.221	*90,8*
B. Vorräte	281	*0,3*	0	*0,0*	0	*0,0*
C. Forderungen gegen verbundene Unternehmen	46	*0,1*	459	*0,7*	43	*0,1*
D. Sonstige Vermögensgegenstände	531	*0,6*	469	*0,7*	239	*0,4*
E. Wertpapiere	15.000	*17,8*	9.829	*14,3*	0	*0,0*
F. Liquide Mittel	11.859	*14,0*	2.710	*3,9*	5.842	*8,8*
Summe der Aktiva	**84.411**	***100,0***	**68.722**	***100,0***	**66.344**	***100,0***
A. Eigenkapital	83.982	*99,5*	68.547	*99,7*	66.165	*99,7*
B. Rückstellungen	352	*0,4*	109	*0,2*	147	*0,2*
C. Verbindlichkeiten	77	*0,1*	65	*0,1*	32	*0,0*
Summe der Passiva	**84.411**	***100,0***	**68.722**	***100,0***	**66.344**	***100,0***

Quelle: Jahresabschlüsse der NVG 2023 bis 2025

Tabelle 83: NVG – Vermögens- und Finanzlage

1141. Das Anlagevermögen der NVG besteht ausschließlich aus Finanzanlagen. Die Anteile an verbundenen Unternehmen stellen dabei den größten Einzelposten dar. Sie umfassen die von der NVG gehaltenen Tochtergesellschaften, insbesondere die NVB und die NIG, sowie kleinere Anteile an den NÜRNBERGER Immobilienfonds-KGs. Die NVG hat die NVB in allen drei Berichtsjahren durch Einzahlungen in deren Kapitalrücklage gestärkt, im Geschäftsjahr 2023 mit 400 T€, im Jahr 2024 ebenfalls mit 400 T€ und im Jahr 2025 mit 3.981 T€. Diese Kapitaleinzahlungen erhöhen den Beteiligungsansatz.

1142. Bei den Beteiligungen handelt es sich um Anteile an verschiedenen NÜRNBERGER Immobilienfonds-KGs, deren Buchwerte sich durch Anteilsabgänge und geringfügige Abschreibungen jährlich geringfügig verringern.

1143. Die Wertpapiere des Anlagevermögens umfassen ausschließlich die Beteiligung der NVG an einer Bankgesellschaft. Zum 31. Dezember 2023 hielt die NVG 93.800 Aktien. Im Jahr 2024 veräußerte die NVG 43.000 Aktien, wodurch sich der Bestand zum 31. Dezember 2024 auf 50.800 Aktien bzw. einen Buchwert von 2.170 T€ reduzierte. Im Jahr 2025 erwarb die NVG 14.100 weitere Aktien zu 69,89 € je Stück hinzu, woraus zum 31. Dezember 2024 einen Buchwert von 3.156 T€ resultierte.

1144. Die sonstigen Ausleihungen beinhalten zwei Nachrangdarlehen, welche die NVG im Jahr 2021 an einen potenziellen strategischen Partner ausgereicht hat, die i.H.v. 14.400 T€ (Tier-1-Darlehen) und 9.600 T€ (Tier-2-Darlehen) datieren. Die Rückzahlung des Tier-1-Darlehens ist zum Bewertungsstichtag bereits erfolgt, das Tier-2-Darlehen hat eine Laufzeit bis zum Jahr 2031.

1145. Die zum 31. Dezember 2023 noch ausgewiesenen Vorräte beruhten auf der zentralen Einkaufstätigkeit der NVG für andere Konzerngesellschaften. Die NVG hat diese Tätigkeit im Jahr 2024 eingestellt.

1146. Die Forderungen gegen verbundene Unternehmen sind in allen betrachteten Jahren von untergeordneter Bedeutung für die Vermögens- und Finanzlage der NVG. Der einmalige Anstieg auf 459 T€ zum 31. Dezember 2024 resultierte im Wesentlichen aus Liquiditätshilfen an Tochterunternehmen.

1147. Die sonstigen Vermögensgegenstände beinhalten überwiegend Steuerforderungen und sanken von 531 T€ zum 31. Dezember 2023 auf 469 T€ zum 31. Dezember 2024 und weiter auf 239 T€ zum 31. Dezember 2025.

1148. Die sonstigen Wertpapiere bestehen aus Anteilen an Geldmarktfonds, die die NVG als kurzfristige Liquiditätsanlage hält. Zum 31. Dezember 2023 beläuft sich dieser Bestand auf 15.000 T€ verteilt auf drei Fonds bei unterschiedlichen Fondsgesellschaften. Im Verlauf des Jahres 2024 wurde ein Teil veräußert, wodurch sich der Bestand zum 31. Dezember 2024 auf 9.829 T€ reduzierte. Im Jahr 2025 wurden die Bestände vollständig veräußert, sodass der Wert zum 31. Dezember 2025 null beträgt.

1149. Die liquiden Mittel betrugen zum 31. Dezember 2023 11.859 T€ und gingen zum 31. Dezember 2024, im Wesentlichen bedingt durch eine Vorabausschüttung an die NBG AG i.H.v. 15.000 T€, auf 2.710 T€ zurück. Zum 31. Dezember 2025 erhöhte sich der Bestand an liquiden Mittel auf 5.842 T€.

1150. Die Rückstellungen und Verbindlichkeiten sind für die Vermögens- und Finanzlage der NVG von untergeordneter Bedeutung.

1151. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen stammen aus der Materialwirtschaft der NVG und entwickeln sich mit deren Aufgabe rückläufig von 64 T€ zum 31. Dezember 2023 über 46 T€ zum 31. Dezember 2024 auf 4 T€ zum 31. Dezember 2025. Sie sind für die Vermögens- und Finanzlage der NVG insgesamt von untergeordneter Bedeutung.

dd) Ertragslage

1152. Nachfolgend ist die Ertragslage der NVG für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

Gewinn- und Verlustrechnung NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH HGB-Einzelabschluss	Ist 2023 T€	Ist 2024 T€	Ist 2025 T€
sonstige betriebliche Erträge	162	1.846	601
Personalaufwand	-25	-20	-31
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1.158	-618	-340
Erträge aus Beteiligungen	656	653	553
davon NVB	*500*	*500*	*400*
davon NIG	*150*	*150*	*150*
davon sonstige	*6*	*3*	*3*
Erträge aus WP und Ausleihungen des FAV	1.109	1.068	1.092
davon Dividende	*68*	*51*	*75*
davon Darlehen Bayerische	*1.041*	*1.018*	*1.018*
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	368	343	118
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-7	-4	-2
Ergebnis vor Steuern (bereinigt)	**1.105**	**3.268**	**1.992**
Neutrales Ergebnis	-4	-499	-980
Ergebnis vor Steuern (unbereinigt)	**1.101**	**2.769**	**1.012**
Steuern	-312	-504	-394
in % des EBT	*28,3*	*18,2*	*39,0*
Jahresergebnis	**794**	**2.265**	**618**

Quelle: Jahresabschlüsse der NVG 2023 bis 2025

Tabelle 84: NVG – Gewinn- und Verlustrechnung

1153. Die **sonstigen betrieblichen Erträge** enthalten neben laufenden Ertragskomponenten wie der Vergütung für die Tätigkeit als Treuhandkommanditistin der Immobilienfonds-KGs und der Erstattung von Finanzierungskosten der Lagerhaltung teilweise auch einmalige Veräußerungsgewinne aus dem Abgang von Wertpapieren. Im Jahr 2023 beliefen sich die sonstigen betrieblichen Erträge auf 162 T€ und enthielten im Wesentlichen laufende Komponenten ohne wesentliche Einmaleffekte. Im Jahr 2024 ergaben sich Abgangsgewinne von 1.127 T€ aus dem Teilverkauf von Aktien einer Bankgesellschaft sowie von 591 T€ aus der teilweisen Auflösung der Geldmarktfonds, wodurch die sonstigen betrieblichen Erträge auf 1.846 T€ anstiegen. Im Jahr 2025 enthielten die sonstigen betrieblichen Erträge im

Wesentlichen einen Abgangsgewinn aus der vollständigen Auflösung der Geldmarktfonds von 423 T€.

1154. Der **Personalaufwand** der NVG umfasst zwei Komponenten. Die erste ist eine anteilige Vergütungsumlage für die beiden Geschäftsführer, die in allen Jahren konstant 20 T€ beträgt und den Anteil der Geschäftsführertätigkeit widerspiegelt, der auf die NVG entfällt. Die zweite Komponente sind Aufwendungen für Altersversorgung, die aus historischen Pensionsverpflichtungen gegenüber ehemaligen Mitarbeitern der im Jahr 2016 auf die NVG verschmolzenen UFB:UMU AG resultieren. Die Pensionsrückstellungen selbst sind auf Grundlage einer Schuldbeitrittsvereinbarung bei der Gesellschafterin NBG AG bilanziert; der laufende Versorgungsaufwand wird jedoch der NVG belastet und schwankt in Abhängigkeit von aktuariellen Parametern. Insgesamt sank der Personalaufwand von 25 T€ in 2023 auf 20 T€ in 2024, bevor er 2025 auf 31 T€ anstieg.

1155. Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** umfassen neben laufenden Verwaltungskosten auch diskretionäre Positionen wie Spenden. Im Jahr 2023 beliefen sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 1.158 T€. Den größten Einzelposten stellten in 2024 Spenden von 250 T€ dar. Der Dienstleistungsaufwand, der Vergütungen für externe Dienstleister des laufenden Betriebs umfasst, sank von 237 T€ in 2024 auf 196 T€ in 2025. Die Vergütungen für Treuhanddienstleistungen, die die NVG als Treuhandkommanditistin der Immobilienfonds-KGs an Dritte entrichtet, stiegen hingegen von 110 T€ in 2024 auf 132 T€ in 2025. Die Kosten für Jahresabschluss und Offenlegung beliefen sich in beiden Jahren auf jeweils 8 T€. Übrige Verwaltungsaufwendungen wie Kammerbeiträge, Depot- und Mitgliedsgebühren sowie Büroaufwand waren in beiden Jahren mit zusammen unter 5 T€ unwesentlich. Insgesamt sanken die sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 1.158 T€ in 2023 auf 618 T€ in 2024 und weiter auf 340 T€ in 2025, ein Rückgang von 2024 auf 2025 um 278 T€ beziehungsweise 45 %, der nahezu vollständig auf den Wegfall der Spenden zurückzuführen ist, während die laufenden Verwaltungsaufwendungen im Wesentlichen stabil blieben.

1156. Die **Erträge aus Beteiligungen** repräsentieren die Ausschüttungen der unmittelbaren Tochtergesellschaften der NVG und sind deren primäre laufende Ertragsquelle. Den größten Anteil stellte im Betrachtungszeitraum die Ausschüttung der NVB mit 500 T€ in 2023 und 2024 sowie 400 T€ in 2025 dar, gefolgt von einer konstanten Ausschüttung der NIG von jeweils 150 T€. Hinzu kamen geringfügige Ausschüttungen der Immobilienfonds-KGs von 6 T€ in 2023 sowie jeweils 3 T€ in 2024 und 2025. Insgesamt blieben die Beteiligungserträge von 656 T€ in 2023 auf 653 T€ in 2024 nahezu stabil, bevor sie 2025 auf 553 T€ zurückgingen.

1157. Die **Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens** umfassen die Dividende einer Bankgesellschaft sowie die Zinserträge aus den beiden Nachrangdarlehen an die Bayerische Beamten Lebensversicherung a.G. Die Zinserträge aus

diesen Darlehen gingen von 1.041 T€ in 2023 auf 1.018 T€ in 2024 und 2025 zurück. Die Dividende sank von 68 T€ in 2023 auf 51 T€ in 2024, bevor sie 2025 auf 75 T€ anstieg, was im Jahr 2025 den Zukauf weiterer 14.100 Aktien widerspiegelte. Insgesamt gingen die Erträge dieses Postens von 1.109 T€ in 2023 auf 1.068 T€ in 2024 zurück, bevor sie 2025 wieder leicht auf 1.092 T€ anstiegen.

1158. Die **sonstigen Zinsen und ähnlichen Erträge** bestehen aus Zinsen auf Bankguthaben, Zinsen aus Ausleihungen an verbundene Unternehmen und Verzinsungen konzerninterner Verrechnungssalden. Sie gingen von 368 T€ in 2023 auf 343 T€ in 2024 zurück, ein Rückgang um rd. 7 %, und sanken 2025 um weitere rd. 66 % bzw. 225 T€ auf 118 T€. Der wesentliche Treiber des Rückgangs von 2024 auf 2025 war der starke Rückgang der Bankzinsen von 304 T€ auf 71 T€, der aus dem deutlich gesunkenen durchschnittlichen Liquiditätsbestand nach der Vorabgewinnausschüttung und der vollständigen Auflösung der Geldmarktfonds resultierte. Gegenläufig wirkten höhere Zinsen aus den Nachrangdarlehen an die TVD von 42 T€ in 2025 gegenüber 2 T€ in 2024.

1159. Die **Zinsen und ähnlichen Aufwendungen** sind für die Ertragslage der NVG von untergeordneter Bedeutung.

1160. Das **bereinigte Ergebnis vor Steuern** stieg von 1.105 T€ in 2023 auf 3.268 T€ in 2024, was im Wesentlichen auf Veräußerungsgewinne aus dem Abgang von Wertpapieren (rd. 1.718 T€) zurückzuführen war, und ging 2025 auf 1.992 T€ zurück, was den Rückgang der Beteiligungserträge um 100 T€, die gesunkenen Bankzinsen sowie den Wegfall der einmaligen Veräußerungsgewinne aus 2024 widerspiegelte.

1161. Das **neutrale Ergebnis** umfasst die Umsatzerlöse und Materialaufwendungen der NVG im Rahmen ihrer Tätigkeit als Konzerneinkaufsgesellschaft. Die NVG hat diese Tätigkeit im Jahr 2025 vollständig eingestellt, aus diesem Grund wurden die entsprechenden Erlöse und Aufwendungen bereinigt; der aus Umsatzerlösen und Materialaufwand resultierende Nettoeffekt war mit -2 T€ in 2023, +3 T€ in 2024 und +20 T€ in 2025 jeweils von untergeordneter Bedeutung. Zudem beinhaltet das neutrale Ergebnis Abschreibungen auf Finanzanlagen. Die Abschreibungen auf Finanzanlagen umfassen sowohl laufende geringfügige Wertminderungen auf die Beteiligungsansätze der Immobilienfonds-KGs, die sich in 2023 auf 2 T€ beliefen, als auch außerplanmäßige Wertberichtigungen auf die an die TVD ausgereichten Nachrangdarlehen. Im Jahr 2024 wurde das erste TVD-Darlehen über 500 T€ vollständig auf 1 € wertberichtigt; im Jahr 2025 folgte das zweite Darlehen über 1.000 T€ ebenfalls mit einer nahezu vollständigen Wertberichtigung, was das Ergebnis des Jahres 2025 erheblich belastete. In Summe betrug das neutrale Ergebnis -4 T€ in 2023, -499 T€ in 2024 und -980 T€ in 2025 und überführte das bereinigte in das unbereinigte Ergebnis vor Steuern.

1162. Das **unbereinigte Ergebnis vor Steuern** stieg von 1.101 T€ in 2023 auf 2.769 T€ in 2024 und ging anschließend um 1.757 T€ bzw. rd. 63 % auf 1.012 T€ in 2025 zurück; die Entwicklung spiegelte im Wesentlichen die vorstehend beschriebenen Effekte aus dem bereinigten und dem neutralen Ergebnis wider.

1163. Die **Steuern vom Einkommen und vom Ertrag** betrugen 312 T € in 2023, entsprechend einer effektiven Steuerquote von 28,3 % auf das unbereinigte Ergebnis vor Steuern. Sie stiegen absolut auf 504 T € in 2024, gingen jedoch 2025 auf 394 T € zurück, also um 110 T € beziehungsweise 22 %. Die effektive Steuerquote verschob sich dabei deutlich von 18,2 % in 2024 auf 39,0 % in 2025, was zwei gegenläufige Steuereffekte widerspiegelt. In 2024 wirkte der Abgangsgewinn aus der Veräußerung von Aktien einer Bankgesellschaft von 1.127 T € stark steuermindernd, da Gewinne aus der Veräußerung von Kapitalgesellschaftsanteilen nach § 8b KStG zu 95 % von Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer befreit sind und damit nur rd. 56 T € dieses Gewinns der Besteuerung unterlagen. Die niedrige Steuerquote in 2024 war damit maßgeblich auf diese steuerliche Privilegierung zurückzuführen. In 2025 entfiel dieser Effekt, und gleichzeitig minderte die vollständige Wertberichtigung des TVD-Nachrangdarlehens von 1.000 T € das handelsrechtliche EBT, ohne steuerlich in gleichem Umfang abzugsfähig zu sein. Das zu versteuernde Einkommen lag daher deutlich über dem handelsrechtlichen Ergebnis vor Steuern, was die auf den ersten Blick ungewöhnlich hohe Steuerquote von 39,0 % erklärt.

1164. Das **Jahresergebnis** stieg auf Basis der beschriebenen Sachverhalte von 794 T€ in 2023 auf 2.265 T€ in 2024 und ging anschließend um rd. 73 % bzw. 1.647 T€ auf 618 T€ in 2025 zurück.

ee) Analyse der Managementplanung

1165. Die nachfolgende Tabelle stellt die von der Geschäftsführung der NVG aufgestellte und vom Vorstand der NBG in seiner Sitzung vom 15. Dezember 2025 zur Kenntnis genommene Fünfjahresplanung der NVG (sog. „Plan 2025“) für den Zeitraum von 2026 bis 2030 dar. Zur besseren Vergleichbarkeit werden den Planwerten die Ist-Zahlen des Geschäftsjahres 2025 gegenübergestellt.

(Geplante-)Ertragslage der NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH HGB-Einzelabschluss	Ist 2025 T€	Plan 2026 T€	Plan 2027 T€	Plan 2028 T€	Plan 2029 T€	Plan 2030 T€
sonstige betriebliche Erträge	601	119	119	119	119	119
Personalaufwand	-31	-20	-20	-20	-20	-20
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-340	-364	-371	-379	-379	-379
Erträge aus Beteiligungen	553	2.052	1.801	1.851	1.851	3.501
davon NVB	*400*	*1.900*	*1.650*	*1.700*	*1.700*	*3.350*
davon NIG	*150*	*150*	*150*	*150*	*150*	*150*
davon sonstige	*3*	*2*	*1*	*1*	*1*	*1*
Erträge aus WP und Ausleihungen des FAV	1.092	1.093	78	84	91	97
davon Dividende	*75*	*75*	*78*	*84*	*91*	*97*
davon Darlehen Bayerische	*1.018*	*1.018*	*0*	*0*	*0*	*0*
Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	118	115	115	115	115	115
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-2	-1	-1	-1	-1	-1
Ergebnis vor Steuern (bereinigt)	**1.991**	**2.994**	**1.721**	**1.769**	**1.776**	**3.432**
Neutrales Ergebnis	-981	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Steuern (unbereinigt)	**1.012**	**2.994**	**1.721**	**1.769**	**1.776**	**3.432**
Steuern	-394	-331	-1	-1	-4	-29
Ergebnis nach Steuern	**618**	**2.663**	**1.720**	**1.768**	**1.772**	**3.403**

Quelle: NVG-Planungsrechnung; eigene Analysen

Tabelle 85: NVG – Managementplanung

1166. Die **sonstigen betrieblichen Erträge** werden über den gesamten Planungszeitraum konstant mit 119 T€ p. a. fortgeschrieben.

1167. Der **Personalaufwand** wird ebenfalls konstant mit 20 T€ p. a. geplant und spiegelt damit ausschließlich die anteilige Vergütungsumlage für die Geschäftsführung wider.

1168. Die **sonstigen betrieblichen Aufwendungen** steigen von 364 T€ im Jahr 2026 auf 371 T€ im Jahr 2027 und 379 T€ ab dem Jahr 2028, auf welchem Niveau sie bis zum Ende des Planungszeitraums verbleiben.

1169. Die **Erträge aus Beteiligungen** entwickeln sich im Planungszeitraum uneinheitlich. Nach dem für 2026 geplanten Anstieg auf 2.052 T€ gehen sie im Jahr 2027 auf 1.801 T€ zurück; maßgeblich hierfür ist die geplante NVB-Ausschüttung von 1.650 T€ gegenüber 1.900 T€ im Vorjahr. In den Jahren 2028 und 2029 wird die NVB-Ausschüttung mit jeweils 1.700 T€ geplant, bevor sie im Jahr 2030 auf 3.350 T€ ansteigt. Ursächlich hierfür sind bei der NAU als Tochtergesellschaft der NVB bestehende handelsrechtliche Verlustvorträge, die zunächst abgebaut werden, bevor Ausschüttungen an die NVB vorgesehen sind. Die schrittweise Freigabe von Ausschüttungspotenzial bei der NAU prägt damit die Entwicklung der NVB-Ausschüttung im Planungszeitraum. Nach der NVB-eigenen Planung nimmt die NAU ab dem

Jahr 2029 wieder an den Ausschüttungen an die NVB vor; zusammen mit den steigenden Gewinnabführungen der NBB und den von 1.398 T€ (2026) auf 1.637 T€ (2030) wachsenden Umsatzerlösen der NVB – u.a. aus den neuen Kooperationen mit der Hannoverschen Leben, der Wüstenrot Bausparkasse und der DEMA – erklärt dies den sprunghaften Anstieg der NVB-Ausschüttung im Jahr 2030. Die Ausschüttung der NIG wird über den gesamten Planungszeitraum konstant mit 150 T€ p. a. geplant. Insgesamt steigen die Beteiligungserträge von 2.052 T€ im Jahr 2026 auf bis zu 3.501 T€ im Jahr 2030.

1170. Die **Erträge aus Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens** liegen 2026 bei 1.093 T€, bevor sie ab 2027 auf 78 T€ zurückgehen und in den Folgejahren nur moderat auf 97 T€ im Jahr 2030 ansteigen. Ursächlich hierfür ist der ab 2027 geplante vollständige Wegfall der Zinserträge aus dem Nachrangdarlehen an die Bayerische Beamten Lebensversicherung a.G.; die erste Tranche (Tier 1) dieses Darlehens endet im Juni 2026, während die zweite Tranche (Tier 2) erst 2031 fällig wird. Die Dividende der Bankgesellschaft wird demgegenüber mit einem kontinuierlichen Anstieg von 75 T€ im Jahr 2026 auf 97 T€ im Jahr 2030 geplant.

1171. Die **sonstigen Zinsen und ähnlichen Erträge** werden über den gesamten Planungszeitraum konstant mit 115 T€ p. a. fortgeschrieben.

1172. Die **Zinsen und ähnlichen Aufwendungen** sind mit jeweils -1 T€ p. a. von untergeordneter Bedeutung.

1173. Das **bereinigte Ergebnis vor Steuern** liegt 2026 bei 2.994 T€, bevor es 2027 auf 1.721 T€ zurückgeht und sich in den Jahren 2028 und 2029 nur leicht auf 1.769 T€ bzw. 1.776 T€ erhöht. Im letzten Planjahr 2030 steigt es auf 3.432 T€, was im Wesentlichen die vorstehend beschriebene Entwicklung der Beteiligungserträge widerspiegelt. Für die Planjahre werden keine neutralen Effekte unterstellt, sodass das unbereinigte Ergebnis vor Steuern in den Jahren 2026 bis 2030 dem bereinigten Ergebnis vor Steuern entspricht.

1174. Der geplante **Steueraufwand** bewegt sich in den Jahren 2027 bis 2029 mit 1 T€ bis 4 T€ auf einem sehr niedrigen Niveau. Ursächlich hierfür ist im Wesentlichen die weitgehende Steuerfreistellung der Beteiligungserträge nach § 8b KStG, wonach Erträge aus Kapitalgesellschaftsanteilen zu 95 % von Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit sind. Für 2026 wird ein Steueraufwand von 331 T€ erwartet, für 2030 ein Steueraufwand von 29 T€.

1175. Auf dieser Basis ergibt sich ein geplantes **Ergebnis nach Steuern** von 2.663 T€ (2026), 1.720 T€ (2027), 1.768 T€ (2028), 1.772 T€ (2029) und 3.403 T€ (2030).

ff) Ableitung der Zukunftserfolgsplanung

1176. Im Rahmen der Zukunftserfolgsplanung für die NVG hat die Bewertungsgutachterin Anpassungen vorgenommen. Diese betreffen die Höhe der berücksichtigten Beteiligungs- und Kapitalerträge sowie die daraus resultierenden Steuereffekte. Folgende Tabelle zeigt die Zukunftserfolgsplanung der NVG einschließlich der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses.

Zukunftserfolgsplanung - Überleitung NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH	Plan 2026 T€	Plan 2027 T€	Plan 2028 T€	Plan 2029 T€	Plan 2030 T€	TV 2031 ff. T€
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit NVG	2.994	1.721	1.769	1.777	3.432	*n. v.*
./. Beteiligungsertrag NVB laut Planung	-1.900	-1.650	-1.700	-1.700	-3.350	*n. v.*
Eigenergebnis NVG vor Steuern	**1.094**	**71**	**69**	**77**	**82**	***n. v.***
zzgl. Jahresüberschuss NVB	1.689	1.708	1.743	3.360	6.752	*n. v.*
zzgl. Jahresüberschuss NAU	1.452	2.871	3.759	5.042	5.331	*n. v.*
./. NAU-Dividende, in der NVB bereits vereinnahmt	-	-	-	-1.600	-5.000	*n. v.*
Teilkonzern-Ergebnis vor NVG-Steuern	**4.235**	**4.650**	**5.571**	**6.880**	**7.165**	***n. v.***
Bereinigung Ergebnis Kapitalanlagen (Sonderwerte)	-1.245	-229	-235	-242	-248	*n.v.*
Teilkonzernergebnis vor Ertragsteuern	**2.990**	**4.421**	**5.336**	**6.638**	**6.917**	***n.v.***
Steuern gem. Planung NVG	-331	-1	-1	-4	-29	*n. v.*
Zusatzsteuer auf Mehrertrag	-17	-40	-51	-69	-50	*n. v.*
Angepasstes Jahresergebnis (Bewertungsgröße)	**2.643**	**4.380**	**5.284**	**6.565**	**6.838**	**6.906**

Quelle: ValueTrust; eigene Analysen

Tabelle 86: NVG – Zukunftserfolgsplanung

1177. ValueTrust geht vom Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit der NVG laut Planung aus. Für die Bewertung unterstellt ValueTrust eine Vollausschüttung von NVB und NAU und rechnet daher die von der NVB an die NVG ausgeschütteten Beteiligungserträge aus dem Ergebnis der NVG heraus und die Jahresüberschüsse von NVB und NAU in voller Höhe hinzu.

1178. Von diesem Ergebnis zieht die Bewertungsgutachterin die gem. Planung anfallenden Steuern der NVG sowie eine Zusatzsteuer auf den Mehrertrag nach § 8b Abs. 5 KStG ab und ermittelt so den Teilkonzern-Jahresüberschuss unter der Vollausschüttungsfiktion. Zudem bereinigt die Bewertungsgutachterin die Erträge aus Kapitalanlagen, welche im Rahmen eines Sonderwerts berücksichtigt werden und erhält so das angepasste Jahresergebnis, das sie als maßgebliche Bewertungsgröße des jeweiligen Planjahres ansetzt. Hieraus ergibt sich im Jahr 2026 ein angepasstes Jahresergebnis von 2.643 T€, das bis zum Jahr 2030 auf 6.838 T€ ansteigt.

1179. An den Detailplanungszeitraum 2026 bis 2030 schließt sich unmittelbar die Phase der ewigen Rente an. Als Basis der Fortschreibung setzt die Bewertungsgutachterin das angepasste Jahresergebnis 2030 an und schreibt dieses mit dem Wachstumsabschlag i.H.v. 1,0 % fort.

Zusammenfassendes Urteil zur Plausibilität der Zukunftserfolgsplanung

1180. Wir haben im Rahmen unserer Angemessenheitsprüfung die rechnerische und formelle Plausibilität der Zukunftserfolgsplanung der NVG untersucht. Dabei haben wir weder rechnerische Inkonsistenzen noch Inkonsistenzen bei den Annahmen festgestellt.

1181. Darüber hinaus haben wir die interne und externe Plausibilität der Zukunftserfolgsplanung untersucht. Die interne und externe Plausibilität ist gegeben, wenn die Annahmen und Planansätze für den jeweiligen Anlass nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen, d.h. in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen aus der Vergangenheits-, Markt-, Wettbewerbs- und Unternehmensanalyse sind.

1182. In der Gesamtbetrachtung kommen wir zum Ergebnis, dass die von NVG für den Zeitraum von 2026 bis 2030 erstellte Planungsrechnung insgesamt plausibel ist.

1183. Die Annahmen und Anpassungen der Bewertungsgutachterin zur Ableitung der Zukunftserfolgsplanung sowie des nachhaltigen Ergebnisses der NVG halten wir für nachvollziehbar und plausibel.

gg) Ableitung der Nettoausschüttungen

1184. Die prognostizierten Ergebnisse nach Unternehmenssteuern wurden unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt. Die Darstellung erfolgt aus Gründen der Übersichtlichkeit und zur besseren Vergleichbarkeit mit der Ableitung der Nettoausschüttungen der übrigen Konzerngesellschaften in Mio. €:

NVG-Teilkonzern Nettoausschüttungen	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Ergebnis nach Unternehmenssteuern	**3**	**4**	**5**	**7**	**7**	**7**
Gewinnthesaurierung	-0	-2	-3	-4	-4	-0
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	**3**	**3**	**3**	**3**	**3**	**6**
ESt-pflichtige Ausschüttung (Dividenden)	3	3	3	3	3	3
- Einkommensteuer auf Dividenden	-1	-1	-1	-1	-1	-1
ESt-pflichtige Kurssteigerungen (fikt. Zurechnung)	0	0	0	0	0	3
- Einkommensteuer auf Kursgewinne	-0	-0	-0	-1	-1	-0
Nettoausschüttungen	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**5**

Quelle: ValueTrust; eigene Analysen

Tabelle 87: NVG – Nettoausschüttungen

1185. Die Nettoausschüttungen des NVG-Teilkonzerns betragen im Detailplanungszeitraum gem. der Ausschüttungsplanung der NVG jeweils rd. 2,5 Mio. €. In der ewigen Rente wurde die

wachstumsbedingte Thesaurierung auf das Eigenkapital zu Buchwerten, korrigiert um die als Sonderwert angesetzten Beteiligungsbuchwerte, ermittelt und eine nachhaltige Ausschüttungsquote i.H.v. 50,0 % von der Bewertungsgutachterin angenommen.

1186. Für die Ermittlung der Nettoausschüttungen wurde auf die Dividenden einheitlich ein persönlicher Steuersatz von 26,375 % (Abgeltungsteuer i.H.v. 25 % zzgl. Solidaritätszuschlag) angesetzt. Für die fiktiv zugerechneten Kursgewinne aus der Thesaurierung wurde die Hälfte dieses Satzes, mithin 13,1875 %, angewendet.

hh) Ertragswert des operativen Geschäfts

1187. Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes dargestellt:

NVG-Teilkonzern Ertragswert	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031ff. Mio. €
Nettoausschüttungen	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**	**5**
Kapitalisierungszinssatz (%)	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	6,25%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr (Diskontierung auf den 31.12.2025)	0,9336	0,8715	0,8136	0,7596	0,7091	11,3472
Barwerte jeweils zum 31.12.2025	**2**	**2**	**1**	**1**	**1**	**58**

Ertragswert zum 31. Dezember 2025	**66**
Aufzinsungsfaktor	1,0613
Ertragswert zum 12. November 2026	**70**

Quelle: ValueTrust

Tabelle 88: NVG – Ertragswert zum 12. November 2026

1188. Der Ertragswert der NVG beträgt zum 12. November 2026 insgesamt rd. 70 Mio. €.

ii) Sonderwerte

1189. Im Rahmen der Bewertung hat ValueTrust für die NVG ein nicht betriebsnotwendiges Vermögen i.H.v. insgesamt rd. 35 Mio. € ermittelt. Die NVG hält Kapitalanlagen, die im Rahmen der Ertragsbewertung nicht bzw. zu niedrig berücksichtigt sind. ValueTrust hat hierfür die Buchwerte dieser Kapitalanlagen herangezogen und ihnen die auf die einzelnen Buchwerte entfallenden, von der NBG AG ermittelten stillen Reserven nach Abzug latenter Steuern hinzugerechnet. Die Kapitalanlagen umfassen zwei Nachrangdarlehen an die Bayerische Beamten Lebensversicherung a.G. (Tier 1 und Tier 2), die Beteiligung an einer Bankgesellschaft, die Beteiligung an der NIG sowie Nürnberger Immobilienfonds-KGs.

1190. Folgende Tabelle zeigt die berücksichtigten Sonderwerte:

NVG Sonderwerte (nicht betriebsnotwendiges Vermögen)	Mio. €
Kapitalanlagen	**31**
Stille Reserven der Kapitalanlagen	**4**
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen (Sonderwert) nach Steuern zum 31. Dezember 2025	**35**
Aufzinsungsfaktor	1,0613
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen (Sonderwert) nach Steuern zum 12. November 2026	**37**

Quelle: ValueTrust

Tabelle 89: NVG – Sonderwerte

1191. Unter Berücksichtigung der Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag ergibt sich ein Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens der NVG i.H.v. 37 Mio. €.

jj) Unternehmenswert der NVG

1192. Der Ertragswert des operativen Geschäfts der NVG beträgt zum 12. November 2026 rd. 70 Mio. €. Zuzüglich der Sonderwerte von rd. 37 Mio. € ergibt sich für den NVG-Teilkonzern zum Bewertungsstichtag ein Unternehmenswert von rd. 107 Mio. €:

NVG Unternehmensgesamtwert	Mio. €
Ertragswert	**70**
Sonderwerte	**37**
Unternehmensgesamtwert zum 12. November 2026	**107**

Quelle: ValueTrust

Tabelle 90: NVG – Unternehmensgesamtwert

i) CodeCamp:N GmbH („COC“)

aa) Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

1193. Die rechtlichen Verhältnisse der COC stellen sich zum 31. Dezember 2025 wie folgt dar.

Firma:	CodeCamp:N GmbH
Sitz:	Nürnberg
Satzung:	Fassung vom 5. Dezember 2024
Rechtsform:	Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH)
Handelsregister:	Amtsgericht Nürnberg, HRB 34360
Gegenstand des Unternehmens:	Vertrieb und Erbringung von Beratungs- und Umsetzungsdienstleistungen, vorrangig im digitalen Bereich, insbesondere für Unternehmen der Finanzdienstleistungs- und Versicherungsbranche sowie des Mittelstandes. Rechts- und Steuerberatung ist nicht Gegenstand des Unternehmens.
Geschäftsjahr:	Kalenderjahr
Stammkapital:	Das Stammkapital beträgt 25.000 € und ist in 25 Geschäftsanteile im Nennbetrag von jeweils 1.000 € eingeteilt. Es ist in voller Höhe eingezahlt. Zur Stärkung des Eigenkapitals hat die Gesellschafterin im Geschäftsjahr 2022 eine Einzahlung in die Kapitalrücklage i.H.v. 2.336.446,75 € geleistet.
Gesellschafterstruktur:	Alleinige Gesellschafterin ist die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG, Nürnberg. Die COC ist deren hundertprozentige Tochtergesellschaft und wird in den Konzernabschluss der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG einbezogen.
Geschäftsführung:	• Bernhard Preuschoff • Gerlinde Wanke
Wesentliche Verträge:	Dienstleistungsabkommen mit der NBG, der NLV und der NAV vom 20. Dezember 2019 sowie Beherrschungs- und Ergebnisabführungsvertrag mit der NBG AG vom 27. April 2022.
Steuerliche Verhältnisse:	Zwischen der COC und der NBG AG besteht eine umsatzsteuerliche und ertragsteuerliche Organschaft. Organträgerin ist die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG. Die ertragsteuerliche Organschaft beruht auf dem Beherrschungs- und Ergebnisabführungsvertrag vom 27. April 2022. Zum 31. Dezember 2025 liegen weder gewerbe- noch körperschaftsteuerliche Verlustvorträge vor.

Quelle: COC

Tabelle 91: COC – Rechtliche Verhältnisse

1194. Zwischen der COC und der NBG AG besteht eine umsatzsteuerliche und ertragsteuerliche Organschaft. Es bestehen keine körperschaft- sowie gewerbesteuerliche Verlustvorträge.

bb) Wirtschaftliche Grundlagen

1195. Das Geschäftsmodell der COC besteht im Kern in der Erbringung von Beratungs- und Umsetzungsdienstleistungen im digitalen Bereich. Dabei fungiert sie insbesondere als konzerninterner Digitalisierungs- und IT-Dienstleister der NBG-Gruppe.

cc) Vermögens- und Finanzlage

1196. Die Analyse der VFE-Lage wurde auf Basis der Geschäftsberichte und der Einzelabschlüsse der COC nach HGB für die Geschäftsjahre 2024 bis 2025 durchgeführt.

1197. Nachfolgend ist die Vermögens- und Kapitalstruktur der COC zu den jeweiligen Bilanzstichtagen für die Jahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

CodeCamp:N GmbH	31.12.2023		31.12.2024		31.12.2025	
HGB-Einzelabschluss	in Mio.€	*in %*	in Mio.€	*in %*	in Mio.€	*in %*
A. Anlagevermögen	0	*10,9*	0	*5,1*	0	*3,7*
B. Vorräte	0	*0,2*	0	*0,7*	0	*0,6*
C. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	1	*35,4*	1	*19,1*	1	*18,0*
B. Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	1	*52,6*	3	*74,8*	3	*77,4*
C. Rechnungsabgrenzungsposten	0	*0,9*	0	*0,3*	0	*0,3*
Summe der Aktiva	**3**	***100,0***	**4**	***100,0***	**4**	***100,0***
A. Eigenkapital	2	*89,0*	2	*59,5*	2	*59,3*
B. Rückstellungen	0	*4,4*	0	*3,9*	0	*3,5*
C. Verbindlichkeiten	0	*6,4*	1	*36,5*	1	*37,0*
D. Rechnungsabgrenzungsposten	0	*0,2*	0	*0,1*	0	*0,1*
Summe der Passiva	**3**	***100,0***	**4**	***100,0***	**4**	***100,0***

Quelle: Geschäftsberichte der COC 2023, 2024 und 2025

Tabelle 92: COC – Vermögens- und Finanzlage

1198. Der **Kassenbestand bzw. die Guthaben bei Kreditinstituten** stellen den dominierenden Aktivposten der CodeCamp:N GmbH dar. Sie erhöhten sich von rund 1,4 Mio. € zum 31. Dezember 2023 auf rund 3,1 Mio. € zum 31. Dezember 2025 und machten damit zuletzt rund 77 % der Bilanzsumme aus.

1199. Das Eigenkapital beträgt im gesamten Betrachtungszeitraum konstant rund 2,4 Mio. € und setzt sich im Wesentlichen aus dem gezeichneten Kapital von 25 T€ sowie einer Kapitalrücklage von rund 2,3 Mio. € zusammen. Aufgrund des mit der NBG AG bestehenden

Beherrschungs- und Ergebnisabführungsvertrags werden die erzielten Ergebnisse an die Gesellschafterin abgeführt.

dd) Ertragslage

1200. Nachfolgend ist die Ertragslage der COC für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

Gewinn- und Verlustrechnung CodeCamp:N GmbH HGB-Einzelabschluss	Ist 2023 Mio. €	Ist 2024 Mio. €	Ist 2025 Mio. €
Umsatzerlöse	**7**	**8**	**7**
Abschreibungen	-0	-0	-0
Personalaufwand	-6	-5	-5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2	-2	-2
Summe Aufwendungen	**-9**	**-7**	**-6**
Sonstige betriebliche Erträge	**0**	**0**	**0**
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	**-1**	**1**	**1**
Zinserträge	0	0	0
Steuern	0	0	0
Gesamtergebnis	**-1**	**1**	**1**
Neutrales Ergebnis	-	-	-
Ergebnis vor Ergebnisabführung	**-1**	**1**	**1**

Quelle: Jahresabschlüsse der COC 2024 und 2025

Tabelle 93: COC – Gewinn- und Verlustrechnung

1201. Die Ertragslage der COC ist im Betrachtungszeitraum maßgeblich durch die Umsatzerlöse aus Beratungsleistungen sowie den Personalaufwand geprägt.

1202. Die **Umsatzerlöse** lagen 2023 bei rund 7,3 Mio. €, stiegen 2024 auf rund 7,8 Mio. € und gingen 2025 wieder auf rund 7,3 Mio. € zurück. Den wesentlichen Umsatzbeitrag leisteten dabei die Beratungsleistungen.

1203. Der **Personalaufwand** verringerte sich deutlich von rund 6,4 Mio. € im Jahr 2023 auf rund 5,4 Mio. € im Jahr 2024 und rund 4,8 Mio. € im Jahr 2025. Diese Entwicklung entlastete die Ertragslage spürbar und trug dazu bei, dass nach einem negativen Ergebnis vor Ergebnisabführung im Jahr 2023 in den Jahren 2024 und 2025 jeweils ein positives Ergebnis vor Ergebnisabführung von rund 1,0 Mio. € erzielt wurde.

ee) Analyse der Managementplanung

1204. Die nachfolgende Tabelle stellt die unternehmenseigene Planungsrechnung (Managementplanung) der COC für den Zeitraum von 2026 bis 2030 dar.

(Geplante-)Ertragslage der CodeCamp:N GmbH HGB-Einzelabschluss	Ist 2025 Mio. €	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €
Umsatzerlöse	**7**	**8**	**9**	**9**	**10**	**10**
Abschreibungen	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Personalaufwand	-5	-6	-6	-7	-7	-8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2	-1	-1	-2	-2	-2
Summe Aufwendungen	-6	-7	-8	-8	-9	-9
Sonstige betriebliche Erträge	0	0	0	0	0	0
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**
Zinserträge	0	0	0	0	0	0
Steuern	0	0	0	0	0	0
Gesamtergebnis	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**
Neutrales Ergebnis	-	-	-	-	-	-
Ergebnis vor Ergebnisabführung	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**

Quelle: COC-Managementplanung; eigene Analysen

Tabelle 94: COC – Managementplanung

1205. Die Managementplanung der COC sieht einen Anstieg der **Umsatzerlöse** von 7,3 Mio. € im Ist-Jahr 2025 auf 10,5 Mio. € im Jahr 2030 vor. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 7,3 % p.a. (CAGR). Die höchsten Wachstumsraten werden für 2026 und 2027 erwartet (+8,3 % bzw. +9,9 %). In den Folgejahren normalisiert sich das Wachstum auf rund 6 % p.a.

1206. Wesentlicher Wachstumstreiber sind die Projekterlöse mit fremden Dritten, die von 4,3 Mio. € auf 8,0 Mio. € steigen. Ihr Anteil an den gesamten Umsatzerlösen erhöht sich damit von rund 54 % auf 77 %. Demgegenüber gehen die Projekterlöse mit verbundenen Unternehmen von 3,6 Mio. € auf 2,3 Mio. € zurück. Die Planung unterstellt somit eine zunehmende Öffnung der Gesellschaft gegenüber Kunden außerhalb des Konzerns. Die Assistance-Erlöse bleiben mit 0,1 Mio. € von untergeordneter Bedeutung.

1207. Der **Personalaufwand** stellt den größten Kostenblock der COC dar. Er steigt von 4,8 Mio. € im Ist-Jahr 2025 auf 7,7 Mio. € im Jahr 2030. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Anstieg von 9,9 % und liegt damit über dem Umsatzwachstum. Besonders deutlich fällt der Anstieg im Jahr 2026 aus, in dem ein Zuwachs von rund 17 % geplant ist. Dies deutet auf einen geplanten Personalaufbau hin.

1208. Infolge der überproportionalen Entwicklung des Personalaufwands steigt die Personalaufwandsquote von 65 % im Jahr 2025 auf 70 % im Jahr 2026 und erhöht sich bis

2030 weiter auf rund 74 %. Die Planung impliziert damit, dass das erwartete Umsatzwachstum nicht mit einer entsprechenden Skalierung der Personalkosten einhergeht.

ff) Ableitung der Zukunftserfolgsplanung

1209. Die Zukunftserfolgsplanung einschließlich der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses stellt sich für die COC wie folgt dar.

Zukunftserfolgsplanung der CodeCamp:N GmbH	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Umsatzerlöse	**8**	**9**	**9**	**10**	**10**	**11**
Sonstige betriebliche Erträge	0	0	0	0	0	0
Abschreibungen	0	0	0	0	0	0
Personalaufwand und sonstige betriebliche Aufwendungen	-7	-8	-8	-9	-9	-9
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**
Zinserträge	0	0	0	0	0	0
Ertragsteuern	0	0	0	0	0	0
Ergebnis nach Steuern	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**

Quelle: ValueTrust

Tabelle 95: COC – Zukunftserfolgsplanung

1210. Die Bewertungsgutachterin hat die Managementplanung bis einschließlich zum Planjahr 2030 unverändert übernommen. Zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses im Jahr 2031 hat die Bewertungsgutachterin die grundsätzlich die Managementplanung für das Jahr 2031 um die nachhaltige Wachstumsrate fortgeschrieben.

1211. Insgesamt erachten wir die Annahmen der Bewertungsgutachterin zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der COC als nachvollziehbar und plausibel.

gg) Ableitung der Nettoausschüttungen

1212. Die prognostizierten Ergebnisse nach Unternehmenssteuern wurden unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt:

Nettoausschüttungen CodeCamp:N GmbH	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Ergebnis nach Steuern	1	1	1	1	1	1
Gewinnthesaurierung	0	0	0	0	0	0
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**
Ausschüttungsquote	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*50,0%*
Dividende (vor pers. Steuern)	1	1	1	1	1	1
- Pers. Steuern auf Dividende	0	0	0	0	0	0
Dividende (nach pers. Steuern)	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**0**
Fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)	0	0	0	0	0	1
- Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung	0	0	0	0	0	0
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Nettoausschüttungen	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**

Quelle: ValueTrust; eigene Analysen

Tabelle 96: COC – Nettoausschüttungen

1213. Für die Detailplanungsphase hat die Bewertungsgutachterin die von den Gesellschaften geplante Ausschüttungs- und Kapitalplanung übernommen. Der nach Berücksichtigung der geplanten Thesaurierungen verbleibende Betrag wurde vollständig ausgeschüttet. Die Gewinnthesaurierungen betreffen die geplanten Zuführungen zur Kapitalausstattung.

1214. In der ewigen Rente (ab 2031) hat die Bewertungsgutachterin eine Ausschüttungsquote von 50,0 % angesetzt, die sich in der Mitte der Bandbreite des marktdurchschnittlichen Ausschüttungsverhaltens deutscher Unternehmen orientiert. Die Wertbeiträge aus Thesaurierungen werden dem Anteilseigner in der Phase der ewigen Rente fiktiv unmittelbar zugerechnet.

1215. In Bezug auf die Annahmen zur Besteuerung auf Anteilseignerebene verweisen wir auf Abschnitt D.V.h).

hh) Ertragswert des operativen Geschäfts

1216. Nachfolgend wird die Herleitung des Wertbeitrags der COC dargestellt:

Ertragswert CodeCamp:N GmbH	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Nettoausschüttungen	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**
Kapitalisierungszinssatz	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	6,25%
Barwertfaktor	0,934	0,872	0,814	0,760	0,709	11,347
Barwerte jeweils zum 31.12.2025	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**9**

Ertragswert zum 31. Dezember 2025	**12**
Aufzinsungsfaktor	1,061
Ertragswert zum 12. November 2026	**13**

Quelle: ValueTrust

Tabelle 97: COC – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 12. November 2026

1217. Der anteilige **Ertragswert** des operativen Geschäfts der COC beträgt zum 12. November 2026 insgesamt rd. **13 Mio. €**.

j) evo-X GmbH („EVO“)

1218. Die Bewertungsgutachterin hat die EVO aufgrund ihrer aktuellen wirtschaftlichen Perspektive ohne einen Wertbeitrag berücksichtigt. Die EVO wird vollständig von der NBG AG gehalten. Davon entfallen 20 % auf eine unmittelbare Beteiligung der NBG AG und 80 % auf eine mittelbare Beteiligung über die NLV.

1219. Ursprünglich war die Gesellschaft auf die Entwicklung digitaler Versicherungsprodukte und digitaler Abschlussstrecken ausgerichtet. Aktuell befindet sie sich jedoch in der Abwicklung. Das Neugeschäft wurde beendet. Die noch vorhandenen Bestände werden auf konzerninterne Plattformen übertragen. Damit ist die weitere Entwicklung der EVO im Wesentlichen durch die Abwicklung des Bestands und die Migration geprägt.

1220. Zwar verfügt die Gesellschaft derzeit infolge von Eigenkapitalzuführungen über ein Eigenkapital von 4,9 Mio. €. Dieser Betrag ist jedoch im Zusammenhang mit dem bestehenden Ergebnisabführungsvertrag zu würdigen. Aus diesem resultierten in den vergangenen sechs Jahren Verlustübernahmen von insgesamt 21,9 Mio. €. Zudem werden die verbleibenden Mittel durch laufende Kosten und Aufwendungen im Zuge der Migration voraussichtlich weiter belastet.

1221. Dementsprechend hat die Bewertungsgutachterin keinen Wertbeitrag für die EVO angesetzt. Somit wurde die EVO aufgrund des Run-offs sowie der erwarteten nachlaufenden Belastungen mit einem Wert von 0,0 Mio. € berücksichtigt.

k) NÜRNBERGER Beteiligungs-AG („NBG Holding“)

aa) Wirtschaftliche Grundlagen

1222. Die NBG Holding fungiert als konzernleitende Holding des NBG-Konzerns. Ihre Geschäftstätigkeit besteht im Wesentlichen in der strategischen und finanziellen Steuerung der Tochter- und Beteiligungsunternehmen sowie in der Wahrnehmung konzernübergreifender Aufgaben. Eigene operative Versicherungs- oder Finanzdienstleistungen erbringt sie grundsätzlich nicht. Ihre Ertragslage wird daher maßgeblich durch Ergebnisabführungen und Ausschüttungen der Beteiligungsunternehmen bestimmt.

bb) Vermögens- und Finanzlage

1223. Die Analyse der VFE-Lage wurde auf Basis der geprüften und mit uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehenen Einzelabschlüsse der NBG Holding nach HGB für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 durchgeführt.

1224. Nachfolgend ist die Vermögens- und Kapitalstruktur der NBG Holding zu den jeweiligen Bilanzstichtagen für die Jahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

NÜRNBERGER Beteiligungs-AG HGB-Einzelabschluss	31.12.2023 in Mio.€	 *in %*	31.12.2024 in Mio.€	 *in %*	31.12.2025 in Mio.€	 *in %*
A. Anlagevermögen	783	*83,3*	651	*86,8*	701	*80,0*
B. Umlaufvermögen	157	*16,7*	99	*13,2*	175	*20,0*
C. Rechnungsabgrenzungsposten	0	*0,0*	0	*0,0*	0	*0,0*
Summe der Aktiva	**941**	***100,0***	**750**	***100,0***	**876**	***100,0***
A. Eigenkapital	783	*83,2*	585	*78,0*	676	*77,2*
B. Rückstellungen	157	*16,7*	164	*21,8*	198	*22,5*
C. Verbindlichkeiten	1	*0,2*	2	*0,2*	3	*0,3*
Summe der Passiva	**941**	***100,0***	**750**	***100,0***	**876**	***100,0***

Quelle: Prüfungsberichte der NBG Holding 2023, 2024 und 2025

Tabelle 98: NBG Holding – Vermögens- und Finanzlage

1225. Die Bilanzsumme im Jahr 2025 erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr um 16,8 % auf 876,3 Mio. € (Vorjahr 750,1 Mio. €; 2023: 940,9 Mio. €). Die Vermögensstruktur entspricht der Funktion der Gesellschaft als Konzernholding und wird im Wesentlichen durch Beteiligungen sowie konzerninterne Forderungen bestimmt.

1226. Das **Anlagevermögen** stieg auf 701,2 Mio. € (Vorjahr 650,9 Mio. €) und entfällt mit 700,2 Mio. € nahezu vollständig auf Finanzanlagen. Der Anstieg beruht im Wesentlichen auf

einer Einzahlung von 15,0 Mio. € in die Kapitalrücklage der NLV sowie auf Zuschreibungen auf die Anteile an der NAV und der NBA von insgesamt 35,6 Mio. €. Damit wurden die im Vorjahr vorgenommenen Abschreibungen von insgesamt 259,7 Mio. € teilweise rückgängig gemacht. Den Buchwerten der Anteile und Beteiligungen von 691,8 Mio. € standen zum Bilanzstichtag ermittelte Zeitwerte von 1.266,1 Mio. € gegenüber. Auf Grundlage dieser Zeitwerte und der zugrunde liegenden Planungen ergaben sich nach dem Prüfungsbericht keine Anhaltspunkte für einen weiteren Wertberichtigungsbedarf.

1227. Das **Umlaufvermögen** erhöhte sich deutlich auf 174,9 Mio. € im Jahr 2025 (Vorjahr 99,0 Mio. €). Wesentliche Posten sind Forderungen gegen verbundene Unternehmen von 81,0 Mio. €, sonstige Vermögensgegenstände von 36,1 Mio. €, darunter Forderungen gegen Finanzämter von 32,6 Mio. €, sowie liquide und kurzfristig liquidierbare Mittel von insgesamt 57,7 Mio. €.

1228. Die **Rückstellungen** erhöhten sich auf 197,5 Mio. € im Jahr 2025 (Vorjahr 163,6 Mio. €). Ursächlich waren insbesondere Steuerrückstellungen von 59,4 Mio. €, die eine Rückstellung von 47,4 Mio. € für mögliche Steuernachbelastungen aus Verwaltungskostenrückvergütungen der NLV umfassen, sowie Rückstellungen für Steuerzinsen und Transaktionsberatung. Die Pensionsrückstellungen gingen demgegenüber leicht auf 121,7 Mio. € zurück.

cc) Ertragslage

1229. Nachfolgend ist die Ertragslage der NBG Holding für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 nach HGB dargestellt.

Gewinn- und Verlustrechnung NÜRNBERGER Beteiligungs-AG HGB-Einzelabschluss	Ist 2023 Mio. €	Ist 2024 Mio. €	Ist 2025 Mio. €
Erträge aus Gewinnabführungsverträgen (inkl. Steuerumlage)	87,9	78,0	82,8
Erträge aus Beteiligungen	31,0	61,6	24,2
Aufwendungen aus Verlustübernahme	-0,9	0,0	-0,3
Zuschreibungen auf Finanzanlagen	3,6	1,9	35,6
Abschreibungen auf Finanzanlagen	0,0	-259,7	0,0
Beteiligungsergebnis	**121,5**	**-118,2**	**142,3**
Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des FAV	0,4	0,4	0,3
Ergebnis aus dem Abgang von Kapitalanlagen	0,1	0,6	0,3
Zinsergebnis	0,9	0,9	3,0
Finanzergebnis	**122,9**	**-116,3**	**145,9**
Übriges Ergebnis	-14,5	-13,3	-25,3
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern (bereinigt)	**108,3**	**-129,7**	**120,6**
Neutrales Ergebnis	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Steuern (unbereinigt)	**108,3**	**-129,7**	**120,6**
Steuern	-31,1	-27,6	-27,7
Ergebnis nach Steuern	**77,2**	**-157,3**	**92,9**

Quelle: Prüfungsberichte der NBG Holding 2023, 2024 und 2025

Tabelle 99: NBG – Gewinn- und Verlustrechnung

1230. Die Ertragslage der NBG Holding entspricht der Struktur einer Versicherungsholding. Maßgeblich sind nicht operative Versicherungsergebnisse auf Ebene der NBG Holding selbst, sondern Ergebnisabführungen, Ausschüttungen und Bewertungseffekte auf Beteiligungen.

1231. Die **Erträge aus Gewinnabführungsverträgen** betrugen 87,9 Mio. € im Jahr 2023, 78,0 Mio. € im Jahr 2024 und 82,8 Mio. € im Jahr 2025. Sie wurden nahezu vollständig von der NLV getragen. Sie setzen sich aus einer vergleichsweise stabilen Gewinnabführung von 46,0 Mio. € im Jahr 2023, 47,0 Mio. € im Jahr 2024 und 48,0 Mio. € im Jahr 2025 sowie der Steuerumlage aus der Organschaft von 41,9 Mio. € im Jahr 2023, 30,0 Mio. € im Jahr 2024 und 34,3 Mio. € im Jahr 2025 zusammen.

1232. Die **Erträge aus Beteiligungen** beliefen sich auf 31,0 Mio. € im Jahr 2023, 61,6 Mio. € im Jahr 2024 und 24,2 Mio. € im Jahr 2025. Der Anstieg im Jahr 2024 beruhte vor allem auf Sonderausschüttungen der NAM von 29,5 Mio. € und der NVG von 17,7 Mio. €. Nach deren Wegfall gingen die Beteiligungserträge im Jahr 2025 erheblich zurück. Höhere Ausschüttungen der FFPB und der NKV konnten diesen Effekt nur teilweise kompensieren. Die Schadenversicherer NAV und NBA leisteten im gesamten Betrachtungszeitraum keine

Ausschüttungen. Die Verlustübernahmen von -0,9 Mio. € im Jahr 2023, 0,0 Mio. € im Jahr 2024 und -0,3 Mio. € im Jahr 2025 waren betragsmäßig von untergeordneter Bedeutung.

1233. Entscheidend für die starken Schwankungen des Beteiligungsergebnisses waren die Bewertungseffekte. Im Jahr 2024 wurden die Beteiligungsbuchwerte der NAV um 232,6 Mio. € und der NBA um 27,1 Mio. € außerplanmäßig abgeschrieben. Hintergrund war die Ergebnisbelastung der Schadenversicherung, insbesondere durch einen erhöhten Schadenaufwand. Im Jahr 2025 wurden diese Wertminderungen durch Zuschreibungen von insgesamt 35,6 Mio. € teilweise aufgeholt. Die Zuschreibungen der Jahre 2023 und 2024 von 3,6 Mio. € bzw. 1,9 Mio. € betrafen demgegenüber im Wesentlichen die CG. Damit belief sich das Beteiligungsergebnis auf 121,5 Mio. € im Jahr 2023, -118,2 Mio. € im Jahr 2024 und 142,3 Mio. € im Jahr 2025.

1234. Das **übrige Ergebnis** verschlechterte sich von -14,5 Mio. € im Jahr 2023 und -13,3 Mio. € im Jahr 2024 auf -25,3 Mio. € im Jahr 2025. Zwar stiegen die Umsatzerlöse aus Dienstleistungen durch höhere Verrechnung von Holdingleistungen deutlich an. Dieser Effekt wurde jedoch durch höhere Personalaufwendungen, insbesondere im Zusammenhang mit Pensionsaufwendungen, sowie durch gestiegene sonstige betriebliche Aufwendungen überkompensiert. Letztere waren im Jahr 2025 vor allem durch Rechts- und Steuerberatungskosten im Zusammenhang mit der geplanten Änderung der Aktionärsstruktur belastet. Diese Aufwendungen sind ebenso wie die Strukturmaßnahmen im Jahr 2024 als Sondereffekte zu würdigen.

1235. Bei einem **Ergebnis vor Steuern** von 108,3 Mio. € im Jahr 2023, -129,7 Mio. € im Jahr 2024 und 120,6 Mio. € im Jahr 2025 blieb der Steueraufwand mit -31,1 Mio. € im Jahr 2023, -27,6 Mio. € im Jahr 2024 und -27,7 Mio. € im Jahr 2025 vergleichsweise stabil. Dies erklärt sich daraus, dass die NBG Holding als Organträger auch die Steuern der NLV erfasst, denen korrespondierend die Steuerumlage gegenübersteht. Die hohen außerplanmäßigen Abschreibungen des Jahres 2024 führten hingegen nicht zu einer entsprechenden Steuerentlastung, da sie steuerlich nicht wirksam waren.

1236. Für bewertungszwecke im Rahmen des SotP-Ansatzes hat die Bewertungsgutachterin die Ertragslage ohne Berücksichtigung der Beteiligungserträge sowie ohne Berücksichtigung der Steuerumlage herangezogen. Die historische Ertragslage stellt sich dabei wie folgt dar.

Pro-forma Gewinn- und Verlustrechnung NÜRNBERGER Beteiligungs-AG ohne Beteiligungserträge und ohne Steuerumlage	Ist 2023 Mio. €	Ist 2024 Mio. €	Ist 2025 Mio. €
Erträge aus Kapitalanlagen	1	3	36
Aufwendungen aus Kapitalanlagen	-1	-262	-0
Sonstiges Ergebnis	-14	-9	-22
Außerordentliches Ergebnis	–	-3	-1
Zwischensumme	**-14**	**-271**	**14**
Tatsächliche Steuern (Holding)	11	2	7
Jahresüberschuss	**-3**	**-269**	**20**

Quelle: ValueTrust

Tabelle 100: NBG Holding – Pro-Forma Gewinn- und Verlustrechnung

dd) Analyse der Managementplanung

1237. Die nachfolgende Tabelle stellt die unternehmenseigene Planungsrechnung (Managementplanung) der NBG Holding ohne die Beteiligungserträge und ohne Steuerumlage für den Zeitraum von 2026 bis 2030 dar.

(Geplante-)Ertragslage der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG ohne Beteiligungserträge und ohne Steuerumlage	Ist 2023 Mio. €	Ist 2024 Mio. €	Ist 2025 Mio. €	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €
Erträge aus Kapitalanlagen	1	3	36	2	2	2	2	2
Aufwendungen aus Kapitalanlagen	-1	-262	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Sonstiges Ergebnis	-14	-9	-22	-13	-16	-15	-15	-16
Außerordentliches Ergebnis	–	-3	-1	–	–	–	–	–
Zwischensumme	**-14**	**-271**	**14**	**-12**	**-14**	**-13**	**-13**	**-14**
Ertragsteuern (Holding)	11	2	7	2	3	4	3	3
Jahresüberschuss	**-3**	**-269**	**20**	**-9**	**-11**	**-9**	**-10**	**-11**

Quelle: ValueTrust

Tabelle 101: NBG Holding – Managementplanung

1238. Die Managementplanung der NBG Holding sieht für den Zeitraum 2026 bis 2030, ohne Berücksichtigung von Beteiligungserträgen und ohne Steuerumlage, durchgehend negative Jahresergebnisse vor. Die geplanten Jahresfehlbeträge bewegen sich zwischen -8,8 Mio. € und -11,1 Mio. €.

1239. Die **Erträge aus Kapitalanlagen** werden im gesamten Planungszeitraum mit rund 2,0 Mio. € p.a. angesetzt. Diese resultieren im Wesentlichen aus Erträgen aus Geldmarktfonds, weiteren Erlösen aus Aktienverkäufen sowie Zinserträgen. Die Aufwendungen aus Kapitalanlagen

werden vereinfachend mit unter 0,1 Mio. € p.a. fortgeschrieben und haben damit nur einen geringen Einfluss auf die Ergebnisentwicklung.

1240. Das **sonstige Ergebnis** stellt im Planungszeitraum den wesentlichen negativen Ergebnisbeitrag dar. Es verschlechtert sich von -13,4 Mio. € im Jahr 2026 auf -16,2 Mio. € im Jahr 2030. Es umfasst den Saldo aus Erträgen aus Konzernumlagen sowie Aufwendungen für Konzernfunktionen, die von der NBG Holding selbst getragen und nicht auf Tochtergesellschaften umgelegt werden.

1241. Auf Ebene der **Ertragsteuern** ergibt sich im Planungszeitraum ein positiver Ergebniseffekt zwischen 2,5 Mio. € und 3,2 Mio. €. Dieser resultiert aus dem Saldo tatsächlich gezahlter Steuern der NBG Holding und Steuererstattungen aus der Steuerumlage der NLV. Die Steuerplanung berücksichtigt den verminderten Körperschaftsteuersatz sowie Effekte aus dem Abbau von Bewertungsunterschieden zwischen Handels- und Steuerbilanz im Zusammenhang mit Pensionsrückstellungen.

ee) Ableitung der Zukunftserfolgsplanung

1242. Die Zukunftserfolgsplanung einschließlich der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses stellt sich für die NBG Holding wie folgt dar.

Zukunftserfolgsplanung der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Erträge aus Kapitalanlagen	2	2	2	2	2	0
Aufwendungen aus Kapitalanlagen	0	0	0	0	0	0
Sonstiges Ergebnis	-13	-16	-15	-15	-16	-16
Zwischensumme	**-12**	**-14**	**-13**	**-13**	**-14**	**-16**
Tatächliche Steuern (Holding)	2	3	4	3	3	3
Jahresüberschuss	**-9**	**-11**	**-9**	**-10**	**-11**	**-12**

Quelle: ValueTrust

Tabelle 102: NBG Holding – Zukunftserfolgsplanung

1243. Die Bewertungsgutachterin hat die Managementplanung bis einschließlich zum Planjahr 2030 unverändert übernommen.

1244. Die **Erträge aus Kapitalanlagen** gehen von 1,9 Mio. € im Jahr 2030 auf nachhaltig 0,4 Mio. € zurück. Dies entspricht einem Rückgang um 76,8 %. Hintergrund ist, dass in der Detailplanung Ausschüttungen aus Reserven enthalten sind, die nicht als nachhaltig anzusehen sind. In der ewigen Rente hat die Bewertungsgutachterin daher nur noch Zinserträge aus Geldmarktfonds von rund 0,3 Mio. € sowie Dividenden von rund 0,1 Mio. € berücksichtigt. Die **Aufwendungen**

aus Kapitalanlagen sind mit 0,0 Mio. € von untergeordneter Bedeutung und wurden mit 1,0 % fortgeschrieben.

1245. Ebenfalls wurde das **Sonstige Ergebnis**, in dem im Wesentlichen die laufenden Holdingkosten enthalten sind, mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0 % fortgeschrieben.

1246. Aus dem negativen Ergebnis vor Steuern der NBG Holding ergibt sich gemäß Planung eine Steuerentlastung. Diese steigt von 3,2 Mio. € im letzten Planjahr auf nachhaltig 3,4 Mio. €. Dies entspricht einem Anstieg um 6,6 %. Der Anstieg fällt damit geringer aus als beim Ergebnis vor Steuern. Ursächlich hierfür ist die niedrigere effektive Steuerquote, die von 22,4 % im Jahr 2030 auf nachhaltig 21,5 % sinkt. Die Bewertungsgutachterin hat die nachhaltige Steuerquote von 21,5 % als barwertgewichteten Durchschnitt der effektiven Steuerquoten der Folgejahre abgeleitet.

1247. Insgesamt erachten wir die Annahmen der Bewertungsgutachterin zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der NBG Holding als nachvollziehbar und plausibel.

ff) Ableitung der Nettoausschüttungen

1248. Die prognostizierten Ergebnisse nach Unternehmenssteuern wurden unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner wie folgt in erwartete Nettoausschüttungen an die Anteilseigner überführt:

Nettoausschüttungen NÜRNBERGER Beteiligungs-AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Ergebnis nach Steuern	-9	-11	-9	-10	-11	-12
Gewinnthesaurierung	0	0	0	0	0	0
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	**-9**	**-11**	**-9**	**-10**	**-11**	**-12**
Ausschüttungsquote	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*
Dividende/negativer Cahsflow (vor pers. Steuern)	-9	-11	-9	-10	-11	-12
- Pers. Steuern auf Dividende	2	3	2	3	3	3
Nettoausschüttungen	**-7**	**-8**	**-6**	**-7**	**-8**	**-9**

Quelle: ValueTrust; eigene Analysen

Tabelle 103: NBG Holding – Nettoausschüttungen

1249. Für die Detailplanungsphase sowie die Ewige Rente hat die Bewertungsgutachterin eine volle Auskehrung des negativen Ergebnisbeitrags unterstellt.

1250. In Bezug auf die Annahmen zur Besteuerung auf Anteilseignerebene verweisen wir auf Abschnitt D.V.h).

gg) Ertragswert des operativen Geschäfts

1251. Nachfolgend wird die Herleitung des Ertragswertes des operativen Geschäfts dargestellt:

Wertbeitrag NÜRNBERGER Beteiligungs-AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	TV 2031 ff. Mio. €
Finanzieller Überschuss nach pers. Steuern	**-7**	**-8**	**-6**	**-7**	**-8**	**-9**
Verschuldete EK-Kosten nach pers. St.	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	6,63%
Barwertfaktor	0,930	0,865	0,805	0,749	0,697	10,510
Barwerte jeweils zum 31.12.2025	**-6**	**-7**	**-5**	**-6**	**-6**	**-97**

Wertbeitrag zum 31. Dezember 2025	**-126**
Aufzinsungsfaktor	1,065
Wertbeitrag zum 12. November 2026	**-134**

Quelle: ValueTrust

Tabelle 104: NBG Holding – Ertragswert des operativen Geschäfts zum 12. November 2026

1252. Der negative **Wertbeitrag** der NBG Holding beträgt zum 12. November 2026 insgesamt rd. **-134 Mio. €**.

I) Sonderwerte

aa) Unterdeckung der mittelbaren Pensionszusagen

1253. Die Bewertungsgutachterin hat einen negativen Sonderwert für die bestehende Unterdeckung der mittelbaren Pensionszusagen angesetzt.

1254. Eine mittelbare Pensionsverpflichtung liegt vor, wenn der Arbeitgeber die zugesagte Versorgungsleistung nicht unmittelbar selbst erbringt, sondern diese über einen selbstständigen externen Versorgungsträger (wie eine Pensionskasse, Unterstützungskasse, Direktversicherung o.ä.) abgewickelt werden. In diesem Fall tritt der Versorgungsträger an die Stelle des Arbeitgebers als unmittelbarer Schuldner der Leistung gegenüber dem Begünstigten. Solange das Vermögen des Versorgungsträgers ausreicht, um die zugesagten Leistungen zu erfüllen, berührt die mittelbare Zusage die Bilanz des Arbeitgebers nicht. Eine Unterdeckung – und damit eine wirtschaftliche Belastung beim Arbeitgeber – entsteht erst, wenn der beizulegende Zeitwert des beim Versorgungsträger vorhandenen Vermögens den (abgezinsten) Erfüllungsbetrag der Versorgungsverpflichtung unterschreitet. In Höhe einer solchen Unterdeckung besteht gem. § 1 Abs. 1 Satz 3 BetrAVG ein Anspruch der Versorgungsberechtigten gegenüber dem Arbeitgeber.

1255. Für Unterdeckungen aus mittelbaren Pensionsverpflichtungen besteht ein Passivierungswahlrecht nach Art. 28 Abs. 1 Satz 2 EGHGB. Soweit das Wahlrecht dahingehend ausgeübt wird, dass für bestehende Unterdeckungen keine Rückstellung gebildet wird, ist der Fehlbetrag nach Art. 28 Abs. 2 EGHGB im Anhang anzugeben.

1256. Die Gesellschaften des NBG-Konzerns haben von dem Wahlrecht überwiegend Gebrauch gemacht und auf eine Passivierung der bestehenden Unterdeckungen aus den mittelbaren Pensionsverpflichtungen verzichtet. Entsprechend werden die betreffenden Verpflichtungen nicht in der Handelsbilanz ausgewiesen, sondern gemäß Art. 28 Abs. 2 EGHGB lediglich im Anhang erläutert.

1257. Zur Ermittlung des Sonderwerts der bestehenden Unterdeckung hat die Bewertungsgutachterin zunächst die Differenz zwischen dem handelsrechtlichen Wertansatz (HGB) und dem nach IFRS-Grundsätzen ermittelten Wertansatz bestimmt. Nach den von der NBG AG vorgelegten Unterlagen beläuft sich die Unterdeckung der mittelbaren Pensionsverpflichtungen im NBG-Konzern zum 30. Juni 2026 insgesamt auf 182,0 Mio. €.

1258. Da die Unterdeckung einen Wert vor Berücksichtigung von Unternehmenssteuern darstellt, hat die Bewertungsgutachterin eine Anpassung um die entsprechenden steuerlichen Effekte vorgenommen. Damit wird berücksichtigt, dass die aus der Unterdeckung resultierenden zukünftigen Ausgleichszahlungen grundsätzlich steuerlich abzugsfähig sind und damit die

steuerliche Bemessungsgrundlage der Gesellschaft mindern. Eine wirtschaftliche Belastung der Gesellschaft entsteht somit lediglich in Höhe des um den Steuervorteil reduzierten Betrags. Den steuerlichen Vorteil hat die Bewertungsgutachterin unter Anwendung eines durchschnittlichen effektiven Unternehmenssteuersatzes von 28,9 % ermittelt. Zudem wurde ein entsprechender Steuervorteil auf Ebene der persönlichen Ertragsteuer berücksichtigt, der auf der Basis der langfristigen effektiven Ertragssteuerbelastung (19,8 %) kalkuliert wurde. Die Verwendung dieses Steuersatzes berücksichtigt, dass die ungedeckten Pensionsverpflichtungen über einen längeren Zeitraum realisiert bzw. vermindert werden. Es ergab sich ein negativer Wertbeitrag i.H.v. -103,8 Mio. € zum 30. Juni 2026.

1259. Den zum 30. Juni 2026 bestehenden Unterdeckungen der mittelbaren Pensionsverpflichtungen stehen in der Unternehmensplanung im Zeitraum von 2026 bis 2030 entsprechende Aufwendungen in Form von Zuführungen gegenüber, mit denen die Unterdeckung im Planungszeitraum verringert werden soll. Da die Unterdeckung durch den Sonderwert bereits vollständig reflektiert wird, hat die Bewertungsgutachterin die in den Planungsrechnungen der NLV und der NAV enthaltenen Aufwendungen für den Zeitraum vom 1. Juli 2026 bis zum 31. Dezember 2030 unter Berücksichtigung von Unternehmenssteuern und persönlichen Ertragsteuern auf den 30. Juni 2026 abgezinst und als gegenläufigen werterhöhenden Effekt saldiert. Es ergab sich ein positiver Wertbeitrag i.H.v. 13,8 Mio. € zum 30. Juni 2026.

1260. Im letzten Schritt wurden die zunächst auf den 30. Juni 2026 ermittelten Werte auf den Bewertungsstichtag aufgezinst. Im Einzelnen stellt sich die Wertableitung wie folgt dar:

Sonderwert Unterdeckung mittelbarer Pensionszusagen NÜRNBERGER Beteiligungs-AG	**Mio. €**
Unterdeckung mittelbare Pensionszusagen	-182
Unternehmenssteuern	53
Unterdeckung mittelbare Pensionszusagen (nach Unternehmenssteuern)	**-129**
Persönliche Ertragsteuern der Anteilseigner	26
Negativer Wertbeitrag zum 30. Juni 2026	**-104**
Positiver Wertbeitrag Zuführungen im Planungszeitraum zum 30. Juni 2026	**14**
Wertbeitrag (Saldo) zum 30. Juni 2026	**-90**
Aufzinsungsfaktor	1,027
Sonderwert Unterdeckung der mittelbaren Pensionszusagen zum 12. November 2026	**-92**

Quelle: VT; eigene Analysen

Tabelle 105: Ableitung des Sonderwerts für die Unterdeckung mittelbarer Pensionszusagen

1261. Wir haben die Ableitung des negativen Sonderwerts aus der Unterdeckung der mittelbaren Pensionszusagen nachvollzogen und halten diesen für sachgerecht.

bb) Zukünftige IT-Kosten

1262. Im NBG-Konzern besteht – unabhängig von der Integration der NBG AG in die VIG-Gruppe – ein erheblicher Investitionsbedarf für die Modernisierung der IT-Infrastruktur und die Ablösung der bisherigen Bestandsführungssysteme. Entsprechend der Planungsdokumentation vom 4. Dezember 2025 sind diese Kosten in der Unternehmensplanung der NBG AG und ihrer Tochter- und Beteiligungsgesellschaften für den Zeitraum 2026 bis 2030 nicht enthalten.

1263. Vor diesem Hintergrund hat die Bewertungsgutachterin einen negativen Sonderwert für die in diesem Zusammenhang zu erwartenden Auszahlungen angesetzt.

1264. Bei der Kalkulation des erforderlichen Budgets für Modernisierung der IT-Infrastruktur wurde davon ausgegangen, dass rd. 70 % des Beratungs- und Integrationsaufwands durch interne Ressourcen erfolgen und insoweit eine Mandatierung externer Berater vermieden werden kann. Die hieraus resultierende Kostenersparnis gegenüber einem vollständigen Bezug der Leistungen durch externe Berater wurde bei der Bemessung des zugrunde gelegten Budgets berücksichtigt. Für die aus der IFRS-Einführung entstehenden zusätzlichen IT-Aufwendungen hat die Bewertungsgutachterin hingegen keinen Sonderwert angesetzt, da diese Aufwendungen ohne das Erfordernis der Integration der NBG AG in die VIG-Gruppe nicht notwendig gewesen wären.

1265. Das insgesamt zugrunde zu legende Budget für die Modernisierung der IT-Infrastruktur beläuft sich demnach auf 240,0 Mio. €. Die Bewertungsgutachterin geht davon aus, dass die entsprechenden Maßnahmen im Zeitraum 2027 bis 2031 durchgeführt werden und mit jeweils 50,0 Mio. € p.a. in den Jahren 2027 bis 2030 und mit 40,0 Mio. € im Jahr 2031 zahlungswirksam werden. Vor dem Hintergrund, dass eine Allokation der Kosten für die Modernisierung der IT-Infrastruktur auf Einzelgesellschaften nach Auskunft des Managements der NBG AG zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht möglich ist, hat die Bewertungsgutachterin bei der Ermittlung des Sonderwerts von der Perspektive einer bestimmten Einzelgesellschaft des NBG-Konzerns abstrahiert. Zudem wurde vereinfachend angenommen, dass die Auszahlungen für die Modernisierung der IT-Infrastruktur bereits im Zeitpunkt ihrer Entstehung vollständig steuerlich abgesetzt werden können.

1266. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich der Sonderwert unter Berücksichtigung der Unternehmenssteuern und der persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner (inkl. SolZ) i.H.v. 26,4 % wie in folgender Tabelle dargestellt. Für die Diskontierung wurde der bei der Bewertung der NBG Holding zugrunde gelegte Kapitalisierungszinssatz herangezogen.

Sonderwert IT-Kosten NÜRNBERGER Beteiligungs-AG	Plan 2026 Mio. €	Plan 2027 Mio. €	Plan 2028 Mio. €	Plan 2029 Mio. €	Plan 2030 Mio. €	Plan 2031 Mio. €
IT-Kosten	0	-50	-50	-50	-50	-40
Unternehmenssteuern	0	16	16	15	15	11
Ergebnis nach Steuern	**0**	**-34**	**-34**	**-35**	**-35**	**-29**
Persönliche Ertragsteuern der Anteilseigner	0	9	9	9	9	8
Finanzieller Überschuss nach pers. Ertragssteuern	0	-25	-25	-26	-26	-21
Kapitalisierungszinssatz	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Barwertfaktor jeweiliges Jahr	0,930	0,865	0,805	0,749	0,697	0,648
Barwerte jeweils zum 31.Dezember 2025	0	-22	-20	-19	-18	-14

Barwert zum 31. Dezember 2025	-93
Aufzinsungsfaktor	1,065
Barwert zum 12. November 2026	**-99**

Quelle: VT; eigene Analysen

Tabelle 106: Ableitung des Sonderwerts für künftige IT-Modernisierungskosten

1267. Im Rahmen unserer Analysen haben wir uns davon überzeugt, dass die für den durch die VIG-Gruppe zu erbringenden Teil der Dienstleistungen angesetzten Kosten unterhalb der marktüblichen Sätze externer Dienstleister liegen und insoweit entsprechende Verbundeffekte in der Kalkulation des Budgets für die Modernisierung der IT-Infrastruktur bereits berücksichtigt wurden. Wir haben die Ableitung des negativen Sonderwerts für die Modernisierung der IT-Infrastruktur nachvollzogen und halten diesen für sachgerecht.

4. Unternehmenswert und Wert je Aktie

1268. Der Unternehmenswert der NBG AG ergibt sich aus der Summe der einzeln bewerteten Konzerngesellschaften unter Berücksichtigung der Sonderwerte. Die Zusammensetzung des Unternehmenswerts des NBG-Konzerns stellt sich zum 12. November 2026 wie folgt dar:

Unternehmenswert der NBG SotP-Ansatz	Unternehmenswert in Mio. €
NLV - NÜRNBERGER Lebensversicherung AG	700
NKV - NÜRNBERGER Krankenversicherung AG	94
NAV - NÜRNBERGER Allgemeine Versicherungs-AG	235
NBA - NÜRNBERGER Beamten Allg. Vers. AG	9
CG - CG Car-Garantie Versicherungs-AG (inkl. GmbH)	72
NAM - NÜRNBERGER Asset Management GmbH	186
FFPB - Fürst Fugger Privatbank AG	164
NVG - NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH	107
COC - CodeCamp:N GmbH	13
EVO - evo-X GmbH	-
Summe der Bewertungseinheiten zum 12. November 2026	**1.579**
- Barwert der nicht gedeckten mittelbaren Pensionszusagen	-92
- Barwert der Holdingkosten (Wertbeitrag NBG AG)	-134
- Barwert der zukünftigen IT-Kosten	-99
Unternehmenswert gesamt zum 12. November 2026	**1.254**

Quelle: Eigene Analysen

Tabelle 107: Unternehmenswert der NBG AG zum 12. November 2026 in Mio. €

1269. Die Bewertungsgutachterin ValueTrust ermittelte zum 12. November 2026 einen Unternehmenswert für die NBG AG i.H.v. **1.254 Mio. €.**

1270. Das Grundkapital der NBG AG i.H.v. 40.320.000,00 € ist in 11.520.000 auf den Namen lautende Stückaktien eingeteilt. Der Wert je Aktie der NBG AG errechnet sich aus dem Unternehmenswert und der Anzahl der ausstehenden Aktien wie folgt.

NÜRNBERGER Beteiligungs-AG Wert je Aktie	Mio. €
Unternehmenswert zum 12. November 2026	**1.254**
Anzahl der ausstehenden Aktien (Stück)	11.520.000
Wert je Aktie (in €)	**108,82**

Quelle: Eigene Analysen

Tabelle 108: Wert je Aktie der NBG AG zum 12. November 2026

1271. Der Unternehmenswert je Aktie der NBG AG beträgt zum 12. November 2026 **108,82 €**.

5. Sensitivitätsanalysen

a) Vorbemerkungen

1272. Auf Basis unserer Berechnungen haben wir Sensitivitätsanalysen durchgeführt, um den Einfluss der Veränderung von bestimmten Bewertungsparametern auf den Unternehmenswert je Aktie zu veranschaulichen. Als Parameter haben wir den Basiszinssatz, die Marktrisikoprämie und den Betafaktor herangezogen.

b) Basiszinssatz

1273. Aufgrund der derzeit dynamischen Entwicklung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und der damit verbundenen Auswirkungen auf die Zinskonditionen können wir zum Abschluss unserer Bewertungsarbeiten nicht ausschließen, dass in dem Zeitraum zwischen der Beendigung der Bewertungsarbeiten sowie dem Tag der beschlussfassenden außerordentlichen Hauptversammlung, der Stichtag für die Bewertung ist, die Verwendung eines abweichenden Basiszinssatzes nach den anzuwendenden Bewertungsgrundsätzen erforderlich ist. Infolge dieser Unsicherheiten stellen wir im Folgenden, neben den Ergebnissen wie sie sich zum Abschluss unserer Bewertungsarbeiten ergeben, eine Szenariobetrachtung dar, die alternativ die Auswirkung von Basiszinssätzen von 3,50 % und 4,00 % berücksichtigt. Dabei wurde vereinfachend unterstellt, dass alle sonstigen Bewertungsparameter und Vorgehensweisen unverändert bleiben.

1274. Bei Variation des Basiszinssatzes ergeben sich folgende Unternehmenswerte je Aktie:

NBG AG		
Basiszinssatz (in %)	**Wert je Aktie (in €)**	**Abweichung in %**
3,50	112,77	+3,63%
3,75	108,82	0,00%
4,00	105,10	-3,42%

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 109: Wert je Aktie bei Veränderung des Basiszinssatzes

1275. Bei einem Basiszinssatz von 3,50 % ergibt sich ein Wert je Aktie von 112,77 €, der um 3,63 % höher ist im Vergleich zu dem ermittelten Wert je Aktie von 108,82 €. Ein Basiszinssatz von 4,00 % führt c.p. zu einem um 3,42 % niedrigeren Wert je Aktie von 105,10 €.

c) Marktrisikoprämie

1276. Wir haben ergänzend eine Sensitivitätsrechnung durchgeführt, in der wir die Marktrisikoprämie am unteren bzw. am oberen Ende der vom FAUB derzeit empfohlenen Bandbreite von 4,50 % bis 5,75 % (nach persönlicher Einkommensteuer) sowie i.H.v. 4,75 % ansetzen. Dabei wurde angenommen, dass alle sonstigen Bewertungsparameter und Vorgehensweisen unverändert bleiben.

1277. Bei einer Variation der Marktrisikoprämie im vorgenannten Sinne wäre bei einem Bewertungskalkül mit unmittelbarer Typisierung nachfolgend dargestellter Unternehmenswert je Aktie rechnerisch ableitbar.

NBG AG		
Marktrisikoprämie (in %)	**Wert je Aktie (in €)**	**Abweichung in %**
4,50	120,92	+11,12%
4,75	115,81	+6,43%
5,125	108,82	0,00%
5,75	98,66	-9,34%

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 110: Wert je Aktie bei Veränderung der Marktrisikoprämie

1278. Bei einer Marktrisikoprämie von 4,50 % bzw. 4,75 % ergibt sich ein Wert je Aktie von 120,92 € bzw. 115,81 €, der um 11,12 % bzw. 6,43 % höher ist im Vergleich zu dem ermittelten Wert je Aktie von 108,82 €. Eine Marktrisikoprämie von 5,75 % hingegen führt c.p. zu einem um 9,34 % niedrigeren Wert je Aktie von 98,66 €.

d) Betafaktor

1279. Wir haben ergänzend eine weitere Sensitivitätsrechnung durchgeführt, in der wir ausgehend von den zugrunde gelegten spartenspezifischen Betafaktor (LV&KV: 0,85 / SU: 0,90 / AM: 1,20 / FFPB: 1,10 / NBG: 0,92 / Sonstige: 0,85) den Einfluss einer Variation auf den Ertragswert analysiert haben.

1280. Bei der Analyse wurde angenommen, dass alle sonstigen Bewertungsparameter und Vorgehensweisen unverändert bleiben. Bei einer Variation des Betafaktors ergeben sich folgende Unternehmenswerte je Aktie:

NÜRNBERGER Beteiligungs-AG Sparten-Betafaktor: LV&KV / SU / AM / FFPB / NBG / Sonstige	Wert je Aktie (in €)	Abweichung in %
0,80 / 0,85 / 1,15 / 1,05 / 0,87 / 0,80	113,95	+4,72%
0,85 / 0,90 / 1,20 / 1,10 / 0,92 / 0,85	108,82	0,00%
0,90 / 0,95 / 1,25 / 1,15 / 0,97 / 0,90	104,07	-4,36%

Quelle: IVA-Analysen

Tabelle 111: Wert je Aktie bei Veränderung des Betafaktors

1281. Bei Minderung des Betafaktors ggü. dem Ausgangsszenario um jeweils 0,05 ergibt sich ein Wert je Aktie von 113,95 €, der um 4,72 % höher ist im Vergleich zu dem ermittelten Wert je Aktie von 108,82 €. Bei Anhebung des Betafaktors ggü. dem Ausgangsszenario um jeweils 0,05 ergibt sich ein Wert je Aktie von 104,07 €, der um 4,36 % niedriger ist im Vergleich zu dem ermittelten Wert je Aktie von 108,82 €.

VI. Vergleichende Marktbewertung

1282. In der Bewertungspraxis ist es üblich, den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert mit Hilfe des sog. Multiplikatorverfahrens 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 anhand eines Vielfachen einer Erfolgsgröße ermittelt.

1283. Dem Multiplikatorverfahren liegt der Gedanke zugrunde, eine bei Vergleichsunternehmen beobachtbare Bewertungsrelation auf das zu bewertende Unternehmen zu übertragen. Grundsätzlich ist darauf hinzuweisen, dass in der Regel kein Unternehmen mit einem anderen vollständig vergleichbar ist. Das Ergebnis der Multiplikatorbewertung kann daher regelmäßig nur eine Bandbreite möglicher Werte darstellen, in der sich das Bewertungsergebnis wiederfinden sollte.

1284. In der vergleichenden Marktbewertung von Versicherungsunternehmen werden in der Unternehmensbewertungspraxis regelmäßig die folgenden Multiplikatoren herangezogen:

- Kurs-Gewinn-Verhältnis („KGV“ oder „P/E-Multiplikator“) und
- Markt-/Buchwert-Multiplikatoren („KBV“ oder „P/B-Multiplikator“).

1285. Es handelt sich bei beiden Multiplikatoren um sog. Equity-Multiplikatoren, mit denen der Marktwert des Eigenkapitals ermittelt wird. 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 den P/E-Multiplikator verzerren. 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 Eigenmittelquoten (Eigenmittel im Verhältnis zur Solvenzkapitalanforderung, „SCR") unter Versicherungsunternehmen stark unterscheiden.

1286. Die Multiplikatoren können aus den Kapitalmarktdaten vergleichbarer börsennotierter Unternehmen oder auf Basis von Transaktionspreisen abgeleitet werden.

1287. Während bei der Ertragswertmethode die in der Zukunft erwarteten Zahlungsströme explizit 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 Ertragserwartungen, 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.

1288. Die Bewertungsgutachterin hat eine Plausibilisierung anhand von Börsenmultiplikatoren sowie Transaktionsmultiplikatoren vorgenommen. Die anhand der Börsenmultiplikatoren ermittelte Wertbandbreite beträgt 109,29 € bis 112,51 € je Aktie. Die anhand der Transaktionsmultiplikatoren ermittelte Wertbandbreite beträgt 111,31 € bis 117,08 € je Aktie. Die hierbei ermittelten Wertbandbreiten liegen jeweils moderat oberhalb des nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Werts je Aktie von 108,82 €. Aufgrund der insgesamt nur plausibilisierenden Bedeutung der vergleichenden Marktbewertung sowie der moderaten Abweichung hat ValueTrust keinen Anpassungsbedarf für den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert abgeleitet. Ferner steht das Ergebnis der vergleichenden Marktbewertung der Angemessenheitseinschätzung der festgelegten Barabfindung von 120,00 € je Aktie nicht entgegen.

1289. Wir haben die Ergebnisse der vergleichenden Marktbewertung von ValueTrust nachvollzogen und eigene Berechnungen auf Grundlage der von uns im Abschnitt D.IV.6.c dargestellten Peer Groups durchgeführt.

1290. Zur Plausibilisierung haben wir im vorliegenden Fall ausschließlich auf den P/E-Multiplikator abgestellt und auf die Darstellung des P/B-Multiplikators verzichtet. Hintergrund ist, dass die Gesellschaften der NBG-Gruppe ihre handelsrechtlichen Jahres- bzw. Konzernabschlüsse nach den Rechnungslegungsvorschriften des HGB aufstellen, während die vergleichbaren Unternehmen der herangezogenen Peer Groups ihre Abschlüsse überwiegend nach IFRS erstellen. Die Ermittlung des bilanziellen Eigenkapitals unterscheidet sich zwischen HGB und IFRS teils deutlich, u. a. aufgrund des im HGB verankerten Vorsichts- und Realisationsprinzips sowie abweichender Bewertungsvorschriften für Kapitalanlagen und versicherungstechnische Rückstellungen wie der Zinszusatzreserve und der Schwankungsrückstellung, die unter IFRS in dieser Form nicht existieren. Das nach HGB ermittelte bilanzielle Eigenkapital der NBG-Gesellschaften ist daher nicht unmittelbar mit dem nach IFRS ermittelten Eigenkapital der internationalen Vergleichsunternehmen vergleichbar. Eine Anwendung des P/B-Multiplikators auf dieser Grundlage könnte somit zu verzerrten Analyseergebnissen führen.

1291. Als Basis für die Ableitung der P/E-Multiplikatoren haben wir auf die Daten des Finanzdienstleisters S&P Capital IQ, zurückgegriffen. Dabei haben wir die Marktkapitalisierung zum 24. September 2026 ermittelt sowie auf die durchschnittlichen Schätzungen (Consensus Estimates) des Ergebnisses nach Steuern des Finanzdienstleisters S&P Capital IQ für die Jahre 2026 bis 2029 zurückgegriffen, soweit diese für das jeweilige Vergleichsunternehmen und für das betrachtete Schätzjahr verfügbar waren. Bei den sog. Consensus Estimates handelt es sich um den Durchschnitt von Analystenschätzungen.

1292. Entsprechend der auch der Ertragswertermittlung zugrunde liegenden Sum-of-the-Parts-Logik haben wir die Multiplikatorbewertung getrennt für die Sparten Leben/Kranken, Schaden/Unfall und Finanzdienstleistungen der NBG-Gruppe vorgenommen. Die Sparte Finanzdienstleistungen vereint dabei die Geschäftsbereiche Asset Management und Banking, für die wir im Rahmen der Peer Group-Analyse jeweils eigenständige Peer Groups gebildet haben. Für jede dieser drei Sparte haben wir auf Basis der jeweiligen, im Abschnitt D.IV.6.c dargestellten Peer Group spartenspezifische P/E-Multiplikator abgeleitet. Diese Multiplikatoren haben wir sodann auf die jeweilige Bezugsgröße der Sparte angewendet, um den Marktwert des Eigenkapitals der Sparte zu ermitteln. Die so ermittelten Werte je Sparte haben wir summiert und um die Ertragswerte der sonstigen Beteiligungen sowie um die Sonderwerte erhöht, um einen Unternehmenswert der NBG AG zu ermitteln.

1293. Die folgende Tabelle stellt die Bandbreite der P/E-Multiplikatoren der Peer Group für die Sparte Leben/Kranken dar:

Leben/Kranken	P/E-Multiplikatoren Forward FY2026	P/E-Multiplikatoren Forward FY2027	P/E-Multiplikatoren Forward FY2028	P/E-Multiplikatoren Forward FY2029
Allianz SE	13,6x	12,6x	11,8x	12,2x
ASR Nederland N.V.	11,3x	11,2x	10,7x	10,1x
Assicurazioni Generali S.p.A.	13,4x	12,7x	12,0x	12,6x
Aviva plc	11,3x	10,1x	9,2x	9,5x
Legal & General Group Plc	12,8x	11,7x	10,8x	10,6x
M&G plc	11,7x	10,4x	9,6x	n.a.
NN Group N.V.	9,9x	9,5x	9,1x	10,4x
Standard Life plc	13,2x	11,8x	10,8x	10,0x
Storebrand ASA	16,5x	14,5x	13,2x	n.a.
Swiss Life Holding AG	19,0x	17,6x	16,7x	15,5x
Min	9,9x	9,5x	9,1x	9,5x
25%-Quantil	**11,4x**	**10,6x**	**9,9x**	**10,1x**
Mittelwert	**13,3x**	**12,2x**	**11,4x**	**11,4x**
Median	**13,0x**	**11,7x**	**10,8x**	**10,5x**
75%-Quantil	**13,6x**	**12,7x**	**11,9x**	**12,3x**
Max	19,0x	17,6x	16,7x	15,5x

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 112: P/E-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen der Sparte Leben/Kranken

1294. Die nachfolgende Tabelle zeigt die sich auf Basis der P/E-Multiplikatoren für die Sparte Leben/Kranken ergebenden Marktwerte:

Marktwert anhand von Multiplikatoren Leben/Kranken	P/E Forward FY2026 Mio. €	P/E Forward FY2027 Mio. €	P/E Forward FY2028 Mio. €	P/E Forward FY2029 Mio. €
Bezugsgröße des Bewertungsobjektes – Net Income	**56**	**56**	**58**	**60**
Multiplikator (Minimum)	9,9x	9,5x	9,1x	9,5x
Multiplikator (25%-Quantil)	11,4x	10,6x	9,9x	10,1x
Multiplikator (arithm. Mittelwert)	13,3x	12,2x	11,4x	11,4x
Multiplikator (Median)	13,0x	11,7x	10,8x	10,5x
Multiplikator (75%-Quantil)	13,6x	12,7x	11,9x	12,3x
Multiplikator (Maximum)	19,0x	17,6x	16,7x	15,5x
Marktwert Eigenkapital (Minimum)	559	535	527	567
Marktwert Eigenkapital (25%-Quantil)	643	597	573	603
Marktwert Eigenkapital (arithm. Mittelwert)	748	688	661	680
Marktwert Eigenkapital (Median)	732	661	627	629
Marktwert Eigenkapital (75%-Quantil)	763	716	694	735
Marktwert Eigenkapital (Maximum)	1.069	994	969	927

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 113: Marktwert des Eigenkapitals der Sparte Leben/Kranken der NBG AG anhand von P/E-Multiplikatoren

1295. Für die Sparte Leben/Kranken ergeben sich auf Basis der P/E-Multiplikatoren Marktwerte des Eigenkapitals in einer Bandbreite von 527 Mio. € bis 1.069 Mio. €. Anhand der Mittelwerte und Mediane ergibt sich eine Bandbreite von 627 Mio. € bis 748 Mio. €.

1296. Die folgende Tabelle stellt die Bandbreite der P/E-Multiplikatoren der Peer Group für die Sparte Schaden/Unfall dar:

Schaden/Unfall	P/E-Multiplikatoren Forward FY2026	P/E-Multiplikatoren Forward FY2027	P/E-Multiplikatoren Forward FY2028	P/E-Multiplikatoren Forward FY2029
Alm. Brand A/S	15,6x	12,7x	11,4x	11,0x
Gjensidige Forsikring ASA	16,6x	15,1x	14,2x	n.a.
Helvetia Baloise Holding AG	n.a.	20,6x	17,6x	16,8x
Sampo Oyj	15,6x	14,4x	13,4x	12,5x
Sjóvá-Almennar tryggingar hf.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Tryg A/S	14,5x	13,2x	12,5x	n.a.
Unipol Assicurazioni S.p.A.	12,4x	11,9x	11,3x	11,3x
UNIQA Insurance Group AG	12,8x	11,9x	11,1x	10,2x
Vaudoise Assurances Holding SA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Vienna Insurance Group AG	9,6x	8,7x	8,0x	n.a.
Wüstenrot & Württembergische AG	9,0x	6,9x	6,0x	n.a.
Min	9,0x	6,9x	6,0x	10,2x
25%-Quantil	**11,7x**	**11,9x**	**11,1x**	**11,0x**
Mittelwert	**13,2x**	**12,8x**	**11,7x**	**12,3x**
Median	**13,7x**	**12,7x**	**11,4x**	**11,3x**
75%-Quantil	**15,6x**	**14,4x**	**13,4x**	**12,5x**
Max	16,6x	20,6x	17,6x	16,8x

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 114: P/E-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen der Sparte Schaden/Unfall

1297. Die nachfolgende Tabelle zeigt die sich auf Basis der P/E-Multiplikatoren für die Sparte Schaden/Unfall ergebenden Marktwerte:

Marktwert anhand von Multiplikatoren Schaden/Unfall	P/E Forward FY2026 Mio. €	P/E Forward FY2027 Mio. €	P/E Forward FY2028 Mio. €	P/E Forward FY2029 Mio. €
Bezugsgröße des Bewertungsobjektes – Net Income	**15**	**22**	**31**	**34**
Multiplikator (Minimum)	9,0x	6,9x	6,0x	10,2x
Multiplikator (25%-Quantil)	11,7x	11,9x	11,1x	11,0x
Multiplikator (arithm. Mittelwert)	13,2x	12,8x	11,7x	12,3x
Multiplikator (Median)	13,7x	12,7x	11,4x	11,3x
Multiplikator (75%-Quantil)	15,6x	14,4x	13,4x	12,5x
Multiplikator (Maximum)	16,6x	20,6x	17,6x	16,8x
Marktwert Eigenkapital (Minimum)	134	148	186	348
Marktwert Eigenkapital (25%-Quantil)	174	255	343	376
Marktwert Eigenkapital (arithm. Mittelwert)	198	276	363	423
Marktwert Eigenkapital (Median)	204	273	352	387
Marktwert Eigenkapital (75%-Quantil)	232	310	414	428
Marktwert Eigenkapital (Maximum)	247	444	546	574

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 115: Marktwert des Eigenkapitals der Sparte Schaden/Unfall der NBG AG anhand von P/E-Multiplikatoren

1298. Für die Sparte Schaden/Unfall ergeben sich auf Basis der P/E-Multiplikatoren Marktwerte des Eigenkapitals in einer Bandbreite von 134 Mio. € bis 574 Mio. €. Anhand der Mittelwerte und Mediane ergibt sich eine Bandbreite von 198 Mio. € bis 423 Mio. €.

1299. Die folgende Tabelle stellt die Bandbreite der P/E-Multiplikatoren der Peer Group für die Sparte Finanzdienstleistungen dar:

Finanzdienstleistungen	P/E-Multiplikatoren Forward FY2026	P/E-Multiplikatoren Forward FY2027	P/E-Multiplikatoren Forward FY2028	P/E-Multiplikatoren Forward FY2029
Bellevue Group AG	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
DWS Group GmbH & Co. KGaA	13,5x	12,7x	11,5x	11,2x
Impax Asset Management Group Plc	8,4x	7,7x	6,0x	n.a.
Man Group Plc	10,0x	9,3x	8,4x	n.a.
Polar Capital Holdings Plc	8,5x	7,4x	6,9x	n.a.
Schroders plc	15,3x	14,2x	13,3x	12,8x
Banca Generali S.p.A.	17,1x	16,6x	15,7x	n.a.
EFG International AG	13,7x	11,3x	9,8x	n.a.
Julius Bär Gruppe AG	11,6x	11,3x	10,1x	10,4x
Rathbones Group Plc	8,9x	8,6x	8,4x	n.a.
Van Lanschot Kempen NV	14,7x	13,7x	12,9x	11,8x
Min	8,4x	7,4x	6,0x	10,4x
25%-Quantil	**9,2x**	**8,8x**	**8,4x**	**11,0x**
Mittelwert	**12,2x**	**11,3x**	**10,3x**	**11,5x**
Median	**12,6x**	**11,3x**	**9,9x**	**11,5x**
75%-Quantil	**14,5x**	**13,4x**	**12,5x**	**12,0x**
Max	17,1x	16,6x	15,7x	12,8x

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 116: P/E-Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen der Sparte Finanzdienstleistungen

1300. Die nachfolgende Tabelle zeigt die sich auf Basis der P/E-Multiplikatoren für die Sparte Finanzdienstleistungen ergebenden Marktwerte:

Marktwert anhand von Multiplikatoren Finanzdienstleistungen	P/E Forward FY2026 Mio. €	P/E Forward FY2027 Mio. €	P/E Forward FY2028 Mio. €	P/E Forward FY2029 Mio. €
Bezugsgröße des Bewertungsobjektes – Net Income	**32**	**31**	**32**	**32**
Multiplikator (Minimum)	8,4x	7,4x	6,0x	10,4x
Multiplikator (25%-Quantil)	9,2x	8,8x	8,4x	11,0x
Multiplikator (arithm. Mittelwert)	12,2x	11,3x	10,3x	11,5x
Multiplikator (Median)	12,6x	11,3x	9,9x	11,5x
Multiplikator (75%-Quantil)	14,5x	13,4x	12,5x	12,0x
Multiplikator (Maximum)	17,1x	16,6x	15,7x	12,8x
Marktwert Eigenkapital (Minimum)	266	233	190	333
Marktwert Eigenkapital (25%-Quantil)	290	276	265	353
Marktwert Eigenkapital (arithm. Mittelwert)	385	354	325	370
Marktwert Eigenkapital (Median)	398	354	314	368
Marktwert Eigenkapital (75%-Quantil)	458	421	397	385
Marktwert Eigenkapital (Maximum)	540	521	496	410

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 117: Marktwert des Eigenkapitals der Sparte Finanzdienstleistungen der NBG AG anhand von P/E-Multiplikatoren

1301. Für die Sparte Finanzdienstleistungen ergeben sich auf Basis der P/E-Multiplikatoren Marktwerte des Eigenkapitals in einer Bandbreite von 190 Mio. € bis 540 Mio. €. Anhand der Mittelwerte und Mediane ergibt sich eine Bandbreite von 314 Mio. € bis 398 Mio. €.

1302. In der nachfolgenden Tabelle fassen wir die auf Basis der Multiplikatorbewertung ermittelten Werte je Sparte, die Ertragswerte der sonstigen Konzerngesellschaften sowie die zu berücksichtigenden Sonderwerte zusammen. Den sich daraus ergebenden Marktwert des Eigenkapitals des NÜRNBERGER-Konzerns sowie den hieraus abgeleiteten Wert je Aktie stellen wir dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert bzw. Wert je Aktie gegenüber.[220]

220 Die für die Sparten Leben/Kranken, Schaden/Unfall und Finanzdienstleistung dargestellten Marktwerte des Eigenkapitals ergeben sich aus einer Verdichtung der für die einzelnen Planjahre ermittelten Eigenkapitalwerte zu einer Gesamtbetrachtung. Dabei haben wir jeweils einen Mittelwert gebildet über die Werte der Zeitreihe der 25%-Quantile, der Mittelwerte, der Mediane sowie der 75%-Quantile. Aus der Zeitreihe der Minimalwerte haben wir abweichend den niedrigsten Wert und aus der Zeitreihe der Maximalwerte den höchstens Wert berücksichtigt, um in der verdichteten Darstellung die volle Bandbreite der sich auf Jahresbasis ergebenden Werte abzudecken.

NÜRNBERGER Beteiligungs-AG	Min	25% Quantil	Mittelwert	Median	75% Quantil	Max	Ertrags-wert
P/E-Multiplikatoren	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Leben/Kranken	527	604	694	662	727	1.069	793
Schaden/Unfall	134	287	315	304	346	574	316
Finanzdienstleistung	190	296	359	359	415	540	350
NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH	107	107	107	107	107	107	107
CodeCamp:N GmbH	13	13	13	13	13	13	13
EVO-X GMBH	0	0	0	0	0	0	0
Summe Sparten	**970**	**1.308**	**1.488**	**1.445**	**1.609**	**2.303**	**1.579**
- Barwert der nicht gedeckten Pensionsverpflichtungen	-92	-92	-92	-92	-92	-92	-92
- Barwert der Holdingkosten	-134	-134	-134	-134	-134	-134	-134
- Barwert der IT-Kosten	-99	-99	-99	-99	-99	-99	-99
Marktwert des Eigenkapitals des Konzerns	**644**	**982**	**1.162**	**1.120**	**1.283**	**1.978**	**1.254**
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	11,52	11,52	11,52	11,52	11,52	11,52	11,52
Wert je Aktie (in €)	**55,93**	**85,24**	**100,87**	**97,19**	**111,35**	**171,66**	**108,82**

Quelle: S&P Capital IQ; IVA-Analysen

Tabelle 118: Marktwert des Eigenkapitals der NBG AG anhand von P/E-Multiplikatoren

1303. Auf Basis der Multiplikatorbewertung ergibt sich für den Marktwert des Eigenkapitals des NÜRNBERGER-Konzerns eine Bandbreite von 644 Mio. € bis 1.978 Mio. € (Minimum-Maximum) bzw. von 982 Mio. € bis 1.283 Mio. € (25%- bis 75%-Quartil). Der Mittelwert (Median) beträgt 1.162 Mio. € (1.120 Mio. €). Auf Aktienbasis ergibt sich eine Bandbreite von 55,93 € bis 171,66 € je Aktie (Minimum-Maximum) bzw. 85,24 € bis 111,35 € je Aktie (25%- bis 75%-Quartil). Der Mittelwert (Median) beträgt 100,87 € (97,19 €) je Aktie. Der von der Bewertungsgutachterin nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Wert je Aktie von 108,82 € liegt innerhalb dieser Bandbreiten, jedoch moderat über dem Mittelwert und Median der von uns auf Basis der Multiplikatorbewertung ermittelten Werte je Aktie.

1304. Zusammenfassend stellen wir fest, dass im Ergebnis unserer Analysen zur vergleichenden Marktbewertung keine Anhaltpunkte dafür vorliegen, dass der von der Bewertungsgutachterin ermittelte Ertragswert zu niedrig bemessen ist.

E. ABLEITUNG DER BARABFINDUNG

1305. Die Hauptaktionärin hat am 28. September 2026 die Barabfindung, die den Minderheitsaktionären für die Übertragung ihrer Aktien angeboten wird, auf 120,00 € je Aktie festgelegt.

1306. Der durch ValueTrust mittels Ertragswertverfahren abgeleitete Unternehmenswert der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG auf den 12. November 2026 beträgt rd. 1.254 Mio. €. Hieraus resultiert ein rechnerischer Wert von 108,82 € je Aktie.

1307. Der umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenkurs für den Dreimonatszeitraum vor dem Tag der Mitteilung über den beabsichtigten Ausschluss der Minderheitsaktionäre, dem 22. Juni 2026, beträgt 119,95 € und liegt über dem ermittelten Unternehmenswert je Aktie.

1308. Im Ergebnis stellen wir daher fest, dass die von der VIG festgelegte Barabfindung i.H.v. 120,00 € je Aktie angemessen ist.

1309. Unserer Prüfung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung liegen die uns bis zum Abschluss unserer Prüfung zur Verfügung gestellten Informationen zugrunde. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Prüfung und dem Zeitpunkt der außerordentlichen Hauptversammlung der NBG AG am 12. November 2026, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NBG AG beschließt, wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstiger Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswertes der NBG AG ergeben, wären diese bei der Barabfindung ergänzend zu berücksichtigen.

F. ABSCHLIESSENDE ERKLÄRUNG ZUR ANGEMESSENHEIT DER FESTGELEGTEN BARABFINDUNG

1310. Als gerichtlich bestellter Prüfer haben wir die Angemessenheit der von der VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe, Wien/Österreich, als Hauptaktionärin festgesetzten Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG, Nürnberg, geprüft.

1311. Wir geben gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 4, 293e AktG folgende abschließende Erklärung ab:

„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG, Nürnberg, i.H.v. 120,00 € je Aktie angemessen.

Besondere Schwierigkeiten i.S.d. § 293e Abs. 1 Satz 3 AktG sind nicht aufgetreten."

1312. Wir erstatten diesen Bericht auf der Grundlage der uns vorgelegten Unterlagen und erteilten Auskünfte nach bestem Wissen und Gewissen unter Beachtung der Berufsgrundsätze, die in den §§ 2 und 43 der Wirtschaftsprüferordnung niedergelegt sind.

Frankfurt am Main, den 29. September 2026

IVA VALUATION & ADVISORY AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Creutzmann[1]
Wirtschaftsprüfer

Dr. Stellbrink[1]
Wirtschaftsprüfer

IVA VALUATION & ADVISORY AG WIRTSCHAFTSPRÜFUNGSGESELLSCHAFT
WIRTSCHAFTS-PRÜFUNGS-GESELLSCHAFT
SIEGEL
FRANKFURT AM MAIN

[1] Certified Valuation Analyst

ANLAGE 1

Beschluss des Landgerichts Nürnberg-Fürth – 1. Kammer für Handelssachen –
vom 3. Juli 2026 über die Bestellung der IVA VALUATION & ADVISORY AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, zur sachverständigen Prüferin
für die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung (Angemessenheitsprüferin)

Beglaubigte Abschrift

Landgericht Nürnberg-Fürth

Az.: 1 HK O 3904/26 (2)

In dem Verfahren zur Bestellung eines sachverständigen Prüfers Zur Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung im Ausschlussverfahren der Minderheitsaktionäre der

> **NÜRNBERGER Beteiligungs-AG**, vertreten durch d. Vorstand, Ostendstraße 100, 90334 Nürnberg

mit der **VIENNA INSURANCE GROUP AG**, vertreten durch d. Vorstand, Schottenring 30, 1010 Wien, Österreich, als Antragstellerin

erlässt das Landgericht Nürnberg-Fürth - 1. Kammer für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht Stumf am 03.07.2026 folgenden

Beschluss

1. Zur Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung im Ausschlussverfahren der Minderheitsaktionäre der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG mit Sitz in Nürnberg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Nürnberg unter HRB 66, wird die

> **IVA VALUATION & ADVISORY AG** Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Savignystraße 34, 60325 Frankfurt am Main

beauftragt.

2. Die Antragstellerin VIENNA INSURANCE GROUP AG trägt die Kosten des Verfahrens.

3. Der Geschäftswert wird auf 20.000 € festgesetzt.

Gründe:

Mit Schreiben vom 01.07.2026 beantragte die Antragstellerin als Mehrheitsgesellschafterin der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG, gemäß § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG einen sachverständigen Prüfer zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der Gesellschaft (Squeeze-out-Prüfer) auszuwählen und zu bestellen.

Bei der Auswahl des Prüfers wurde einem Vorschlag der Antragstellerin gefolgt. Der Antrag auf gerichtliche Bestellung ist an keinerlei Voraussetzungen gebunden. Es ist insbesondere möglich, einen Prüfer zur Bestellung vorzuschlagen, dies schon deshalb, weil der vom Gericht bestellte Prüfer zur gewissenhaften und unparteiischen Prüfung verpflichtet ist, und zwar insbesondere auch im Verhältnis zu den Minderheitsaktionären, §§ 327c Abs.2 S. 4 i.V.m. 293d Abs.2 S.2 AktG, 323 Abs. 1 S. 1 HGB. Zudem wurde versichert, dass gesetzliche Ausschlussgründe i.S.d. § 293d Abs. 1 und 2 AktG, § 319 Abs. 1 bis 4 und § 319b HGB nicht vorliegen. Die vorgeschlagene Wirtschaftsprüfungsgesellschaft erfüllt gemäß §§ 293d AktG, 319 Abs. 1 HGB die Voraussetzungen für eine Bestellung.

Die Kostenentscheidung ergibt sich aus § 22 Abs. 1, 1 Abs. 2 Nr. 1 GNotKG.

Der Geschäftswert ist gem. § 36 GNotKG festzusetzen.

gez.

Stumf
Vorsitzender Richter am Landgericht

Für die Richtigkeit der Abschrift
Nürnberg, 14.07.2026

Ramming, JHSekr`in
Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle

ANLAGE 2

Allgemeine Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vom 1. Juli 2026

Allgemeine Auftragsbedingungen

für Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

vom 1. Juli 2026

1. Geltungsbereich

(1) Die Auftragsbedingungen gelten für Verträge zwischen Wirtschaftsprüferinnen, Wirtschaftsprüfern oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften (im Nachstehenden zusammenfassend „Wirtschaftsprüfer“ genannt) und ihren Auftraggebern über Prüfungen, Steuerberatung, Beratungen in wirtschaftlichen Angelegenheiten und sonstige Aufträge, soweit nicht etwas anderes ausdrücklich in Textform vereinbart oder gesetzlich zwingend vorgeschrieben ist.

(2) Dritte können nur dann Ansprüche aus dem Vertrag zwischen Wirtschaftsprüfer und Auftraggeber herleiten, wenn dies vereinbart ist oder sich aus zwingenden gesetzlichen Regelungen ergibt. Im Hinblick auf solche Ansprüche gelten diese Auftragsbedingungen auch diesen Dritten gegenüber. Einreden und Einwendungen aus dem Vertragsverhältnis mit dem Auftraggeber stehen dem Wirtschaftsprüfer auch gegenüber Dritten zu.

2. Umfang und Ausführung des Auftrags

(1) Gegenstand des Auftrags ist die vereinbarte Leistung, nicht ein bestimmter wirtschaftlicher Erfolg. Der Auftrag wird nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Berufsausübung ausgeführt. Der Wirtschaftsprüfer übernimmt im Zusammenhang mit seinen Leistungen keine Aufgaben der Geschäftsführung. Der Wirtschaftsprüfer ist für die Nutzung oder Umsetzung der Ergebnisse seiner Leistungen nicht verantwortlich. Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sich zur Durchführung des Auftrags sachverständiger Personen zu bedienen.

(2) Die Berücksichtigung ausländischen Rechts bedarf – außer bei betriebswirtschaftlichen Prüfungen – der ausdrücklichen Vereinbarung in Textform.

(3) Ändert sich die Sach- oder Rechtslage nach Abgabe der abschließenden beruflichen Äußerung, so ist der Wirtschaftsprüfer nicht verpflichtet, den Auftraggeber auf Änderungen oder sich daraus ergebende Folgerungen hinzuweisen.

3. Mitwirkungspflichten des Auftraggebers

(1) Der Auftraggeber hat dafür zu sorgen, dass dem Wirtschaftsprüfer alle für die Ausführung des Auftrags notwendigen Unterlagen und weiteren Informationen rechtzeitig übermittelt werden und ihm von allen Vorgängen und Umständen Kenntnis gegeben wird, die für die Ausführung des Auftrags von Bedeutung sein können. Dies gilt auch für die Unterlagen und weiteren Informationen, Vorgänge und Umstände, die erst während der Tätigkeit des Wirtschaftsprüfers bekannt werden. Der Auftraggeber wird dem Wirtschaftsprüfer geeignete Auskunftspersonen benennen.

(2) Auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers hat der Auftraggeber die Vollständigkeit der vorgelegten Unterlagen und der weiteren Informationen sowie der gegebenen Auskünfte und Erklärungen in einer vom Wirtschaftsprüfer formulierten Erklärung in gesetzlicher Schriftform oder einer sonstigen vom Wirtschaftsprüfer bestimmten Form zu bestätigen.

4. Sicherung der Unabhängigkeit

(1) Der Auftraggeber hat alles zu unterlassen, was die Unabhängigkeit der Mitarbeiter des Wirtschaftsprüfers gefährdet. Dies gilt für die Dauer des Auftragsverhältnisses insbesondere für Angebote auf Anstellung oder Übernahme von Organfunktionen und für Angebote, Aufträge auf eigene Rechnung zu übernehmen.

(2) Sollte die Durchführung des Auftrags die Unabhängigkeit des Wirtschaftsprüfers, die der mit ihm verbundenen Unternehmen, seiner Netzwerkunternehmen oder solcher mit ihm assoziierten Unternehmen, auf die die Unabhängigkeitsvorschriften in gleicher Weise Anwendung finden wie auf den Wirtschaftsprüfer, in anderen Auftragsverhältnissen beeinträchtigen, ist der Wirtschaftsprüfer zur außerordentlichen Kündigung des Auftrags berechtigt.

5. Berichterstattung und mündliche Auskünfte

Soweit der Wirtschaftsprüfer Ergebnisse im Rahmen der Bearbeitung des Auftrags in gesetzlicher Schriftform oder Textform darzustellen hat, ist allein diese Darstellung maßgebend. Entwürfe solcher Darstellungen sind unverbindlich. Sofern nicht anders gesetzlich vorgesehen oder vertraglich vereinbart, sind mündliche Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers nur dann verbindlich, wenn sie in Textform bestätigt werden. Erklärungen und Auskünfte des Wirtschaftsprüfers außerhalb des erteilten Auftrags sind stets unverbindlich.

6. Weitergabe einer beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers

(1) Die Weitergabe beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers (Arbeitsergebnisse oder Auszüge von Arbeitsergebnissen – sei es im Entwurf oder in der Endfassung) oder die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber an einen Dritten bedarf der in Textform erteilten Zustimmung des Wirtschaftsprüfers, es sei denn, der Auftraggeber ist zur Weitergabe oder Information aufgrund eines Gesetzes oder einer behördlichen Anordnung verpflichtet.

(2) Die Verwendung beruflicher Äußerungen des Wirtschaftsprüfers und die Information über das Tätigwerden des Wirtschaftsprüfers für den Auftraggeber zu Werbezwecken durch den Auftraggeber sind unzulässig.

7. Mängelbeseitigung

(1) Bei etwaigen Mängeln hat der Auftraggeber Anspruch auf Nacherfüllung durch den Wirtschaftsprüfer. Nur bei Fehlschlagen, Unterlassen bzw. unberechtigter Verweigerung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung kann er die Vergütung mindern oder vom Vertrag zurücktreten; ist der Auftrag nicht von einem Verbraucher erteilt worden, so kann der Auftraggeber wegen eines Mangels nur dann vom Vertrag zurücktreten, wenn die erbrachte Leistung wegen Fehlschlagens, Unterlassung, Unzumutbarkeit oder Unmöglichkeit der Nacherfüllung für ihn ohne Interesse ist. Soweit darüber hinaus Schadensersatzansprüche bestehen, gilt Nr. 9.

(2) Ein Nacherfüllungsanspruch aus Abs. 1 muss vom Auftraggeber unverzüglich in Textform geltend gemacht werden. Nacherfüllungsansprüche nach Abs. 1, die nicht auf einer vorsätzlichen Handlung beruhen, verjähren nach Ablauf eines Jahres ab dem gesetzlichen Verjährungsbeginn.

(3) Offenbare Unrichtigkeiten, wie z.B. Schreibfehler, Rechenfehler und formelle Mängel, die in einer beruflichen Äußerung (Bericht, Gutachten und dgl.) des Wirtschaftsprüfers enthalten sind, können jederzeit vom Wirtschaftsprüfer auch Dritten gegenüber berichtigt werden. Unrichtigkeiten, die geeignet sind, in der beruflichen Äußerung des Wirtschaftsprüfers enthaltene Ergebnisse infrage zu stellen, berechtigen diesen, die Äußerung auch Dritten gegenüber zurückzunehmen. In den vorgenannten Fällen ist der Auftraggeber vom Wirtschaftsprüfer tunlichst vorher zu hören.

8. Schweigepflicht gegenüber Dritten, Datenschutz

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist nach Maßgabe der Gesetze (§ 323 Abs. 1 HGB, § 43 WPO, § 203 StGB) verpflichtet, über Tatsachen und Umstände, die ihm bei seiner Berufstätigkeit anvertraut oder bekannt werden, Stillschweigen zu bewahren, es sei denn, dass der Auftraggeber ihn von dieser Schweigepflicht entbindet.

(2) Der Wirtschaftsprüfer wird bei der Verarbeitung von personenbezogenen Daten die nationalen und europarechtlichen Regelungen zum Datenschutz beachten.

9. Haftung

(1) Für gesetzlich vorgeschriebene Leistungen des Wirtschaftsprüfers, insbesondere Prüfungen, gelten die jeweils anzuwendenden gesetzlichen Haftungsbeschränkungen, insbesondere die Haftungsbeschränkung des § 323 Abs. 2 HGB.

(2) Sofern weder eine gesetzliche Haftungsbeschränkung Anwendung findet noch eine einzelvertragliche Haftungsbeschränkung besteht, ist der Anspruch des Auftraggebers aus dem zwischen ihm und dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis auf Ersatz eines fahrlässig verursachten Schadens, mit Ausnahme von Schäden aus der Verletzung von Leben, Körper und Gesundheit, sowie von Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen, gemäß § 54a Abs. 1 Nr. 2 WPO auf 4 Mio. € beschränkt. Gleiches gilt für Ansprüche, die Dritte aus oder im Zusammenhang mit dem Vertragsverhältnis gegenüber dem Wirtschaftsprüfer geltend machen.

(3) Leiten mehrere Anspruchsteller aus dem mit dem Wirtschaftsprüfer bestehenden Vertragsverhältnis Ansprüche aus einer fahrlässigen Pflichtverletzung des Wirtschaftsprüfers her, gilt der in Abs. 2 genannte Höchstbetrag für die betreffenden Ansprüche aller Anspruchsteller insgesamt.

(4) Der Höchstbetrag nach Abs. 2 bezieht sich auf einen einzelnen Schadensfall. Ein einzelner Schadensfall ist auch bezüglich eines aus mehreren Pflichtverletzungen stammenden einheitlichen Schadens gegeben. Der einzelne Schadensfall umfasst sämtliche Folgen einer Pflichtverletzung ohne Rücksicht darauf, ob Schäden in einem oder in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren entstanden sind. Dabei gilt mehrfaches auf gleicher oder gleichartiger Fehlerquelle beruhendes Tun oder Unterlassen

Alle Rechte vorbehalten. Ohne Genehmigung des Verlages ist es nicht gestattet, die Vordrucke ganz oder teilweise nachzudrucken bzw. auf fotomechanischem oder elektronischem Wege zu vervielfältigen und/oder zu verbreiten. © IDW Verlag GmbH · 50354/1

50354
7/2026

als einheitliche Pflichtverletzung, wenn die betreffenden Angelegenheiten miteinander in rechtlichem oder wirtschaftlichem Zusammenhang stehen. In diesem Fall kann der Wirtschaftsprüfer nur bis zur Höhe von 5 Mio. € in Anspruch genommen werden.

(5) Ein Schadensersatzanspruch erlischt, wenn nicht innerhalb von sechs Monaten nach der in Textform erklärten Ablehnung der Ersatzleistung Klage erhoben wird und der Auftraggeber auf diese Folge hingewiesen wurde. Dies gilt nicht für Schadensersatzansprüche, die auf vorsätzliches Verhalten zurückzuführen sind, sowie bei einer schuldhaften Verletzung von Leben, Körper oder Gesundheit sowie bei Schäden, die eine Ersatzpflicht des Herstellers nach § 1 ProdHaftG begründen. Das Recht, die Einrede der Verjährung geltend zu machen, bleibt unberührt.

(6) § 323 HGB bleibt von den Regelungen in Abs. 2 bis 5 unberührt.

10. Ergänzende Bestimmungen für Prüfungsaufträge

(1) Ändert der Auftraggeber nachträglich den durch den Wirtschaftsprüfer geprüften und mit einem Bestätigungsvermerk versehenen Abschluss oder Lagebericht, darf er diesen Bestätigungsvermerk nicht weiterverwenden.

Hat der Wirtschaftsprüfer einen Bestätigungsvermerk nicht erteilt, so ist ein Hinweis auf die durch den Wirtschaftsprüfer durchgeführte Prüfung im Lagebericht oder an anderer für die Öffentlichkeit bestimmter Stelle nur mit in gesetzlicher Schriftform erteilter Einwilligung des Wirtschaftsprüfers und mit dem von ihm genehmigten Wortlaut zulässig.

(2) Widerruft der Wirtschaftsprüfer den Bestätigungsvermerk, so darf der Bestätigungsvermerk nicht weiterverwendet werden. Hat der Auftraggeber den Bestätigungsvermerk bereits verwendet, so hat er auf Verlangen des Wirtschaftsprüfers den Widerruf bekanntzugeben.

(3) Der Auftraggeber hat Anspruch auf fünf Berichtsausfertigungen. Weitere Ausfertigungen werden besonders in Rechnung gestellt.

(4) Etwaige Auskunfts-, Einsichts- und Herausgabeansprüche des Auftraggebers in Bezug auf die Arbeitspapiere des Wirtschaftsprüfers können erst nach Beendigung des jeweiligen Auftragsverhältnisses und nur innerhalb eines Jahres ab diesem Zeitpunkt geltend gemacht werden.

(5) Der Wirtschaftsprüfer ist dem Auftraggeber nicht zur Auskunft, Einsicht und Herausgabe in Bezug auf die Arbeitspapiere des Wirtschaftsprüfers verpflichtet, soweit Geschäftsgeheimnisse oder Verschwiegenheitspflichten des Wirtschaftsprüfers entgegenstehen.

(6) Der mit der Erfüllung etwaiger Auskunfts-, Einsichts- und Herausgabeansprüche beim Wirtschaftsprüfer entstehende Aufwand ist vom Auftraggeber zu vergüten.

11. Ergänzende Bestimmungen für Hilfeleistung in Steuersachen

(1) Der Wirtschaftsprüfer ist berechtigt, sowohl bei der Beratung in steuerlichen Einzelfragen als auch im Falle der Dauerberatung die vom Auftraggeber genannten Tatsachen, insbesondere Zahlenangaben, als richtig und vollständig zugrunde zu legen; dies gilt auch für Buchführungsaufträge. Er hat jedoch den Auftraggeber auf von ihm festgestellte wesentliche Unrichtigkeiten hinzuweisen.

(2) Der Steuerberatungsauftrag umfasst nicht die zur Wahrung von Fristen erforderlichen Handlungen, es sei denn, dass der Wirtschaftsprüfer hierzu ausdrücklich den Auftrag übernommen hat. In diesem Fall hat der Auftraggeber dem Wirtschaftsprüfer alle für die Wahrung von Fristen wesentlichen Unterlagen, insbesondere Steuerbescheide, so rechtzeitig vorzulegen, dass dem Wirtschaftsprüfer eine angemessene Bearbeitungszeit zur Verfügung steht.

(3) Mangels einer anderweitigen Vereinbarung in Textform umfasst die laufende Steuerberatung folgende, in die Vertragsdauer fallenden Tätigkeiten:

a) Ausarbeitung und elektronische Übermittlung der Jahressteuererklärungen, einschließlich E-Bilanzen, für die Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer, und zwar auf Grund der vom Auftraggeber vorzulegenden Jahresabschlüsse und sonstiger für die Besteuerung erforderlicher Aufstellungen und Nachweise
b) Nachprüfung von Steuerbescheiden zu den unter a) genannten Steuern
c) Verhandlungen mit den Finanzbehörden im Zusammenhang mit den unter a) und b) genannten Erklärungen und Bescheiden
d) Mitwirkung bei Betriebsprüfungen und Auswertung der Ergebnisse von Betriebsprüfungen hinsichtlich der unter a) genannten Steuern
e) Mitwirkung in Einspruchs- und Beschwerdeverfahren hinsichtlich der unter a) genannten Steuern.

Der Wirtschaftsprüfer berücksichtigt bei den vorgenannten Aufgaben die wesentliche veröffentlichte Rechtsprechung und Verwaltungsauffassung.

(4) Erhält der Wirtschaftsprüfer für die laufende Steuerberatung ein Pauschalhonorar, so sind mangels anderweitiger Vereinbarungen in Textform die unter Abs. 3 Buchst. d) und e) genannten Tätigkeiten gesondert zu honorieren.

(5) Sofern der Wirtschaftsprüfer auch Steuerberater ist und die Steuerberatervergütungsverordnung für die Bemessung der Vergütung anzuwenden ist, kann eine höhere oder niedrigere als die gesetzliche Vergütung in Textform vereinbart werden.

(6) Die Bearbeitung besonderer Einzelfragen der Einkommensteuer, Körperschaftsteuer, Gewerbesteuer und Einheitsbewertung sowie aller Fragen der Umsatzsteuer, Lohnsteuer, sonstigen Steuern und Abgaben erfolgt auf Grund eines besonderen Auftrags. Dies gilt auch für

a) die Bearbeitung einmalig anfallender Steuerangelegenheiten, z.B. auf dem Gebiet der Erbschaftsteuer und Grunderwerbsteuer,
b) die Mitwirkung und Vertretung in Verfahren vor den Gerichten der Finanz- und der Verwaltungsgerichtsbarkeit sowie in Steuerstrafsachen,
c) die beratende und gutachtliche Tätigkeit im Zusammenhang mit Umwandlungen, Kapitalerhöhung und -herabsetzung, Sanierung, Eintritt und Ausscheiden eines Gesellschafters, Betriebsveräußerung, Liquidation und dergleichen und
d) die Unterstützung bei der Erfüllung von Anzeige- und Dokumentationspflichten.

(7) Soweit auch die Ausarbeitung der Umsatzsteuerjahreserklärung als zusätzliche Tätigkeit übernommen wird, gehört dazu nicht die Überprüfung etwaiger besonderer buchmäßiger Voraussetzungen sowie die Frage, ob alle in Betracht kommenden umsatzsteuerrechtlichen Vergünstigungen wahrgenommen worden sind. Eine Gewähr für die vollständige Erfassung der Unterlagen zur Geltendmachung des Vorsteuerabzugs wird nicht übernommen.

12. Elektronische Kommunikation

Die Kommunikation zwischen dem Wirtschaftsprüfer und dem Auftraggeber kann auch per E-Mail erfolgen. Soweit der Auftraggeber eine Kommunikation per E-Mail nicht wünscht oder besondere Sicherheitsanforderungen stellt, wie etwa die Verschlüsselung von E-Mails, wird der Auftraggeber den Wirtschaftsprüfer entsprechend in Textform informieren.

13. Vergütung

(1) Der Wirtschaftsprüfer hat neben seiner Gebühren- oder Honorarforderung Anspruch auf Erstattung seiner Auslagen; die Umsatzsteuer wird zusätzlich berechnet. Er kann angemessene Vorschüsse auf Vergütung und Auslagenersatz verlangen und die Auslieferung seiner Leistung von der vollen Befriedigung seiner Ansprüche abhängig machen. Mehrere Auftraggeber haften als Gesamtschuldner.

(2) Ist der Auftraggeber kein Verbraucher, so ist eine Aufrechnung gegen Forderungen des Wirtschaftsprüfers auf Vergütung und Auslagenersatz nur mit unbestrittenen oder rechtskräftig festgestellten Forderungen zulässig.

14. Streitschlichtungen

Der Wirtschaftsprüfer ist nicht bereit, an Streitbeilegungsverfahren vor einer Verbraucherschlichtungsstelle im Sinne des § 2 des Verbraucherstreitbeilegungsgesetzes teilzunehmen.

15. Anzuwendendes Recht

Für den Auftrag, seine Durchführung und die sich hieraus ergebenden Ansprüche gilt nur deutsches Recht.