
Übertragungsbericht

vom 28. September 2026

Bericht der

VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe

als Hauptaktionärin der

NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

über die

Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der
NÜRNBERGER Beteiligungs-AG auf die VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener
Versicherung Gruppe

und zur Erläuterung und Begründung der

Angemessenheit der festgelegten Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1
Aktiengesetz (AktG)



Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung	5
1.1	Übertragungsverlangen	6
1.2	Barabfindung	6
1.3	Übertragungsbeschluss	7
2.	Beschreibung der NBG und der NBG-Gruppe sowie der VIG und der VIG-Gruppe.....	8
2.1	Informationen über die NBG und die NBG-Gruppe	8
2.1.1	Unternehmensgeschichte.....	8
2.1.2	Rechtsform, Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand	8
2.1.3	Grundkapital, Börsenhandel und Aktionärsstruktur	9
2.1.4	Organe und Vertretung	9
2.1.5	Geschäftstätigkeit und Struktur der NBG-Gruppe.....	11
2.1.6	Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation der NBG-Gruppe.....	12
2.1.7	Mitarbeiter.....	16
2.2	Informationen über die VIG und die VIG-Gruppe	16
2.2.1	Unternehmensgeschichte.....	16
2.2.2	Rechtsform, Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand	16
2.2.3	Grundkapital, Börsenhandel und Aktionärsstruktur	17
2.2.4	Organe und Vertretung	18
2.2.5	Geschäftstätigkeit und Struktur der VIG-Gruppe.....	19
2.2.6	Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation der VIG-Gruppe.....	20
2.2.7	Mitarbeiter.....	22
3.	Erwerb der Mehrheitsbeteiligung an der NBG durch die VIG	22
3.1	Freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot der VIG an die Aktionäre der NBG	22
3.2	Erwerb der NESBEG durch die VIG.....	22
3.3	Erwerbe von NBG-Aktien außerhalb des Erwerbsangebots	22
3.4	Beteiligungshöhe am 18. Mai 2026	23
3.5	Derzeitige Beteiligungshöhe	23
4.	Wesentliche Gründe für den Squeeze-out	23
4.1	Erhöhte Flexibilität.....	23
4.2	Einsparung von Kosten.....	23
4.3	Erhöhte Transaktionssicherheit.....	24
4.4	Wegfall kapitalmarktrechtlicher Pflichten der NBG.....	24
4.5	Förderung strategischer Ziele.....	24
5.	Alternativen zum Squeeze-out	25

6.	Voraussetzungen für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre	26
6.1	Überblick	26
6.2	Vorliegen der gesetzlichen Voraussetzungen im konkreten Fall	27
6.2.1	Beteiligung der VIG in Höhe von mindestens 95 %	27
6.2.2	Übertragungsverlangen der VIG	28
6.2.3	Festlegung der angemessenen Barabfindung	28
6.2.4	Gewährleistungserklärung der Deutschen Bank	29
6.2.5	Übertragungsbericht der VIG	29
6.2.6	Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung	29
6.2.7	Zugänglichmachung von Unterlagen	30
6.2.8	Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung der NBG	30
6.2.9	Eintragung in das Handelsregister	31
7.	Folgen des Squeeze-out für die Minderheitsaktionäre	32
7.1	Übertragung der NBG-Aktien auf die Hauptaktionärin	32
7.2	Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Zahlung der angemessenen Barabfindung, Verzinsung	32
7.3	Banktechnische Abwicklung und Zahlung der Barabfindung an die Minderheitsaktionäre	33
7.4	Beendigung des Börsenhandels	33
7.5	Steuerliche Folgen für die Minderheitsaktionäre der NBG in Deutschland	34
7.5.1	Vorbemerkung	34
7.5.2	Ermittlung des Veräußerungsgewinns oder -verlusts und steuerliche Behandlung	34
8.	Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Barabfindung	38
8.1	Vorbemerkungen	38
8.2	Ermittlung und Festlegung der Barabfindung nach § 327b Abs. 1 AktG	39
8.2.1	Börsenkurs und Referenzzeitraum	39
8.2.2	Unternehmensbewertung der NBG nach dem Ertragswertverfahren	42
8.2.3	Plausibilisierung des Unternehmenswerts anhand von Multiplikatoren	42
8.2.4	Ermittlung der Barabfindung auf der Grundlage einer Gesamtbeurteilung	42
9.	Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung	43

Anlagenverzeichnis

- Anlage 1** Depotbestätigungen (i) der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG vom 25. September 2026 über die Anzahl der von der VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe an der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG gehaltenen Aktien sowie (ii) der Deutsche Bank AG vom 25. September 2026 über die Anzahl der von der Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH an der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG gehaltenen Aktien
- Anlage 2** Beim Handelsregister des Amtsgerichts Nürnberg hinterlegte Gesellschafterliste der Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH
- Anlage 3** Übertragungsverlangen der VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe an den Vorstand der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG vom 22. Juni 2026
- Anlage 4** Ad hoc-Mitteilung der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG vom 22. Juni 2026
- Anlage 5** Konkretisiertes Übertragungsverlangen der VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe an den Vorstand der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG vom 28. September 2026
- Anlage 6** Ad hoc-Mitteilung der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG vom 28. September 2026
- Anlage 7** Gutachten der ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, Theresienstraße 1, 80333 München, Deutschland, vom 28. September 2026 zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit dem potenziellen Squeeze-out bei der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG gemäß §§ 327a ff. AktG zum 12. November 2026
- Anlage 8** Gewährleistungserklärung der Deutsche Bank AG vom 28. September 2026
- Anlage 9** Entwurf des von der Hauptversammlung der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG zu fassenden Übertragungsbeschlusses

1. Einleitung

Die VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe ist eine Aktiengesellschaft österreichischen Rechts mit Sitz in Wien, Österreich, eingetragen beim Handelsgericht Wien unter FN 75687 f (**VIG**, die VIG zusammen mit den mit ihr im Sinne von §§ 15 ff. Aktiengesetz (**AktG**) verbundenen Unternehmen, ausgenommen die NBG-Gruppe (wie in dieser Ziffer 1 definiert), die **VIG-Gruppe**). Die Geschäftsanschrift der VIG lautet Schottenring 30, 1010 Wien, Österreich. Das Grundkapital der VIG beträgt EUR 132.887.468,20. Es ist eingeteilt in 128.000.000 auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien mit Stimmrecht, wobei jede Stückaktie im gleichen Umfang am Grundkapital beteiligt ist (die **VIG-Aktien**). Die VIG-Aktien sind an der Wiener Börse, der Prager Börse und der Budapester Börse zum Handel zugelassen.

Der Mehrheitsaktionär der VIG ist der Wiener Städtische Versicherungsverein – Vermögensverwaltung, ein Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit mit Sitz in Wien, Österreich, eingetragen beim Handelsgericht Wien unter FN 101530 i (**WSV**), welcher rund 72 % der Aktien der VIG hält. Die übrigen rund 28 % der Aktien der VIG befinden sich im Streubesitz.

Die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG ist eine Aktiengesellschaft deutschen Rechts mit Sitz in Nürnberg, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Nürnberg unter HRB 66 (**NBG**, zusammen mit ihren Tochterunternehmen die **NBG-Gruppe**). Die Geschäftsanschrift der NBG lautet Ostendstraße 100, 90334 Nürnberg, Deutschland. Das im Handelsregister eingetragene Grundkapital der NBG beträgt EUR 40.320.000,00 und ist eingeteilt in 11.520.000 auf den Namen lautende Stückaktien, auf die jeweils ein rechnerischer Anteil von EUR 3,50 am Grundkapital der NBG entfällt (die **NBG-Aktien**).

Gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien in Höhe von 95 vom Hundert des Grundkapitals gehören (der **Hauptaktionär**), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (die **Minderheitsaktionäre**) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen (sogenannter **Squeeze-out**). Gemäß § 327a Abs. 2 i.V.m. §§ 16 Abs. 4, 17 Abs. 2 AktG gelten als Aktien, die dem Hauptaktionär gehören, auch diejenigen Aktien, die einem von ihm abhängigen, d.h. im Mehrheitsbesitz des Hauptaktionärs stehenden Unternehmen gehören.

Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts (wie in dieser Ziffer 1 definiert) hält die VIG unmittelbar 9.267.072 NBG-Aktien. Die Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH mit Sitz in Nürnberg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Nürnberg unter HRB 20457 (**NESBEG**), eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der VIG, hält weitere 2.170.761 NBG-Aktien. Entsprechende Depotbestätigungen der Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG (**Erste Bank**) vom 25. September 2026 sowie der Deutsche Bank AG (**Deutsche Bank**) vom 25. September 2026 sind diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 1** beigelegt. **Anlage 2** enthält die aktuelle, beim Handelsregister des Amtsgerichts Nürnberg hinterlegte Gesellschafterliste der NESBEG, aus der sich ergibt, dass die VIG die alleinige Gesellschafterin der NESBEG ist.

Die NESBEG ist ein von der VIG abhängiges Unternehmen im Sinne von § 327a Abs. 2 i.V.m. §§ 16 Abs. 4, 17 Abs. 2 AktG. Die von der NESBEG gehaltenen NBG-Aktien werden der VIG zugerechnet. Unter Hinzurechnung dieser Aktien hält die VIG 11.437.833 der insgesamt 11.520.000 NBG-Aktien, was rund 99,29 % des Grundkapitals der NBG entspricht. Die VIG hält somit mehr als 95 vom Hundert des Grundkapitals der NBG und ist Hauptaktionärin der NBG im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 i.V.m. §§ 16 Abs. 4, 17 Abs. 2 AktG.

Die VIG beabsichtigt den Ausschluss der Minderheitsaktionäre der NBG gegen angemessene Barabfindung nach §§ 327a ff. AktG. Zur Unterrichtung der Hauptversammlung der NBG hierüber erstattet die VIG als Hauptaktionärin hiermit gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG einen schriftlichen Bericht, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre dargelegt sowie die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (der **Übertragungsbericht**).

1.1 Übertragungsverlangen

Mit Schreiben vom 22. Juni 2026 hat die VIG dem Vorstand der NBG ihre Absicht mitgeteilt, die Minderheitsaktionäre der NBG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG auszuschließen. Zudem hat die VIG in diesem Schreiben ihr Verlangen im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der NBG gerichtet, die Hauptversammlung über die Übertragung der NBG-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die VIG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen (das **Übertragungsverlangen**). Eine Kopie des Schreibens vom 22. Juni 2026 ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 3** beigefügt. Die NBG hat dies mit Ad hoc-Mitteilung vom 22. Juni 2026 über das elektronische Informationsverbreitungssystem EQS öffentlich bekannt gemacht. Eine Kopie der Ad hoc-Mitteilung vom 22. Juni 2026 ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 4** beigefügt.

Mit Schreiben vom 28. September 2026 hat die VIG ihr Übertragungsverlangen unter Angabe der von ihr festgelegten angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 120,00 je NBG-Aktie gegenüber dem Vorstand der NBG konkretisiert. Eine Kopie des Schreibens vom 28. September 2026 ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 5** beigefügt. Die NBG hat dies mit Ad hoc-Mitteilung vom 28. September 2026 über das elektronische Informationsverbreitungssystem EQS öffentlich bekannt gemacht. Eine Kopie der Ad hoc-Mitteilung vom 28. September 2026 ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 6** beigefügt.

Bei Übermittlung des Übertragungsverlangens am 22. Juni 2026 und des konkretisierten Übertragungsverlangens am 28. September 2026 an den Vorstand der NBG war die VIG auch bereits Hauptaktionärin der NBG im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 i.V.m. §§ 16 Abs. 4, 17 Abs. 2 AktG (siehe Ziffern 3 und 6.2.1 dieses Übertragungsberichts).

1.2 Barabfindung

Die Minderheitsaktionäre erhalten eine angemessene Barabfindung, die die VIG auf der Grundlage einer von der ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München, Deutschland (**ValueTrust**), im Auftrag der VIG durchgeführten Unternehmensbewertung der NBG mit EUR 120,00 je NBG-Aktie festgelegt hat. Das

Gutachten von ValueTrust vom 28. September 2026 zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit dem potenziellen Squeeze-out bei der NBG gemäß §§ 327a ff. AktG (nachfolgend **Bewertungsgutachten**), das sich der Vorstand der VIG inhaltlich in vollem Umfang zu eigen macht, ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 7** vollständig beigelegt und bildet damit einen integralen Bestandteil dieses Übertragungsberichts. Ergänzende Angaben und Erläuterungen zum Unternehmenswert der NBG und zur Festlegung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG zum Bewertungsstichtag 12. November 2026 als dem Tag der außerordentlichen Hauptversammlung der NBG, die über die Übertragung der NBG-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die VIG Beschluss fassen soll, finden sich auch unter Ziffer 8 dieses Übertragungsberichts.

Die VIG hat am 28. September 2026 eine Erklärung der Deutschen Bank erhalten, mit der die Deutsche Bank die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der VIG gegenüber jedem Minderheitsaktionär der NBG übernimmt, diesem unverzüglich nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses (wie in Ziffer 1.3 dieses Übertragungsberichts definiert) in das Handelsregister der NBG die festgelegte Barabfindung zuzüglich etwaiger gesetzlicher Zinsen nach § 327b Abs. 2 AktG für jede seiner auf die VIG übergegangenen NBG-Aktien zu zahlen. Diese Gewährleistungserklärung hat die VIG dem Vorstand der NBG am 28. September 2026 – und damit vor der Einberufung der Hauptversammlung, die über den Squeeze-out beschließen soll – übermittelt. Die Gewährleistungserklärung der Deutschen Bank ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 8** beigelegt.

Die Angemessenheit der Barabfindung wurde durch einen sachverständigen, gerichtlich bestellten Prüfer im Sinne von § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG geprüft. Das Landgericht Nürnberg-Fürth hat auf Antrag der VIG vom 1. Juli 2026 durch Beschluss vom 3. Juli 2026 (Aktenzeichen: 1 HK O 3904/26 (2)) die IVA VALUATION & ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Frankfurt am Main, Deutschland (**IVA**), als sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung ausgewählt und bestellt. IVA wird gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 i.V.m. § 293e AktG einen gesonderten Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung erstatten, der von der Einberufung der außerordentlichen Hauptversammlung an auf der Internetseite der NBG zugänglich sein wird.

1.3 Übertragungsbeschluss

Es ist vorgesehen, dass die außerordentliche Hauptversammlung der NBG am 12. November 2026 über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NBG auf die VIG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG beschließt (der **Übertragungsbeschluss**). Der Entwurf des Übertragungsbeschlusses ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 9** beigelegt.

2. Beschreibung der NBG und der NBG-Gruppe sowie der VIG und der VIG-Gruppe

2.1 Informationen über die NBG und die NBG-Gruppe

2.1.1 Unternehmensgeschichte

Die Unternehmensgeschichte der NBG reicht bis in das Jahr 1883 zurück: Am 21. Februar 1883 beantragte Lothar Freiherr von Faber beim Königlich Bayerischen Staatsministerium des Innern die Betriebserlaubnis für die NÜRNBERGER Lebensversicherungs-Bank AG, die am 28. September 1884 erteilt wurde. Kurz darauf brachte das Unternehmen einen Vorläufer der heutigen Berufsunfähigkeits-Versicherung sowie die erste private Unfallversicherungspolice in Bayern auf den Markt. 1906 folgte die Aufnahme der Haftpflichtversicherung. Im weiteren Verlauf des 20. Jahrhunderts wurde das Produktportfolio kontinuierlich ausgeweitet – zu den Meilensteinen zählen die erste Sofortregulierung bei Kfz-Schäden (1966), die Einführung der fondsgebundenen Lebensversicherung (1971) sowie die erste elektronische Kundenberatung am Point of Sale (1982). Seit 1989 wird die NÜRNBERGER-Aktie an der Börse gehandelt.

1990 wurde die heutige Holdingstruktur unter der NBG errichtet. In den 2000er und 2010er Jahren baute das Unternehmen seine Gruppenstruktur und digitalen Vertriebskanäle weiter aus. Es wurden unter anderem eine Pensionskasse (2003) und ein Pensionsfonds (2005) etabliert.

Heute gehört die NBG-Gruppe zu den großen deutschen Erstversicherungsunternehmen. Im Oktober 2025 gab die NBG bekannt, dass mit der VIG eine Zusammenschlussvereinbarung geschlossen wurde und die VIG ein öffentliches Erwerbsangebot abgeben werde. Das Erwerbsangebot wurde am 24. Oktober 2025 veröffentlicht. Nach Erteilung sämtlicher regulatorischen Freigaben wurde die Transaktion im Mai 2026 vollzogen. Seither ist die VIG mit über 99 % an dem Grundkapital der NBG beteiligt (siehe Ziffern 3.4 und 3.5 dieses Übertragungsberichts).

2.1.2 Rechtsform, Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand

Die NBG ist eine Aktiengesellschaft deutschen Rechts mit Sitz in Nürnberg, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Nürnberg unter HRB 66. Die Geschäftsanschrift der NBG lautet Ostendstraße 100, 90334 Nürnberg, Deutschland. Das Geschäftsjahr der NBG ist das Kalenderjahr.

Gemäß § 2 der Satzung der NBG lautet der Gegenstand des Unternehmens wie folgt:

- 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 Unternehmensgegenstandes ist die Gesellschaft berechtigt, Kredite aufzunehmen und Schuldverschreibungen auszustellen.

2.1.3 Grundkapital, Börsenhandel und Aktionärsstruktur

(a) Grundkapital und Börsenhandel

Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts beträgt das Grundkapital der NBG EUR 40.320.000,00 und ist eingeteilt in 11.520.000 auf den Namen lautende Stückaktien, auf die jeweils ein rechnerischer Anteil von EUR 3,50 am Grundkapital der NBG entfällt. 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 grundsätzlich nur mit Zustimmung der NBG übertragen werden (die diesem Zustimmungsvorbehalt unterliegenden NBG-Aktien werden im Folgenden als vinkulierte NBG-Aktien bezeichnet). Von diesem Zustimmungserfordernis ausgenommen sind gemäß § 5 Abs. 2 der Satzung der NBG diejenigen Aktien, die durch Beschluss der Hauptversammlung vom 27. April 2022 von Inhaberaktien in nichtvinkulierte Namensaktien umgewandelt worden sind, wenn und soweit diese Aktien nicht zu einem späteren Zeitpunkt in vinkulierte Namensaktien umgewandelt worden sind (die nichtvinkulierten NBG-Aktien). Aktionäre, die nichtvinkulierte NBG-Aktien halten, können gemäß § 5 Abs. 3 der Satzung der NBG verlangen, dass diese nichtvinkulierten NBG-Aktien in vinkulierte NBG-Aktien umgewandelt werden, wobei die NBG die Ausübung dieses Rechts auf einen einzelnen Zeitraum oder auf einzelne Zeiträume innerhalb des Geschäftsjahres beschränken kann. Laut Geschäftsbericht der NBG für das Geschäftsjahr 2025 waren zum 31. Dezember 2025 von den NBG-Aktien 11.514.672 vinkuliert und 5.328 nichtvinkuliert.

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

(b) Aktionäre und eigene Aktien

Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts hält die NBG keine eigenen Aktien. Die VIG hält derzeit (unmittelbar und mittelbar) 11.437.833 der insgesamt 11.520.000 NBG-Aktien. Dies entspricht rund 99,29 % des Grundkapitals der NBG. Die übrigen 82.167 NBG-Aktien, welche rund 0,71 % des Grundkapitals und der Stimmrechte der NBG entsprechen, befinden sich im Streubesitz.

2.1.4 Organe und Vertretung

Die Organe der NBG sind der Vorstand, der Aufsichtsrat und die Hauptversammlung. Der Vorstand der NBG besteht gemäß § 6.1 der Satzung der NBG aus mindestens zwei Personen. Über die Zahl der Vorstandsmitglieder, die Bestellung und den Widerruf der Bestellung sowie die Anstellungsverträge mit ihnen entscheidet der Aufsichtsrat. Der Aufsichtsrat kann einen Vorsitzenden des Vorstands sowie einen stellvertretenden Vorsitzenden des Vorstands ernennen.



Die derzeitigen Mitglieder des Vorstands der NBG sind:

- Harald Rosenberger, Vorsitzender des Vorstands, Unternehmensentwicklung, Human Resources, Unternehmenskommunikation;
- Katja Briones-Schulz, Lebensversicherung, Krankenversicherung, Kapitalanlagen;
- Christine Kaaz, Schaden-/Unfallversicherung;
- Dr. Peter Ott, Governance-System und Konzernstruktur, Recht und Compliance, Revision, Risikomanagement, Planung und Steuerung, Rechnungswesen, Steuern, Asset Management und Bankgeschäfte, Interne Dienste;
- Wolfram Politt, Operations und Kundenbeziehungsmanagement;
- Andreas Politycki, Vertrieb, Marketing; und
- Markus Svanda, Informationstechnik und Digitalisierung, Datenschutz.

Die NBG wird gemäß § 6 Abs. 2 der Satzung der NBG durch zwei Vorstandsmitglieder oder durch ein Vorstandsmitglied gemeinsam mit einem Prokuristen vertreten.

Der Aufsichtsrat der NBG besteht gemäß § 7 Abs. 1 der Satzung der NBG aus zwölf Mitgliedern, und zwar aus sechs Mitgliedern der Anteilseigner, deren Wahl sich nach den Vorschriften des Aktiengesetzes richtet, und sechs Mitgliedern der Arbeitnehmer, deren Wahl sich nach den Bestimmungen des Mitbestimmungsgesetzes richtet.

Die derzeitigen Mitglieder des Aufsichtsrats der NBG sind:

Anteilseignervertreter:

- Hartwig Löger, Vorsitzender;
- Gerhard Lahner, stellvertretender Vorsitzender;
- Christine Bruchmann, Aufsichtsratsmitglied;
- Marion Ebentheuer, Aufsichtsratsmitglied;
- Burkhard Oppenberg, Aufsichtsratsmitglied; und
- Prof. Dr. Christian Rödl, Aufsichtsratsmitglied.

Vertreter der Arbeitnehmer:

- Eva Amschler, stellvertretende Vorsitzende;
- Jan Duschek, Aufsichtsratsmitglied;
- Peter Forster, Aufsichtsratsmitglied;
- Jens-Uwe Schmiedecke, Aufsichtsratsmitglied;
- Birgit Weiß, Aufsichtsratsmitglied; und
- Mirko Wolf, Aufsichtsratsmitglied.

2.1.5 Geschäftstätigkeit und Struktur der NBG-Gruppe

(a) Geschäftstätigkeit

Die NBG-Gruppe betreibt das Versicherungsgeschäft in den Geschäftssegmenten Lebensversicherung, private Krankenversicherung sowie Schaden- und Unfallversicherung. Hinzu kommt der Bereich Bank- und Finanzdienstleistungen. Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit sind dabei Privatkunden, kleine und mittelständische Unternehmen sowie berufsständische Versorgungseinrichtungen.

Die NBG-Gruppe wird von der NBG geführt, während das operative Geschäft von Tochtergesellschaften der NBG ausgeübt wird. Die NBG fungiert somit als Holdinggesellschaft. Sie erbringt Dienstleistungen für ihre Tochtergesellschaften in den Bereichen Revision, Risikomanagement, Recht und Compliance inklusive Geldwäschebekämpfung, Datenschutz, Planung und Controlling, Marketing sowie Steuern.

Derzeit ist die NBG-Gruppe auf den deutschen Markt fokussiert. Der Vertrieb erfolgt über die traditionellen Vertriebswege „Ausschließlichkeits-Vermittler“, „Makler, Mehrfachagenturen und Finanzvertriebe“ sowie „Autohausagenturen“, ergänzt um digitale Medien. Insgesamt sind rund 3.800 angestellte Mitarbeiter im Innen- und Außendienst sowie rund 14.000 haupt- und nebenberufliche Vermittler für die NBG-Gruppe tätig.

(b) Struktur der NBG-Gruppe und wesentliche Beteiligungen der NBG

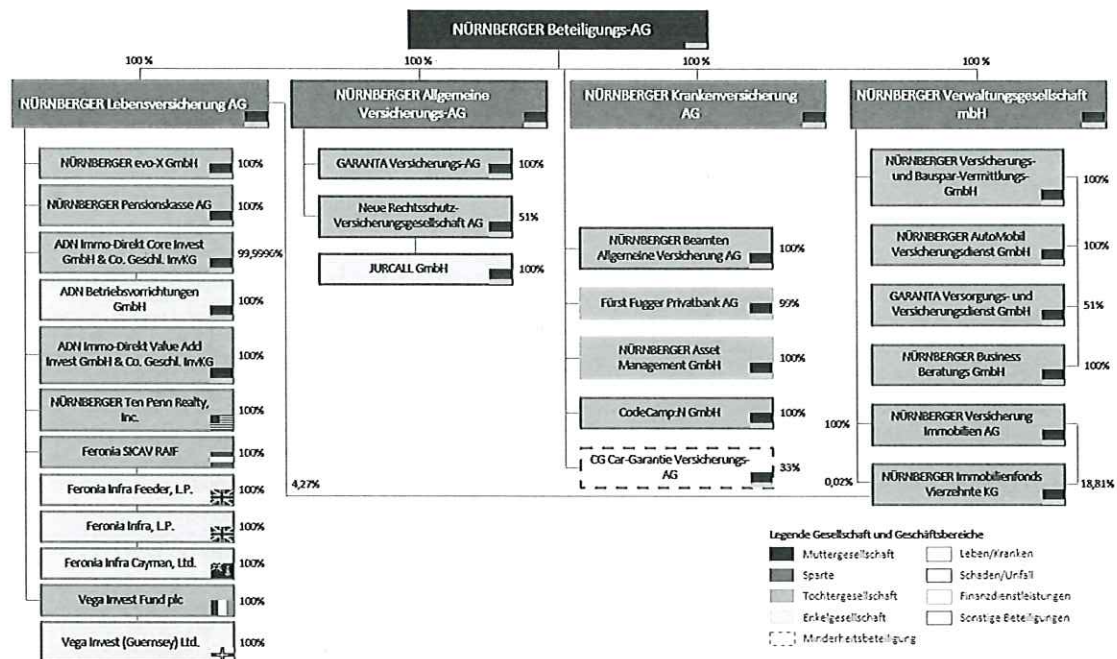
Die NBG ist Mutterunternehmen von Versicherungsunternehmen und gilt als Versicherungs-Holdinggesellschaft. Zu den (unmittelbaren und mittelbaren) Tochterunternehmen der NBG gehören insbesondere folgende Gesellschaften:

- die NÜRNBERGER Lebensversicherung AG mit Sitz in Nürnberg, Deutschland (100 %);
- die NÜRNBERGER Allgemeine Versicherungs-Aktiengesellschaft mit Sitz in Nürnberg, Deutschland (100 %);
- die NÜRNBERGER Krankenversicherung AG mit Sitz in Nürnberg, Deutschland (100 %);
- die NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung Aktiengesellschaft mit Sitz in Nürnberg, Deutschland (100 %);
- die Neue Rechtsschutz-Versicherungsgesellschaft Aktiengesellschaft mit Sitz in Mannheim, Deutschland (51 %);
- die NÜRNBERGER Pensionskasse Aktiengesellschaft mit Sitz in Nürnberg, Deutschland (100 %);
- die GARANTA Versicherungs-Aktiengesellschaft mit Sitz in Nürnberg, Deutschland (100 %) und
- die Fürst Fugger Privatbank Aktiengesellschaft mit Sitz in Augsburg, Deutschland (99 %).

Die NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung Aktiengesellschaft und die GARANTA Versicherungs-Aktiengesellschaft sollen mit steuerlicher und

bilanzieller Wirkung zum 1. Januar 2026 auf die NÜRNBERGER Allgemeine Versicherungs-Aktiengesellschaft verschmolzen werden. Die Verschmelzungsverträge wurden am 25. August 2026 notariell beurkundet und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (**Bafin**) hat die Verschmelzungen genehmigt. Die Verschmelzungen wurden zur Eintragung in die Handelsregister der beteiligten Gesellschaften angemeldet. Die Verschmelzungen werden mit Eintragung in das Register des Sitzes der NÜRNBERGER Allgemeine Versicherungs-Aktiengesellschaft wirksam.

Die derzeitige Struktur der NBG-Gruppe stellt sich wie folgt dar:



2.1.6 Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation der NBG-Gruppe

(a) Finanzkennzahlen für die Geschäftsjahre 2023, 2024 und 2025

Die nachstehende Tabelle gibt eine Übersicht über Finanzkennzahlen der NBG-Gruppe der vergangenen drei Geschäftsjahre 2023, 2024 und 2025 (jeweils vom 1. Januar bis zum 31. Dezember). Sämtliche Kennzahlen sind den Konzernabschlüssen der NBG-Gruppe für die Geschäftsjahre 2023, 2024 und 2025 entnommen. Die Konzernabschlüsse wurden im Einklang mit den Bestimmungen des Handelsgesetzbuchs (**HGB**) und den einschlägigen Bestimmungen der Verordnung über die Rechnungslegung von Versicherungsunternehmen (RechVersV) erstellt.

Finanzkennzahlen (Mio. EUR)	2025	2024	2023
Ergebnisse			
Konzernumsatz	4.477,0	4.546,0	4.359,0
gebuchte Brutto-Beiträge	3.521,0	3.665,0	3.547,0

Finanzkennzahlen (Mio. EUR)	2025	2024	2023
Jahresüberschuss/-fehlbetrag inkl. Ergebnisbestandteile auf nicht beherrschte Anteile	46,8	- 77,0	42,8
Konzernjahresüberschuss/-fehlbetrag auf NÜRNBERGER Anteilseigner zurechenbar	44,4	- 78,5	41,7
Aufwendungen für Versicherungsfälle für eigene Rechnung	2.603,0	2.802,0	2.611,0
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb für eigene Rechnung	490,0	685,0	704,0
Versicherungstechnisches Ergebnis für eigene Rechnung im Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft	- 43,2	- 116,0	- 36,7
Versicherungstechnisches Ergebnis für eigene Rechnung im Lebens- und Krankenversicherungsgeschäft	173,7	67,6	70,6
Bilanz			
Immaterielle Vermögensgegenstände	96,2	96,6	99,3
Kapitalanlagen	24.644,4	24.363,8	24.073,2
Kapitalanlagen für Rechnung und Risiko von Inhabern von Lebens- und Unfallversicherungspolicen	11.191,8	10.759,0	9.377,1
Forderungen	541,7	481,0	460,5
Sonstige Vermögensgegenstände	678,2	606,9	643,7
Rechnungsabgrenzungsposten	188,7	171,2	160,2
Aktive latente Steuern	141,1	169,3	180,7
Summe der Aktiva	37.482,0	36.647,9	34.994,7
Eigenkapital	891,3	848,5	966,6
Nachrangige Verbindlichkeiten	-	2,0	2,0
Versicherungstechnische Rückstellungen	23.431,5	23.159,2	22.935,5

Finanzkennzahlen (Mio. EUR)	2025	2024	2023
Versicherungstechnische Rückstellungen im Bereich der Lebens- und Unfallversicherung, soweit das Anlagerisiko von den Versicherungsnehmern getragen wird	11.196,9	10.800,8	9.419,8
Andere Rückstellungen	431,0	409,5	387,2
Depotverbindlichkeiten aus dem in Rückdeckung gegebenen Versicherungsgeschäft	291,6	151,8	135,5
Andere Verbindlichkeiten	1.237,3	1.273,2	1.145,0
Rechnungsabgrenzungsposten	2,5	2,9	3,1
Summe der Passiva	37.482,0	36.647,9	34.994,7
Cashflow aus der laufenden Geschäftstätigkeit	1,0	137,5	– 116,8

(b) Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation im Geschäftsjahr 2025

Im Geschäftsjahr 2025 entwickelte sich die NBG-Gruppe in ihren Geschäftsfeldern unterschiedlich. Im Lebensversicherungsgeschäft nahmen die gebuchten Bruttobeiträge um 1,2 % ab. Damit lag die NBG-Gruppe unter dem Wachstum der Branche, das jedoch auf dem Anstieg der Einmalprämien basierte. Einmalbeiträge reduzierten sich um 16,0 %. Die laufenden Beitragseinnahmen betrugen - 0,3 % und lagen nahe dem unveränderten Marktniveau. Das Krankenversicherungsgeschäft verzeichnete ein Prämienwachstum von 4,4 %, lag damit aber dennoch unter der Branchenentwicklung. Im Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft wurde der begonnene Sanierungsprozess fortgesetzt. Insbesondere durch Bestandsbereinigungen ergaben sich um 12,1 % reduzierte Beitragseinnahmen in diesem Geschäftsfeld. Das Neugeschäft der NBG-Gruppe ging über alle Geschäftsfelder zurück.

Der Konzernumsatz sank um rund 1,5 % oder EUR 69 Mio. auf EUR 4.477 Mio. Dieser Umsatzrückgang ging vor allem zurück auf die gesunkenen Beitragseinnahmen im Segment Schaden- und Unfallversicherung.

Die NBG-Gruppe schloss das Geschäftsjahr 2025 mit einem Konzernjahresüberschuss von EUR 44,4 Mio. ab (Vorjahr: Konzernjahresfehlbetrag von EUR – 78,5 Mio.). Dieser Anstieg war vor allem auf die stark verbesserten versicherungstechnischen Ergebnisse zurückzuführen.

Im Geschäftsjahr 2025 sanken die Aufwendungen für Versicherungsfälle für eigene Rechnung um 7,1 % oder EUR 199 Mio. auf EUR 2.603 Mio. Dieser Rückgang ging

zurück auf das Segment Schaden- und Unfallversicherung, in dem eine deutlich verbesserte Abwicklung der Rückstellungen für Vorjahresschäden sowie ein besserer Geschäftsjahresschadenverlauf insbesondere aus Naturgefahren die Schadenaufwendungen entlasteten.

Die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb für eigene Rechnung sanken um 28,5 % oder EUR 195 Mio. auf EUR 490 Mio. Gründe hierfür waren vor allem niedrigere Abschlussaufwendungen im Segment Lebensversicherung infolge des gesunkenen Neugeschäfts sowie gestiegene Provisionen aus der Rückversicherung.

Das versicherungstechnische Ergebnis für eigene Rechnung im Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft verbesserte sich im Geschäftsjahr 2025 um EUR 72,7 Mio. auf EUR –43,2 Mio. Diese Verbesserung ging vor allem zurück auf die Sanierung des Portfolios über Preiserhöhungen und Bestandsbereinigungen und den deutlich gesunkenen Schadenaufwand.

Das versicherungstechnische Ergebnis für eigene Rechnung im Lebens- und Krankenversicherungsgeschäft stieg um EUR 106,1 Mio. auf EUR 173,7 Mio. Dieser Anstieg war vor allem auf die deutlich gesunkenen Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb für eigene Rechnung zurückzuführen.

(c) Geschäftliche Entwicklung bis zum Ende des ersten Halbjahres 2026

Auch im ersten Halbjahr 2026 entwickelte sich die NBG-Gruppe in den Segmenten nicht einheitlich. Im Lebensversicherungs- ebenso im Schaden-/Unfallversicherungsgeschäft gingen die gebuchten Brutto-Beiträge weiter zurück. Jedoch konnte im Krankenversicherungsgeschäft eine Beitragssteigerung erreicht werden. Die Neubeträge waren weiterhin über alle Segmente rückläufig. Die Segmentergebnisse entwickelten sich ebenfalls unterschiedlich. Im Lebensversicherungsgeschäft wurde das Niveau des ersten Halbjahres 2025 wieder erreicht, in der Krankenversicherung konnte es leicht gesteigert werden. Im Segment Schaden-/Unfallversicherung ging das Ergebnis im Vergleich zum ersten Halbjahr 2025 aufgrund des niedrigeren Kapitalanlageergebnisses zurück, da in der Vergleichsperiode ein Sondereffekt aus dem Verkauf einer Beteiligung enthalten war. Das Ergebnis im Geschäftsfeld Bankdienstleistungen konnte gesteigert werden, sodass der Konzernüberschuss das Niveau des ersten Halbjahres 2025 erreichte.

Die Aufwendungen für Versicherungsfälle für eigene Rechnung blieben im Vergleich zum ersten Halbjahr 2025 nahezu konstant, während sich die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb für eigene Rechnung aufgrund des niedrigeren Neugeschäfts und höherer Rückversicherungsprovisionen aus einer Vertragsanpassung im Segment Lebensversicherung sowie geringerer Personal- und Sachkosten deutlich reduzierten.

Das versicherungstechnische Ergebnis für eigene Rechnung im Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft erholte sich weiter, vor allem durch niedrigere Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb für eigene Rechnung. Das versicherungstechnische Ergebnis für eigene Rechnung im Lebens- und Krankenversicherungsgeschäft erhöhte sich aufgrund der deutlich gesunkenen Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb für eigene Rechnung stark.

2.1.7 Mitarbeiter

Im Geschäftsjahr 2025 belief sich die Zahl der Mitarbeiter der NBG-Gruppe im Durchschnitt auf 3.829.

2.2 Informationen über die VIG und die VIG-Gruppe

2.2.1 Unternehmensgeschichte

Die VIG blickt auf eine Unternehmensgeschichte zurück, deren Ursprünge bis in das Jahr 1824 reichen. In diesem Jahr wurde mit der Wechselseitigen k.k. privilegierten Brandschaden-Versicherungs-Anstalt die erste von drei Vorläufergesellschaften gegründet, aus denen die heutige VIG hervorgegangen ist. In der Zeit der beginnenden Industrialisierung lag der Schwerpunkt zunächst auf der Feuerversicherung. Die zweite Vorläufergesellschaft entstand 1839 mit der Gründung der Allgemeinen wechselseitigen Capitalien- und Rentenversicherungsanstalt. Die dritte Vorläufergesellschaft folgte 1898 unter dem Namen Städtische Kaiser Franz Joseph-Jubiläums-Lebens- und Renten-Versicherungs-Anstalt, die insbesondere Lebens- und Rentenversicherungen für einkommensschwache Bürger:innen anbot und in die kommunale Fürsorgepolitik eingebunden war.

1938 wurden die drei Vorläufergesellschaften zu einer Gesellschaft fusioniert, die ab 1947 unter Wiener Städtische Wechselseitige Versicherungsanstalt firmierte. In den 1960er Jahren erfolgte der Ausbau zum Universalversicherer. Der Erwerb der Aktienmehrheit an der Donau Versicherung im Jahr 1971 war der Beginn der Mehrmarkenstrategie der VIG. Seit 1994 ist die VIG börsennotiert. 2010 wurde das Unternehmen unter der Holding und Dachmarke Vienna Insurance Group neu strukturiert.

Parallel dazu entwickelte sich die VIG zu einem international ausgerichteten Versicherungskonzern. Bereits 1990 fasste sie mit der ersten Beteiligung an der Kooperativa in der damaligen Tschechoslowakei sowie der Gründung der InterRisk in Deutschland Fuß im Ausland. In den Folgejahren expandierte sie kontinuierlich in zahlreiche Märkte Zentral- und Osteuropas, unter anderem nach Ungarn, Polen, Kroatien, Rumänien, Bulgarien und in die Ukraine. 2008 gründete sie zudem mit der VIG Re in Prag eine gruppeneigene Rückversicherungsgesellschaft, die ihre Präsenz in der Folge auch in Westeuropa ausbaute. In jüngerer Zeit erweiterte die Gruppe ihr Netz um weitere Standorte, unter anderem mit Niederlassungen in Nordeuropa (2019).

2.2.2 Rechtsform, Sitz, Geschäftsjahr und Unternehmensgegenstand

Die VIG ist eine Aktiengesellschaft österreichischen Rechts mit Sitz in Wien, Österreich, eingetragen beim Handelsgericht Wien unter FN 75687 f. Die Geschäftsanschrift der VIG lautet Schottenring 30, 1010 Wien, Österreich. Das Geschäftsjahr der VIG ist das Kalenderjahr.

Nach § 2 Abs. 1, 2 der Satzung der VIG kommt der VIG die strategische Führung der VIG-Gruppe und die Wahrnehmung der zentralen Gruppenfunktionen einschließlich Infrastruktur zu. Darüber hinaus betreibt die VIG direkt die Unfallversicherung und die Schadenversicherung (Sach- und Vermögensschaden-Versicherung) sowie die Rückversicherung in den Versicherungszweigen, deren Betrieb ihr von der Versicherungsaufsichtsbehörde genehmigt ist. Soweit sie mit dem Betrieb

der Vertragsversicherung in unmittelbarem Zusammenhang stehen, sind Gegenstand des Unternehmens ferner

- a) die Beteiligung an anderen Unternehmen;
- b) die Tätigkeit der Versicherungsvermittlung;
- c) die Tätigkeit eines Beraters in Versicherungsangelegenheiten;
- d) die Vermittlung von Hypothekendarlehen und Personalkrediten sowie die Vermittlung der Anschaffung und Veräußerung von Wertpapieren, soweit diese Tätigkeiten im Zusammenhang mit dem Versicherungsbetrieb stehen;
- e) die Vermittlung von Bausparverträgen;
- f) die Erbringung von Dienstleistungen in der automatischen Datenverarbeitung und Informationstechnik;
- g) die Errichtung und Führung von Organisationseinrichtungen für Unternehmen, an welchen die Gesellschaft beteiligt ist, oder mit welchen ein Kooperationsübereinkommen abgeschlossen wurde;
- h) die Durchführung von Verwaltungsaufgaben für Unternehmen, an welchen die Gesellschaft beteiligt ist, oder mit welchen ein Kooperationsübereinkommen abgeschlossen wurde; und
- i) der Betrieb privater Krankenanstalten in der Betriebsform eines Betriebsambulatoriums zur medizinischen Betreuung der Dienstnehmer der Gesellschaft.

Nach § 2 Abs. 3 der Satzung der VIG erstreckt sich der Betrieb der VIG auf Österreich und das Ausland.

2.2.3 Grundkapital, Börsenhandel und Aktionärsstruktur

(a) Grundkapital und Börsenhandel

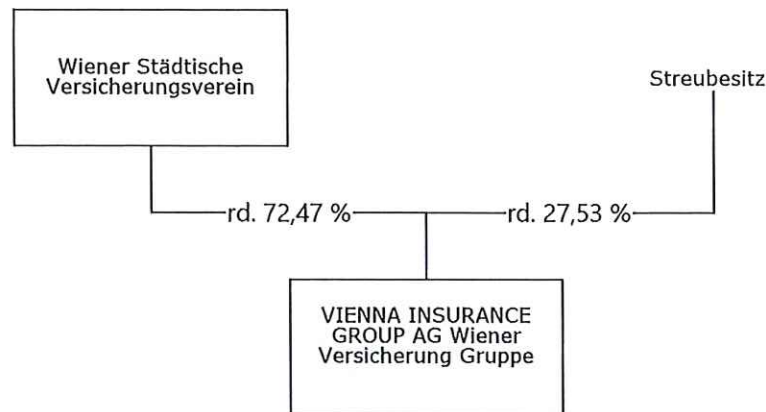
Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts beträgt das Grundkapital der VIG EUR 132.887.468,20 und ist eingeteilt in 128.000.000 auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien mit Stimmrecht, wobei jede Stückaktie am Grundkapital im gleichen Umfang beteiligt ist.

Die VIG-Aktien sind an der Wiener Börse, der Prager Börse und der Budapester Börse zum Handel zugelassen.

(b) Aktionäre und eigene Aktien

Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts hält die VIG keine eigenen Aktien. Der Mehrheitsaktionär der VIG ist der Wiener Städtische Versicherungsverein – Vermögensverwaltung, ein Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit österreichischen Rechts mit Sitz in Wien, Österreich, registriert beim Handelsgericht Wien unter FN 101530 i (**WSV**), welcher (unmittelbar und mittelbar) rund 72 % der VIG-Aktien hält. Die übrigen rund 28 % der VIG-Aktien befinden sich im Streubesitz.

Das folgende Schaubild illustriert die gegenwärtige Gesellschafterstruktur der VIG:



2.2.4 Organe und Vertretung

Die Organe der VIG sind der Vorstand, der Aufsichtsrat und die Hauptversammlung. Der Vorstand der VIG besteht gemäß § 8 Abs. 3 der Satzung der VIG aus mindestens drei und höchstens acht Personen; die Bestellung stellvertretender Vorstandsmitglieder ist zulässig. Die Bestellung und Abberufung der Vorstandsmitglieder sowie die Regelung ihrer Anstellungsverhältnisse obliegen dem Aufsichtsrat nach Maßgabe der gesetzlichen Vorschriften. Der Aufsichtsrat kann einen Vorsitzenden des Vorstands sowie einen stellvertretenden Vorsitzenden des Vorstands ernennen.

Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts besteht der Vorstand der VIG aus folgenden Mitgliedern:

- Hartwig Löger, Generaldirektor (Chief Executive Officer), Vorstandsvorsitzender;
- Peter Höfinger, 1. Generaldirektor-Stellvertreter, 1. Stellvertretender Vorstandsvorsitzender;
- Gerhard Lahner, 2. Generaldirektor-Stellvertreter, 2. Stellvertretender Vorstandsvorsitzender (Chief Operations Officer);
- Dr. Judit Ágnes Havasi, Vorstandsmitglied (Retail);
- Liane Hirner, Vorstandsmitglied (Chief Finance and Risk Officer);
- Gábor Lehel, Vorstandsmitglied (Chief Innovation Officer);
- Christoph Rath, Vorstandsmitglied; und
- Sonja Raus, Vorstandsmitglied.

Gemäß § 9 Abs. 2 der Satzung der VIG wird die Gesellschaft durch zwei Vorstandsmitglieder gemeinsam oder ein Vorstandsmitglied gemeinsam mit einem Prokuristen vertreten. Auch jeweils zwei Prokuristen sind mit den gesetzlichen Einschränkungen zur Abgabe von Willenserklärungen und zur Zeichnung für die Gesellschaft berechtigt.

Der Aufsichtsrat der VIG besteht aus mindestens drei und höchstens 14 Mitgliedern. Alle Aufsichtsratsmitglieder sind Kapitalvertreter. Der WSV ist nach § 10 Abs. 3 der Satzung der VIG berechtigt, bis zu einem Drittel der Mitglieder in den Aufsichtsrat

zu entsenden, sobald und solange er an der VIG nicht mehr als 50 % der stimmberechtigten Aktien hält. Derzeit steht dem WSV aufgrund seiner Beteiligung in Höhe von rund 72 % kein Entsendungsrecht zu, sodass sämtliche Aufsichtsratsmitglieder von der Hauptversammlung gewählt werden.

Die derzeitigen Mitglieder des Aufsichtsrats der VIG sind:

- Dr. Peter Thirring, Vorsitzender;
- Dr. Rudolf Ertl, Stellvertreter des Vorsitzenden;
- Dr. Martin Simhandl, Stellvertreter des Vorsitzenden;
- Robert Lasshofer, Stellvertreter des Vorsitzenden;
- Martina Dobringer, Mitglied des Aufsichtsrats;
- András Kozma, Mitglied des Aufsichtsrats;
- Dr. h.c. Vratislav Kulhánek, Mitglied des Aufsichtsrats;
- JUDr. Hana Macháčová, Mitglied des Aufsichtsrats;
- Ass. Prof. Dr. h.c. Peter Mihók Ph.D., Mitglied des Aufsichtsrats;
- Katarína Slezáková, Mitglied des Aufsichtsrats;
- Ágnes Svoób, Mitglied des Aufsichtsrats; und
- Dr. Gertrude Tumpel-Gugerell, Mitglied des Aufsichtsrats.

2.2.5 Geschäftstätigkeit und Struktur der VIG-Gruppe

Die VIG-Gruppe ist die führende Versicherungsgruppe in der Gesamtregion Zentral- und Osteuropa (**CEE**) mit 200-jähriger Tradition. Die Gruppe umfasst mehr als 50 Versicherungs- und Pensionsgesellschaften in 30 Ländern und ist mit etablierten Marken sowie langjähriger Marktpresenz in den jeweiligen Märkten tätig. Die VIG-Gruppe ist dezentral organisiert und verfolgt eine Mehrmarkenstrategie sowie einen Multikanalvertrieb; lokales Unternehmertum und die Förderung von Talenten sind zentrale Elemente des Geschäftsmodells.

In der Region CEE zielt die VIG auf die Nutzung langfristiger Wachstumschancen. Die VIG-Gruppe fokussiert sich auf finanzielle Stabilität und fachliche Kompetenz in der Risikoabsicherung. Ihre finanzielle Stärke spiegelt sich in einem Rating von „A+“ mit positivem Ausblick von Standard & Poor's sowie einer Solvenzquote von 296 % (2025) wider. Sie setzt Erfahrung und Fachwissen ein, um bedarfsgerechte Versicherungsleistungen anzubieten. Die VIG sieht ihre Aufgabe in der Absicherung der für ihre Kunden wesentlichen Risiken. Nach Vollzug der Übernahme der NBG betreut die VIG-Gruppe mit ihren rund 34.000 Mitarbeitern und Mitarbeiterinnen rund 36 Mio. Kundinnen und Kunden.

2.2.6 Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation der VIG-Gruppe

(a) Finanzkennzahlen für die Geschäftsjahre 2023, 2024 und 2025

Die nachstehende Tabelle gibt eine Übersicht über Finanzkennzahlen der VIG-Gruppe der vergangenen drei Geschäftsjahre 2023, 2024 und 2025 (jeweils vom 1. Januar bis zum 31. Dezember). Sämtliche Kennzahlen sind den Konzernabschlüssen der VIG für die Geschäftsjahre 2023, 2024 und 2025 entnommen, die in Übereinstimmung mit den International Financial Reporting Standards, wie sie in der Europäischen Union anzuwenden sind, und den nach § 245a (1) Unternehmensgesetzbuch (**UGB**) zu beachtenden unternehmensrechtlichen Vorschriften, erstellt wurden.

Finanzkennzahlen (Mio. EUR)	2025	2024	2023
Ergebnisse			
Verrechnete Prämien	16.313,7	15.226,3	13.784,0
Versicherungstechnische Erträge ausgestelltter Versicherungsverträge	13.196,0	12.138,5	10.921,8
Gesamtkapitalveranlagungsergebnis	489,4	435,6	284,3
Konzernergebnis vor Steuern	1.161,3	881,8	772,7
Periodenergebnis nach Steuern und nicht beherrschenden Anteilen	834,9	626,3	560,1
Bilanz			
Gesamtkapitalveranlagungsportfolio	47.151,6	44.568,3	42.586,1
Konzerneigenkapital (inklusive nicht beherrschende Anteile)	7.331,4	6.558,9	6.099,3
Verbindlichkeiten aus ausgestellten Versicherungsverträgen	41.496,9	39.598,1	37.804,1
Bilanzsumme	54.315,6	51.242,1	48.818,7
Vertragliche Servicemarge (CSM)	6.235,9	5.523,2	5.797,2

(b) Geschäftliche Entwicklung und Ergebnissituation der VIG-Gruppe im Geschäftsjahr 2025

Im Geschäftsjahr 2025 erhöhten sich die verrechneten Prämien der VIG-Gruppe um 7,1 % auf EUR 16.313,7 Mio. (2024: EUR 15.226,3 Mio.). Alle berichtspflichtigen Segmente zeigten dabei eine positive Entwicklung; besonders dynamisch entwickelten sich die Segmente Erweiterte CEE (+9,2 %), Polen (+10,7 %), Tschechische Republik (+8,2 %) und Österreich (+4,6 %). Die versicherungstechnischen

Erträge ausgestellter Versicherungsverträge stiegen um 8,7 % auf EUR 13.196,0 Mio. (2024: EUR 12.138,5 Mio.).

Die Netto Combined Ratio verbesserte sich deutlich auf 90,1 % (2024: 93,4 %), was vorwiegend auf die berichtspflichtigen Segmente Österreich, Tschechische Republik, Polen sowie Spezialmärkte zurückzuführen ist und durch deutlich geringere Unwetterschäden und Naturkatastrophen unterstützt wurde. Das versicherungstechnische Ergebnis stieg auf EUR 1.518,4 Mio. (2024: EUR 1.186,4 Mio.).

Das Gesamtkapitalveranlagungsergebnis erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr um 12,3 % auf EUR 489,4 Mio. (2024: EUR 435,6 Mio.). Das Konzernergebnis vor Steuern erhöhte sich im Geschäftsjahr 2025 um 31,7 % auf EUR 1.161,3 Mio. (2024: EUR 881,8 Mio.); der Anstieg stammt vorwiegend aus dem deutlich gestiegenen Ergebnis in den berichtspflichtigen Segmenten Österreich, Tschechische Republik, Erweiterte CEE und Polen.

(c) Geschäftliche Entwicklung bis zum Ende des ersten Halbjahres 2026

Das Konzernergebnis vor Steuern erhöhte sich im ersten Halbjahr 2026 deutlich um 20,7 % auf EUR 641,5 Mio. Die Ergebnissteigerung ist unter anderem auf die positive Entwicklung des Gesamtkapitalveranlagungsergebnisses und der Netto Combined Ratio zurückzuführen. In allen Segmenten konnte ein positives Ergebnis vor Steuern erwirtschaftet werden, wobei das höchste prozentuale Plus in den Segmenten Erweiterte CEE (+98,0 %), Spezialmärkte (+35,4 %) und Österreich (+11,2 %) zu verzeichnen ist.

Die versicherungstechnischen Erträge ausgestellter Versicherungsverträge konnten auf EUR 6.849,9 Mio. (+7,1 %) gesteigert werden. Die Wachstumsraten der Segmente Spezialmärkte (+10,9 %), Erweiterte CEE (+9,2 %) und Tschechien (+8,7 %) lagen sogar darüber, wobei in den Märkten Ukraine (+18,5 %), Bosnien-Herzegowina (+16,2 %), Türkei (+14,2 %), Ungarn (+13,6 %), Albanien (+13,2 %), Kroatien (+12,6 %) und Bulgarien (+11,3 %) ein zweistelliges Wachstum erzielt wurde. Bei den Sparten entfiel die höchste prozentuale Steigerungsrate auf die Lebensversicherung ohne Gewinnbeteiligung (+18,2 %), gefolgt von der Fonds- und indexgebundenen Lebensversicherung (+10,7 %) und der Krankenversicherung (+8,8 %).

Die verrechneten Prämien betrugen im ersten Halbjahr 2026 EUR 9.031,6 Mio. und liegen damit um 5,4 % über dem Vergleichswert des Vorjahres. Die höchste prozentuale Steigerungsrate entfiel auf die Lebensversicherung ohne Gewinnbeteiligung (+18,4 %). Das Wachstum wurde vor allem vom Kernmarkt CEE mit über dem Gesamtdurchschnitt liegenden Zuwachsraten getragen. Polen verzeichnete +8,3 %, Tschechien +8,1 % und Erweiterte CEE +6,4 % Prämiensteigerung. Auch Österreich trug mit einem Prämienplus von +3,6 % zum positiven Wachstum des Kernmarktes CEE bei. Von den Ländern im Segment Erweiterte CEE zeigten vor allem Ungarn (+15,1 %), Bulgarien (+12,0 %), Serbien (+9,7 %), Kroatien (+9,3 %) sowie die Slowakei (+7,0 %) eine sehr positive Prämienentwicklung. Im Spezialmarkt Türkei (2,6 %) wurde das Wachstum in der Kfz-Haftpflichtversicherung aufgrund der aktuellen Marktentwicklungen zugunsten der Profitabilität der Gruppe zurückgenommen.

Die Netto Combined Ratio verbesserte sich im Halbjahr 2026 auf 91,4 % und liegt damit um 0,5 Prozentpunkte unter dem Vorjahreswert von 91,9 %. Die Verbesserung gegenüber der Vorjahresperiode ist vorwiegend auf geringere Schadenbelastungen zurückzuführen. Das versicherungstechnische Ergebnis stieg im ersten Halbjahr 2026 auf EUR 719,4 Mio. (erstes Halbjahr 2025: EUR 696,1 Mio.).

Das Gesamtkapitalveranlagungsportfolio betrug zum 30. Juni 2026 EUR 49,1 Mrd. (Ende 2025: EUR 47,2 Mrd.). Das entspricht einem Anstieg um 4,1 %. Die Entwicklung ist vorrangig auf gestiegene Marktwerte der zum Zeitwert bewerteten Investments sowie auf hohe Neuveranlagungen zurückzuführen.

2.2.7 Mitarbeiter

Die VIG-Gruppe beschäftigt derzeit rund 34.000 Mitarbeitende.

3. Erwerb der Mehrheitsbeteiligung an der NBG durch die VIG

3.1 Freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot der VIG an die Aktionäre der NBG

Am 16. Oktober 2025 veröffentlichte die VIG ihre Entscheidung zur Abgabe eines freiwilligen öffentlichen Erwerbsangebots für den Erwerb sämtlicher NBG-Aktien gegen eine Geldleistung in Höhe von EUR 120,00 je NBG-Aktie (das **Erwerbsangebot**). Die Angebotsunterlage wurde am 24. Oktober 2025 veröffentlicht, die Annahmefrist endete am 21. November 2025, 24:00 Uhr (Ortszeit Frankfurt am Main, Deutschland). Das Erwerbsangebot wurde für insgesamt 8.860.742 NBG-Aktien angenommen. Dies entspricht rund 76,92 % des Grundkapitals der NBG. Das Erwerbsangebot wurde am 18. Mai 2026 vollzogen. Zuvor hatte die NBG der Übertragung der vinkulierten NBG-Aktien auf die VIG zugestimmt (§ 5 Abs. 1 der Satzung der NBG).

3.2 Erwerb der NESBEG durch die VIG

Am 7. November 2025 schloss die VIG mit den damaligen Gesellschaftern der NESBEG einen Anteilskauf- und -übertragungsvertrag über sämtliche Geschäftsanteile der NESBEG (das **NESBEG-SPA**). Die NESBEG hielt damals und hält heute unverändert 2.170.761 NBG-Aktien, was rund 18,84 % des Grundkapitals der NBG entspricht. Seit Vollzug des NESBEG-SPA am 18. Mai 2026 ist die VIG die alleinige Gesellschafterin der NESBEG und die NESBEG somit ein von der VIG abhängiges Unternehmen, sodass ihr die von der NESBEG gehaltenen NBG-Aktien gemäß § 327a Abs. 2 i.V.m. §§ 16 Abs. 4, 17 Abs. 2 AktG zuzurechnen sind.

3.3 Erwerbe von NBG-Aktien außerhalb des Erwerbsangebots

Darüber hinaus 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, was rund 3,53 % des Grundkapitals der NBG entspricht. Die Zustimmung der NBG zur Übertragung der vinkulierten NBG-Aktien auf die VIG (§ 5 Abs. 1 der Satzung der NBG) wurde jeweils erteilt.

3.4 Beteiligungshöhe am 18. Mai 2026

Nach Vollzug des Erwerbsangebots und des NESBEG-SPA am 18. Mai 2026 hielt die VIG unmittelbar 9.261.033 NBG-Aktien. Unter Hinzurechnung der von der NESBEG gehaltenen 2.170.761 NBG-Aktien hielt die VIG am 18. Mai 2026 11.431.794 der insgesamt 11.520.000 NBG-Aktien. Dies entspricht rund 99,23 % des Grundkapitals der NBG. Seit dem 18. Mai 2026 hält die VIG durchgehend mindestens 95 % des Grundkapitals der NBG.

3.5 Derzeitige Beteiligungshöhe

Zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts hält die VIG unmittelbar 9.267.072 NBG-Aktien. Unter Hinzurechnung der von der NESBEG gehaltenen 2.170.761 NBG-Aktien hält die VIG 11.437.833 der insgesamt 11.520.000 NBG-Aktien. Dies entspricht rund 99,29 % des Grundkapitals der NBG. Die entsprechenden Depotbestätigungen der Erste Bank vom 25. September 2026 sowie der Deutschen Bank vom 25. September 2026 sind diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 1** beigelegt. Sowohl die VIG als auch die NESBEG sind im Aktienregister der NBG eingetragen.

4. Wesentliche Gründe für den Squeeze-out

Im Folgenden werden die wesentlichen Gründe beschrieben, aus denen die VIG als Hauptaktionärin der NBG von der gesetzlich vorgesehenen Möglichkeit eines Squeeze-out gemäß §§ 327a ff. AktG Gebrauch machen möchte.

4.1 Erhöhte Flexibilität

Nach dem Wirksamwerden der Übertragung der NBG-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die VIG als Hauptaktionärin besteht eine größere Flexibilität, Beschlüsse der Hauptversammlung der NBG herbeizuführen. Diese können ohne Vorbereitung und Durchführung einer Publikumsversammlung und dementsprechend ohne Beachtung einer Reihe aktienrechtlicher Form-, Frist- und Informationsvorschriften gefasst werden. Insbesondere die langen Vorlaufzeiten und umfangreichen Informationspflichten gegenüber den Minderheitsaktionären entfallen. Die NBG wird durch diese Reduzierung des formalen Aufwands in die Lage versetzt, Maßnahmen, die eine Beschlussfassung der Hauptversammlung erfordern, flexibler zu planen sowie einfacher und schneller umzusetzen. Hierdurch kann die NBG insbesondere auch schneller auf Änderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen reagieren und Geschäftschancen effizienter wahrnehmen.

4.2 Einsparung von Kosten

Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre führt auch zur Einsparung laufender Kosten bei der NBG. So entfallen etwa die Kosten für die Einberufung und Durchführung der jährlichen ordentlichen Hauptversammlung sowie die Kosten von etwaigen Rechtsstreitigkeiten mit Minderheitsaktionären im Zusammenhang mit Hauptversammlungsbeschlüssen. Neben den Kosten für die Veröffentlichung der Einladung im Bundesanzeiger, die Versendung von Unterlagen an Aktionäre und die Veranstaltung der Hauptversammlung als solcher, betrifft dies insbesondere auch interne und externe Kosten für die rechtliche Vorbereitung und Durchführung der jährlichen ordentlichen Hauptversammlung, sei es im Zusammenhang mit der Vorbereitung

von Berichten an die Hauptversammlung oder mit der Aufbereitung der Informationen für Aktionärsfragen.

4.3 Erhöhte Transaktionssicherheit

Gleichzeitig schafft der Ausschluss der Minderheitsaktionäre eine erhöhte Transaktionssicherheit. Das Risiko, dass insbesondere Struktur- und Kapitalmaßnahmen, die zu ihrer Wirksamkeit der Eintragung ins Handelsregister bedürfen, durch Anfechtungs- oder Nichtigkeitsklagen von Minderheitsaktionären verzögert werden, entfällt. Gerichtsverfahren, einschließlich verfahrensbeendender Vergleiche mit Minderheitsaktionären, können personelle und finanzielle Ressourcen bei einer Aktiengesellschaft in signifikantem Umfang binden. Durch die Übertragung der NBG-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die VIG werden aufwendige gerichtliche Auseinandersetzungen vermieden.

4.4 Wegfall kapitalmarktrechtlicher Pflichten der NBG

Infolge der Übertragung der NBG-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die VIG wird ein Börsenhandel mit NBG-Aktien nicht mehr stattfinden. Die VIG wird darauf hinwirken, dass die NBG bei den Trägern bzw. Betreibern der Börsen und sonstigen Handelsplätze, an denen die (vinkulierten) NBG-Aktien derzeit in den Freiverkehr einbezogen sind oder anderweitig gehandelt werden, die zur Einstellung des Handels erforderlichen Schritte unternimmt, sofern der Handel nicht bereits ohne gesonderte Veranlassung durch die NBG von der jeweiligen Börse bzw. dem jeweiligen Betreiber eingestellt wird. In der Folge werden der Handel mit NBG-Aktien an den betreffenden Handelsplätzen und die jeweilige Einbeziehung in den Freiverkehr voraussichtlich unmittelbar oder kurze Zeit nach der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der NBG enden.

Mit der Beendigung des Börsenhandels entfallen die damit verbundenen Kosten sowie die aufgrund der Einbeziehung der NBG-Aktien in die betreffenden Handelsplätze bestehenden kapitalmarkt- und handelsplatzbezogenen Publizitäts- und Folgepflichten.

4.5 Förderung strategischer Ziele

Die Beteiligung an der NBG und die damit verbundene Diversifikation über den deutschen Markt unterstützt die nachhaltige Wachstumsstrategie der VIG, indem sie die starke Marktposition der VIG in der Region CEE ergänzt. Ziel des Zusammenschlusses ist es, durch eine partnerschaftliche Zukunftsperspektive und die Nutzung gemeinsamer Skaleneffekte in ausgewählten Marktsegmenten Kapitalbasis, Vertriebsstärke, Markenwert und Unternehmenserfolg der NBG auf ein dauerhaft hohes Niveau zu heben und die NBG-Gruppe als starke und dynamische Wachstumsplattform auf dem deutschen Markt weiterzuentwickeln. Innerhalb der VIG-Gruppe soll die NBG als richtungsgebender Anbieter von Biometrie-Produkten und Präventionsversicherer positioniert werden. Damit setzt die VIG ihre bewährte Mehrmarkenstrategie fort: Die NBG soll ihre starken Marken sowie ihren Standort Nürnberg beibehalten. Potenziale und operative Verbesserungen sollen durch gemeinsame Unternehmensfunktionen, verbesserte Kapitaleffizienz und die Modernisierung der IT-Infrastruktur der NBG-Gruppe im Rahmen eines mehrjährigen Transformationsprogramms realisiert werden.

Die VIG ist überzeugt, dass die NBG von den vorstehend genannten strategischen Zielen besonders profitiert, wenn die weitere Integration der NBG-Gruppe in die VIG-Gruppe sowie längerfristige Investitionsentscheidungen und konzernübergreifende Maßnahmen möglichst effizient umgesetzt werden können. Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre erleichtert insbesondere die organisatorische und rechtliche Integration, die Nutzung gemeinsamer Ressourcen sowie die Umsetzung des vorgesehenen mehrjährigen Transformationsprogramms. Zugleich erhöht er die Flexibilität bei Hauptversammlungsbeschlüssen und die Transaktionssicherheit für etwaige Struktur- und Kapitalmaßnahmen (vgl. dazu auch unter Ziffer 4.1 und Ziffer 4.3 dieses Übertragungsberichts).

5. Alternativen zum Squeeze-out

Potentielle Alternativen zum Squeeze-out wären nach Auffassung der VIG entweder im Vergleich zum Squeeze-out mit Nachteilen verbunden oder nicht in gleichem Maße geeignet, die vorstehend beschriebenen Ziele zu erreichen.

Der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der VIG als herrschender Gesellschaft und der NBG als abhängiger Gesellschaft würde nicht zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre der NBG und der Beendigung des Börsenhandels führen. Die damit verbundenen Vorteile, insbesondere die erhöhte Flexibilität für Hauptversammlungsbeschlüsse der NBG, die erhöhte Transaktionssicherheit für Struktur- und Kapitalmaßnahmen sowie die erheblichen Kosteneinsparungen könnten durch den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags gerade nicht erreicht werden. Abgesehen davon kommt der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags derzeit ohnehin nicht in Betracht, da sich die VIG im Zusammenhang mit der Übernahme gegenüber der NBG verpflichtet hat, für einen Zeitraum von mindestens drei Jahren ab dem 16. Oktober 2025 mit der NBG keinen Beherrschungsvertrag im Sinne von § 291 AktG abzuschließen.

Eine Verschmelzung der NBG auf die VIG unter Ausschluss der Minderheitsaktionäre (sogenannter verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out) würde die vorstehend aufgeführten Vorteile zwar realisieren. Sie hätte aber zur Folge, dass die NBG als eigener Rechtsträger erlöschen würde und stünde somit im Widerspruch zu den in Ziffer 4.5 dieses Übertragungsberichts beschriebenen strategischen Zielen, insbesondere der partnerschaftlichen Zusammenarbeit zwischen der VIG und der NBG. Eine Verschmelzung ohne Ausschluss der Minderheitsaktionäre wäre im Vergleich zum Squeeze-out erst recht keine Option. Zum einen könnten dadurch die mit dem Squeeze-out verbundenen Vorteile nicht erreicht werden. Zum anderen ginge damit ein erhöhter Verfahrens- und Kostenaufwand einher. Die Minderheitsaktionäre erhielten in diesem Fall keine Barabfindung, sondern VIG-Aktien. Dies würde nicht nur dazu führen, dass zur Bestimmung des Umtauschverhältnisses neben einer Unternehmensbewertung der NBG auch eine Unternehmensbewertung der VIG erforderlich wäre, sondern es müssten auch zwei Hauptversammlungen abgehalten werden.

Auch die isolierte Beendigung der Einbeziehung der (vinkulierten) NBG-Aktien in den Freiverkehr wäre im Vergleich zum Squeeze-out nachteilig. Obwohl die mit dem Börsenhandel verbundenen Kosten nicht mehr anfallen würden, würden die Minderheitsaktionäre der NBG nicht ausgeschlossen werden. Die damit

einhergehenden Vorteile, insbesondere die erhöhte Flexibilität für Hauptversammlungsbeschlüsse der NBG, die erhöhte Transaktionssicherheit für Struktur- und Kapitalmaßnahmen sowie die weitergehenden Kosteneinsparungen, könnten nicht realisiert werden.

Schließlich wäre auch ein weiterer börslicher oder außerbörslicher Erwerb von NBG-Aktien durch die VIG keine gleichwertige Alternative zum Squeeze-out. Es wäre nicht gewährleistet, dass sämtliche verbliebenen Minderheitsaktionäre zu einer Veräußerung ihrer NBG-Aktien bereit wären und die VIG auf diesem Wege sämtliche noch ausstehenden NBG-Aktien erwerben könnte. Eine 100 %-Beteiligung der VIG an der NBG und die damit verbundenen Vorteile könnten durch weitere Aktien-erwerbe daher nicht mit vergleichbarer Sicherheit und innerhalb eines planbaren Zeitraums erreicht werden.

6. Voraussetzungen für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre

Im Folgenden werden die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin im Wege eines Squeeze-out nach §§ 327a ff. AktG unter Ziffer 6.1 dieses Übertragungsberichts zunächst allgemein sowie anschließend unter Ziffer 6.2 dieses Übertragungsberichts konkret bezogen auf die beabsichtigte Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NBG auf die VIG erörtert.

6.1 Überblick

Gemäß § 327a Abs. 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft mit Sitz in Deutschland auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien dieser Aktiengesellschaft in Höhe von mindestens 95 vom Hundert des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.

Der Hauptaktionär muss an den Vorstand der Gesellschaft das Verlangen richten, dass die Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließt (§ 327a Abs. 1 Satz 1 AktG).

Die Höhe der Barabfindung legt der Hauptaktionär fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen (§ 327b Abs. 1 Satz 1 AktG). Der Hauptaktionär hat der Hauptversammlung einen schriftlichen Bericht zu erstatten, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung dargelegt und die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet werden (§ 327c Abs. 2 Satz 1 AktG). Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen oder mehrere auf Antrag des Hauptaktionärs vom Gericht ausgewählte und bestellte sachverständige Prüfer zu prüfen (§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG). Der oder die sachverständigen Prüfer haben einen schriftlichen Bericht über das Ergebnis ihrer Prüfung zu erstatten, welcher mit einer Erklärung darüber abzuschließen ist, ob die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung angemessen ist (§ 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e AktG).

Vor Einberufung der Hauptversammlung hat der Hauptaktionär zudem dem Vorstand der Gesellschaft die Erklärung eines im Geltungsbereich des AktG zum

Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstituts zu übermitteln, durch die dieses die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung des Hauptaktionärs übernimmt, den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung für die übergegangenen Aktien zu zahlen (§ 327b Abs. 3 AktG).

Von der Einberufung der Hauptversammlung an sind in den Geschäftsräumen der Gesellschaft der Entwurf des Übertragungsbeschlusses, die Jahresabschlüsse und Lageberichte der Gesellschaft für die letzten drei Geschäftsjahre, der nach § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG erstattete Bericht des Hauptaktionärs sowie der nach § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG i.V.m. § 293e AktG erstattete Bericht des oder der vom Gericht ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfer zur Einsicht der Aktionäre auszulegen (§ 327c Abs. 3 AktG). Auf Verlangen ist jedem Aktionär unverzüglich und kostenlos eine Abschrift dieser Unterlagen zu erteilen (§ 327c Abs. 4 AktG). Die Verpflichtung zur Auslage und Erteilung von Abschriften nach § 327c Abs. 3 und 4 AktG entfallen gemäß § 327c Abs. 5 AktG, wenn die genannten Unterlagen für denselben Zeitraum über die Internetseite der Gesellschaft zugänglich sind. Die zuvor genannten Unterlagen sind zudem in der Hauptversammlung zugänglich zu machen (§ 327d Satz 1 AktG).

Die Hauptversammlung der Gesellschaft hat über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung zu beschließen (§ 327a Abs. 1 Satz 1 AktG).

Nach zustimmendem Beschluss der Hauptversammlung hat der Vorstand der Gesellschaft den Übertragungsbeschluss zur Eintragung in das Handelsregister anzu-melden (§ 327e Abs. 1 Satz 1 AktG). Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen kraft Gesetzes alle Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär über (§ 327e Abs. 3 Satz 1 AktG). Im Gegenzug erlangen die Minderheitsaktionäre einen Anspruch gegen den Hauptaktionär auf Zahlung der festgelegten Barabfindung.

6.2 Vorliegen der gesetzlichen Voraussetzungen im konkreten Fall

6.2.1 Beteiligung der VIG in Höhe von mindestens 95 %

Das Grundkapital der NBG beträgt EUR 40.320.000,00 und ist eingeteilt in 11.520.000 auf den Namen lautende Stückaktien, auf die jeweils ein rechnerischer Anteil von EUR 3,50 am Grundkapital der NBG entfällt. Die NBG hält keine eigenen Aktien.

Die VIG hält zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts unmittelbar 9.267.072 NBG-Aktien, was rund 80,44 % des Grundkapitals der NBG entspricht. Weiter hält die VIG mittelbar im Sinne von § 327a Abs. 2 AktG i.V.m. §§ 16 Abs. 4, 17 Abs. 2 AktG über die NESBEG, eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der VIG, 2.170.761 NBG-Aktien, was rund 18,84 % des Grundkapitals der NBG entspricht.

Die VIG hält damit insgesamt (mittel- und unmittelbar) 11.437.833 NBG-Aktien, was rund 99,29 % des Grundkapitals der NBG entspricht. Die entsprechenden Depotbestätigungen der Erste Bank vom 25. September 2026 sowie der Deutschen Bank vom 25. September 2026 sind diesem Übertragungsbericht in Kopie als

Anlage 1 beigefügt. Die VIG ist damit Hauptaktionärin der NBG im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 i.V.m. §§ 16 Abs. 4, 17 Abs. 2 AktG. Ihre Eigenschaft als Hauptaktionärin der NBG besaß die VIG auch bereits zum Zeitpunkt der Übermittlung des Übertragungsverlangens an den Vorstand der NBG am 22. Juni 2026 sowie des konkretisierten Übertragungsverlangens am 28. September 2026 (siehe Ziffer 3 dieses Übertragungsberichts). Zu beiden Zeitpunkten waren die VIG und die NESBEG auch im Aktienregister der NBG eingetragen.

6.2.2 Übertragungsverlangen der VIG

Mit Schreiben vom 22. Juni 2026 hat die VIG dem Vorstand der NBG ihre Absicht mitgeteilt, die Minderheitsaktionäre der NBG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG auszuschließen. Zudem hat die VIG in diesem Schreiben ihr Verlangen im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der NBG gerichtet, die Hauptversammlung über die Übertragung der NBG-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die VIG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Eine Kopie des Schreibens vom 22. Juni 2026 ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 3** beigefügt. Die NBG hat dies mit Ad hoc-Mitteilung vom 22. Juni 2026 über das elektronische Informationsverbreitungssystem EQS öffentlich bekannt gemacht. Eine Kopie der Ad hoc-Mitteilung vom 22. Juni 2026 ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 4** beigefügt.

Mit Schreiben vom 28. September 2026 hat die VIG ihr Übertragungsverlangen unter Angabe der von ihr festgelegten angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 120,00 je NBG-Aktie gegenüber dem Vorstand der NBG konkretisiert, und an diesen das Verlangen gerichtet, eine außerordentliche Hauptversammlung der NBG einzuberufen und einen von der VIG unterbreiteten Beschlussvorschlag für den Übertragungsbeschluss auf die Tagesordnung dieser Hauptversammlung zu setzen. Eine Kopie des Schreibens vom 28. September 2026 ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 5** beigefügt. Die NBG hat dies mit Ad hoc-Mitteilung vom 28. September 2026 über das elektronische Informationsverbreitungssystem EQS öffentlich bekannt gemacht. Eine Kopie der Ad hoc-Mitteilung vom 28. September 2026 ist diesem Übertragungsbericht als **Anlage 6** beigefügt.

6.2.3 Festlegung der angemessenen Barabfindung

Die VIG hat als Hauptaktionärin die Höhe der angemessenen Barabfindung unter Berücksichtigung der Verhältnisse der NBG im Zeitpunkt der Beschlussfassung der außerordentlichen Hauptversammlung der NBG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NBG auf die VIG festgelegt.

Die Festlegung erfolgte auf der Grundlage einer Unternehmensbewertung der NBG, welche ValueTrust im Auftrag der VIG anhand anerkannter Bewertungsgrundsätze durchgeführt hat. ValueTrust hat der VIG das Ergebnis der Unternehmensbewertung in ihrem Bewertungsgutachten vorgelegt.

Auf der Grundlage dieser Unternehmensbewertung, die sich der Vorstand der VIG vollumfänglich zu eigen gemacht hat, hat die VIG die den Minderheitsaktionären der NBG zu gewährende Barabfindung auf



EUR 120,00 je NBG-Aktie

festgelegt. Die Angemessenheit dieser Barabfindung wird unter Ziffer 8 dieses Übertragungsberichts sowie ausführlich in dem diesem Übertragungsbericht als **Anlage 7** beigefügten Bewertungsgutachten erläutert und begründet. Das Bewertungsgutachten bildet einen integralen Bestandteil dieses Übertragungsberichts.

6.2.4 Gewährleistungserklärung der Deutschen Bank

Die VIG hat dem Vorstand der NBG am 28. September 2026 – und damit vor der Einberufung der außerordentlichen Hauptversammlung der NBG, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NBG auf die VIG beschließen soll, eine Gewährleistungserklärung gemäß § 327b Abs. 3 AktG der Deutschen Bank, einem im Inland zum Geschäftsbetrieb befugten Kreditinstitut, zur Verfügung gestellt. Die Deutsche Bank erklärt darin unbeding und unwiderruflich die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der VIG gegenüber jedem Minderheitsaktionär, diesem die festgelegte Barabfindung für jede seiner auf die VIG übergebenen NBG-Aktien unverzüglich nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der NBG zu zahlen. Die Gewährleistungserklärung ist diesem Übertragungsbericht in Kopie als **Anlage 8** beigefügt.

Die Gewährleistungserklärung der Deutschen Bank vom 28. September 2026 erfolgt im Wege eines echten Vertrags zugunsten Dritter (§ 328 Abs. 1 Bürgerliches Gesetzbuch (**BGB**)), sodass jedem Minderheitsaktionär ab dem Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der NBG ein unmittelbarer und unaufhebbarer Anspruch gegen die Deutsche Bank auf Zahlung der von der VIG festgelegten Barabfindung zusteht. Einwendungen und Einreden der Deutschen Bank aus deren Verhältnis zur VIG sind im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär ausgeschlossen.

Die Gewährleistungserklärung erstreckt sich dabei auch auf etwaige zusätzlich zur Barabfindung zu zahlende Zinsen gemäß § 327b Abs. 2 AktG in Höhe von jährlich fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB. Im Übrigen beschränkt sich die Gewährleistungserklärung jedoch im Einklang mit den von der Rechtsprechung bestätigten gesetzlichen Vorgaben auf die von der VIG festgelegte Barabfindung. Hieraus folgt, dass für den Fall, dass die Barabfindung nachträglich im Rahmen eines Spruchverfahrens erhöht wird, der Differenzbetrag im Vergleich zu der von der VIG festgelegten Barabfindung (einschließlich einer Verzinsung hierauf) nicht von der Gewährleistungserklärung umfasst ist.

6.2.5 Übertragungsbericht der VIG

Die VIG erstattet als Hauptaktionärin der Hauptversammlung der NBG gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG diesen Übertragungsbericht, in dem in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Vorgaben insbesondere die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NBG dargelegt und die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung erläutert und begründet werden.

6.2.6 Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung

Das Landgericht Nürnberg-Fürth hat auf Antrag der VIG vom 1. Juli 2026 mit Beschluss vom 3. Juli 2026 (Aktenzeichen: 1 HK O 3904/26 (2)) IVA als

sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der den Minderheitsaktionären der NBG zu gewährenden Barabfindung ausgewählt und bestellt. IVA wird gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 i.V.m. § 293e AktG einen schriftlichen Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung erstatten.

6.2.7 Zugänglichmachung von Unterlagen

Von der Einberufung der außerordentlichen Hauptversammlung der NBG an, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NBG auf die VIG beschließt, sowie zusätzlich während dieser außerordentlichen Hauptversammlung werden gemäß § 327c Abs. 3 und 5 AktG folgende Unterlagen auf der Internetseite der NBG unter www.nuernberger.com/hv zugänglich sein:

- (a) der Entwurf des Übertragungsbeschlusses;
- (b) die Geschäftsberichte der NBG für die Geschäftsjahre 2023, 2024 und 2025; diese enthalten jeweils den Jahresabschluss und den Lagebericht der NBG sowie den Konzernjahresabschluss und den Konzernlagebericht;
- (c) der vorliegende nach § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG von der VIG in ihrer Eigenschaft als Hauptaktionärin der NBG erstattete schriftliche Bericht über die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NBG auf die VIG und zur Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der festgelegten Barabfindung (Übertragungsbericht) nebst Anlagen, einschließlich unter anderem:
 - des von ValueTrust erstellten Gutachtens zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit dem potenziellen Squeeze-out bei der NBG gemäß §§ 327a ff. AktG (Bewertungsgutachten) vom 28. September 2026;
 - des konkretisierten Übertragungsverlangens der VIG als Hauptaktionärin vom 28. September 2026; und
 - der Gewährleistungserklärung der Deutschen Bank gemäß § 327b Abs. 3 AktG vom 28. September 2026; und
- (d) der nach § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 i.V.m. § 293e AktG erstattete Bericht des vom Landgericht Nürnberg-Fürth ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfers IVA über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG für die beabsichtigte Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NBG auf die VIG.

Diese Unterlagen werden zudem in der für den 12. November 2026 geplanten außerordentlichen Hauptversammlung der NBG zugänglich gemacht.

6.2.8 Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung der NBG

Es ist vorgesehen, dass die außerordentliche Hauptversammlung der NBG am 12. November 2026 über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NBG auf die VIG als Hauptaktionärin beschließt.

Die VIG hat der NBG den folgenden Entwurf eines Übertragungsbeschlusses übermittelt:

„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.“

Der Übertragungsbeschluss bedarf der einfachen Stimmenmehrheit (§ 15 Abs. 2 der Satzung der NBG i.V.m. § 133 Abs. 1 AktG). Bei der Beschlussfassung sind die VIG und die NESBEG stimmberechtigt. Ein Stimmrechtsausschluss besteht nicht.

6.2.9 Eintragung in das Handelsregister

Nachdem die außerordentliche Hauptversammlung der NBG die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NBG auf die VIG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschlossen hat, ist der Übertragungsbeschluss nach § 327e Abs. 1 Satz 1 AktG vom Vorstand der NBG zur Eintragung in das Handelsregister der NBG anzumelden. Der Anmeldung des Übertragungsbeschlusses sind gemäß § 327e Abs. 1 Satz 2 AktG die Niederschrift des Übertragungsbeschlusses nebst Anlagen jeweils in Ausfertigung oder öffentlich beglaubigter Abschrift beizufügen.

Bei der Anmeldung hat der Vorstand der NBG gemäß § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 5 Satz 1 AktG zu erklären, dass eine Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses nicht oder nicht fristgerecht erhoben oder eine solche Klage rechtskräftig abgewiesen oder zurückgenommen worden ist (sogenannte **Negativverklärung**). Ohne diese Negativverklärung darf der Übertragungsbeschluss gemäß § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 5 Satz 2 AktG grundsätzlich nicht eingetragen werden.

Der Negativverklärung steht es gleich, wenn im Fall einer Klage gegen die Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses das nach § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 7 AktG zuständige Oberlandesgericht Nürnberg gemäß § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 1 AktG auf Antrag der NBG durch Freigabebeschluss festgestellt hat, dass die Erhebung der Klage der Eintragung nicht entgegensteht. Ein solcher Freigabebeschluss ergeht gemäß § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 3 AktG, wenn (i) die Klage unzulässig oder offensichtlich unbegründet ist, (ii) der Kläger nicht binnen einer Woche nach Zustellung des Antrags durch Urkunden nachweist, dass er seit Bekanntmachung der Einberufung zur Hauptversammlung einen anteiligen Betrag von mindestens EUR 1.000 an der NBG hält, oder (iii) das alsbaldige Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses vorrangig erscheint, weil die von der Gesellschaft dargelegten für diese und ihre Aktionäre bestehenden wesentlichen Nachteile nach freier Überzeugung des Gerichts die Nachteile der Anfechtungskläger überwiegen, es sei denn, es liegt eine besondere Schwere des Rechtsverstoßes vor. Der Freigabebeschluss ist gemäß § 327e Abs. 2 i.V.m. § 319 Abs. 6 Satz 9 AktG unanfechtbar.

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister wird der Ausschluss der Minderheitsaktionäre gemäß § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG wirksam.

7. Folgen des Squeeze-out für die Minderheitsaktionäre

7.1 Übertragung der NBG-Aktien auf die Hauptaktionärin

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der NBG gehen nach § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG alle NBG-Aktien der Minderheitsaktionäre kraft Gesetzes auf die VIG als Hauptaktionärin über. Die Minderheitsaktionäre verlieren mithin kraft Gesetzes ihre Rechtsstellung als Aktionäre der NBG und erhalten dafür den Anspruch gegen die VIG auf Zahlung der angemessenen Barabfindung, der ebenfalls mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der NBG entsteht. Der mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses kraft Gesetzes eintretende Übergang der vinkulierten NBG-Aktien auf die VIG erfordert keine Zustimmung nach § 5 Abs. 1 der Satzung der NBG. Ungeachtet dessen wird die NBG dem Übergang der NBG-Aktien höchstvorsorglich zustimmen. Gesonderte Verfügungsgeschäfte über die NBG-Aktien der Minderheitsaktionäre sind nicht notwendig und nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses auch nicht mehr möglich.

Die VIG erwirbt auf diese Weise alle Mitgliedschaftsrechte aus den NBG-Aktien der Minderheitsaktionäre. Dies betrifft insbesondere die Vermögensrechte und die im Zusammenhang mit der Hauptversammlung bestehenden Verwaltungsrechte (Teilnahme-, Stimm-, Rede- und Fragerecht).

Nach der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der NBG verkörpern die bei der Clearstream Europe AG, Frankfurt am Main (**Clearstream**), hinterlegten Globalurkunden über die NBG-Aktien, soweit sie im Eigentum oder Miteigentum der bisherigen Minderheitsaktionäre stehen, nicht mehr das Mitgliedschaftsrecht. Stattdessen verbriefen sie nach der Eintragung ausschließlich den Anspruch der Minderheitsaktionäre gegen die VIG auf Zahlung der angemessenen Barabfindung (§ 327e Abs. 3 Satz 2 AktG).

7.2 Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Zahlung der angemessenen Barabfindung, Verzinsung

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der NBG und dem Übergang der NBG-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die VIG entsteht der Barabfindungsanspruch der Minderheitsaktionäre gegen die VIG. Jeder Minderheitsaktionär der NBG erhält für je eine NBG-Aktie einen Betrag von EUR 120,00. Die Auszahlung des Barabfindungsbetrags wird durch die Gewährleistungserklärung der Deutschen Bank (siehe dazu Ziffer 6.2.4 dieses Übertragungsberichts) gewährleistet.

Die Eintragung des Übertragungsbeschlusses wird gemäß § 10 Abs. 1 HGB durch ihre erstmalige Abrufbarkeit über das elektronische Handelsregister bekannt gemacht (www.handelsregister.de).

Gemäß § 327b Abs. 2 AktG ist die Barabfindung von der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der NBG an mit jährlich fünf Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 BGB zu verzinsen; die Geltendmachung eines weiteren Schadens ist nicht ausgeschlossen.

Die VIG wird für die unverzügliche Auszahlung der Barabfindung Sorge tragen.

7.3 Banktechnische Abwicklung und Zahlung der Barabfindung an die Minderheitsaktionäre

Die VIG hat die Deutsche Bank als zentrale Abwicklungsstelle mit der Abwicklung der Zahlung der Barabfindung (ggf. nebst Zinsen) beauftragt.

Die Auszahlung der Barabfindung an die Minderheitsaktionäre, deren Anteilsrechte in girosammelverwahrten Globalurkunden verbriefte werden, erfolgt unverzüglich nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der NBG durch Überweisung auf das Konto des jeweiligen Minderheitsaktionärs bei dem depotführenden Institut Zug um Zug gegen Übertragung des dem jeweiligen Minderheitsaktionär zustehenden Miteigentumsanteils an den bei Clearstream verwahrten Globalurkunden, mithin gegen Ausbuchung der NBG-Aktien der Minderheitsaktionäre durch das jeweilige depotführende Institut. Von den Minderheitsaktionären ist für den Erhalt der Barabfindung nichts zu veranlassen.

Die VIG erfüllt ihre Verpflichtung gegenüber dem jeweiligen Minderheitsaktionär zur Zahlung der Barabfindung (ggf. nebst Zinsen) gemäß § 327b Abs. 2 AktG mit der Überweisung an Clearstream am festgelegten Abwicklungstag zum Zwecke der Weiterleitung an das depotführende Institut des Minderheitsaktionärs bzw. den höchsten Intermediär (d.h. das direkt an Clearstream angebundene depotführende Institut). Die Weiterleitung der Zahlung an den jeweiligen Minderheitsaktionär – ggf. über eine Kette weiterer Intermediäre – liegt im Verantwortungsbereich des jeweiligen depotführenden Instituts bzw. höchsten Intermediärs, da nur diese die Entgegennahme der Barabfindung sowie die Gutschrift auf dem Konto des Minderheitsaktionärs vollziehen können.

Die Abwicklung soll für die Minderheitsaktionäre kosten- und gebührenfrei erfolgen. Die VIG wird den depotführenden Instituten daher einen marktüblichen Betrag für Provisionen erstatten. Provisionen und Spesen, die von einem depotführenden Institut oder depotführenden Wertpapierdienstleistungsunternehmen außerhalb Deutschlands berechnet werden, sind jedoch von dem jeweiligen Minderheitsaktionär selbst zu tragen.

Nähere Einzelheiten der Abwicklung werden den Minderheitsaktionären unmittelbar nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der NBG durch gesonderte öffentliche Bekanntmachung, die im Bundesanzeiger unter www.bundesanzeiger.de erscheint, mitgeteilt.

7.4 Beendigung des Börsenhandels

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der NBG geht das Eigentum an den NBG-Aktien der Minderheitsaktionäre kraft Gesetzes auf die VIG in ihrer Eigenschaft als Hauptaktionärin über. Ein etwaiger (börslicher oder außerbörslicher) Handel mit NBG-Aktien ab diesem Zeitpunkt wäre ein Handel mit der Inhaberschaft an den Barabfindungsansprüchen der Minderheitsaktionäre.

Die VIG wird darauf hinwirken, dass die NBG bei den Trägern bzw. Betreibern der Börsen und sonstigen Handelsplätze, an denen die (vinkulierten) NBG-Aktien derzeit in den Freiverkehr einbezogen sind oder anderweitig gehandelt werden, die zur Einstellung des Handels erforderlichen Schritte unternimmt, sofern der Handel nicht bereits ohne gesonderte Veranlassung durch die NBG von der jeweiligen Börse bzw.

dem jeweiligen Betreiber eingestellt wird. In der Folge werden der Handel mit NBG-Aktien an den betreffenden Handelsplätzen und die jeweilige Einbeziehung in den Freiverkehr voraussichtlich unmittelbar oder kurze Zeit nach der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der NBG enden.

7.5 Steuerliche Folgen für die Minderheitsaktionäre der NBG in Deutschland

7.5.1 Vorbemerkung

Nachfolgend werden einige wesentliche steuerrechtliche Folgen, die der Squeeze-out für in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtige Minderheitsaktionäre haben kann, überblicksartig beschrieben. Dargestellt werden unter dieser Ziffer 7.5 nur einzelne wesentliche Aspekte der Behandlung von Veräußerungsgewinnen und -verlusten für Zwecke der Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer (jeweils einschließlich Solidaritätszuschlag), Gewerbesteuer und Kapitalertragsteuer. Nicht erläutert werden etwa besondere steuerliche Regelungen, die für Kreditinstitute, Wertpapierinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute, Finanzunternehmen sowie Lebens- und Krankenversicherungsunternehmen und Pensionsfonds gelten. Darüber hinaus gehen die folgenden Ausführungen auch nicht auf die steuerlichen Auswirkungen für Personen ein, die NBG-Aktien über Investmentfonds im Sinne des Investmentsteuergesetzes halten. Ebenfalls nicht Teil der Darstellung sind die Folgen für steuerlich im Ausland ansässige und mit ihren Einkünften möglicherweise in Deutschland beschränkt steuerpflichtige Minderheitsaktionäre. Diese Folgen hängen unter anderem von besonderen Vorschriften des deutschen Steuerrechts, dem Steuerrecht des Staates, in dem der jeweilige Minderheitsaktionär steuerlich ansässig ist, sowie von den Regeln eines etwa bestehenden Abkommens zur Vermeidung von Doppelbesteuerung ab.

Es handelt sich bei dieser Ziffer 7.5 nicht um eine umfassende und abschließende Darstellung aller steuerlichen Aspekte, die für die Minderheitsaktionäre im Zusammenhang mit dem Squeeze-out relevant sein könnten. Es wird auch keine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Inhalte der Darstellung übernommen. Die nachfolgende Darstellung ersetzt ebenso wenig eine individuelle steuerliche Beratung des einzelnen Minderheitsaktionärs. Minderheitsaktionäre sollten daher ihren Steuerberater zu den individuellen steuerlichen Auswirkungen des Squeeze-out konsultieren. Nur dieser ist in der Lage, die besonderen steuerlichen Verhältnisse des einzelnen Minderheitsaktionärs angemessen zu bewerten.

Die folgende Darstellung bezieht sich auf nach dem 31. Dezember 2008 erworbene NBG-Aktien und beruht auf dem zum Zeitpunkt der Unterzeichnung dieses Übertragungsberichts geltenden deutschen Steuerrecht und dessen Auslegung durch Gerichte und Verwaltungsanweisungen. Steuerrechtliche Vorschriften können sich jederzeit – ggf. auch rückwirkend – ändern. Es kann ferner nicht ausgeschlossen werden, dass die Finanzverwaltung oder Gerichte eine andere Beurteilung für zutreffend erachten als die, die unter dieser Ziffer 7.5 beschrieben ist.

7.5.2 Ermittlung des Veräußerungsgewinns oder -verlusts und steuerliche Behandlung

Für die Minderheitsaktionäre stellt die Übertragung der NBG-Aktien auf die VIG gegen Erwerb eines Anspruchs auf Barabfindung eine Veräußerung ihrer NBG-Aktien dar.

Die Minderheitsaktionäre erzielen einen Veräußerungsgewinn, soweit die Barabfindung abzüglich etwaiger damit im Zusammenhang stehender Veräußerungskosten die steuerlichen Anschaffungskosten oder den steuerlichen Buchwert der NBG-Aktien übersteigt. Liegt die Barabfindung abzüglich etwaiger Veräußerungskosten unter den Anschaffungskosten oder dem Buchwert der NBG-Aktien, entsteht ein Veräußerungsverlust.

Die steuerliche Behandlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts hängt davon ab, ob die NBG-Aktien vor der Veräußerung dem Privat- oder dem Betriebsvermögen des betreffenden Minderheitsaktionärs zuzuordnen sind sowie davon, in welcher Höhe der jeweilige Minderheitsaktionär an der NBG beteiligt ist bzw. war.

(a) NBG-Aktien im Privatvermögen

Ist der Minderheitsaktionär eine natürliche Person, die in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtig ist, also in Deutschland einen Wohnsitz oder ihren gewöhnlichen Aufenthalt hat, und sind die NBG-Aktien dem Privatvermögen zuzuordnen, unterliegt der Gewinn aus der Veräußerung der NBG-Aktien der Einkommensteuer.

Der Gewinn wird in Abhängigkeit davon, ob die Beteiligung des Minderheitsaktionärs zu irgendeinem Zeitpunkt innerhalb der letzten fünf Jahre vor der Veräußerung unmittelbar oder mittelbar mindestens 1 % am Grundkapital der NBG betragen hat (**Wesentliche Beteiligung**), unterschiedlich besteuert. Eine Wesentliche Beteiligung liegt auch dann vor, wenn der Minderheitsaktionär die NBG-Aktien innerhalb der Fünfjahresfrist unentgeltlich erworben hat und sein unmittelbarer Rechtsvorgänger oder, bei mehrfacher unentgeltlicher Übertragung, einer der Rechtsvorgänger zu irgendeinem Zeitpunkt innerhalb der letzten fünf Jahre vor der Veräußerung eine Wesentliche Beteiligung innehatte.

Keine Wesentliche Beteiligung

Bei Minderheitsaktionären, deren Beteiligung keine Wesentliche Beteiligung darstellt, unterliegt der Gewinn einem einheitlichen Steuersatz von 25 % (zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % darauf, d.h. eine Gesamtsteuerbelastung von 26,375 %, und ggf. Kirchensteuer) (sog. Abgeltungsteuer). Der Minderheitsaktionär kann vom Veräußerungsgewinn und etwaigen sonstigen Kapitaleinkünften insgesamt einen Sparer-Pauschbetrag in Höhe von derzeit EUR 1.000 (bzw. EUR 2.000 bei zusammen veranlagten natürlichen Personen) in Abzug bringen; ein Abzug tatsächlich angefallener Werbungskosten ist ausgeschlossen. Ein Verlust kann durch den Abzug des Sparer-Pauschbetrages weder entstehen noch sich erhöhen.

Die Abgeltungsteuer auf den Veräußerungsgewinn wird grundsätzlich im Wege des Kapitalertragsteuerabzugs durch ein inländisches Kreditinstitut, inländisches Finanzdienstleistungsinstitut, inländisches Wertpapierinstitut, einschließlich inländischer Zweigstellen ausländischer Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute erhoben, das die NBG-Aktien verwahrt oder verwaltet oder deren Veräußerung durchführt und die Kapitalerträge auszahlt oder gutschreibt (**Inländische Auszahlende Stelle**). Werden die NBG-Aktien seit ihrem Erwerb von der Inländischen Auszahlenden Stelle verwahrt oder verwaltet, bemisst sich der Kapitalertragsteuereinbehalt nach dem Unterschiedsbetrag zwischen den Einnahmen aus der Veräußerung nach Abzug der Aufwendungen, die im unmittelbaren sachlichen Zusammenhang

mit der Veräußerung stehen, und den Anschaffungskosten für die NBG-Aktien. Hat sich die Inländische Auszahlende Stelle seit dem Erwerb der NBG-Aktien geändert und sind die Anschaffungskosten nicht nachgewiesen bzw. ist nach den gesetzlichen Regelungen ein solcher Nachweis nicht zulässig, ist die Kapitalertragsteuer auf 30 % des Bruttoverkaufserlöses zu erheben. In diesem Fall ist der Minderheitsaktionär berechtigt und, falls der tatsächliche Gewinn 30 % des Bruttoverkaufserlöses übersteigt, verpflichtet, die Anschaffungskosten der NBG-Aktien in seiner jährlichen Steuererklärung nachzuweisen.

Zusätzlich ist von der Inländischen Auszahlenden Stelle automatisch Kirchensteuer einzubehalten, es sei denn, der Minderheitsaktionär hat nach amtlich vorgeschriebenem Vordruck schriftlich beim Bundeszentralamt für Steuern beantragt, dass der automatisierte Abruf von Daten zu seiner steuererhebenden Religionsgemeinschaft unterbleibt (sog. Sperrvermerk).

Der Steuerabzug durch die Inländische Auszahlende Stelle hat abgeltende Wirkung, d.h. mit dem Steuerabzug ist die Einkommensteuerschuld des Minderheitsaktionärs im Hinblick auf den Veräußerungsgewinn abgegolten; der Minderheitsaktionär muss den Gewinn grundsätzlich nicht in der Einkommensteuererklärung angeben. Unterbleibt der Steuerabzug jedoch (zum Beispiel in Ermangelung einer Inländischen Auszahlenden Stelle), hat der Minderheitsaktionär den Veräußerungsgewinn in seiner Einkommensteuererklärung anzugeben. Auch die Einrichtung eines Sperrvermerks, wie oben beschrieben, verpflichtet den Kirchensteuerpflichtigen zur Abgabe einer Steuererklärung zum Zwecke der Veranlagung wegen Kirchensteuer. Anstelle der Abgeltungsteuer kann der Minderheitsaktionär in seiner jährlichen Steuererklärung beantragen, dass seine Kapitaleinkünfte (einschließlich des Veräußerungsgewinns) der allgemeinen progressiven Einkommensteuer unterworfen werden, wenn dies für ihn zu einer niedrigeren Belastung führt (sog. Günstigerprüfung). Die einbehaltene Kapitalertragsteuer wird in diesem Fall auf die Einkommensteuer angerechnet. Der Antrag für die Günstigerprüfung kann vom Minderheitsaktionär nur einheitlich für sämtliche Kapitalerträge eines Veranlagungszeitraumes gestellt werden. Bei zusammen veranlagten natürlichen Personen kann der Antrag nur für sämtliche Kapitalerträge beider Personen gestellt werden.

Veräußerungsverluste dürfen nur mit Gewinnen aus der Veräußerung von Aktien im laufenden oder in einem späteren Jahr ausgeglichen werden (nicht aber mit anderen Einkünften aus Kapitalvermögen oder anderen Einkunftsarten); diese Beträge werden gesondert festgestellt.

Wesentliche Beteiligung

Der Gewinn aus der Veräußerung einer Wesentlichen Beteiligung unterliegt nicht der Abgeltungsteuer. Der Gewinn ist nur in Höhe von 60 % einkommensteuerpflichtig und unterliegt dem persönlichen progressiven Einkommensteuertarif des betreffenden Minderheitsaktionärs (zuzüglich Solidaritätszuschlag sowie ggf. Kirchensteuer). Verluste sowie Aufwendungen, die in wirtschaftlichem Zusammenhang mit der Veräußerung stehen, sind grundsätzlich zu 60 % abziehbar (sog. Teileinkünfteverfahren). Soweit eine Inländische Auszahlende Stelle im Hinblick auf den Veräußerungsgewinn einen Steuerabzug (Kapitalertragsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer) vornimmt, hat dieser keine abgeltende Wirkung. Der Minderheitsaktionär muss den Veräußerungsgewinn in seiner

Einkommensteuererklärung angeben. Die abgezogene Steuer wird bei der Steueranverlagung des Minderheitsaktionärs auf dessen Steuerschuld angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhangs erstattet. Der Sparer-Pauschbetrag wird nicht gewährt.

(b) NBG-Aktien im Betriebsvermögen

Bei NBG-Aktien im Betriebsvermögen richtet sich die steuerliche Behandlung eines Veräußerungsgewinns oder -verlusts danach, ob der Minderheitsaktionär eine Körperschaft, ein Einzelunternehmer oder eine gewerblich tätige oder gewerblich geprägte Personengesellschaft (sog. Mitunternehmerschaft) ist. Diese Unterscheidung hat auch Bedeutung für die Frage, ob der Veräußerungsgewinn dem Kapitalertragsteuerabzug unterliegt (siehe unten).

Minderheitsaktionär ist eine Körperschaft

Der Gewinn aus der Veräußerung der NBG-Aktien ist im Ergebnis grundsätzlich zu 95 % von der Körperschaftsteuer und dem Solidaritätszuschlag sowie der Gewerbesteuer befreit. 5 % des Gewinns gelten pauschal als nicht abzugsfähige Betriebsausgaben und unterliegen daher bei einer nicht steuerbefreiten Körperschaft der Körperschaftsteuer zu einem Steuersatz in Höhe von 15 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag (Gesamtbelastung 15,825 %) und, wenn die NBG-Aktien einer in Deutschland gelegenen Betriebsstätte zuzurechnen sind, der Gewerbesteuer. Veräußerungskosten sind bei der Ermittlung des Veräußerungsgewinns einzubeziehen und daher nicht als laufender Aufwand zu berücksichtigen. Eine Mindestbeteiligungsgrenze oder eine Mindesthaltezeit ist nicht zu beachten. Veräußerungsverluste und andere Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den veräußerten NBG-Aktien stehen, dürfen steuerlich nicht abgezogen werden.

Minderheitsaktionär ist natürliche Person (Einzelunternehmer)

Sind die NBG-Aktien Betriebsvermögen einer natürlichen Person (Einzelunternehmer), unterliegt der Gewinn der Einkommensteuer. Es gilt das oben beschriebene Teileinkünfteverfahren. Der Veräußerungsgewinn ist zu 60 % einkommensteuerpflichtig und unterliegt dem persönlichen progressiven Einkommensteuertarif des Minderheitsaktionärs (zuzüglich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer hierauf). Veräußerungsverluste und Aufwendungen, die mit dem Gewinn in wirtschaftlichem Zusammenhang stehen, können zu 60 % berücksichtigt werden. Gehören die NBG-Aktien zum Vermögen einer in Deutschland gelegenen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs des Minderheitsaktionärs, unterliegt der Veräußerungsgewinn auch der Gewerbesteuer, allerdings auch hier nur zu 60 %. Die Gewerbesteuer wird nach einem pauschalierten Verfahren vollständig oder teilweise auf die Einkommensteuer des Minderheitsaktionärs angerechnet, wobei das potentielle Anrechnungsvolumen auf das Vierfache des Gewerbesteuer-Messbetrages beschränkt ist (unter Berücksichtigung des Ermäßigungshöchstbetrages und der tatsächlich zu zahlenden Gewerbesteuer).

Minderheitsaktionär ist eine Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft)

Ist der Minderheitsaktionär eine gewerblich tätige oder gewerblich geprägte Personengesellschaft (Mitunternehmerschaft), die nicht die Behandlung als Kapitalgesellschaft für die Zwecke der Körperschaftsteuer gewählt hat, wird die Einkommen-

bzw. Körperschaftsteuer nicht auf Ebene der Personengesellschaft, sondern auf Ebene ihrer Gesellschafter erhoben (sog. Transparenzprinzip). Die Besteuerung richtet sich danach, ob der jeweilige Gesellschafter eine Körperschaft oder natürliche Person ist. Ist der Gesellschafter eine Körperschaft, so wird der Veräußerungsgewinn nach den auf Körperschaften anwendbaren Grundsätzen besteuert (siehe oben). Ist der Gesellschafter eine natürliche Person, finden die für natürliche Personen (Einzelunternehmer) geltenden Grundsätze Anwendung (siehe oben).

Bei Zurechnung der NBG-Aktien zu einer inländischen Betriebsstätte eines Gewerbebetriebs der Personengesellschaft unterliegt der Veräußerungsgewinn außerdem der Gewerbesteuer auf Ebene der Personengesellschaft. Soweit er im Gewinnanteil einer natürlichen Person als Gesellschafter der Personengesellschaft enthalten ist, ist er zu 60 %, soweit er im Gewinnanteil einer Körperschaft enthalten ist, ist er in der Regel nur zu 5 % gewerbsteuerpflichtig. Veräußerungsverluste und andere Gewinnminderungen, die im Zusammenhang mit den veräußerten NBG-Aktien stehen, bleiben für Zwecke der Gewerbesteuer unberücksichtigt, soweit sie auf den Gewinnanteil einer Körperschaft entfallen, während sie zu 60 % abziehbar sind, soweit sie auf den Gewinnanteil einer natürlichen Person entfallen. Soweit natürliche Personen an der Personengesellschaft beteiligt sind, wird die auf der Ebene der Personengesellschaft anfallende Gewerbesteuer grundsätzlich im Wege eines pauschalierten Anrechnungsverfahrens vollständig oder teilweise auf ihre persönliche Einkommensteuer angerechnet.

Kapitalertragsteuer

Bei Veräußerungsgewinnen aus NBG-Aktien, die von unbeschränkt steuerpflichtigen Körperschaften gehalten werden, erfolgt grundsätzlich kein abgeltender Kapitalertragsteuerabzug. Dasselbe gilt bei natürlichen Personen oder Personengesellschaften, wenn der Veräußerungsgewinn zu den Betriebseinnahmen eines inländischen Betriebs gehört und der Minderheitsaktionär dies gegenüber der Inländischen Auszahlenden Stelle nach amtlich vorgeschriebenem Vordruck erklärt und bestimmte weitere Voraussetzungen erfüllt werden.

Anderenfalls hat eine Inländische Auszahlende Stelle Kapitalertragsteuer in Höhe von 25 % (zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % hierauf sowie ggf. Kirchensteuer hierauf) einzubehalten. Die einbehaltene Kapitalertragsteuer und der einbehaltene Solidaritätszuschlag haben bei NBG-Aktien im Betriebsvermögen keine abgeltende Wirkung; sie werden grundsätzlich auf die Steuerschuld (einschließlich Solidaritätszuschlag und ggf. Kirchensteuer) angerechnet bzw. in Höhe eines etwaigen Überhangs erstattet.

8. Erläuterung und Begründung der Angemessenheit der Barabfindung

8.1 Vorbemerkungen

Mit Wirksamwerden des Squeeze-out werden die Minderheitsaktionäre der NBG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung ausgeschlossen. Die Höhe der Barabfindung wird von der VIG gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG festgelegt. Die Barabfindung muss die Verhältnisse der NBG im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über die Übertragung der NBG-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die VIG berücksichtigen. Der Übertragungsbeschluss soll auf der außerordentlichen Hauptversammlung der NBG am 12. November 2026 gefasst werden.

Die VIG hat zu ihrer Unterstützung bei der Festlegung der den Minderheitsaktionären zu gewährenden angemessenen Barabfindung ValueTrust als neutralen Gutachter damit beauftragt, ein Gutachten zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit dem potenziellen Squeeze-out bei der NBG gemäß §§ 327a ff. AktG (Bewertungsgutachten) zum Bewertungsstichtag, dem 12. November 2026, zu erstellen. ValueTrust hat ihre Arbeiten im Zeitraum von Juli 2026 bis September 2026 durchgeführt und der VIG ihr Bewertungsgutachten am 28. September 2026 vorgelegt.

Die VIG hat die den Minderheitsaktionären zu gewährende angemessene Barabfindung nach eigener Prüfung auf der Grundlage des Bewertungsgutachtens festgelegt. Die wesentlichen Erwägungen zur Bemessung der Barabfindung werden nachfolgend zusammengefasst. Zur näheren Erläuterung und Begründung der im Sinne von § 327a Abs. 1 AktG angemessenen Barabfindung wird auf das Bewertungsgutachten verwiesen. Der Vorstand der VIG macht sich die Ausführungen zur Unternehmensbewertung der NBG und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung in dem Bewertungsgutachten inhaltlich in vollem Umfang zu eigen. Das diesem Übertragungsbericht in vollständiger Fassung als **Anlage 7** beigelegte Bewertungsgutachten bildet einen integralen Bestandteil dieses Übertragungsberichts.

8.2 Ermittlung und Festlegung der Barabfindung nach § 327b Abs. 1 AktG

Die VIG hat die den Minderheitsaktionären zu zahlende angemessene Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG auf

EUR 120,00 je NBG-Aktie

festgelegt. Für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung wurde eine Gesamtbeurteilung unter Berücksichtigung des relevanten Börsenkurses, des im Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswerts der NBG sowie des Ergebnisses der durchgeführten Analysen von Kapitalmarkt- und Transaktionsmultiplikatoren vorgenommen.

Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts und des Bundesgerichtshofs sind die von der VIG in der Vergangenheit für den Erwerb von NBG-Aktien gezahlten Preise ungeeignet, um die Höhe der Barabfindung zugunsten der Minderheitsaktionäre zu bestimmen, unabhängig davon, ob die Vorerwerbspreise im Zusammenhang mit einem öffentlichen Übernahmeangebot stehen oder nicht (vgl. Bundesverfassungsgericht, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94; Bundesgerichtshof, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09). Aus diesem Grund sind Vorerwerbspreise auch vorliegend nicht relevant.

Nach Auffassung der VIG ist die von ihr ermittelte Barabfindung aus den folgenden Gründen angemessen:

8.2.1 Börsenkurs und Referenzzeitraum

Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts darf ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des wahren Unternehmenswerts nicht unberücksichtigt bleiben und bildet bei der Ermittlung von Abfindungen im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen grundsätzlich die Wertuntergrenze (vgl. Bundesverfassungsgericht, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94).

Nach der jüngsten Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs kann der Börsenkurs einer börsennotierten Gesellschaft darüber hinausgehend eine geeignete Grundlage für die Ermittlung der beim Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags an die außenstehenden Aktionäre zu gewährenden Barabfindung darstellen, wenn er das Ergebnis einer effektiven Informationsverarbeitung und -bewertung durch einen funktionierenden Kapitalmarkt ist und die jeweilige Aktie uneingeschränkt verkehrsfähig ist. Um festzustellen, ob diese Voraussetzungen erfüllt sind, untersucht die Rechtsprechung die Liquidität der Aktie, vor allem im Hinblick auf Handelsvolumina und -umsätze, Bid-Ask-Spreads und Streubesitz (vgl. Bundesgerichtshof, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21 – „WCM“; Bundesgerichtshof, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22 – „Kabel Deutschland/Vodafone“).

Das Oberlandesgericht Frankfurt am Main hat zudem entschieden, dass der Börsenkurs auch für die Ermittlung der im Zusammenhang mit dem Squeeze-out der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG zu gewährenden angemessenen Barabfindung maßgeblich sein kann. Zur Plausibilisierung des Börsenkurses hat es ergänzend den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten objektivierten Unternehmenswert berücksichtigt (vgl. Oberlandesgericht Frankfurt a.M., Beschluss vom 27. Mai 2025 – 21 W 59/23 – „AKASOL“; Oberlandesgericht Frankfurt a.M., Beschluss vom 9. Februar 2024 – 21 W 129/22 – „ISRA Vision“).

Da die (vinkulierten) NBG-Aktien mit Zustimmung der NBG in den Freiverkehr einbezogen wurden, gelten zentrale Transparenzanforderungen, unter anderem die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen und von Eigengeschäften von Führungskräften gemäß der europäischen Marktmissbrauchsverordnung (Verordnung EU/596/2014). Die Transparenzanforderungen entsprechen im vorliegenden Fall denen des regulierten Marktes. Daher steht der Umstand, dass die (vinkulierten) NBG-Aktien nur in den Freiverkehr einbezogen sind, der Heranziehung des Börsenkurses nicht entgegen, sofern nicht konkrete Informationsdefizite geltend gemacht werden (vgl. Oberlandesgericht Düsseldorf, Beschluss vom 28. November 2022 – 26 W 4/21).

(a) Aussagekraft des Börsenkurses

ValueTrust hat als von der VIG beauftragter Bewertungsgutachter die in den Freiverkehr einbezogene NBG-Aktie analysiert und festgestellt, dass keine Marktenge im Sinne der Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (**WpÜG-Angebotsverordnung**) vorliegt. Daneben kommt ValueTrust nach einer Analyse der Börsenkursentwicklung sowie verschiedener Liquiditätskennzahlen zu dem Ergebnis, dass die in den Freiverkehr einbezogene NBG-Aktie eine eingeschränkte Liquidität aufweist, der Börsenkurs aber gleichzeitig hinreichend aussagekräftig ist, um ihn nicht nur als Untergrenze für die Bemessung der Barabfindung heranzuziehen. Hinweise auf Marktmissbrauch oder Verstöße gegen Offenlegungspflichten konnte ValueTrust nicht feststellen. Daher kann der Börsenkurs der NBG für die Ermittlung der Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG im Rahmen einer Gesamtbetrachtung berücksichtigt werden.

(b) Durchschnittskurs

Die VIG geht – in Übereinstimmung mit der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs – davon aus, dass nicht der Börsenkurs zu einem bestimmten Stichtag, sondern der über einen Zeitraum von drei Monaten gebildete durchschnittliche Börsenkurs maßgeblich ist (vgl. Bundesgerichtshof, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21 – „TLG/WCM“; Bundesgerichtshof, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22 – „Kabel Deutschland/Vodafone“; Bundesgerichtshof, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – „Stollwerck“).

(c) Maßgeblicher Referenzzeitraum

Der Bundesgerichtshof hat entschieden, dass der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich auf Grundlage eines volumengewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln ist (vgl. Bundesgerichtshof, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22 – „Kabel Deutschland/Vodafone“; Bundesgerichtshof, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – „Stollwerck“). Dieser Referenzzeitraum ist auch dann maßgeblich, wenn die Aktien der Gesellschaft nur im Freiverkehr gehandelt werden (Oberlandesgericht München, Beschluss vom 17. Juli 2014 – 31 Wx 407/13; Oberlandesgericht Zweibrücken, Beschluss vom 14. August 2018 – 9 WS 4/14, III.C.1.; Oberlandesgericht Hamburg, Beschluss vom 7. September 2020 – 13 W 122/20).

Mit Schreiben vom 22. Juni 2026 hat die VIG dem Vorstand der NBG ihre Absicht mitgeteilt, die Minderheitsaktionäre der NBG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG auszuschließen. Zudem hat die VIG in diesem Schreiben ihr Verlangen im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der NBG gerichtet, die Hauptversammlung über die Übertragung der NBG-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die VIG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Die NBG hat dies am 22. Juni 2026 vor Börsenschluss mit einer entsprechenden Ad hoc-Mitteilung über das elektronische Informationsverbreitungssystem EQS öffentlich bekannt gemacht. Maßgeblicher Referenzzeitraum ist danach der Zeitraum vom 22. März 2026 bis einschließlich 21. Juni 2026.

Die Bafin hat der VIG mit Schreiben vom 20. Juli 2026 mitgeteilt, dass kein volumengewichteter Durchschnittskurs der in den Freiverkehr einbezogenen NBG-Aktie nach § 31 Abs. 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes i.V.m. § 5 Abs. 3 WpÜG-Angebotsverordnung ermittelt werden konnte, da in die Berechnung der Behörde nur Geschäfte im regulierten Markt (inländische organisierte Märkte) eingehen. Dementsprechend wurde der volumengewichtete Durchschnittskurs auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg ermittelt und liegt danach bei

EUR 119,95 je NBG-Aktie.

Da zwischen der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme am 22. Juni 2026 und der außerordentlichen Hauptversammlung der NBG, die über die Übertragung der NBG-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die VIG beschließen soll und voraussichtlich am 12. November 2026 stattfinden wird, knapp fünf Monate liegen werden, ist auf der Grundlage der Stollwerck-Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs eine

Hochrechnung des Börsenkurses auf den Tag der Hauptversammlung nicht erforderlich (vgl. Bundesgerichtshof, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 – „Stollwerck“).

8.2.2 Unternehmensbewertung der NBG nach dem Ertragswertverfahren

Darüber hinaus hat ValueTrust den objektivierten Unternehmenswert der NBG nach dem in der Rechtsprechung und in der Betriebswirtschaftslehre anerkannten Ertragswertverfahren auf Grundlage der „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW S 1 i.d.F. vom 11. Februar 2026, **IDW S 1**) ermittelt. Die Bewertung erfolgte auf den Bewertungsstichtag 12. November 2026, den voraussichtlichen Tag der außerordentlichen Hauptversammlung der NBG, die über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die VIG als Hauptaktionärin beschließen soll. Die Bewertung basierte im Wesentlichen auf historischen Daten und Plandaten der NBG sowie Informationen über die NBG.

In ihrem Bewertungsgutachten kommt ValueTrust zu dem Ergebnis, dass der nach IDW S 1 ermittelte objektivierte Unternehmenswert der NBG zum 12. November 2026 rund

EUR 1.253,6 Millionen

beträgt. Umgelegt auf 11.520.000 NBG-Aktien ergibt dies einen anteiligen Unternehmenswert in Höhe von

EUR 108,82 je NBG-Aktie.

8.2.3 Plausibilisierung des Unternehmenswerts anhand von Multiplikatoren

ValueTrust hat den Börsenkurs und den Unternehmenswert der NBG zudem auf Basis von Kapitalmarkt- und Transaktionsmultiplikatoren plausibilisiert. Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert der NBG liegt knapp unterhalb, der Börsenkurs liegt dagegen oberhalb der Unternehmenswertbandbreiten, die sich aus der multiplikatorbasierten Bewertung ergeben.

8.2.4 Ermittlung der Barabfindung auf der Grundlage einer Gesamtbeurteilung

Nach Einschätzung von ValueTrust ist die NBG-Aktie nicht ausreichend liquide, um die Barabfindung auf der Grundlage der jüngeren Rechtsprechung allein unter Rückgriff auf den Börsenkurs zu bestimmen. Zugleich wäre es auch nicht sachgerecht, den Börsenkurs zu verwerfen und lediglich als Untergrenze zu berücksichtigen. Aus diesem Grund hat ValueTrust die angemessene Barabfindung auf Basis einer Gesamtbeurteilung unter Berücksichtigung des Börsenkurses, des Ertragswerts der NBG sowie des Ergebnisses der Multiplikatoranalysen ermittelt.

In der Rechtsprechung ist eine solche Gesamtbeurteilung zur Ermittlung einer angemessenen Barabfindung akzeptiert. So hat das Oberlandesgericht Frankfurt am Main wiederholt im Fall eines verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out die auf Basis des Börsenkurses ermittelte Barabfindung anhand einer Gesamtbeurteilung unter Berücksichtigung des Ertragswerts überprüft (Oberlandesgericht Frankfurt a.M., Beschluss vom 27. Mai 2025 – 21 W 59/23, Rn. 41 ff. (juris) – „AKASOL“; Beschluss vom 9. Februar 2024 – 21 W 129/22, Rn. 25 ff. (juris) – „ISRA Vision“). Diese

Entscheidungen liegen auf der Linie der Entscheidung des Oberlandesgerichts München in Sachen „Kabel Deutschland/Vodafone“, in der ebenfalls eine Gesamtbeurteilung unter Berücksichtigung des Börsenkurses, des Ertragswerts sowie weiterer Umstände durchgeführt wurde und die auch insoweit ausdrücklich durch den Bundesgerichtshof gebilligt wurde (Oberlandesgericht München, Beschluss vom 14. Dezember 2021 – 31 Wx 190/20, Rn. 113 ff. (juris); Bundesgerichtshof, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, Rn. 54 i.V.m. 49 (juris) – „Kabel Deutschland/Vodafone“).

Der volumengewichtete Drei-Monats-Durchschnittskurs der NBG-Aktie beträgt EUR 119,95. Er liegt oberhalb des auf Basis des Ertragswertverfahrens ermittelten Werts von EUR 108,82 je NBG-Aktie. Der Börsenkurs liegt auch oberhalb der Unternehmenswertbandbreiten, die sich aus kapitalmarkt- und transaktionsbasierten Multiplikatorbewertungen ergeben. Auf dieser Basis beträgt die angemessene Barabfindung je NBG-Aktie EUR 120,00.

9. Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung

Die Angemessenheit der Barabfindung wurde gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG von dem gerichtlich ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfer IVA geprüft und bestätigt. IVA wird gemäß §§ 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 i.V.m. 293e AktG einen gesonderten Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung erstatten.

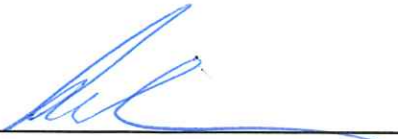
Die ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre können die Angemessenheit der Barabfindung gemäß § 327f Satz 2 AktG in einem Spruchverfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz gerichtlich überprüfen lassen. Der Antrag auf gerichtliche Entscheidung im Spruchverfahren kann nur binnen drei Monaten seit dem Tag gestellt werden, an dem der Übergang aller NBG-Aktien der Minderheitsaktionäre auf die VIG als Hauptaktionärin wirksam, d.h. der Übertragungsbeschluss in das Handelsregister der NBG eingetragen worden ist. Der Antragsteller muss den Antrag innerhalb der vorgenannten Frist begründen und konkrete Einwendungen gegen den als Grundlage für die Barabfindung ermittelten Unternehmenswert vorbringen. Die Entscheidung im Spruchverfahren wirkt für und gegen alle Minderheitsaktionäre, die gemäß §§ 327a ff. AktG aus der NBG ausgeschlossen wurden. Sollte das Gericht im Spruchverfahren eine Erhöhung der Barabfindung beschließen, kommt diese Erhöhung allen Minderheitsaktionären zugute, auch wenn sie keinen Antrag auf Durchführung eines Spruchverfahrens gestellt haben.

Eine Anfechtung des Übertragungsbeschlusses mit der Begründung, die von der VIG festgelegte Barabfindung sei unangemessen, ist dagegen gesetzlich ebenso ausgeschlossen, wie eine Anfechtung, die darauf gestützt wird, dass die VIG oder ein anderer Aktionär mit der Ausübung des Stimmrechts bei der Beschlussfassung über den Übertragungsbeschluss für sich oder einen Dritten Sondervorteile zum Schaden der Gesellschaft oder der anderen Aktionäre zu erlangen suchte und der Übertragungsbeschluss geeignet sei, diesem Zweck zu dienen (§ 327f Satz 1 Alt. 2 AktG; § 327f Satz 1 Alt. 1 AktG i.V.m. § 243 Abs. 2 AktG).

[Unterschriftenseite folgt]

Wien, den 28.9.2026

VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe



Name: Gerhard Lahner
Position: 2. Generaldirektor-
Stellvertreter



Name: Sonja Raus
Position: Vorstandsmitglied



Anlage 1

Depotbestätigungen (i) der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG vom 25. September 2026 über die Anzahl der von der VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe an der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG gehaltenen Aktien sowie (ii) der Deutsche Bank AG vom 25. September 2026 über die Anzahl der von der Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH an der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG gehaltenen Aktien

VIENNA INSURANCE GROUP AG
Wiener Versicherung Gruppe
Schottenring 30
1010 Wien

Karin Springenfels-Zander
0881/Non-Bank Financial Institution
Am Belvedere 1
1100 Wien
T +43 (0)5 0100 - 11526
F +43 (0)5 0100 9 - 11526
Karin.Springenfels-
Zander@erstegroup.com

Firmensitz Wien
Handelsgericht Wien
FN 286283f
BIC: GIBAATWWXXX

Datum: 25.09.2026
Seite: 1/1
vertraulich

Depotbestätigung Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG

Sehr geehrte Damen und Herren,

hiermit bestätigen wir die nachstehenden Depotdaten der VIENNA INSURANCE GROUP AG
Wiener Versicherung Gruppe.

Depotinhaber:	VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe
Depot Nummer:	293-360-353/01
Bank	Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG
BIC/SWIFT	GIBAATWWXXX
Aktienbestand per 25. September 2026	9.267.072 NUERNBERGER BETEILIGUNGS-AG

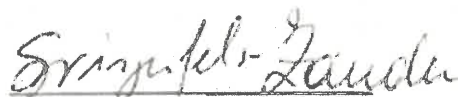
Für weitere Fragen stehen wir Ihnen gerne jederzeit zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Erste Bank
der oesterreichischen Sparkassen AG



Mag. Ronald Dirl



Karin Springenfels-Zander



Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH
Herrn Ralph Reinhardt
Ostendstrasse 100

90334 Nürnberg

Deutsche Bank AG
Thomas Konrad
Trust and Securities Services
Taunusanlage 12
60325 Frankfurt am Main
Telefon +49 69 910 63425
thomas.konrad@db.com
www.deutsche-bank.de

Bestandsbestätigung zum 25.09.2026

25. September 2026

Sehr geehrter Herr Reinhardt,

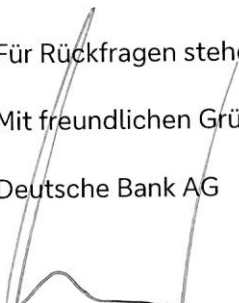
hiermit bestätigen wir Ihnen, dass in dem unten genannten, bei der Deutsche Bank AG geführtem Depot der Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH folgender Wertpapierbestand verwahrt wird:

Depotnummer	ISIN	Nominal
226020197000	DE0008435967	NÜRNBERGER BETEILIGUNGS-AG 2.170.761

Für Rückfragen stehen wir Ihnen jederzeit gern zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Deutsche Bank AG


Christoph Lehwalder


Thomas Konrad

Anlage 2

Beim Handelsregister des Amtsgerichts Nürnberg hinterlegte Gesellschafterliste der Neue
SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH

Liste der Gesellschafter
der
Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH
mit dem Sitz in Nürnberg
Amtsgericht Nürnberg HRB 20457

Nr. des Geschäftsanteils	Name / Firma des Gesellschafters Geburtsdatum / Sitz Wohnort / Register	Nennbetrag in EUR	Anteil in %	Summe der Nennbeträge in EUR	Gesamtbe- teiligung in %	Veränderungen
1-25						<i>Nrn. weggefallen</i>
26-457.862	VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe mit dem Sitz in Wien/Österreich eingetragen im Handelsgericht Wien/Österreich unter der Registernummer FN 75687 f	1,00	weniger als 1 %	457.837,00	100 %	Rechtsgeschäftlich übertragen
457.863- 533.492						<i>Einziehung</i>
533.493- 808.416	VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe mit dem Sitz in Wien/Österreich eingetragen im Handelsgericht Wien/Österreich unter der Registernummer FN 75687 f	1,00	weniger als 1 %	274.924,00	s.o.	Rechtsgeschäftlich übertragen
808.417- 901.275						<i>Einziehung</i>
901.276- 1.940.351	VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe mit dem Sitz in Wien/Österreich eingetragen im Handelsgericht Wien/Österreich unter der Registernummer FN 75687 f	1,00	weniger als 1 %	1.039.076,00	s.o.	Rechtsgeschäftlich übertragen
1.940.352- 2.376.016						<i>eingezogen</i>
2.376.017- 2.409.148	VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe mit dem Sitz in Wien/Österreich	1,00	weniger als 1 %	33.132,00	s.o.	Rechtsgeschäftlich übertragen

	eingetragen im Handelsgericht Wien/Österreich unter der Registernummer FN 75687 f					
2.409.149- 2.455.643						<i>Einziehung</i>
2.455.644- 2.731.743	VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe mit dem Sitz in Wien/Österreich eingetragen im Handelsgericht Wien/Österreich unter der Registernummer FN 75687 f	1,00	weniger als 1 %	276.100,00	s.o.	Rechtsgeschäftlich übertragen
Summe				2.731.718,00 EUR	100 %	
zzgl. 650.649 eingezogener Anteile						

UVZNr. 2499 / F / 2026

Bescheinigung gemäß § 40 GmbHG

Die geänderten Eintragungen in der vorstehenden Liste entsprechen den Veränderungen, die sich aufgrund meiner Urkunde vom 04.11.2025, UVZNr. 5763/ F / 2025 ergeben. Die übrigen Eintragungen stimmen mit dem Inhalt der zuletzt im Handelsregister aufgenommenen Liste überein.

München, den 18.05.2026



Dr. Sebastian Franck
Notar

Hiermit beglaubige ich die Übereinstimmung der in dieser Datei enthaltenen Bilddaten (Abschrift)
mit dem mir vorliegenden Papierdokument (Urschrift).

München, den 19.05.2026

Dr. Sebastian Franck, Notar

Anlage 3

Übertragungsverlangen der VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe
an den Vorstand der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG vom 22. Juni 2026

An die
NÜRNBERGER Beteiligungs-AG
- Vorstand -
Ostendstraße 100
90334 Nürnberg

Wien, 22. Juni 2026

Betreff: Ausschluss der Minderheitsaktionäre der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG(Squeeze-out)

Sehr geehrte Mitglieder des Vorstands,

die VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe mit Sitz in Wien, Österreich, und Geschäftsanschrift Schottenring 30, 1010 Wien, Österreich, eingetragen im Firmenbuch beim Handelsgericht Wien zu FN 75687 f (**VIG**), hält zum heutigen Tag unmittelbar 9.267.072 auf den Namen lautende Stückaktien der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG (**NBG**). Die Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH mit Sitz in Nürnberg und Geschäftsanschrift Ostendstraße 100, 90334 Nürnberg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Nürnberg unter HRB 20457 (**NESBEG**), eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der VIG, hält weitere 2.170.761 Aktien der NBG. Entsprechende Depotbestätigungen der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG vom 19. Juni 2026 sowie der Deutsche Bank vom 14. Januar 2026 sind diesem Schreiben in Kopie als **Anlage 1** beigelegt. **Anlage 2** enthält die aktuelle, beim Handelsregister des Amtsgerichts Nürnberg hinterlegte Gesellschafterliste der NESBEG, aus der sich ergibt, dass die VIG die alleinige Gesellschafterin der NESBEG ist. Das ausgegebene Grundkapital der NBG beträgt EUR 40.320.000,00 und ist eingeteilt in 11.520.000 auf den Namen lautende Stückaktien.

Gemäß § 327a Abs. 1 S. 1 Aktiengesetzes (**AktG**) kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von 95 vom Hundert des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Gemäß § 327a Abs. 2 in Verbindung mit §§ 16 Abs. 4, 17 Abs. 2 AktG gelten als Aktien, die dem Hauptaktionär gehören, auch diejenigen Aktien, die einem von ihm abhängigen, d.h. im Mehrheitsbesitz des Hauptaktionärs stehenden Unternehmen gehören.

Die NESBEG, deren alleinige Gesellschafterin die VIG ist, ist ein von der VIG abhängiges Unternehmen im Sinne des § 327a Abs. 2 in Verbindung mit §§ 16 Abs. 4, 17 Abs. 2 AktG. Die von der NESBEG gehaltenen Aktien der NBG werden der VIG somit zugerechnet. Unter Hinzurechnung dieser Aktien hält die VIG damit 11.437.833 Aktien der NBG, was rund 99,29 % des Grundkapitals der NBG entspricht. Mithin ist sie Hauptaktionärin der NBG im Sinne des § 327a Abs. 1 S. 1 AktG.

Der Vorstand der VIG hat am 20. Juni 2026 beschlossen, von den Regelungen der §§ 327a ff. AktG Gebrauch zu machen und an den Vorstand der NBG das Verlangen zu richten, die Hauptversammlung der NBG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NBG auf die VIG als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen (sogenannter Squeeze-out).

Die Höhe der Barabfindung steht zum jetzigen Zeitpunkt nicht fest. Zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung wird die VIG unter anderem eine Unternehmensbewertung der NBG vornehmen und diesbezüglich eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft beauftragen. Die Angemessenheit der Barabfindung wird von einem unabhängigen, vom Gericht ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüfer geprüft werden. Die VIG wird die Bestellung eines solchen Prüfers rechtzeitig beantragen. Ein konkretisiertes Squeeze-out-Verlangen einschließlich des konkreten Übertragungsbeschlusses sowie der Höhe der angemessenen Barabfindung werden wir Ihnen zu einem späteren Zeitpunkt übermitteln.

Auf Basis der vorstehenden Ausführungen bitten wir Sie in Ihrer Eigenschaft als Vorstand, alle notwendigen Maßnahmen zu ergreifen und Schritte zu veranlassen, damit das Verfahren nach §§ 327a ff. AktG durchgeführt wird und eine außerordentliche Hauptversammlung der NBG über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre der NBG (Minderheitsaktionäre) auf die VIG (Hauptaktionärin) gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG beschließen kann sowie uns und den jeweiligen Prüfern alle für die Bewertungsarbeiten notwendigen Unterlagen zur Verfügung zu stellen und Auskünfte zu erteilen.

Die VIG wird Ihnen die nach § 327b Abs. 3 AktG erforderliche Bankbestätigung vor Einberufung der Hauptversammlung vorlegen.

Mit freundlichen Grüßen,

VIENNA INSURANCE GROUP AG
Wiener Versicherung Gruppe



Liane Hirner
Vorstandsmitglied



ppa Claudia Ungar-Huber
Prokuristin

Beilagen:

- Anlage 1: Depotbestätigungen
Anlage 2: Gesellschafterliste der NESBEG



SÄCHLICHE LISTE**DE000A30U911 / NUERNBERGER BET.AG NA O.N****letzter Kurs:**Stichtag: **19.06.2026**Auswahlkriterium: **OE/0540****Summe Menge: +2.964,000 STK**
Summe Kurswert: +0,00 EUR

Depotnummer	Bezeichnung	Menge STK	Kurswert EUR	Betr/OE
293-306-353/01	VIENNA INSURANCE GROUP AG	+2.964,000	+0,00	8L7A/0540

Mag. Andreas Böhrer
Telefon 05 0100 / 11598Datum
19.06.2026Uhrzeit
07:19:04

SÄCHLICHE LISTE

DE0008435967 / NUERNBERGER BET.AG VNA

letzter Kurs: 119,00 EUR

Stichtag: **19.06.2026**

Auswahlkriterium: **OE/0540**

Summe Menge: +9.264.108,000 STK
Summe Kurswert: +1.102.428.852,00 EUR

Depotnummer	Bezeichnung	Menge STK	Kurswert EUR	Betr/OE
293-306-353/01	VIENNA INSURANCE GROUP AG	+9.264.108,000	+1.102.428.852,00	8L7A/0540

Mag. Andreas Böhrer
Telefon 05 0100 / 11598

Datum
19.06.2026

Uhrzeit
07:19:52



04082 Leipzig

OF 3030 BA80 A3 7001 14DD
DV 01.26 0,95 Deutsche PostDeutsche Bank AG
QM - Support
04082 Leipzig

*00649581*1901*22362498*00008236*

An

Neue SEBA Beteili. GmbH
Geschäftsführer
Herrn Ralph Reinhardt
Ostendstraße 100
90334 Nürnberg

14. Januar 2026

Ihr Jahresdepotauszug zum 31. Dezember 2025 für Depot 226 0201970 00

Sehr geehrte Damen und Herren,

Ihr Jahresdepotauszug* zum 31. Dezember 2025 zeigt eine Aufstellung aller Wertpapierbestände, die sich in Ihrem Depot befinden. Hierbei sind alle Wertpapierumsätze berücksichtigt, die bis einschließlich 31. Dezember verarbeitet werden konnten. Aus rechtlichen Gründen ist es wichtig, dass Sie sich von der Richtigkeit dieser Angaben überzeugen.

Wir bitten Sie, Ihren Jahresdepotauszug schnellstmöglich zu prüfen. Das Dokument wurde von uns mit Sorgfalt erstellt. Sollten Sie dennoch Angaben finden, die nicht mit Ihren Unterlagen übereinstimmen, oder sonstige Einwände gegen Ihre Wertpapieraufstellung haben, richten Sie diese bitte möglichst an:

Deutsche Bank AG
QM - Support, 04082 Leipzig

Zu Ihrer Information haben wir einige Details zu den angegebenen Kursen zusammengestellt. Für in- und ausländische Werte werden die Kurse an deutschen Börsen nach dem Niederstwertprinzip herangezogen. Bei ausländischen Werten, die im Inland weder im regulierten Markt noch im Freiverkehr notiert werden, wird grundsätzlich der Kurs der Heimatbörse zugrunde gelegt. Die Kursangaben für nicht börsennotierte Investmentanteile entsprechen dem Rücknahmepreis, der von den Kapitalanlagegesellschaften oder deren Depotbanken für den jeweiligen Fonds festgestellt wurde, es sei denn, es wurde ein niedrigerer Preis im Freiverkehr festgestellt. **Wenn Kursangaben fehlen**, handelt es sich entweder um ausländische Wertpapiere, für die ein Jahresschlusskurs nicht oder nicht rechtzeitig festgestellt werden konnte oder um nicht notierte inländische Wertpapiere. Eine Gewähr für die Richtigkeit der Kurse können wir nicht übernehmen.

* Der Jahresdepotauszug ist Teil unseres Geschäftsverkehrs mit Ihnen - hierfür gelten unsere Allgemeinen Geschäftsbedingungen sowie die Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte.



Jahresdepotauszug per 31.12.2025

Depotinhaber: Neue SEBA Betteil. GmbH
Geschäftsführer Herr Ralph Reinhardt

Abt. Kapitalanlagen

Risikoklasse Depot
1 - 5

Bestand	Bezeichnung Lagerstelle	WKN ISIN	Risikoklasse	Währung	Kurs	Devisenkurs	Marktwert in EUR	Anteil in %
2.170.761	NÜRNBERGER BETEILIGUNGS-AG VINK.NAM.AKT.ON	843596 DE0008435967	5	EUR	119,00000		258.320.559,00	100,00

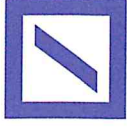
Gesamtsumme								258.320.559,00
-------------	--	--	--	--	--	--	--	----------------

Ihre Stimmrechtsvollmacht

Wir behalten uns vor, von Fall zu Fall Abstimmungsvorschläge gemäß § 135 Abs. 2 und 3 AktG zu unterbreiten. Sie haben uns eine Vollmacht/Ermächtigung zur Stimmrechtsausübung für die in Ihrem Depot verbuchten inländischen Aktien erteilt. Von dieser machen wir ausschliesslich Gebrauch, wenn und soweit wir eigene Abstimmungsvorschläge gemäß § 135 Abs. 2 und 3 AktG unterbreiten und Sie nicht für die anderweitige Vertretung Ihrer Stimmrechte sorgen. Die uns erteilte Vollmacht/Ermächtigung kann von Ihnen jederzeit widerrufen werden. Sie können Ihre Rechte in der Hauptversammlung auch durch einen anderen Bevollmächtigten, z. B. eine Aktionärsvereinigung, wahrnehmen lassen. Bei Gesellschaften mit Namensaktien, zu deren Hauptversammlungen wir uns zur Ausübung von Stimmrechten erbieten, können Sie unseren Abstimmungsvorschlag auf unserer Homepage unter www.deutsche-bank.de/stimmrechtsvorschlaege einsehen.

Ist keine Verwahrart angegeben, so befinden sich die Wertpapiere in Girosammelverwahrung.
Bitte beachten Sie auch unsere weiteren Erläuterungen, die Sie auf beiliegender Anlage finden.
Depot 226 0201970 00
Erstellt am: 14.01.2026

Neue SEBA Betteil. GmbH
Geschäftsführer Herr
Ralph Reinhardt



Wichtige Hinweise und Erläuterungen

Wichtige allgemeine Hinweise und Erläuterungen

- Es werden nur Bestände in Finanzinstrumenten ausgewiesen, sofern die Bank für diese Finanzinstrumente Verwahrungs- und Verwaltungsleistungen erbringt.
- Sachwertbeteiligungen werden, sofern sie nicht depotmäßig verwahrt werden, in der vorliegenden Aufstellung nicht aufgeführt. Hierunter fallen Geschlossene Investmentvermögen gemäß Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), die nach dem 22.07.2013 aufgelegt wurden und sonstige Geschlossene Fonds.
- Die ausgewiesenen Bestände enthalten alle Wertpapierumsätze, die bis einschließlich 31.12.2025 verarbeitet werden konnten. Wertveränderungen und Transaktionen seit diesem Zeitpunkt sind nicht berücksichtigt.
- Die Angaben zur Bestandsaufstellung umfassen ausschließlich die unter der angegebenen Depotnummer verbuchten und verwahrten Finanzinstrumente.
- Die Angaben zu den Verfügungsbeschränkungen (separate Aufstellung) umfassen die zum 31.12.2025 für die einzelnen Depotpositionen vorhandenen Sperren, soweit diese eine freie Verfügungsmöglichkeit des Kunden einschränken.
- Bei dem "Kurs" handelt es sich für in- und ausländische Werte um den niedrigsten an einer deutschen Börse ermittelbaren Kurs (Niederstwertprinzip). Bei ausländischen Werten, die im Inland weder im regulierten Markt noch im Freiverkehr notiert werden, wird grundsätzlich der Kurs der Heimatbörse zugrunde gelegt. Die Kursangaben für nicht börsennotierte Investmentanteile entsprechen dem Rücknahmepreis, der von den Kapitalanlagegesellschaften oder deren Depotbanken für den jeweiligen Fonds festgestellt wurde, es sei denn, es wurde ein niedrigerer Preis im Freiverkehr festgestellt. Dieser kann in einigen Fällen deutlich vom Rücknahmepreis abweichen.
- Wenn Kursangaben fehlen, handelt es sich entweder um ausländische Wertpapiere, für die ein Jahresschlusskurs nicht oder nicht rechtzeitig festgestellt werden konnte oder um nicht notierte inländische Wertpapiere. Eine Gewähr für die Richtigkeit der Kurse können wir nicht übernehmen.

Informationen zur separaten Aufstellung von Verfügungsbeschränkungen - Anlage zur Bestandsaufstellung

- Die Information zur separaten Aufstellung von Verfügungsbeschränkungen wird nur erstellt, wenn für eine oder mehrere Finanzinstrumente gattungsspezifische Verfügungsbeschränkungen vorliegen (sogenannte Positionssperren). Wenn keine Positionssperren vorliegen oder lediglich eine gesamthafte Depotsperre vorliegt, wird diese zusätzliche Information nicht erstellt.
- Zu jedem in dieser Anlage zur Bestandsaufstellung aufgeführten Finanzinstrument wird entsprechend ausgewiesen, um welche Art der Verfügungsbeschränkung es sich handelt. Falls die Verfügungsbeschränkung zeitlich oder betragsmäßig beschränkt ist, wird das jeweilige Gültigkeitsdatum und / oder die Betragshöhe genannt.

Erstellt am: 14.01.2026

Neue SEBA Betelli. GmbH
Geschäftsführer Herrn
Ralph Reinhardt

FRANCK SATZL NOTARE

Liste der Gesellschafter
der
Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH
mit dem Sitz in Nürnberg
Amtsgericht Nürnberg HRB 20457

Nr. des Geschäftsanteils	Name / Firma des Gesellschafters Geburtsdatum / Sitz Wohnort / Register	Nennbetrag in EUR	Anteil in %	Summe der Nennbeträge in EUR	Gesamtbe- teiligung in %	Veränderungen
1-25						<i>Nrn. weggefallen</i>
26-457.862	VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe mit dem Sitz in Wien/Österreich eingetragen im Handelsgericht Wien/Österreich unter der Registernummer FN 75687 f	1,00	weniger als 1 %	457.837,00	100 %	Rechtsgeschäftlich übertragen
457.863- 533.492						<i>Einziehung</i>
533.493- 808.416	VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe mit dem Sitz in Wien/Österreich eingetragen im Handelsgericht Wien/Österreich unter der Registernummer FN 75687 f	1,00	weniger als 1 %	274.924,00	s.o.	Rechtsgeschäftlich übertragen
808.417- 901.275						<i>Einziehung</i>
901.276- 1.940.351	VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe mit dem Sitz in Wien/Österreich eingetragen im Handelsgericht Wien/Österreich unter der Registernummer FN 75687 f	1,00	weniger als 1 %	1.039.076,00	s.o.	Rechtsgeschäftlich übertragen
1.940.352- 2.376.016						<i>eingezogen</i>
2.376.017- 2.409.148	VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe mit dem Sitz in Wien/Österreich	1,00	weniger als 1 %	33.132,00	s.o.	Rechtsgeschäftlich übertragen

	eingetragen im Handelsgericht Wien/Österreich unter der Registernummer FN 75687 f					
2.409.149- 2.455.643						<i>Einziehung</i>
2.455.644- 2.731.743	VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe mit dem Sitz in Wien/Österreich eingetragen im Handelsgericht Wien/Österreich unter der Registernummer FN 75687 f	1,00	weniger als 1 %	276.100,00	s.o.	Rechtsgeschäftlich übertragen
Summe				2.731.718,00 EUR	100 %	
zzgl. 650.649 eingezogener Anteile						

UVZNr. 2499 / F / 2026

Bescheinigung gemäß § 40 GmbHG

Die geänderten Eintragungen in der vorstehenden Liste entsprechen den Veränderungen, die sich aufgrund meiner Urkunde vom 04.11.2025, UVZNr. 5763/ F / 2025 ergeben. Die übrigen Eintragungen stimmen mit dem Inhalt der zuletzt im Handelsregister aufgenommenen Liste überein.

München, den 18.05.2026



Dr. Sebastian Franck
Notar

Anlage 4

Ad hoc-Mitteilung der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG vom 22. Juni 2026

Nürnberger Beteiligungs-AG

VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe (VIG) leitet Verfahren zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG auf die VIG ein (Squeeze-out § 327a AktG)

Ad-hoc | 22 Juni 2026 15:20

Nürnberger Beteiligungs-AG / Schlagwort(e): Sonstiges

VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe (VIG) leitet Verfahren zur Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG auf die VIG ein (Squeeze-out § 327a AktG)

22.06.2026 / 15:20 CET/CEST

Veröffentlichung einer Insiderinformation nach Artikel 17 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, übermittelt durch EQS News - ein Service der EQS Group.

Für den Inhalt der Mitteilung ist der Emittent / Herausgeber verantwortlich.

Die VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe, Wien/Österreich, hat dem Vorstand der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG (ISIN: DE0008435967 / DE000A30U911) heute mitgeteilt, dass sie die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG (Minderheitsaktionäre) auf die VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung (sog. Squeeze-out) anstrebt.

Die VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe hält unmittelbar und mittelbar aufgrund der Zurechnung nach § 327a Absatz 2 AktG in Verbindung mit § 16 Absatz 4 AktG insgesamt Aktien der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG in Höhe von mehr als 99 vom Hundert des Grundkapitals der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG und ist damit deren Hauptaktionärin im Sinne von § 327a Absatz 1 Satz 1 AktG.

Die Höhe der angemessenen Barabfindung, die die Hauptaktionärin den Minderheitsaktionären der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG für die Übertragung der Aktien gewährt, ist noch nicht festgelegt und wird zu einem späteren Zeitpunkt bekannt gegeben.

Der aktienrechtliche Squeeze-out wird mit dem zustimmenden

Hauptversammlungsbeschluss der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG und seiner Eintragung im Handelsregister wirksam.

Kontakt:

NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Dr. Peter Ott

CFRO

Ostendstraße 100

90334 Nürnberg

0911 531-4869

Peter.Ott@nuernberger.de

Ende der Insiderinformation

22.06.2026 CET/CEST Die EQS Distributionsservices umfassen gesetzliche Meldepflichten, Corporate News/Finanznachrichten und Pressemitteilungen.

Sprache:	Deutsch
Unternehmen:	Nürnberger Beteiligungs-AG Ostendstraße 100 90334 Nürnberg Deutschland
Telefon:	+49 (0)911 5 31-5
Fax:	+49 (0)911 5 31-47 15
E-Mail:	info@nuernberger.de
Internet:	www.nuernberger.com
ISIN:	DE0008435967
WKN:	843596
Börsen:	Freiverkehr in Düsseldorf, Frankfurt (Scale), Stuttgart, Tradegate BSX
EQS News ID:	2351128

Ende der Mitteilung

EQS News-Service

2351128 22.06.2026 CET/CEST

Anlage 5

Konkretisiertes Übertragungsverlangen der VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe an den Vorstand der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG
vom 28. September 2026

- **Persönlich/Vertraulich** -

An die

NÜRNBERGER Beteiligungs-AG
- Vorstand -
Ostendstraße 100
90334 Nürnberg

28. September 2026

Konkretisiertes Verlangen nach §§ 327a ff. Aktiengesetz (*AktG*) – Ausschluss der Minderheitsaktionäre der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG (*Squeeze-out*)

Sehr geehrte Mitglieder des Vorstands,

wie wir Ihnen mit Schreiben vom 22. Juni 2026 mitgeteilt haben, beabsichtigt die VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe mit Sitz in Wien, Österreich, und Geschäftsanschrift Schottenring 30, 1010 Wien, eingetragen beim Handelsgericht Wien unter FN 75687 f (**VIG**), die Minderheitsaktionäre der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG (**NBG**) im Wege eines Squeeze-out nach §§ 327a ff. AktG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung auszuschließen.

Gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien in Höhe von 95 vom Hundert des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen (sogenannter Squeeze-out). Gemäß § 327a Abs. 2 i.V.m. §§ 16 Abs. 4, 17 Abs. 2 AktG gelten als Aktien, die dem Hauptaktionär gehören, auch diejenigen Aktien, die einem von ihm abhängigen, d.h. im Mehrheitsbesitz des Hauptaktionärs stehenden Unternehmen gehören.

Das Grundkapital der NBG beträgt EUR 40.320.000,00 und ist eingeteilt in 11.520.000 auf den Namen lautende Stückaktien. Die VIG hält zum heutigen Tag unmittelbar 9.267.072 auf den Namen lautende Stückaktien der NBG. Die Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH mit Sitz in Nürnberg, Deutschland, und Geschäftsanschrift Ostendstraße 100, 90334 Nürnberg, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Nürnberg unter HRB 20457 (**NESBEG**), eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der VIG, hält weitere 2.170.761 Aktien der NBG. Entsprechende Depotbestätigungen der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, Wien, vom 25. September 2026 sowie der Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main (**Deutsche Bank**), vom 25. September 2026 sind diesem Schreiben in Kopie als **Anlage 1** beigelegt. **Anlage 2** enthält die aktuelle, beim Handelsregister des Amtsgerichts Nürnberg hinterlegte Gesellschafterliste der NESBEG, aus der sich ergibt, dass die VIG die alleinige Gesellschafterin der NESBEG ist.

Die NESBEG ist ein von der VIG abhängiges Unternehmen im Sinne von § 327a Abs. 2 i.V.m. mit §§ 16 Abs. 4, 17 Abs. 2 AktG. Die von der NESBEG gehaltenen Aktien der NBG werden der VIG somit zugerechnet. Unter Hinzurechnung dieser Aktien hält die VIG 11.437.833 Aktien der NBG, was rund 99,29 % des Grundkapitals der NBG entspricht. Die

VIG ist mithin nach wie vor Hauptaktionärin der NBG im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 i.V.m. §§ 16 Abs. 4, 17 Abs. 2 AktG.

In Konkretisierung ihres in dem Schreiben vom 22. Juni 2026 enthaltenen Verlangens im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der NBG, die Hauptversammlung der NBG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die VIG als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen, richtet die VIG hiermit an den Vorstand der NBG das Verlangen, eine außerordentliche Hauptversammlung der NBG einzuberufen und folgenden Tagesordnungspunkt auf die Tagesordnung dieser Hauptversammlung zu setzen:

„Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf die VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG (Squeeze-out).“

Die VIG hat gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG als Hauptaktionärin die an die Minderheitsaktionäre der NBG zu zahlende angemessene Barabfindung auf EUR 120,00 je auf den Namen lautende Stückaktie der NBG festgelegt.

Der vorgesehene Übertragungsbeschluss soll wie folgt lauten:

„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.“

Eine Erklärung der Deutschen Bank, durch die diese gemäß § 327b Abs. 3 AktG unbedingt und unwiderruflich die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der VIG gegenüber jedem Minderheitsaktionär übernimmt, diesem unverzüglich nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der NBG die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 120,00 zuzüglich etwaiger gesetzlicher Zinsen gemäß § 327b Absatz 2 AktG für jede seiner auf die VIG übergegangenen Aktien zu zahlen, ist diesem Schreiben im Original als **Anlage 3** beigelegt.

Einen von der VIG erstatteten Übertragungsbericht an die Hauptversammlung der NBG, in dem die Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NBG dargelegt und die Angemessenheit der festgesetzten Barabfindung erläutert und begründet werden, lassen wir Ihnen gesondert zukommen.

Ein Firmenbuchauszug der VIG vom heutigen Tag ist diesem Schreiben zum Nachweis der Vertretungsberechtigung als **Anlage 4** beigelegt.

Wir bitten Sie, uns den Eingang dieses Schreibens zu bestätigen.

Mit freundlichen Grüßen

VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe



Name: Gerhard Lahner
Position: 2. Generaldirektor-
Stellvertreter



Name: Sonja Raus
Position: Vorstandsmitglied



Anlage 1
Depotbestätigungen

VIENNA INSURANCE GROUP AG
Wiener Versicherung Gruppe
Schottenring 30
1010 Wien

Karin Springenfels-Zander
0881/Non-Bank Financial Institution
Am Belvedere 1
1100 Wien
T +43 (0)5 0100 - 11526
F +43 (0)5 0100 9 - 11526
Karin.Springenfels-
Zander@erstegroup.com

Firmensitz Wien
Handelsgericht Wien
FN 286283f
BIC: GIBAATWWXXX

Datum: 25.09.2026
Seite: 1/1
vertraulich

Depotbestätigung Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG

Sehr geehrte Damen und Herren,

hiermit bestätigen wir die nachstehenden Depotdaten der VIENNA INSURANCE GROUP AG
Wiener Versicherung Gruppe.

Depotinhaber:	VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe
Depot Nummer:	293-360-353/01
Bank	Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG
BIC/SWIFT	GIBAATWWXXX
Aktienbestand per 25. September 2026	9.267.072 NUERNBERGER BETEILIGUNGS-AG

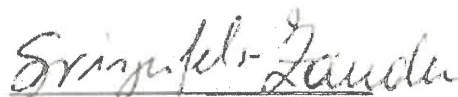
Für weitere Fragen stehen wir Ihnen gerne jederzeit zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Erste Bank
der oesterreichischen Sparkassen AG



Mag. Ronald Dirl



Karin Springenfels-Zander



Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH
Herrn Ralph Reinhardt
Ostendstrasse 100

90334 Nürnberg

Deutsche Bank AG
Thomas Konrad
Trust and Securities Services
Taunusanlage 12
60325 Frankfurt am Main
Telefon +49 69 910 63425
thomas.konrad@db.com
www.deutsche-bank.de

Bestandsbestätigung zum 25.09.2026

25. September 2026

Sehr geehrter Herr Reinhardt,

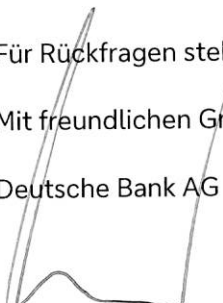
hiermit bestätigen wir Ihnen, dass in dem unten genannten, bei der Deutsche Bank AG geführtem Depot der Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH folgender Wertpapierbestand verwahrt wird:

Depotnummer	ISIN	Nominal
226020197000	DE0008435967	NÜRNBERGER BETEILIGUNGS-AG 2.170.761

Für Rückfragen stehen wir Ihnen jederzeit gern zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Deutsche Bank AG


Christoph Lehwalder


Thomas Konrad

Anlage 2
Gesellschafterliste der NESBEG

Liste der Gesellschafter
der
Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH
mit dem Sitz in Nürnberg
Amtsgericht Nürnberg HRB 20457

Nr. des Geschäftsanteils	Name / Firma des Gesellschafters Geburtsdatum / Sitz Wohnort / Register	Nennbetrag in EUR	Anteil in %	Summe der Nennbeträge in EUR	Gesamtbe- teiligung in %	Veränderungen
1-25						<i>Nrn. weggefallen</i>
26-457.862	VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe mit dem Sitz in Wien/Österreich eingetragen im Handelsgericht Wien/Österreich unter der Registernummer FN 75687 f	1,00	weniger als 1 %	457.837,00	100 %	Rechtsgeschäftlich übertragen
457.863- 533.492						<i>Einziehung</i>
533.493- 808.416	VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe mit dem Sitz in Wien/Österreich eingetragen im Handelsgericht Wien/Österreich unter der Registernummer FN 75687 f	1,00	weniger als 1 %	274.924,00	s.o.	Rechtsgeschäftlich übertragen
808.417- 901.275						<i>Einziehung</i>
901.276- 1.940.351	VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe mit dem Sitz in Wien/Österreich eingetragen im Handelsgericht Wien/Österreich unter der Registernummer FN 75687 f	1,00	weniger als 1 %	1.039.076,00	s.o.	Rechtsgeschäftlich übertragen
1.940.352- 2.376.016						<i>eingezogen</i>
2.376.017- 2.409.148	VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe mit dem Sitz in Wien/Österreich	1,00	weniger als 1 %	33.132,00	s.o.	Rechtsgeschäftlich übertragen

	eingetragen im Handelsgericht Wien/Österreich unter der Registernummer FN 75687 f					
2.409.149- 2.455.643						<i>Einziehung</i>
2.455.644- 2.731.743	VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe mit dem Sitz in Wien/Österreich eingetragen im Handelsgericht Wien/Österreich unter der Registernummer FN 75687 f	1,00	weniger als 1 %	276.100,00	s.o.	Rechtsgeschäftlich übertragen
Summe				2.731.718,00 EUR	100 %	
zzgl. 650.649 eingezogener Anteile						

UVZNr. 2499 / F / 2026

Bescheinigung gemäß § 40 GmbHG

Die geänderten Eintragungen in der vorstehenden Liste entsprechen den Veränderungen, die sich aufgrund meiner Urkunde vom 04.11.2025, UVZNr. 5763/ F / 2025 ergeben. Die übrigen Eintragungen stimmen mit dem Inhalt der zuletzt im Handelsregister aufgenommenen Liste überein.

München, den 18.05.2026



Dr. Sebastian Franck
Notar

Hiermit beglaubige ich die Übereinstimmung der in dieser Datei enthaltenen Bilddaten (Abschrift)
mit dem mir vorliegenden Papierdokument (Urschrift).

München, den 19.05.2026

Dr. Sebastian Franck, Notar

Anlage 3
Gewährleistungserklärung der Deutschen Bank



Deutsche Bank AG

Corporate Bank
Trade Flow Advisory & Services
Promenadeplatz 15
D-80333 München

An die
Minderheitsaktionäre der
NÜRNBERGER Beteiligungs-AG
z.H. des Vorstands der
NÜRNBERGER Beteiligungs-AG
Ostendstraße 100
90334 Nürnberg

Team Sued
Telefon: +498923903090
SWIFT: DEUTDEMM
E-Mail: trade-flow.sued-mitte@db.com

28. September 2026

Gewährleistungserklärung Nr. 220BGI2601433 nach § 327 b Abs. 3 AktG

Die VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe mit Sitz in Wien, Österreich, eingetragen beim Handelsgericht Wien unter FN 75687 f ("**Hauptaktionärin**"), hat uns davon unterrichtet, dass

- sie per 25. September 2026 (unmittelbar und mittelbar) 11.437.833 der insgesamt 11.520.000 auf den Namen lautenden Stückaktien ("**Anteil**") der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG mit Sitz in Nürnberg, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Nürnberg unter HRB 66 ("**Aktiengesellschaft**") hält;
- davon 9.267.072 Aktien unmittelbar durch die Hauptaktionärin und 2.170.761 Aktien mittelbar über die Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH mit Sitz in Nürnberg, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Nürnberg unter HRB 20457, gehalten werden;
- die Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH eine unmittelbare, hundertprozentige Tochtergesellschaft der Hauptaktionärin ist, sodass ihr die von der Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH gehaltenen Aktien gemäß § 327a Abs. 2 i.V.m. §§ 16 Abs. 4, 17 Abs. 2 AktG zugerechnet werden;
- die Hauptaktionärin damit rund 99,29 vom Hundert am Grundkapital der Aktiengesellschaft hält und ihr Anteil somit den in § 327a Abs. 1 AktG genannten Schwellenwert von 95 vom Hundert überschreitet;
- die auf ihr Verlangen einzuberufende Hauptversammlung der Aktiengesellschaft die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre ("**Minderheitsaktionäre**") der Aktiengesellschaft auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 120,00 je Aktie beschließen soll.

Deutsche Bank AG

Seite 1 von 2 Seiten


Andrea Killer


R. Schmidt

**Gewährleistungserklärung Nr. 220BGI2601433 nach § 327 b Abs. 3 AktG**

Dies vorausgeschickt, übernehmen wir als ein im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugtes Kreditinstitut im Sinne von § 327 b Abs. 3 AktG unbedingt und unwiderruflich

- (1) die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin gegenüber jedem Minderheitsaktionär, diesem nach Eintragung des auf der bevorstehenden Hauptversammlung zur Beschlussfassung vorgesehenen Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 120,00 für jede seiner auf die Hauptaktionärin übergegangenen Aktien zu zahlen; und
- (2) die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin gegenüber jedem Minderheitsaktionär, Zinsen gemäß § 327b Abs. 2 AktG auf die vorgenannte Barabfindung von der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Aktiengesellschaft an in Höhe von jährlich 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz gemäß § 247 BGB zu zahlen.

Soweit über die Aktien der Minderheitsaktionäre Aktienurkunden ausgegeben sind, die bis zur Aushändigung an die Hauptaktionärin den Abfindungsanspruch verbriefen, erfolgt die Zahlung nur Zug um Zug gegen Aushändigung der jeweiligen Aktienurkunden bzw. Übertragung der Rechte an einer Globalurkunde.

Diese Gewährleistungserklärung gemäß § 327b Abs. 3 AktG erfolgt im Wege eines echten Vertrags zugunsten Dritter (§ 328 Abs. 1 BGB), sodass jedem Minderheitsaktionär der Aktiengesellschaft ein unmittelbarer und unaufhebbarer Zahlungsanspruch gegenüber uns zusteht. Einwendungen und Einreden aus unserem Verhältnis zur Hauptaktionärin sind im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär ausgeschlossen.

Diese Gewährleistungserklärung im Sinne von § 327b Abs. 3 AktG unterliegt deutschem Recht.

Deutsche Bank AG


Andrea Killer


R. Schmidt

Anlage 4
Firmenbuchauszug der VIG

MANZ Firmenregister

Quelle: Firmenbuch und Insolvenzdatei (Edikte) der Republik Österreich
Lizenzgeber: Bundesministerium für Justiz
Lizenznehmer: MANZ'sche Verlags- und Universitätsbuchhandlung GmbH, Kohlmarkt 16, 1010 Wien

Stichtag 28.09.2026 Firmenbuch-Auszug mit aktuellen Daten FN 75687 f

Grundlage dieses Auszuges ist das Hauptbuch ergänzt um Daten aus der Urkunden-sammlung.

Letzte Eintragung am 18.07.2026 mit der Eintragungsnummer 223
zuständiges Gericht Handelsgericht Wien

1	früher Handelsgericht Wien HRB 39495a Ersteintragung am 09.12.1991
135	FIRMA VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe
1	RECHTSFORM Aktiengesellschaft
1	SITZ in politischer Gemeinde Wien
1	GESCHÄFTSANSCHRIFT Schottenring 30 1010 Wien
209	INTERNETSEITE group.vig
115	KAPITAL EUR 132.887.468,20
115	ART der AKTIEN 128.000.000 Stückaktien
145	BÖRSENNOTIERT eingetragen
1	STICHTAG für JAHRESABSCHLUSS 31. Dezember
220	JAHRESABSCHLUSS (zuletzt eingetragen; weitere siehe Historie) zum 31.12.2025 eingereicht am 18.06.2026
220	KONZERNABSCHLUSS (zuletzt eingetragen; weitere siehe Historie) zum 31.12.2025 eingereicht am 18.06.2026
1	VERTRETUNGSBEFUGNIS Die Gesellschaft wird, wenn mehrere Vorstandsmitglieder bestellt sind, durch zwei Vorstandsmitglieder gemeinsam oder durch eines von ihnen gemeinsam mit einem Prokuristen vertreten.
125	SONSTIGE BESTIMMUNGEN
125	ART DER BEKANNTMACHUNG

1	Satzung vom 05.12.1991	001
1	Sacheinlage- und Bestandübertragungs- vertrag vom 29.05.1992. Gemäß § 61a VAG ist der gesamte Versicherungsbetrieb der WIENER STÄDTISCHEN WECHSELSEITIGEN VERSICHERUNGSANSTALT im Wege der Gesamtrechtsnachfolge auf diese Aktiengesellschaft übergegangen.	002
1	Hauptversammlungsbeschluss vom 25.06.1992 Neufassung der Satzung.	003
41	Hauptversammlungsbeschluss vom 03.06.1998 Ermächtigung des Vorstandes gemäß § 169 AktG, das Grund- kapital bis zum 31.05.2003 um bis zu EUR 19.354.229,20 gegen Bar- oder Sacheinlage zu erhöhen. Änderung der Satzung in § 4 Abs. 3.	010
34	Verschmelzungsvertrag vom 26.06.1998	011
34	Generalversammlungsbeschluss vom 26.06.1998 Diese Gesellschaft wurde als übernehmende Gesellschaft mit der Seniorenresidenz Mirabell Realitätenverwertungs-GmbH (FN 107672 t) als übertragende Gesellschaft verschmolzen. Sitz der übertragenden Gesellschaft in Wien.	012
35	Verschmelzungsvertrag vom 26.06.1998	013
35	Generalversammlungsbeschluss vom 26.06.1998 Diese Gesellschaft wurde als übernehmende Gesellschaft mit der Landstraßer Hauptstraße 71 Realbesitz GmbH (FN 72294 s) als übertragende Gesellschaft verschmolzen. Sitz der übertragenden Gesellschaft in Wien.	014
37	Verschmelzungsvertrag vom 25.08.1998	015
37	Generalversammlungsbeschluss vom 25.08.1998 der PLAZA Hotel am Schottenring Betriebsgesellschaft m.b.H. (FN 88800 p) als übertragende Gesellschaft. Verschmelzung mit dieser Gesellschaft als übernehmende Gesellschaft. Sitz der übertragenden Gesellschaft in Wien.	016
41	Hauptversammlungsbeschluss vom 02.06.1999 Änderung der Satzung in den §§ 4, 19 Abs.1 und 24 Abs.2 b) und c) sowie Entfall des § 25	017
41	Satzung mit Hauptversammlungsbeschluss vom 02.06.1999 gemäß 1. Euro-JuBeG angepasst.	018
48	Verschmelzungsvertrag vom 26.06.2000	019
48	Generalversammlungsbeschluss vom 26.06.2000 der Vösendorf Realbesitz GmbH (FN 107065 z) als übertragende Gesellschaft. Verschmelzung mit dieser Gesellschaft als übernehmende Gesellschaft. Sitz der übertragenden Gesellschaft in Wien.	020
57	Generalversammlungsbeschluss der LVP Holding GmbH (FN 84740 v) vom 27.08.2001 Spaltung zur Aufnahme eines Vermögensteiles der LVP Holding GmbH (FN 84740 v) und zwar der Beteiligung an der WIENER STÄDTISCHE Beteiligungs GmbH (FN 162344 t) gemäß Spaltungs- und Übernahmevertrag vom 26.06.2001	021
67	Hauptversammlungsbeschluss vom 13.06.2002 Änderung der Satzung im § 8 Abs.2.	022
68	Verschmelzungsvertrag vom 24.07.2002	023
68	Generalversammlungsbeschluss vom 08.08.2002 der InterRisk Internationale Versicherungsholding GmbH. (FN 102905 g)	024

	als übertragende Gesellschaft. Verschmelzung mit dieser Gesellschaft als übernehmende Gesellschaft. Sitz der übertragenden Gesellschaft in Wien.	
80	Hauptversammlungsbeschluss vom 16.06.2004	026
	Änderung der Satzung in den §§ 2, 4, 10, 15, 19, 21 und 24	
114	Hauptversammlungsbeschluss vom 24.05.2005	028
	Änderung der Satzung in den §§ 2, 3, 4, 13, 17, 18, 20 und 23.	
96	Verschmelzungsvertrag vom 27.06.2005	029
96	Generalversammlungsbeschluss vom 22.08.2005 der Galler Gesellschaft m.b.H. (FN 71057 x) als übertragende Gesellschaft. Verschmelzung mit dieser Gesellschaft als übernehmende Gesellschaft. Sitz der übertragenden Gesellschaft in Wien	030
97	Verschmelzungsvertrag vom 27.06.2005	031
97	Generalversammlungsbeschluss vom 22.08.2005 der "Schillerpark Linz" Holding GmbH (FN 236970 k) als übertragende Gesellschaft. Verschmelzung mit dieser Gesellschaft als übernehmende Gesellschaft. Sitz der übertragenden Gesellschaft in Wien	032
98	Vorstandsbeschluss vom 25.04.2005 30.11.2005 und 16.12.2005 Durchführung der Erhöhung des Grundkapitals aufgrund der Ermächtigung vom 24.05.2005 um EUR 19.354.229,20 mit Zustimmung des Aufsichtsrates.	033
98	Aufsichtsratsbeschluss vom 02.05.2005 30.11.2005 und 16.12.2005 Änderung der Satzung in § 4 Abs. 1 und 2.	034
101	Hauptversammlungsbeschluss vom 30.05.2006	035
	Änderung der Satzung in den §§ 1, 4 und 15.	
108	Hauptversammlungsbeschluss vom 25.05.2007	036
	Änderung der Satzung in § 8.	
115	Hauptversammlungsbeschluss vom 16.04.2008	037
	Ermächtigung des Vorstandes gemäß § 169 AktG, bis längstens 15.04.2013 das Grundkapital - allenfalls in mehreren Tranchen - um Nominale EUR 54.504.625,63 durch Ausgabe von 52.500.000 auf Namen oder Inhaber lautende Stückaktien gegen Bar- oder Sacheinlage zu erhöhen. Änderung der Satzung im § 4 Abs. 2.	
113	Hauptversammlungsbeschluss vom 16.04.2008	038
	Bedingte Kapitalerhöhung gem § 159 AktG um bis zu EUR 31.145.500,36 beschlossen. Änderung der Satzung im § 4 Abs. 3.	
115	Vorstandsbeschluss vom 20.4.2008 und vom 07.05.2008	039
	Durchführung der Erhöhung des Grundkapitals aufgrund der Ermächtigung vom 16.04.2008 um EUR 23,878.216,94 mit Zustimmung des Aufsichtsrates.	
115	Aufsichtsratsbeschluss vom 07.05.2008	040
	Änderung der Satzung in § 4 Abs. 1 und 2.	
122	Hauptversammlungsbeschluss vom 24.04.2009	042
	Änderung der Satzung in den §§ 1, 3, 4, 8 und 18.	
135	Hauptversammlungsbeschluss vom 29.06.2010	043
	Spaltung	
135	zur Aufnahme in die VERSA-Beteiligungs AG (FN 333376 i) durch Übertragung des Versicherungsbetriebes gemäß Spaltungs- und Übernahmevertrag vom 10.05.2010 Änderung der Satzung in den §§ 1, 2 und 8.	044
135	Hauptversammlungsbeschluss vom 29.06.2010	046
	Änderung der Satzung in den §§ 2, 4, 10, 13, 15, 17, 18, 19 und 21.	
146	Hauptversammlungsbeschluss vom 06.05.2011	047
	Änderung der Satzung in den §§ 10, 11, 12, 13 und 21.	
154	Hauptversammlungsbeschluss vom 03.05.2013	048
	Änderung der Satzung in § 4	

161	Aufsichtsratsbeschluss vom 03.12.2014	050
	Änderung der Satzung in den §§ 4 und 5.	
165	Aufsichtsratsbeschluss vom 02.12.2015	051
	Änderung der Satzung in § 15.	
167	Hauptversammlungsbeschluss vom 13.05.2016	052
	Änderung der Satzung in den §§ 8, 10, 12, 13 und 20.	
173	Hauptversammlungsbeschluss vom 12.05.2017	053
	Änderung der Satzung in den §§ 4, 18 und 19.	
182	Hauptversammlungsbeschluss vom 25.05.2018	055
	Änderung der Satzung in den §§ 23 Abs. 2 und 24 Abs. 1 sowie die Überschrift des Kapitels V.	
183	Hauptversammlungsbeschluss vom 06.06.2018	056
	der WIENER STÄDTISCHE VERSICHERUNG AG Vienna Insurance Group (FN 333376 i) als übertragender Gesellschaft.	
	Spaltung zur Aufnahme eines Vermögensteiles dieser Gesellschaft, und zwar	
	einer Beteiligung (1.602.000 Stückaktien der DONAU Versicherung AG Vienna Insurance Group (FN 32002 m))	
	gemäß Spaltungs- und Übernahmevertrag vom 13.06.2018	
188	Hauptversammlungsbeschluss vom 24.05.2019	057
	Änderung der Satzung in § 8.	
199	Hauptversammlungsbeschluss vom 21.05.2021	058
	Ermächtigung des Vorstandes gemäß § 169 AktG, bis längstens 20.05.2026 das Grundkapital - auch in mehreren Tranchen -	
	um bis zu Nominale Euro 66.443.734,10 durch Ausgabe von bis zu 64.000.000 auf Namen oder Inhaber lautende Stückaktien	
	gegen Bar- oder Sacheinlage oder eine Kombination dieser beiden zu erhöhen.	
199	Hauptversammlungsbeschluss vom 21.05.2021	059
	Änderung der Satzung in den §§ 4 und 10.	
216	Hauptversammlungsbeschluss vom 23.05.2025	060
	Änderung der Satzung in den §§ 4 und 12.	
217	Hauptversammlungsbeschluss vom 23.05.2025	061
	Ermächtigung des Vorstandes gemäß § 169 AktG, bis längstens 22.05.2030 das Grundkapital der Gesellschaft - auch in mehreren Tranchen -	
	um bis zu Nominale EUR 66.443.734,10 durch Ausgabe von bis zu 64.000.000 auf Namen oder Inhaber	
	lautende Stückaktien gegen Bar- oder Sacheinlage oder eine Kombination dieser beiden zu erhöhen.	
217	Hauptversammlungsbeschluss vom 23.05.2025	062
	Bedingte Kapitalerhöhung gemäß § 159 Abs. 2 Z 1 AktG	
	um bis zu EUR 31.145.500,36 beschlossen.	
223	Hauptversammlungsbeschluss vom 22.05.2026	063
	Änderung der Satzung im § 10.	

VORSTAND

EF	Dr. Judit Agnes Havasi, geb. 12.10.1975
221	vertritt seit 01.07.2026 gemeinsam mit einem weiteren Vorstandsmitglied oder einem Gesamtprokuristen
EG	Mag. Peter Höfinger, geb. 19.11.1971
221	vertritt seit 01.01.2009 gemeinsam mit einem weiteren Vorstandsmitglied oder einem Gesamtprokuristen
	1. Stellvertreter/in des/der Vorsitzenden
FB	MMag. Sonja Raus, geb. 22.07.1976
221	vertritt seit 01.07.2026 gemeinsam mit einem weiteren Vorstandsmitglied oder einem Gesamtprokuristen
FJ	Gabor Lehel, geb. 08.04.1977
190	vertritt seit 01.01.2020 gemeinsam mit einem weiteren Vorstandsmitglied oder einem Prokuristen
FO	Mag. Liane Hirner, geb. 10.11.1968
177	vertritt seit 01.02.2018 gemeinsam mit einem weiteren Vorstandsmitglied oder einem Prokuristen
FQ	Mag. Gerhard Lahner, geb. 15.03.1977
221	vertritt seit 01.01.2020 gemeinsam mit einem weiteren Vorstandsmitglied oder einem Prokuristen

2. Stellvertreter/in des/der Vorsitzenden

207 FW Hartwig Löger, geb. 15.07.1965
Vorsitzende/r
vertritt seit 01.01.2021 gemeinsam mit
einem weiteren Vorstandsmitglied oder einem
Gesamtprokuristen

212 GG Mag.(FH) Christoph Rath, geb. 16.11.1976
vertritt seit 01.09.2024 gemeinsam mit
einem weiteren Vorstandsmitglied oder einem
Gesamtprokuristen

PROKURIST/IN

93 DX Mag. Gerald Klemensich, geb. 05.05.1966
vertritt seit 01.10.2005 gemeinsam mit
einem Vorstandsmitglied oder einem weiteren Gesamt-
prokuristen

112 EL Dr. Josef Aigner, geb. 15.11.1965
vertritt seit 01.04.2008 gemeinsam mit
einem Vorstandsmitglied oder einem weiteren
Gesamtprokuristen

147 EX Hartwig Fuhs, geb. 20.07.1964
vertritt seit 01.04.2012 gemeinsam mit
einem Vorstandsmitglied oder einem weiteren
Gesamtprokuristen

147 EY Mag. Roland Goldsteiner, geb. 06.04.1975
vertritt seit 01.04.2012 gemeinsam mit
einem Vorstandsmitglied oder einem weiteren
Gesamtprokuristen

147 FA Mag.Dr. Klaus Mühleder, geb. 04.01.1969
vertritt seit 01.04.2012 gemeinsam mit
einem Vorstandsmitglied oder einem weiteren
Gesamtprokuristen

156 FE Dipl.-Ing. Werner Matula, geb. 17.02.1976
vertritt seit 01.01.2014 gemeinsam mit
einem Vorstandsmitglied oder einem weiteren
Gesamtprokuristen

176 FN Dr. Philipp Bardas, geb. 02.05.1978
vertritt seit 01.12.2017 gemeinsam mit
einem Vorstandsmitglied oder einem weiteren
Gesamtprokuristen

190 FT Mag. Barbara Hohl, geb. 11.10.1969
vertritt seit 01.01.2020 gemeinsam mit
einem Vorstandsmitglied oder einem weiteren
Gesamtprokuristen

190 FU Ing.Mag. Gerald Netal, MBA, geb. 04.07.1975
vertritt seit 01.01.2020 gemeinsam mit
einem Vorstandsmitglied oder einem weiteren
Gesamtprokuristen

203 FZ Martin Pongratz, geb. 27.08.1977
vertritt seit 01.05.2022 gemeinsam mit
einem Vorstandsmitglied oder einem weiteren
Gesamtprokuristen

206 GC Mag. Alexandra Mühlbachler, geb. 11.06.1972
vertritt seit 01.10.2022 gemeinsam mit
einem Vorstandsmitglied oder einem weiteren
Gesamtprokuristen

213 GH Mag.Dr. Claudia Ungar-Huber, geb. 29.01.1968
vertritt seit 01.10.2024 gemeinsam mit
einem Vorstandsmitglied oder einem weiteren
Gesamtprokuristen

213 GI Mag. Harald Friedl, geb. 28.12.1977
vertritt seit 01.10.2024 gemeinsam mit
einem Vorstandsmitglied oder einem weiteren
Gesamtprokuristen

218 GJ DI Harald Schabernack, geb. 02.06.1969
vertritt seit 17.09.2025 gemeinsam mit
einem Vorstandsmitglied oder
einem weiteren Gesamtprokuristen

AUFSICHTSRATSMITGLIED

216	AZ	Dr Martin Simhandl, geb. 05.11.1961 Stellvertreter/in des/der Vorsitzenden
216	CU	Dr. Rudolf Ertl, geb. 14.05.1946 Stellvertreter/in des/der Vorsitzenden
216	CX	Mag. Robert Lasshofer, geb. 03.08.1957 Stellvertreter/in des/der Vorsitzenden
142	EW	Komm.-Rat Martina Dobringer, geb. 16.01.1947 Mitglied
150	FD	Mag.Dr. Gertrude Tumpel-Gugerell, geb. 11.11.1952 Mitglied
215	FP	Dr. Peter Thirring, geb. 20.07.1957 Vorsitzende/r
187	FR	Ing. Peter Mihok, geb. 18.01.1948 Mitglied
194	FV	Ing. Katarina Slezakova, geb. 02.02.1976 Mitglied
204	GB	Andras Kozma, geb. 01.11.1968 Mitglied
210	GD	Ágnes Svoób, geb. 21.02.1987 Mitglied
210	GE	Dr. Hana Macháčová, geb. 13.01.1953 Mitglied
210	GF	Vratislav Kulháněk, geb. 20.11.1943 Mitglied

----- PERSONEN -----

1	AZ	Dr Martin Simhandl, geb. 05.11.1961
210		Schottenring 30 1010 Wien
39	CU	Dr. Rudolf Ertl, geb. 14.05.1946
148		p.A. VIG, Schottenring 30 1010 Wien
41	CX	Mag. Robert Lasshofer, geb. 03.08.1957
200		Schottenring 30 1010 Wien
95	DX	Mag. Gerald Klemensich, geb. 05.05.1966
148		p.A. VIG, Schottenring 30 1010 Wien
221	EF	Dr. Judit Agnes Havasi, geb. 12.10.1975
163		Schottenring 30 1010 Wien
107	EG	Mag. Peter Höfinger, geb. 19.11.1971
148		p.A. VIG, Schottenring 30 1010 Wien
112	EL	Dr. Josef Aigner, geb. 15.11.1965
148		p.A. VIG, Schottenring 30 1010 Wien
142	EW	Komm.-Rat Martina Dobringer, geb. 16.01.1947
142		Schottenring 30 1010 Wien
147	EX	Hartwig Fuhs, geb. 20.07.1964
147		p.A. VIG, Schottenring 30 1010 Wien
147	EY	Mag. Roland Goldsteiner, geb. 06.04.1975
147		p.A. VIG, Schottenring 30 1010 Wien
147	FA	Mag.Dr. Klaus Mühleder, geb. 04.01.1969
147		p.A. VIG, Schottenring 30 1010 Wien
147	FB	MMag. Sonja Raus, geb. 22.07.1976
147		p.A. VIG, Schottenring 30 1010 Wien
150	FD	Mag.Dr. Gertrude Tumpel-Gugerell, geb. 11.11.1952
150		Schottenring 30 1010 Wien
156	FE	Dipl.-Ing. Werner Matula, geb. 17.02.1976

156 p.A. VIG, Schottenring 30
 1010 Wien
 190 FJ Gabor Lehel, geb. 08.04.1977
 163 Schottenring 30
 1010 Wien
 176 FN Dr. Philipp Bardas, geb. 02.05.1978
 176 p.A. VIG, Schottenring 30
 1010 Wien
 177 FO Mag. Liane Hirner, geb. 10.11.1968
 177 p.A. VIG, Schottenring 30
 1010 Wien
 179 FP Dr. Peter Thirring, geb. 20.07.1957
 179 p.A. VIG, Schottenring 30
 1010 Wien
 185 FQ Mag. Gerhard Lahner, geb. 15.03.1977
 185 Schottenring 30
 p.A. VIG,
 1010 Wien
 187 FR Ing. Peter Mihok, geb. 18.01.1948
 187 Schottenring 30
 1010 Wien
 190 FT Mag. Barbara Hohl, geb. 11.10.1969
 190 Schottenring 30
 1010 Wien
 190 FU Ing.Mag. Gerald Netal, MBA, geb. 04.07.1975
 190 Schottenring 30
 1010 Wien
 194 FV Ing. Katarina Slezakova, geb. 02.02.1976
 194 Schottenring 30
 1010 Wien
 195 FW Hartwig Löger, geb. 15.07.1965
 195 Schottenring 30
 1010 Wien
 203 FZ Martin Pongratz, geb. 27.08.1977
 203 Schottenring 30
 p.A. VIG
 1010 Wien
 204 GB Andras Kozma, geb. 01.11.1968
 204 Schottenring 30
 1010 Wien
 206 GC Mag. Alexandra Mühlbachler, geb. 11.06.1972
 206 Schottenring 30
 p.A. VIG
 1010 Wien
 210 GD Ágnes Svoób, geb. 21.02.1987
 210 Schottenring 30
 1010 Wien
 210 GE Dr. Hana Macháčová, geb. 13.01.1953
 210 Schottenring 30
 1010 Wien
 210 GF Vratislav Kulhánek, geb. 20.11.1943
 210 Schottenring 30
 1010 Wien
 212 GG Mag.(FH) Christoph Rath, geb. 16.11.1976
 212 Schottenring 30
 1010 Wien
 213 GH Mag.Dr. Claudia Ungar-Huber, geb. 29.01.1968
 213 Schottenring 30
 p.A. VIG
 1010 Wien
 213 GI Mag. Harald Friedl, geb. 28.12.1977
 213 Schottenring 30
 p.A. VIG
 1010 Wien
 218 GJ DI Harald Schabernack, geb. 02.06.1969
 218 Schottenring 30
 p.A. VIG
 1010 Wien

----- VOLLZUGSÜBERSICHT -----

Handelsgericht Wien

1 eingetragen am 26.01.1994	Geschäftsfall	919 Fr	303/94 d
Ersterfassung gem. Art. XXIII Abs. 4 FBG			
4 eingetragen am 28.01.1994	Geschäftsfall	703 Fr	793/94 k
amtswegige Berichtigung			
34 eingetragen am 27.08.1998	Geschäftsfall	74 Fr	6125/98 m
Antrag auf Änderung eingelangt am 28.07.1998			
35 eingetragen am 28.08.1998	Geschäftsfall	74 Fr	6130/98 w
Antrag auf Änderung eingelangt am 28.07.1998			
37 eingetragen am 06.10.1998	Geschäftsfall	74 Fr	8760/98 m
Antrag auf Änderung eingelangt am 21.09.1998			
39 eingetragen am 16.04.1999	Geschäftsfall	74 Fr	4385/99 m
Antrag auf Änderung eingelangt am 08.04.1999			
41 eingetragen am 16.07.1999	Geschäftsfall	74 Fr	8123/99 i
Antrag auf Änderung eingelangt am 06.07.1999			
48 eingetragen am 05.09.2000	Geschäftsfall	75 Fr	661/00 w
Antrag auf Änderung eingelangt am 27.07.2000			
57 eingetragen am 04.10.2001	Geschäftsfall	74 Fr	10197/01 w
Antrag auf Änderung eingelangt am 28.09.2001			
67 eingetragen am 04.09.2002	Geschäftsfall	75 Fr	8767/02 h
Antrag auf Änderung eingelangt am 01.08.2002			
68 eingetragen am 27.11.2002	Geschäftsfall	75 Fr	11000/02 t
Antrag auf Änderung eingelangt am 24.09.2002			
80 eingetragen am 07.07.2004	Geschäftsfall	75 Fr	8001/04 z
Antrag auf Änderung eingelangt am 29.06.2004			
93 eingetragen am 20.10.2005	Geschäftsfall	75 Fr	10842/05 k
Antrag auf Änderung eingelangt am 29.09.2005			
95 eingetragen am 09.11.2005	Geschäftsfall	75 Fr	12686/05 y
amtswegige Berichtigung			
96 eingetragen am 10.11.2005	Geschäftsfall	75 Fr	10846/05 t
Antrag auf Änderung eingelangt am 29.09.2005			
97 eingetragen am 10.11.2005	Geschäftsfall	75 Fr	10847/05 v
Antrag auf Änderung eingelangt am 29.09.2005			
98 eingetragen am 20.12.2005	Geschäftsfall	75 Fr	14301/05 y
Antrag auf Änderung eingelangt am 16.12.2005			
101 eingetragen am 08.06.2006	Geschäftsfall	75 Fr	6347/06 i
Antrag auf Änderung eingelangt am 06.06.2006			
107 eingetragen am 04.05.2007	Geschäftsfall	75 Fr	4263/07 d
Antrag auf Änderung eingelangt am 27.04.2007			
108 eingetragen am 23.06.2007	Geschäftsfall	75 Fr	5948/07 g
Antrag auf Änderung eingelangt am 19.06.2007			
112 eingetragen am 10.04.2008	Geschäftsfall	71 Fr	4001/08 y
Antrag auf Änderung eingelangt am 28.03.2008			
113 eingetragen am 18.04.2008	Geschäftsfall	71 Fr	4529/08 z
Antrag auf Änderung eingelangt am 17.04.2008			
114 eingetragen am 06.05.2008	Geschäftsfall	71 Fr	5200/08 k
amtswegige Berichtigung			
115 eingetragen am 09.05.2008	Geschäftsfall	71 Fr	5520/08 g
Antrag auf Änderung eingelangt am 08.05.2008			
122 eingetragen am 13.06.2009	Geschäftsfall	71 Fr	6290/09 y
Antrag auf Änderung eingelangt am 13.05.2009			
135 eingetragen am 03.08.2010	Geschäftsfall	73 Fr	10812/10 x
Antrag auf Änderung eingelangt am 20.07.2010			
142 eingetragen am 13.05.2011	Geschäftsfall	75 Fr	8926/11 x
Antrag auf Änderung eingelangt am 10.05.2011			
145 eingetragen am 22.10.2011	Geschäftsfall	75 Fr	20505/11 z
Antrag auf Änderung eingelangt am 20.10.2011			
146 eingetragen am 23.11.2011	Geschäftsfall	75 Fr	21442/11 b
Antrag auf Änderung eingelangt am 10.11.2011			
147 eingetragen am 06.04.2012	Geschäftsfall	75 Fr	3499/12 z
Antrag auf Änderung eingelangt am 30.03.2012			
148 eingetragen am 19.04.2012	Geschäftsfall	75 Fr	5433/12 v
amtswegige Berichtigung			
150 eingetragen am 20.06.2012	Geschäftsfall	75 Fr	7566/12 f
Antrag auf Änderung eingelangt am 30.05.2012			

154	eingetragen am 17.07.2013	Geschäftsfall	75	Fr	7862/13	z
	Antrag auf Änderung eingelangt am 04.07.2013					
156	eingetragen am 08.01.2014	Geschäftsfall	75	Fr	19163/13	v
	Antrag auf Änderung eingelangt am 16.12.2013					
161	eingetragen am 24.03.2015	Geschäftsfall	75	Fr	2505/15	p
	Antrag auf Änderung eingelangt am 20.03.2015					
163	eingetragen am 12.02.2016	Geschäftsfall	75	Fr	17210/15	p
	Antrag auf Änderung eingelangt am 16.12.2015					
165	eingetragen am 05.03.2016	Geschäftsfall	75	Fr	1860/16	z
	Antrag auf Änderung eingelangt am 02.03.2016					
167	eingetragen am 20.07.2016	Geschäftsfall	75	Fr	6703/16	x
	Antrag auf Änderung eingelangt am 30.06.2016					
173	eingetragen am 14.07.2017	Geschäftsfall	75	Fr	7688/17	d
	Antrag auf Änderung eingelangt am 13.07.2017					
176	eingetragen am 15.12.2017	Geschäftsfall	75	Fr	19192/17	x
	Antrag auf Änderung eingelangt am 13.12.2017					
177	eingetragen am 24.01.2018	Geschäftsfall	75	Fr	750/18	i
	Antrag auf Änderung eingelangt am 22.01.2018					
179	eingetragen am 29.06.2018	Geschäftsfall	75	Fr	7289/18	a
	Antrag auf Änderung eingelangt am 27.06.2018					
182	eingetragen am 01.09.2018	Geschäftsfall	75	Fr	10257/18	s
	amtswegige Berichtigung					
183	eingetragen am 03.10.2018	Geschäftsfall	73	Fr	11644/18	s
	Antrag auf Änderung eingelangt am 11.09.2018					
185	eingetragen am 05.01.2019	Geschäftsfall	75	Fr	21393/18	t
	Antrag auf Änderung eingelangt am 28.12.2018					
187	eingetragen am 05.07.2019	Geschäftsfall	75	Fr	7995/19	y
	Antrag auf Änderung eingelangt am 03.07.2019					
188	eingetragen am 26.07.2019	Geschäftsfall	75	Fr	9047/19	w
	Antrag auf Änderung eingelangt am 23.07.2019					
190	eingetragen am 03.01.2020	Geschäftsfall	75	Fr	22772/19	d
	Antrag auf Änderung eingelangt am 27.12.2019					
194	eingetragen am 17.10.2020	Geschäftsfall	75	Fr	14359/20	s
	Antrag auf Änderung eingelangt am 09.10.2020					
195	eingetragen am 09.01.2021	Geschäftsfall	75	Fr	20877/20	a
	Antrag auf Änderung eingelangt am 28.12.2020					
199	eingetragen am 15.07.2021	Geschäftsfall	75	Fr	22954/21	p
	Antrag auf Änderung eingelangt am 07.07.2021					
200	eingetragen am 16.07.2021	Geschäftsfall	75	Fr	23913/21	z
	Antrag auf Änderung eingelangt am 07.07.2021					
203	eingetragen am 20.05.2022	Geschäftsfall	75	Fr	17831/22	p
	Antrag auf Änderung eingelangt am 19.05.2022					
204	eingetragen am 23.06.2022	Geschäftsfall	75	Fr	22057/22	d
	Antrag auf Änderung eingelangt am 21.06.2022					
206	eingetragen am 01.10.2022	Geschäftsfall	75	Fr	36597/22	k
	Antrag auf Änderung eingelangt am 29.09.2022					
207	eingetragen am 30.06.2023	Geschäftsfall	75	Fr	26427/23	p
	Antrag auf Änderung eingelangt am 29.06.2023					
209	eingetragen am 22.03.2024	Geschäftsfall	75	Fr	10802/24	w
	Antrag auf Änderung eingelangt am 20.03.2024					
210	eingetragen am 27.06.2024	Geschäftsfall	75	Fr	24648/24	g
	Antrag auf Änderung eingelangt am 25.06.2024					
212	eingetragen am 31.08.2024	Geschäftsfall	75	Fr	35858/24	t
	Antrag auf Änderung eingelangt am 29.08.2024					
213	eingetragen am 03.10.2024	Geschäftsfall	75	Fr	49772/24	d
	Antrag auf Änderung eingelangt am 27.09.2024					
215	eingetragen am 04.07.2025	Geschäftsfall	75	Fr	26460/25	f
	Antrag auf Änderung eingelangt am 02.07.2025					
216	eingetragen am 15.07.2025	Geschäftsfall	75	Fr	28032/25	t
	Antrag auf Änderung eingelangt am 11.07.2025					
217	eingetragen am 15.07.2025	Geschäftsfall	75	Fr	28247/25	h
	Antrag auf Änderung eingelangt am 14.07.2025					
218	eingetragen am 19.09.2025	Geschäftsfall	75	Fr	42365/25	w
	Antrag auf Änderung eingelangt am 17.09.2025					
220	eingetragen am 19.06.2026	Geschäftsfall	75	Fr	25097/26	i
	Elektronische Einreichung Jahresabschluss/Konzernabschluss eingelangt am 18.06.2026					
221	eingetragen am 03.07.2026	Geschäftsfall	75	Fr	27697/26	h
	Antrag auf Änderung eingelangt am 01.07.2026					

----- INFORMATION DER ÖSTERREICHISCHEN NATIONALBANK -----

zum 28.09.2026 gültige Identnummer: 1683365

```
----- BUSINESS REGISTER INTERCONNECTION SYSTEM IDENTIFIKATION -----
```

zum 28.09.2026 gültige EUID: ATBRA.075687-000

MANZ Firmenregister

Abgefragt am 28.09.2026 08:18

----- HINWEIS -----

MANZ übernimmt keinerlei Gewähr für die Richtigkeit und Aktualität der bereitgestellten Information. Diesbezügliche Haftungsansprüche gegen MANZ sind grundsätzlich ausgeschlossen.

Anlage 6

Ad hoc-Mitteilung der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG vom 28. September 2026

Nürnberger Beteiligungs-AG

Nürnberger Beteiligungs-AG: VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe übermittelt konkretisiertes Squeeze-out-Verlangen. Barabfindung auf EUR 120,00 je Aktie festgelegt.

Nürnberger Beteiligungs-AG / Schlagwort(e): Sonstiges

Nürnberger Beteiligungs-AG: VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe übermittelt konkretisiertes Squeeze-out-Verlangen. Barabfindung auf EUR 120,00 je Aktie festgelegt.

28.09.2026 / 16:27 CET/CEST

Veröffentlichung einer Insiderinformation nach Artikel 17 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, übermittelt durch EQS News – ein Service der EQS Group.

Für den Inhalt der Mitteilung ist der Emittent / Herausgeber verantwortlich.

Die VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe (VIG) hat heute gegenüber dem Vorstand der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG (NBG) gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG das konkretisierte förmliche Verlangen übermittelt, eine außerordentliche Hauptversammlung der NBG einzuberufen, in der ein Beschluss über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre der Gesellschaft (Minderheitsaktionäre) auf die VIG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung (sog. aktienrechtlicher Squeeze-out) gefasst werden soll, und hierbei die von ihr festgelegte Barabfindung je Aktie mitgeteilt.

Die VIG hat mitgeteilt, dass sie unmittelbar und mittelbar über ihr hundertprozentiges Tochterunternehmen Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH, Nürnberg, eine Beteiligung in Höhe von 99,29% am Grundkapital der NBG hält. Sie ist damit Hauptaktionärin im Sinne des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG.

Weiter hat die VIG mitgeteilt, dass sie die Höhe der Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NBG auf EUR 120,00 je Aktie festgelegt hat. Die festgelegte Barabfindung beruht auf einer gutachterlichen Stellungnahme der ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München. Der gerichtlich bestellte Prüfer IVA VALUATION & ADVISORY AG, Frankfurt am Main, hat in Aussicht gestellt, die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung zu bestätigen.

Der aktienrechtliche Squeeze-out wird erst mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister des Sitzes der NBG wirksam.

Kontakt:

NÜRNBERGER Beteiligungs-AG

Dr. Peter Ott

CFRO

Ostendstraße 100

90334 Nürnberg

0911 531-4869

Peter.Ott@nuernberger.de

Ende der Insiderinformation

28.09.2026 CET/CEST Die EQS Distributionsservices umfassen gesetzliche Meldepflichten, Corporate News/Finanznachrichten und Pressemitteilungen.

Sprache:	Deutsch
Unternehmen:	Nürnberger Beteiligungs-AG Ostendstraße 100 90334 Nürnberg Deutschland
Telefon:	+49 (0)911 5 31-5
Fax:	+49 (0)911 5 31-47 15
E-Mail:	info@nuernberger.de
Internet:	www.nuernberger.com
ISIN:	DE0008435967
WKN:	843596
Börsen:	Freiverkehr in Düsseldorf, Frankfurt (Scale), Stuttgart, Tradegate BSX
LEI Code:	391200VJQF2QCKH6TB44
EQS News ID:	2406482

Ende der Mitteilung

EQS News-Service

2406482 28.09.2026 CET/CEST

Anlage 7

Gutachten der ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, Theresienstraße 1, 80333 München, Deutschland, vom 28. September 2026 zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Zusammenhang mit dem potenziellen Squeeze-out bei der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG gemäß §§ 327a ff. AktG zum 12. November 2026

VALUETRUST

Gutachten

zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung
im Zusammenhang mit dem potenziellen
Squeeze Out bei der NÜRNBERGER
Beteiligungs-AG gemäß §§ 327a ff. AktG

ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH
Theresienstrasse 1
80333 München
Deutschland

München und Frankfurt am Main, den 28. September 2026

Inhaltsübersicht

1	Auftrag und Auftragsdurchführung	13
1.1	Auftrag	13
1.2	Auftragsdurchführung	14
1.3	Vorausgegangenes öffentliches Erwerbsangebot.....	16
2	Abfindungsermittlung anhand des Börsenkurses	18
3	Bewertungsobjekt.....	28
3.1	Unternehmenshistorie.....	30
3.2	Wirtschaftliche Grundlagen	31
3.2.1	Geschäftsmodell	31
3.2.2	Unternehmensstrategie.....	37
3.2.3	Makroökonomische Situation und Ausblick.....	38
3.2.4	Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie Marktposition	40
3.2.5	SWOT-Analyse	57
3.3	Vergleichsunternehmen (Peer Group-Unternehmen).....	61
4	Allgemeine Bewertungsgrundsätze	63
4.1	Abfindungsermittlung nach § 327a AktG	63
4.2	Relevanz von Preisen und Börsenkursen	64
4.3	Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1	66
4.4	Bewertung anhand der DCF- bzw. Ertragswert-Methode.....	68
4.4.1	Ermittlung des Ertragswerts nach persönlichen Steuern.....	68
4.4.2	Minderheiten	69
4.4.3	Sonderwerte	69
4.4.4	Wert des Eigenkapitals bzw. Unternehmenswert.....	70
4.5	Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode.....	70
4.6	Liquidationswert	72
4.7	Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1.....	73
4.8	Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung	74
5	Kapitalkosten	77
5.1	Eigenkapitalkosten.....	77
5.1.1	Basiszinssatz	78
5.1.2	Risikozuschlag	78

5.2	Wachstumsabschlag	91
5.2.1	Fortführungsphase	91
5.2.2	Ermittlung des Wachstumsabschlags	94
5.3	Darstellung der für die Bewertung verwendeten Kapitalkosten nach persönlichen Steuern	94
6	Planungsrechnung und Wertermittlung	96
6.1	Generelles Vorgehen	96
6.1.1	Bewertungsansatz („Sum of the Parts“)	96
6.1.2	Bewertungsstichtag	97
6.1.3	Planungsprozess der NBG AG und der Einzelgesellschaften	97
6.1.4	Analyse der Planungstreue	99
6.1.5	Steuern	105
6.1.6	Solvabilität und Kapitalbedarf	105
6.1.7	Kapitalanlageergebnis	106
6.1.8	Synergien aus dem Zusammenschluss von VIG und NBG	106
6.2	NÜRNBERGER Lebensversicherung AG (NLV) Bereich Leben/Kranken	109
6.2.1	Vermögens- und Ertragslage	110
6.2.2	Bereinigungen	111
6.2.3	Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft	113
6.2.4	Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses	118
6.2.5	Wertermittlung	120
6.3	NÜRNBERGER Krankenversicherung AG (NKV) Bereich Leben/Kranken	122
6.3.1	Vermögens- und Ertragslage	122
6.3.2	Bereinigungen	123
6.3.3	Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft	124
6.3.4	Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses	128
6.3.5	Wertermittlung	129
6.4	NÜRNBERGER Allgemeine Versicherungs-AG (NAV) Bereich: Schaden/Unfall	130
6.4.1	Vermögens- und Ertragslage	131
6.4.2	Bereinigungen	132
6.4.3	Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft	134
6.4.4	Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses	139
6.4.5	Wertermittlung	142

6.5	NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung AG (NBA) Bereich: Schaden/Unfall....	143
6.5.1	Vermögens- und Ertragslage	143
6.5.2	Bereinigungen.....	144
6.5.3	Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft	145
6.5.4	Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses.....	149
6.5.5	Wertermittlung.....	150
6.6	CG Car-Garantie Versicherungs-AG (CG) Bereich Schaden/Unfall	151
6.6.1	Vermögens- und Ertragslage	152
6.6.2	Bereinigungen.....	153
6.6.3	Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft	153
6.6.4	Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses.....	156
6.6.5	Wertermittlung.....	158
6.7	NÜRNBERGER Asset Management GmbH (NAM) Bereich Finanzdienstleistungen	160
6.7.1	Vermögens- und Ertragslage	160
6.7.2	Bereinigungen.....	161
6.7.3	Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft	162
6.7.4	Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses.....	164
6.7.5	Wertermittlung.....	165
6.8	Fürst Fugger Privatbank AG (FFPB) Bereich Finanzdienstleistungen	166
6.8.1	Vermögens- und Ertragslage	166
6.8.2	Bereinigungen.....	167
6.8.3	Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft	168
6.8.4	Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses.....	170
6.8.5	Wertermittlung.....	171
6.9	NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH (NVG) Bereich Sonstige Beteiligungen	173
6.9.1	Vermögens- und Ertragslage	174
6.9.2	Bereinigungen.....	175
6.9.3	Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft	175
6.9.4	Anpassung der Planungsrechnung für Bewertungszwecke	176
6.9.5	Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses.....	177
6.9.6	Wertermittlung.....	178

6.10 CodeCamp:N GmbH (COC) Bereich Sonstige Beteiligungen	179
6.10.1 Vermögens- und Ertragslage	179
6.10.2 Bereinigungen.....	181
6.10.3 Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft	181
6.10.4 Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses.....	182
6.10.5 Wertermittlung.....	182
6.11 evo-X GmbH (EVO) Bereich Sonstige Beteiligungen	183
6.12 NÜRNBERGER Beteiligungs-AG (NBG AG, Einzelgesellschaft) Bereich Holding.....	184
6.12.1 Vermögens- und Ertragslage	184
6.12.2 Bereinigungen.....	184
6.12.3 Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft	185
6.12.4 Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses.....	186
6.12.5 Wertermittlung.....	186
6.13 Sonderwerte	187
6.13.1 Negativer Sonderwert aus der Unterdeckung mittelbarer Pensionszusagen im NBG-Konzern.....	187
6.13.2 Negativer Sonderwert für zukünftige IT-Aufwendungen.....	189
6.14 Ertragswert der NBG auf Basis der SOTP-Bewertung	190
6.15 Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator Methode	191
6.15.1 Bewertung anhand vergleichbarer notierter Unternehmen.....	191
6.15.2 Bewertung anhand vergleichbarer Transaktionen.....	194
6.16 Fazit zum Wert des Eigenkapitals	198
7 Würdigung der Bewertungsergebnisse	200
8 Anlagen.....	202
8.1 Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen	202
8.2 Ansprechpartner.....	203
8.3 Peer Gruppen Darstellung per Bereich.....	204
8.3.1 Peer Group-Übersicht Bereich Leben/Kranken.....	204
8.3.2 Peer Group-Übersicht Bereich Schaden/Unfall.....	207
8.3.3 Peer Group-Übersicht Bereich Finanzdienstleistungen	210
8.4 Mitteilungsübersicht.....	216

Abkürzungsverzeichnis

Abkürzung	Bedeutung
3M VWAP	= Volumengewichteter Dreimonatsdurchschnittskurs
Abs.	= Absatz
ADN	= ADN Immo-Direkt
AktE	= Aktienrechtliche Entscheidungen
AktG	= Aktiengesetz
APV	= Adjusted Present Value
AuC	= Assets under Control
AuM	= Assets under Management
AV	= Anlagevermögen
BaFin	= Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BIP	= Bruttoinlandsprodukt
bKV	= betriebliche Krankenversicherung
bspw.	= beispielsweise
BU	= Berufsunfähigkeit
bzw.	= beziehungsweise
CAPM	= Capital Asset Pricing Model
CF	= Cashflow
CG	= CG Car-Garantie Versicherungs-AG
COC	= CodeCamp:N GmbH
CRT	= Capital Relief Transaction
CSRD	= Corporate Sustainability Reporting Directive
DCF	= Discounted Cashflow
DKV	= DKV Deutsche Krankenversicherung AG
DORA	= Digital Operational Resilience Act
EBIT	= Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	= Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EIOPA	= European Insurance and Occupational Pensions Authority
EK	= Eigenkapital
EKS	= Einkommensschutz
EVO	= evo-X GmbH
f.e.R.	= für eigene Rechnung
FAUB	= Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW
FFPB	= Fürst Fugger Privatbank AG
FLV	= fondsgebundene Lebensversicherung
FTE	= Full-Time Equivalent
FUMA	= Funds under Management and Advice
GAAP	= Generally Accepted Accounting Principles
GAV	= GARANTA Versicherungs-AG

Abkürzung	Bedeutung
GDV	= Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.
ggf.	= gegebenenfalls
GmbH	= Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	= Gewinn- und Verlustrechnung
GVD	= GARANTA Versorgungs- und Versicherungsdienst GmbH
GÖVD	= GARANTA Österreich Vermittlungsdienst Ges.m.b.H.
HGB	= Handelsgesetzbuch
HV	= Hauptversammlung
i.d.F.	= in der Fassung
i.d.R.	= in der Regel
i.e.S.	= im engeren Sinne
i.H.v.	= in Höhe von
i.V.m.	= in Verbindung mit
IDD	= Insurance Distribution Directive
IDW	= Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.
IFRS	= International Financial Reporting Standards
immat.	= immateriell
inkl.	= inklusive
insb.	= insbesondere
InvKG	= Investmentkommanditgesellschaft
ISIN	= International Securities Identification Number
IWF	= Internationaler Währungsfonds
KA	= Kapitalanlagen
KBV	= Kurs-Buchwert-Verhältnis
KG	= Kommanditgesellschaft
KGV	= Kurs-Gewinn-Verhältnis
KV	= Krankenversicherung
LTM	= Last Twelve Months
LuL	= Lieferung und Leistung
LV	= Lebensversicherung
MAR	= Market Abuse Regulation (Marktmissbrauchsverordnung)
MiFID II	= Markets in Financial Instruments Directive II
MindZV	= Mindestzuführungsverordnung
Mio.	= Million(en)
Mrd.	= Milliarde(n)
MRP	= Marktrisikoprämie
MTF	= Multilateral Trading Facility
NAM	= NÜRNBERGER Asset Management GmbH
NAU	= NÜRNBERGER AutoMobil Versicherungsdienst GmbH
NAV	= NÜRNBERGER Allgemeine Versicherungs-AG
NBA	= NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung AG

VALUE TRUST

Abkürzung	Bedeutung
NBB	= NÜRNBERGER Beratungs- und Betreuungsgesellschaft für betriebliche Altersversorgung und Personaldienstleistungen mbH
NBG	= NÜRNBERGER Beteiligungs-AG einschließlich der Konzerngesellschaften
NBG AG	= NÜRNBERGER Beteiligungs-AG als Einzelgesellschaft
NBL	= NÜRNBERGER Beamten Lebensversicherung AG
NESBEG	= Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH
NIG	= NÜRNBERGER Immobilien-Holding GmbH
NKV	= NÜRNBERGER Krankenversicherung AG
NLV	= NÜRNBERGER Lebensversicherung AG
NPF	= NÜRNBERGER Pensionsfonds AG
NPK	= NÜRNBERGER Pensionskasse AG
NRV	= Neue Rechtsschutz-Versicherungsgesellschaft AG
NVB	= NÜRNBERGER Vertriebsgesellschaft mbH
NVG	= NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH
o.g.	= oben genannt
OLG	= Oberlandesgericht
ORSA	= Own Risk and Solvency Assessment
P&C	= Property and Casualty
p.a.	= per annum
pers. Steuern	= Persönliche Steuern
PKV	= Private Krankenversicherung
rd.	= rund
RfB	= Rückstellung für Beitragsrückerstattung
Rn.	= Randnummer
Rst	= Rückstellungen
RV	= Rückversicherung
Rz.	= Randziffer
S&P	= Standard & Poor's
s.a. G.	= selbst abgeschlossenes Geschäft
s.a. VG	= siehe auch Versicherungsgeschäft
SAA	= Strategic Asset Allocation
SBU	= selbstständige Berufsunfähigkeitsversicherung
SCR	= Solvency Capital Requirement
SHU	= Sach-, Haftpflicht- und Unfallversicherung
sog.	= sogenannt
SolZ	= Solidaritätszuschlag
SOTP	= Sum of the Parts
SU	= Schaden/Unfall
TAN	= Turnaround-Programm NÜRNBERGER
TCF	= Total Cashflow
techn.	= technisch

Abkürzung	Bedeutung
TECHNO	= TECHNO Versicherungsdienst GmbH
TPA	= Third-Party Administration
Tsd.	= Tausend
TV	= Terminal Value
Tz.	= Textziffer
u.a.	= unter anderem
v.a.	= vor allem
VAG	= Versicherungsaufsichtsgesetz
vers. techn.	= versicherungstechnisch
vgl.	= vergleiche
VIG	= VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe
WACC	= Weighted Average Cost of Capital
WP	= Wertpapier
WpHG	= Wertpapierhandelsgesetz
WpIG	= Wertpapierinstitutsgesetz
WpÜG	= Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebV	= WpÜG-Angebotsverordnung
z.B.	= zum Beispiel
zzgl.	= zuzüglich
ZZR	= Zinszusatzreserve

Tabellenverzeichnis

Tabelle 3-1:	Prozentuale Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts	39
Tabelle 3-2:	Prozentuale Veränderung des Verbraucherpreisindex.....	39
Tabelle 3-3:	Deutsche Versicherungswirtschaft: Einnahmen, Leistungen und Anzahl Verträge	41
Tabelle 3-4:	Schaden-Kosten-Quote der NBG im Vergleich zum deutschen Markt.....	49
Tabelle 3-5:	Peer Group-Auswahl untergliedert nach Bereichen	62
Tabelle 5-6:	Betafaktoren Peer Group Leben/Kranken – lokaler Index	86
Tabelle 5-7:	Betafaktoren Peer Group Leben/Kranken – STOXX Europe 600	87
Tabelle 5-8:	Betafaktoren Peer Group Schaden/Unfall – lokaler Index	87
Tabelle 5-9:	Betafaktoren Peer Group Schaden/Unfall – STOXX Europe 600	88
Tabelle 5-10:	Betafaktoren Peer Group Finanzdienstleistungen – lokaler Index	89
Tabelle 5-11:	Betafaktoren Peer Group Finanzdienstleistungen – STOXX Europe 600.....	90
Tabelle 5-12:	Ableitung verschuldete Eigenkapitalkosten je Bereich	91
Tabelle 5-13:	Wachstumsabschlag je Bereich vor und nach pers. Steuern	94
Tabelle 5-14:	Kapitalkosten je Bereich vor und nach Wachstumsabschlag	95
Tabelle 6-15:	Prognosetreue der NBG im Zeitraum 2023 bis 2025	100
Tabelle 6-16:	Plan-Ist-Vergleich Bereich Leben/Kranken.....	100
Tabelle 6-17:	Plan-Ist-Vergleich Bereich Schaden/Unfall.....	102
Tabelle 6-18:	Plan-Ist-Vergleich Bereich Finanzdienstleistungen (nur FFPB)	103
Tabelle 6-19:	Historische Ertragslage der NLV	110
Tabelle 6-20:	Historische Vermögenslage der NLV	111
Tabelle 6-21:	Übersicht Bereinigungen NLV	112
Tabelle 6-22:	Bereinigte Ertragslage und Planung der NLV	113
Tabelle 6-23:	Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der NLV	120
Tabelle 6-24:	Wertermittlung der NLV	121
Tabelle 6-25:	Historische Ertragslage der NKV	122
Tabelle 6-26:	Historische Vermögenslage der NKV.....	123
Tabelle 6-27:	Historische Vermögenslage und Planung der NKV.....	124
Tabelle 6-28:	Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der NKV	129
Tabelle 6-29:	Wertermittlung der NKV	130
Tabelle 6-30:	Historische Ertragslage der NAV	131
Tabelle 6-31:	Historische Vermögenslage der NAV	132
Tabelle 6-32:	Übersicht Bereinigungen NAV.....	133
Tabelle 6-33:	Historische Vermögenslage und Planung der NAV	134
Tabelle 6-34:	Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der NAV.....	141
Tabelle 6-35:	Wertermittlung der NAV	142

Tabelle 6-36:	Historische Ertragslage der NBA	143
Tabelle 6-37:	Historische Vermögenslage der NBA	144
Tabelle 6-38:	Historische Vermögenslage und Planung der NBA	145
Tabelle 6-39:	Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der NBA.....	150
Tabelle 6-40:	Wertermittlung der NBA.....	151
Tabelle 6-41:	Historische Ertragslage der CG	152
Tabelle 6-42:	Historische Vermögenslage der CG	152
Tabelle 6-43:	Historische Vermögenslage und Planung der CG.....	153
Tabelle 6-44:	Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der CG.....	158
Tabelle 6-45:	Wertermittlung der CG	159
Tabelle 6-46:	Historische Ertragslage der NAM.....	160
Tabelle 6-47:	Historische Vermögenslage der NAM	161
Tabelle 6-48:	Historische Ertragslage und Planung der NAM	162
Tabelle 6-49:	Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der NAM	164
Tabelle 6-50:	Wertermittlung der NAM	165
Tabelle 6-51:	Historische Ertragslage der FFPB	166
Tabelle 6-52:	Historische Vermögenslage der FFPB	167
Tabelle 6-53:	Historische Ertragslage und Planung der FFPB	168
Tabelle 6-54:	Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der FFPB.....	171
Tabelle 6-55:	Wertermittlung der FFPB.....	171
Tabelle 6-56:	Historische Ertragslage der NVG.....	174
Tabelle 6-57:	Historische Vermögenslage der NVG.....	174
Tabelle 6-58:	Historische Ertragslage und Planung der NVG	175
Tabelle 6-59:	Plananpassungen der NVG	177
Tabelle 6-60:	Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der NVG	178
Tabelle 6-61:	Wertermittlung der NVG	179
Tabelle 6-62:	Historische Ertragslage der COC	180
Tabelle 6-63:	Historische Vermögenslage der COC	180
Tabelle 6-64:	Historische Ertragslage und Planung der COC	181
Tabelle 6-65:	Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der COC.....	182
Tabelle 6-66:	Wertermittlung der COC.....	183
Tabelle 6-67:	Historische Ertragslage der Holding.....	184
Tabelle 6-68:	Historische Ertragslage und Planung der Holding.....	185
Tabelle 6-69:	Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der Holding	186
Tabelle 6-70:	Wertermittlung der Holding	187
Tabelle 6-71:	Wertermittlung Sonderwert ungedeckte Pensionsverpflichtung	189
Tabelle 6-72:	Wertermittlung Sonderwert IT-Modernisierungskosten	190

Tabelle 6-73:	Unternehmenswert je NBG-Aktie	190
Tabelle 6-74:	Übersicht Finanzkennzahlen und Multiplikatoren	193
Tabelle 6-75:	Wertableitung anhand von Börsenmultiplikatoren	194
Tabelle 6-76:	Übersicht über die ausgewählten vergleichbaren Transaktionen.....	196
Tabelle 6-77:	Wertableitung anhand von Transaktionsmultiplikatoren	197
Tabelle 6-78:	Eigenkapitalwert der NBG zum 12. November 2026	198
Tabelle 8-79:	Peer Group-Auswahl Bereich Leben/Kranken.....	204
Tabelle 8-80:	Peer Group-Auswahl Bereich Schaden/Unfall	207
Tabelle 8-81:	Peer Group-Auswahl Bereich Finanzdienstleistungen	210
Tabelle 8-82:	Mitteilungsübersicht.....	216

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 2-1:	Börsenkursverlauf und Handelsvolumen der NBG-Aktie	21
Abbildung 3-2:	Konzernstruktur der NBG	29
Abbildung 3-3:	Bruttobeiträge nach Bereichen, 2025.....	33
Abbildung 3-4:	Produktmix im Lebensversicherungsneugeschäft (2020 bis 2024).....	44
Abbildung 3-5:	Private Krankenversicherung: Beiträge, Leistungen und Leistungsquote	48
Abbildung 3-6:	Schaden-Kosten-Quoten 2025 Bereich Schaden/Unfall deutscher Markt.....	51
Abbildung 3-7:	Schaden-Kosten-Quoten Deutscher Markt, Ist und Prognose	52
Abbildung 3-8:	Anlagevolumen des deutschen Markts für Vermögensverwaltung in Bio. €	53
Abbildung 3-9:	Anzahl der vermögenden Privatpersonen in Deutschland in Mio.....	54
Abbildung 5-10:	Durchschnittliche jährliche Rendite des CDAX bis 2025 in Abhängigkeit des Startzeitpunktes des Beobachtungszeitraums	79
Abbildung 5-11:	Implizite Marktrendite – DAX (t+1).....	80
Abbildung 5-12:	Implizite Marktrendite – DAX (t+2).....	81
Abbildung 5-13:	Implizite Marktrendite – DAX und MDAX (t+1)	82
Abbildung 5-14:	Implizite Marktrendite – DAX und MDAX (t+2)	82
Abbildung 6-15:	Darstellung des Planungsprozesses.....	98

1 AUFTRAG UND AUFTRAGSDURCHFÜHRUNG

1.1 Auftrag

1. Mit Schreiben vom 21. Juli 2026 hat die VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe, Wien/Österreich, (im Folgenden „VIG“ oder „Auftraggeber“) uns, die ValueTrust Financial Advisors Deutschland GmbH, München/Deutschland („ValueTrust“), beauftragt, im Zusammenhang mit einer möglichen Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG, Nürnberg/Deutschland („NBG AG“ als Gesellschaft und „NBG“ als NÜRNBERGER Beteiligungs-AG inklusive aller Konzerngesellschaften) gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung nach §§ 327a ff. AktG ein Gutachten zum Wert des Eigenkapitals der NBG AG und der festzulegenden angemessenen Barabfindung („Abfindung“) zu erstellen. Die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre führt zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre („Squeeze Out“). Am 22. Juni 2026 hat die VIG der NBG AG das Verlangen übermittelt, alle notwendigen Maßnahmen zu ergreifen und Schritte zu veranlassen, um die Hauptversammlung der Gesellschaft gemäß §§ 327a ff. AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung Beschluss fassen zu lassen. Die NBG AG hat dies mit Ad-hoc-Mitteilung vom gleichen Tag bekanntgemacht.
2. Das Bewertungsobjekt ist die NBG, inklusive aller Konzerngesellschaften, („Bewertungsobjekt“). Der Bewertungsanlass ist die Durchführung des aktienrechtlichen Squeeze Outs der Minderheitsaktionäre der NBG AG durch deren Hauptaktionärin VIG. In diesem Zusammenhang unterstützen wir den Vorstand der VIG bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung gemäß § 327a AktG.
3. Die VIG wird voraussichtlich zum Berichtsdatum das konkretisierte Übertragungsverlangen im Sinne von § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG an den Vorstand der NBG AG richten, eine Hauptversammlung der NBG AG einzuberufen und diese Hauptversammlung über die Übertragung der Aktien der NBG AG („NBG-Aktien“) der Minderheitsaktionäre auf die VIG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen. Der Bewertungsstichtag ist der 12. November 2026 („Bewertungsstichtag“), da voraussichtlich an diesem Tag die außerordentliche Hauptversammlung der NBG AG über den Squeeze Out beschließen wird.
4. Das Gutachten soll die Grundlage für die Festlegung der angemessenen Barabfindung und den „Bericht der VIG als Hauptaktionärin der NBG AG 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“ („Übertragungsbericht“) sein, der im Zusammenhang mit der Einladung zur beschlussfassenden außerordentlichen Hauptversammlung der NBG AG veröffentlicht wird.
5. Für die Ermittlung der Abfindung der NBG AG haben wir den Unternehmenswert der NBG AG auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden ermittelt. Bei der Auftragsdurchführung haben wir die

höchstrichterliche Rechtsprechung in Bezug auf die Relevanz des Börsenkurses der NBG-Aktien berücksichtigt und eine entsprechende Analyse des Börsenkurses und der Liquidität der NBG-Aktie vorgenommen. Zur Ermittlung des objektivierte Unternehmenswerts haben wir die Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (im Folgenden auch „IDW“), insbesondere den IDW Standard 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (in der Fassung vom 11. Februar 2026, im Folgenden „IDW S 1“) berücksichtigt. Im Sinne dieser Verlautbarung geben wir unser Gutachten in der Funktion eines neutralen Gutachters ab. Neben den Grundsätzen des objektivierte Unternehmenswerts nach IDW S 1 berücksichtigen wir die in der deutschen Rechtsprechung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen entwickelten Grundsätze der Unternehmensbewertung.

6. Der gemäß IDW S 1 in diesem Gutachten ermittelte objektivierte Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert (Barwert der finanziellen Überschüsse an die Unternehmenseigner) dar, der sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren ergibt. Vor diesem Hintergrund haben wir auftragsgemäß im Einklang mit dem IDW S 1 und der Rechtsprechung eine vollumfassende Plausibilisierung der Planungsrechnung durchgeführt und dabei u.a. den IDW Praxishinweis 2/2017 „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ beachtet.
7. Für die Durchführung des Auftrags und unsere Verantwortlichkeit, auch im Verhältnis zu Dritten, gelten die im Auftragsschreiben dokumentierten Auftragsbedingungen. Dieses Gutachten dient ausschließlich der internen Verwendung durch den Auftraggeber sowie zum Zwecke der Durchführung des Squeeze Outs. Die interne Verwendung umfasst neben Informationszwecken für den Vorstand und den Aufsichtsrat der NBG AG und der VIG auch die Veröffentlichung im Zusammenhang mit der Vorbereitung und Durchführung der außerordentlichen Hauptversammlung der NBG AG sowie die Verwendung im Zusammenhang mit sich potenziell anschließenden Spruchverfahren, vorausgesetzt unser Gutachten wird vollständig und mit allen Anhängen weitergegeben. Ferner dient unser Gutachten als Grundlage für den Übertragungsbericht der VIG, die sich auf unser Gutachten beziehen und dieses teilweise oder vollständig wiedergeben darf.
8. Darüber hinaus darf dieses Gutachten Dritten nicht ohne unsere vorherige schriftliche Einwilligung zugänglich oder bekannt gemacht werden. In keinem Fall, gleichgültig, ob eine Einwilligung erteilt wurde oder nicht, übernehmen wir gegenüber Dritten Haftung für dieses Gutachten.

1.2 Auftragsdurchführung

9. Wir haben unsere Arbeiten in den Monaten Juli bis September 2026 in unseren Büroräumen in München und Frankfurt am Main durchgeführt.

10. Für die Auftragsdurchführung standen uns im Wesentlichen die in Anlage 1 „Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen“ genannten Informationen zur Verfügung.
11. Der Wertermittlung liegt ein Kenntnisstand bezogen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bewertungsobjekts sowie dessen zukünftige Entwicklung zum 28. September 2026 und Kapitalmarktdaten zum 18. September 2026 zugrunde.
12. Darüber hinaus haben wir im Rahmen unserer Plausibilisierungshandlungen Gespräche über die allgemeine Geschäftstätigkeit, die aktuelle und prognostizierte finanzwirtschaftliche Lage sowie die zukünftige strategische Ausrichtung der NBG geführt und in diesem Zusammenhang mündliche Informationen und Erläuterungen von Organmitgliedern und Mitarbeitern der NBG AG erhalten. Zudem haben wir mündliche Informationen und Erläuterungen von Organmitgliedern und Mitarbeitern der für Bewertungszwecke gebildeten wesentlichen Bereiche der NBG erhalten – des Bereichs Leben/Kranken, dem die NÜRNBERGER Lebensversicherung AG („NLV“) und die NÜRNBERGER Krankenversicherung AG („NKV“) jeweils einschließlich ihrer Tochtergesellschaften zugeordnet sind, des Bereichs Schaden/Unfall, dem die NÜRNBERGER Allgemeine Versicherungs-AG („NAV“) und die NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung AG („NBA“) jeweils einschließlich ihrer Tochtergesellschaften sowie die unmittelbar von der NBG AG gehaltene CG Car-Garantie Versicherungs-AG („CG“) zugeordnet sind, sowie des Bereichs Finanzdienstleistungen, dem die NÜRNBERGER Asset Management GmbH („NAM“) und die Fürst Fugger Privatbank AG („FFPB“) zugeordnet sind. Die übrigen Gesellschaften des NBG-Konzerns sind für Bewertungszwecke im Bereich Sonstige Beteiligungen zusammengefasst.¹
13. Grundsätzlich basiert unsere Wertermittlung auf den für die Bewertung zur Verfügung gestellten Unterlagen. Dabei wurden erhaltene Informationen von uns kritisch gewürdigt, jedoch keiner Prüfung im Sinne einer Jahresergebnisprüfung nach den §§ 316ff. HGB unterzogen.
14. Die gesetzlichen Vertreter der NBG AG sowie die gesetzlichen Vertreter der VIG haben uns gegenüber zum 28. September 2026 eine Vollständigkeitserklärung mit dem Inhalt abgegeben, dass uns alle Angaben, die für die Erstellung dieses Gutachtens von Bedeutung sind, richtig und vollständig erteilt wurden.
15. Wir betonen, dass sich üblicherweise Unterschiede zwischen den erwarteten und den tatsächlich erzielten Ergebnissen ergeben, da Ereignisse anders als ursprünglich geplant eintreten können. Diese Unterschiede können wesentlich sein. Daher übernehmen wir keine Haftung und Verantwortung für den Eintritt der in der Planungsrechnung unterstellten Annahmen und Ergebnisse und/oder die durchzuführenden Maßnahmen sowie das Ergebnis

¹ Dem Bereich Sonstige sind im Wesentlichen die NBG AG als Holding, die NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH („NVG“), die CodeCamp:N GmbH („COC“) und die evo-X GmbH („EVO“) zugeordnet. Die Zuordnung der Gesellschaften zu den Bereichen folgt der bewertungstechnischen Gliederung und weicht insoweit von der gesellschaftsrechtlichen Beteiligungsstruktur ab; so wird die unmittelbar von der NBG AG gehaltene CG Car-Garantie Versicherungs-AG dem Bereich Schaden/Unfall zugeordnet. Die Darstellung der Konzernstruktur der NBG AG sowie deren Zuordnung für Bewertungszwecke ist in Kapitel 3.1 „Rechtliche und steuerliche Verhältnisse“ ausgewiesen.

der unternehmerischen Aktivität. Gleichfalls tätigen wir keine Aussage zu der Erreichbarkeit der Planungsergebnisse sowie der Richtigkeit und Vollständigkeit, der in der Planungsrechnung unterstellten Annahmen, Ergebnisse und Informationen.

16. Wir weisen darauf hin, dass die nachfolgend dargestellten Berechnungen zur Ableitung der Unternehmenswerte grundsätzlich in Millionen Euro mit einer Nachkommastelle ausgewiesen werden. Das Ergebnis unserer Berechnungen haben wir entsprechend gerundet. Da die Berechnungen tatsächlich mit den exakten Werten erfolgten, kann die Addition bzw. Subtraktion von Tabellenwerten zu Abweichungen bei den dargestellten Zwischen- bzw. Gesamtsummen führen.

1.3 Vorausgegangenes öffentliches Erwerbsangebot

17. Dem Verlangen, die Hauptversammlung der NBG AG gemäß §§ 327a ff. AktG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der NBG AG auf die VIG gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung Beschluss fassen zu lassen, ging ein freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot der VIG an die Aktionäre der NBG AG voraus („Erwerbsangebot“).² Das Angebot war auf den Erwerb sämtlicher vinkulierter NBG-Aktien (ISIN: DE0008435967) und nicht vinkulierter NBG-Aktien (ISIN DE000A30U911), soweit sie nicht bereits unmittelbar von VIG gehalten wurden, gerichtet. Jede Aktie entspricht einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von 3,50 €. Als Gegenleistung bot die VIG 120,00 € je NBG-Aktie. Das Grundkapital der NBG AG beträgt 40.320.000 € und ist in 11.520.000 auf den Namen lautende Stückaktien eingeteilt.³ Die NBG-Aktien sind nicht zum Handel an einem organisierten Markt im Sinne des § 2 Abs. 7 WpÜG zugelassen, sondern werden im Freiverkehr gehandelt; die Vorschriften des WpÜG fanden auf das Erwerbsangebot daher keine Anwendung.⁴
18. Die Entscheidung zur Abgabe des Erwerbsangebots wurde am 16. Oktober 2025 und die entsprechende Angebotsunterlage am 24. Oktober 2025 veröffentlicht. Die Frist für die Annahme des Erwerbsangebots begann am 24. Oktober 2025 und endete am 21. November 2025 um 24:00 Uhr (MEZ).⁵ Der Angebotspreis von 120,00 € je NBG-Aktie entsprach einer Prämie von rund 173% auf den volumengewichteten Drei-Monats-Durchschnittskurs (XETRA) zum 13. Mai 2025.⁶ Vorstand und Aufsichtsrat der NBG AG empfahlen den Aktionären mit gemeinsamer begründeter Stellungnahme vom 3. November 2025 die Annahme des Erwerbsangebots.⁷
19. Neben dem Erwerbsangebot vereinbarte die VIG den Erwerb sämtlicher Geschäftsanteile an der Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH, Nürnberg („NESBEG“), die ihrerseits 2.170.761 NBG-Aktien und damit rund 18,84% des Grundkapitals der NBG AG hält.⁸

² Vgl. Ad-hoc-Mitteilung der VIG vom 16. Oktober 2025 sowie Angebotsunterlage vom 24. Oktober 2025.

³ Vgl. § 4 der Satzung der NBG AG i. d. F. vom 02. Juni 2026 sowie Geschäftsbericht der NBG AG für das Geschäftsjahr 2025.

⁴ Vgl. Angebotsunterlage vom 24. Oktober 2025.

⁵ Vgl. Angebotsunterlage vom 24. Oktober 2025 sowie Pressemitteilung der NBG AG vom 3. November 2025.

⁶ Vgl. Pressemitteilung der NBG AG vom 3. November 2025.

⁷ Vgl. Gemeinsame begründete Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der NBG AG vom 3. November 2025; die Stellungnahme stützt sich auf eine Fairness Opinion der ParkView Partners.

⁸ Vgl. Auskunft der VIG vom 28. Juli 2026.

20. Bis zum Ablauf der Annahmefrist am 21. November 2025 hatte sich die VIG insgesamt 11.383.371 NBG-Aktien gesichert, was einem Anteil von ca. 98,81% des Grundkapitals der NBG AG entsprach.⁹ Darin enthalten waren sowohl die auf Grundlage von Andienungsvereinbarungen als auch die von den übrigen Aktionären in das Erwerbsangebot eingereichten NBG-Aktien, die von der NESBEG gehaltenen NBG-Aktien sowie die von der VIG bereits direkt gehaltenen NBG-Aktien.
21. Das Erwerbsangebot wurde am 18. Mai 2026 gegen Zahlung einer Geldleistung von 120,00 € je NBG-Aktie vollzogen. Die Gutschrift der Geldleistung an die Aktionäre der NBG AG, die ihre NBG-Aktien gegen Zahlung der Geldleistung eingereicht hatten, erfolgte am gleichen Tag.¹⁰ Zeitgleich vollzog die VIG den Erwerb sämtlicher Geschäftsanteile an der NESBEG. Unmittelbar nach Vollzug hielt die VIG 9.261.033 NBG-Aktien unmittelbar sowie weitere 2.170.761 NBG-Aktien mittelbar über die NESBEG, insgesamt somit 11.431.794 NBG-Aktien, was einem Anteil von ca. 99,23% des Grundkapitals der NBG AG entsprach.¹¹ Auskunftsgemäß wurden Erwerbspreise je Aktie von maximal bis zu 120,0 € je NBG-Aktie bezahlt
22. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Gutachtens hält die VIG 9.267.072 NBG-Aktien unmittelbar. Weitere 2.170.761 NBG-Aktien werden von einer unmittelbaren hundertprozentigen Tochtergesellschaft der VIG gehalten und der VIG gemäß § 327a Abs. 2 AktG i. V. m. § 16 Abs. 4 AktG zugerechnet. Die VIG hält damit unmittelbar und mittelbar insgesamt 11.437.833 der 11.520.000 NBG-Aktien, was einem Anteil von ca. 99,29% am Grundkapital der NBG AG entspricht. Auf die Minderheitsaktionäre entfallen mithin 82.167 NBG-Aktien bzw. ca. 0,71% des Grundkapitals. Weitere Zukäufe sind nach Angaben der VIG derzeit nicht geplant.

⁹ Vgl. Mitteilung der VIG vom 25. November 2025.

¹⁰ Vgl. Pressemitteilung der VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe bzw. der NBG AG vom 18. Mai 2026 („VIG vollzieht Erwerbsangebot an NÜRNBERGER Aktionäre“).

¹¹ Vgl. Auskunft der VIG vom 28. Juli 2026.; die dort genannte Beteiligungsquote von rund 99,2 % entspricht 11.431.794 NBG-Aktien.

2 ABFINDUNGSERMITTLUNG ANHAND DES BÖRSENKURSES

23. Die Übertragung von Aktien auf Verlangen eines Aktionärs gemäß § 327a ff. AktG setzt die Gewährung einer angemessenen Barabfindung voraus. Die Festlegung der Barabfindung erfolgt durch den Hauptaktionär gemäß § 327b AktG. Sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen. Die Abfindung muss den wahren Wert der Unternehmensbeteiligung ersetzen.¹² Die marktorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses ist grundsätzlich für die Ermittlung des Werts einer Beteiligung geeignet. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs niederschlägt.¹³
24. Bestehen Restzweifel an der uneingeschränkten Aussagekraft des Börsenkurses der zu bewertenden Gesellschaft, kann eine angemessene Barabfindung nach der Rechtsprechung auf der Grundlage einer Gesamtbeurteilung unter zusätzlicher Berücksichtigung des Ertragswertes sowie von Multiplikatoranalysen ermittelt werden.¹⁴
25. Der Rückgriff auf den Börsenkurs scheidet aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist. Das kann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum eine Marktenge vorliegt und mit den Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat.¹⁵ Anhaltspunkte für das Vorliegen einer Marktenge können geringe Handelsvolumina, ein Handel nur an wenigen Börsentagen oder ein geringer Streubesitz der Aktien sein. An hinreichender Aussagekraft mangelt es Börsenkursen auch dann, wenn unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorliegen oder wenn kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden.¹⁶
26. Nach der jüngsten Rechtsprechung des BGH setzt die Bestimmung des Werts einer Unternehmensbeteiligung anhand des Börsenkurses nicht voraus, dass der Kapitalmarkt vollständig informationseffizient ist, also ein Zustand herrscht, in dem alle zugänglichen öffentlichen und nichtöffentlichen Informationen korrekt in den Kursen verarbeitet sind. Ausreichend ist vielmehr eine mittelstrenge bzw. halb strenge Informationseffizienz, d.h. dem Kapitalmarkt müssen nicht sämtliche existierenden Informationen bekannt sein. Vielmehr bestimmt sich das erforderliche Informationsniveau nach den gesetzlichen Veröffentlichungspflichten. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann, darf der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.¹⁷

¹² Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, Az. – 1 BvR 1613/94, 305f.; BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. – II ZB 12/21, Rn. 19.

¹³ Vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024, Az. II ZB 5/22 Rn. 25; BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. – II ZB 12/21, Rn. 20.

¹⁴ (OLG Frankfurt, Beschluss vom 27. Mai 2025 – 21 W 59/23, Rn. 41 ff. (juris) – AKASOL; OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 9. Februar 2024 – 21 W 129/22, Rn. 25 ff. (juris) – ISRA Vision; OLG München, Beschluss vom 14. Dezember 2021 – 31 Wx 190/20, Rn. 113 ff. (juris), bestätigt durch BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/23, Rn. 49, 54 (juris) – Kabel Deutschland/Vodafone.

¹⁵ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, Az. – 1 BvR 1613/94, 309; BGH, Beschluss vom 12. März 2001, Az. – II ZB 15/00, 116.

¹⁶ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 26. April 2011, Az. – 1 BvR 2658/10, Rn. 25; BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. – II ZB 12/21, Rn. 51; BGH Beschluss vom 31. Januar 2024, II ZB 5/22 Rn. 27.

¹⁷ Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. – II ZB 12/21, Rn. 20., BGH Beschluss vom 31. Januar 2024, Az. – II ZB 5/22, DB 2024 S. 1196 Rn. 26.

27. Im Fall der NBG ist festzustellen, dass auf Basis der uns vorliegenden Informationen sämtliche gesetzlichen Veröffentlichungspflichten eingehalten wurden.
28. Die NBG AG hat im Analysezeitraum als Emittentin, deren Aktien im nicht regulierten Freiverkehr (Open Market) gehandelt wurden, regelmäßig Halbjahresfinanzberichte, Geschäftsberichte sowie Jahresabschlüsse veröffentlicht. Auf Grundlage der in der Mitteilungsübersicht dokumentierten Veröffentlichungen ist festzustellen, dass die Gesellschaft im Analysezeitraum ihren Veröffentlichungspflichten nachgekommen ist. Eine Übersicht der relevanten Veröffentlichungen ist der Mitteilungsübersicht im Anhang zu entnehmen.¹⁸
29. Darüber hinaus unterlag die NBG AG im Analysezeitraum den unmittelbar geltenden Veröffentlichungspflichten der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014. Insbesondere bestand gemäß Art. 17 MAR die Verpflichtung zur unverzüglichen Veröffentlichung von Insiderinformationen, welche auch für Emittenten gilt, deren Aktien im Freiverkehr oder an multilateralen Handelssystemen gehandelt werden. Auf Grundlage der im Analysezeitraum veröffentlichten Ad-hoc-Mitteilungen ist festzustellen, dass die Gesellschaft diesen Pflichten nachgekommen ist. Die entsprechenden Veröffentlichungen sind in der Mitteilungsübersicht im Anhang dokumentiert.¹⁹
30. Wir nehmen zunächst eine Analyse des Börsenkurses vor. Zusätzlich wird eine eigenständige Bewertung der NBG AG zum 12. November 2026 unter Berücksichtigung des IDW S 1 vorgenommen.
31. Entsprechend der höchstrichterlichen Rechtsprechung kann in geeigneten Fällen zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung allein auf den Börsenkurs abgestellt werden. Insofern wird zunächst anhand der Börsenkursanalyse geprüft, ob die Voraussetzungen für die Festlegung der Barabfindung auf Basis des Börsenkurses der NBG-Aktien erfüllt sind.
32. Anschließend wird auftragsgemäß die Fundamentalbewertung zum 12. November 2026 anhand der Grundsätze des IDW S 1 zur Verifizierung des anhand der Börsenkursanalyse festgestellten Verkehrswerts der NBG-Aktien vorgenommen.

Börsenhandel der NBG-Aktie

33. Der Handel der NBG-Aktien, unter der ISIN DE0008435967, findet an allen Börsenplätzen nicht im regulierten Markt statt. Der Handel findet an den folgenden Handelsplätzen statt:
34. Börseninterner Freiverkehr (Open Market): XETRA, Frankfurter Wertpapierbörse, sowie Regionalbörsen Stuttgart, Düsseldorf, Hamburg und München.
35. Multilaterale Handelssysteme (Multilateral Trading Facility, abgekürzt: „MTF“): Tradegate (Berlin), Gettex (München), Quotrix (Düsseldorf) und Lang & Schwarz Exchange (Hamburg).

¹⁸ Vgl. Anhang, Mitteilungsübersicht.

¹⁹ Vgl. EU, Verordnung Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission – Marktmissbrauchsverordnung; Anhang, Mitteilungsübersicht.

Dreimonatsdurchschnittskurs als Referenzkurs

36. Nach der Rechtsprechung des BVerfG (DAT/ALTANA-Entscheidung) darf der den außenstehenden Aktionären anzubietende Abfindungsbetrag nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses als Verkehrswert der Aktie bestimmt werden.²⁰
37. Der BGH hat diese Rechtsprechung bestätigt und präzisiert, so etwa in seinem Beschluss vom 21. Februar 2023 („TLG/WCM“, ²¹12/21, BGHZ 236, 180) sowie in seinem Beschluss vom 31. Januar 2024 („Vodafone/KDG“, ²²5/22, AG 2024, 665). Nach der Stollwerck-Entscheidung des BGH wird der Referenzkurs aus dem volumengewichteten Durchschnittskurs über einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme (hier: des Squeeze Outs) ermittelt (sog. „3M VWAP“)²³. Im Gegensatz zu einem Stichtagskurs unterliegt dieser in geringerem Maße Zufallseinflüssen und kurzfristigen Verzerrungen. Hierfür spricht auch die Wertung der WpÜG-AngebV, nach der die nach dem WpÜG bei Übernahme- und Pflichtangeboten anzubietende angemessene Gegenleistung sich ebenfalls als 3M VWAP der inländischen Börsenkurse im regulierten Markt ermittelt. Diese grundsätzliche Wertung hinsichtlich der Aussagekraft eines 3M VWAP im Hinblick auf die Anteilsbewertung von börsennotierten Gesellschaften hat der Gesetzgeber bei Erlass des neuen § 255 Abs. 5 AktG bestätigt.
38. Mit Ad-hoc-Mitteilung vom 22. Juni 2026 hat die NBG AG bekannt gemacht, dass die VIG dem Vorstand der NBG AG mitgeteilt hat, die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre der NBG AG auf die VIG als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung im Wege eines aktienrechtlichen Squeeze Outs gemäß §§ 327a ff. des AktG anzustreben. Der maßgebliche Referenzzeitraum für die Ermittlung des 3M VWAP der NBG-Aktie vor dieser Ad-hoc-Mitteilung umfasst damit den Zeitraum vom 22. März 2026 bis einschließlich 21. Juni 2026 („Referenzzeitraum“). Der (unter Berücksichtigung aller in Tz. 34f. genannten Handelsplätze) ermittelte 3M VWAP für den Referenzzeitraum beträgt 119,95 € je NBG-Aktie. Dies entspricht einer Marktkapitalisierung der NBG AG von 1.381,8 Mio. €.
39. Da die Aktien nicht im regulierten Markt notiert sind, hat die BaFin mitgeteilt, dass im relevanten Referenzzeitraum kein Dreimonatsdurchschnittskurs gemäß § 5 Abs. 1 und 3 WpÜG-AngebV ermittelt werden konnte.
40. Dass Börsenkurse aus dem Freiverkehr bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen für die Bemessung der Barabfindung heranzuziehen sind, wurde jüngst durch eine erstinstanzliche Entscheidung bestätigt. Das LG München I hat im Spruchverfahren zum Squeeze Out im Fall der EQS Group AG entschieden, dass der im qualifizierten Freiverkehr gebildete Börsenkurs zur Bewertung der Unternehmensbeteiligung der Minderheitsaktionäre geeignet ist. Maßgeblich stellte die Kammer darauf ab, dass der Emittent im Referenzzeitraum er-

²⁰ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 (sog. „DAT/ALTANA-Entscheidung“).

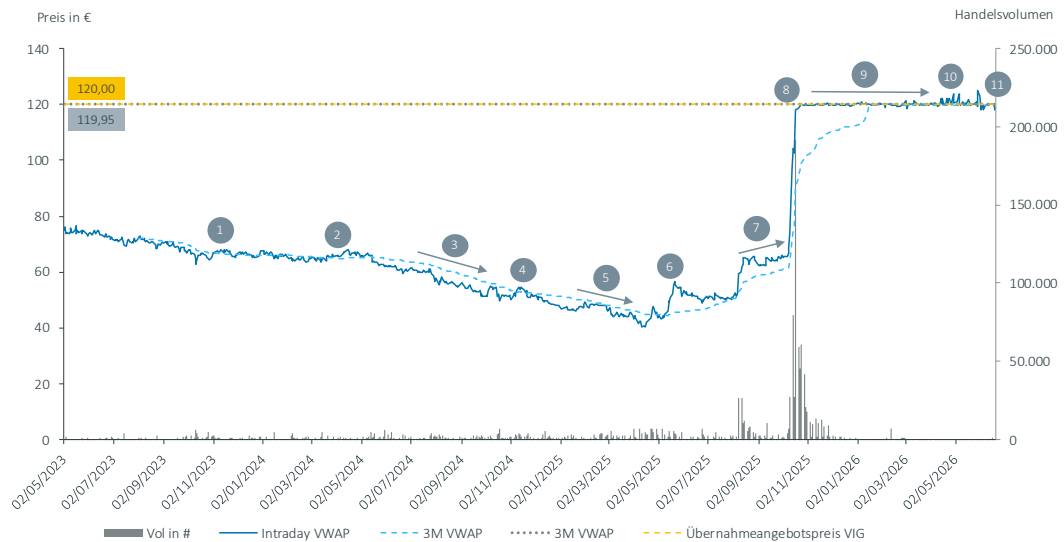
²¹ Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 – II ZB 12/21.

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

²³ Vgl. BGH, Beschluss 19. Juli 2010 – II ZB 18/09.

höhten Transparenzanforderungen, insbesondere der Ad-hoc-Publizität, unterlag und damit die Veröffentlichung wesentlicher Informationen gewährleistet war.²⁴ Diese Einschätzung steht im Einklang mit dem IDW S 17, der die Berücksichtigung von Börsenkursen außerhalb des regulierten Marktes ausdrücklich zulässt.²⁵

Abbildung 2-1: Börsenkursverlauf und Handelsvolumen der NBG-Aktie



Quelle: Bloomberg, S&P Capital IQ

41. Die vorstehende Grafik des Börsenkursverlaufs der NBG-Aktie bezieht sich auf die Intraday-VWAP aller in Tz. 34f. genannten Handelsplätze.
42. Der Betrachtungszeitraum umfasst drei Jahre und endet am Tag vor der Ankündigung des aktienrechtlichen Squeeze Outs am 22. Juni 2026. Die NBG-Aktie war im gesamten Analysezeitraum durch einen niedrigen Streubesitz gekennzeichnet; die Mehrheit der Aktien wurde von einem Konsortium langjähriger Aktionäre (u. a. Versicherungskammer Bayern, Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft, Daido Life Insurance, Swiss Re sowie die Techno-Einkauf-Gruppe) gehalten.
43. Der Börsenkursverlauf beruht im Wesentlichen auf der Entwicklung der Ertragslage der Gesellschaft bzw. der Ankündigung der Transaktion durch die VIG.
44. **1** Zu Beginn des Betrachtungszeitraums notierte die Aktie am 20. Juni 2023 bei 73,50 € und erreichte ihren höchsten Stand vor der Ankündigung der Transaktion. Anschließend setzte im Verlauf des Jahres 2023 eine Abwertung der Aktie ein. Der Halbjahresbericht 2023 vom 22. September 2023 wies ein Konzernergebnis von 21,2 Mio. € aus (Vorjahr: 13,8 Mio. €). Die Kursreaktion war eine leichte Reduktion der Aktie um 2,1% von 70,00 € am 22. September 2023 auf 68,50 € am folgenden Handelstag. Am 6. November 2023 veröffentlichte die NBG AG eine Ad-hoc-Mitteilung zur Anpassung der Prognose für das Konzernergebnis 2023. Gegenüber der im Halbjahresfinanzbericht 2023 kommunizierten Erwartung von

²⁴ Vgl. LG München I, Beschluss vom 13. Februar 2026 – 5 HK O 14435/24.

²⁵ Vgl. IDW S 17, Tz. 16.

rund 60 Mio. € rechnete die Gesellschaft nunmehr mit einem Konzernergebnis in der Größenordnung von rund 45 Mio. € (-25%). Eine wesentliche Kursreaktion blieb aus; die Aktie notierte am 6. November 2023 bei 68,50 € und bewegte sich in den folgenden Handelstagen zwischen 66,00 € und 68,00 €.

45. **2** Mit der Veröffentlichung der Geschäftszahlen für das Geschäftsjahr 2023 am 5. April 2024 setzte sich der Ergebnismrückgang fort: Das Konzernergebnis reduzierte sich um 39,64% auf 41,7 Mio. € nach 69,1 Mio. € im Vorjahr. Eine Kursreaktion war nicht zu beobachten und die Aktie notierte vom 2. bis 8. April 2024 unverändert bei rund 66,00 €. Am 15. Mai 2024 wurde die Aktie mit einem Dividendenabschlag von 3,50 € je Aktie (Geschäftsjahr 2023) ex Dividende gehandelt; der Schlusskurs gab von 66,00 € (14. Mai 2024) auf 63,50 € nach (-3,8%). Zum Monatsende Mai 2024 notierte die Aktie bei 61,50 €. Ergänzend vollzog die NBG AG im Juli 2024 den Erwerb der PAX Schweizerische Lebensversicherungs-Gesellschaft (Deutschland) AG; die Gesellschaft begründete den Erwerb mit der Stärkung des deutschen Lebensversicherungsgeschäfts. Eine wesentliche Kursreaktion war nicht zu beobachten.
46. **3** Am 26. Juli 2024 veröffentlichte die NBG AG eine Ad-hoc-Mitteilung zur Anpassung der Prognose für das Konzernergebnis 2024. Gegenüber der zuvor im Geschäftsbericht 2023 genannten Bandbreite von 40 Mio. € bis 50 Mio. € rechnete die Gesellschaft bedingt durch höhere Aufwendungen in der Schadenversicherung infolge von Elementar- und Großschäden sowie der anhaltenden Inflation, insbesondere in der Kfz-Versicherung mit einem ausgeglichenen Konzernergebnis; für das erste Halbjahr 2024 stellte die Gesellschaft in der Mitteilung ein negatives Ergebnis in Aussicht. Im Anschluss gab die Aktie um 4,9% von 61,50 € (26. Juli 2024) auf 58,50 € (29. Juli 2024) nach. Vom 29. Juli bis zum 18. September 2024 gab die Aktie weiter auf 53,50 € nach (-8,5%). Am 19. September 2024 veröffentlichte die NBG AG den Halbjahresbericht 2024 mit einem Konzernfehlbetrag von 23,9 Mio. € (Vorjahr: Konzernergebnis 21,2 Mio. €). Die Aktie blieb im Vergleich weitestgehend unverändert und notierte im Anschluss, sowie auch an den folgenden Handelstagen bei rund 53,00 € je NBG-Aktie.
47. **4** Am 21. November 2024 veröffentlichte die NBG AG eine weitere Ad-hoc-Mitteilung zur Anpassung der Prognose für das Geschäftsjahr 2024 sowie zur Dividendenerwartung. Der Vorstand erwartete aktualisiert ein negatives Konzernergebnis von -65 Mio. € bis -85 Mio. € (zuvor: ausgeglichenes Ergebnis; 2023: 42 Mio. €). Als Ursache nannte die Gesellschaft insbesondere die beabsichtigte Stärkung des Eigenkapitals und der versicherungstechnischen Reserven der Tochtergesellschaft NAV. Zugleich wies die Gesellschaft darauf hin, dass die Dividendenkontinuität der Vorjahre nicht in jedem Fall fortgeführt werden könne. Im Anschluss gab die Aktie von 52,00 € (21. November 2024) auf 51,00 € (22. November 2024) um 1,9% nach.
48. **5** Am 7. Februar 2025 kündigte der Vorstand an, der Hauptversammlung für das Geschäftsjahr 2024 eine Dividende von 0,14 € je NBG-Aktie vorzuschlagen (Vorjahr: 3,50 € je NBG-Aktie; -96,0%). Hintergrund waren das erwartete negative Konzernergebnis sowie ein Bilanzgewinn von rund 1,6 Mio. €. Eine negative Kursreaktion blieb aus; die Aktie notierte am 7. Februar 2025 bei 48,80 € (Vortag: 47,80 €). Am 28. März 2025 veröffentlichte die NBG AG die Geschäftszahlen für das Geschäftsjahr 2024 mit einem Konzernjahresfehlbetrag von 78,5 Mio. € (Vorjahr: Konzernergebnis 41,7 Mio. €). Der Konzernfehlbetrag 2024

markierte den Tiefpunkt der Ergebnisentwicklung im Betrachtungszeitraum. Die Aktie notierte am 28. März 2025 bei 46,00 € und am 31. März 2025 bei 44,20 €. Am 15. April 2025 erreichte sie mit 39,50 € ihren tiefsten Stand des Betrachtungszeitraums.

49. **6** Am 14. Mai 2025 gab die NBG AG im Rahmen der Hauptversammlung bekannt, dass der Vorstand ergebnisoffen prüfe, ob die bisher verfolgte Strategie der eigenständigen Fortführung im Unternehmensinteresse liege oder einer Weiterentwicklung bedürfe. Nach dieser Ankündigung stieg der Aktienkurs auf 49,50 €, was einem Anstieg um 4,9% entspricht und indiziert, dass die vom Vorstand kommunizierten Nachrichten einen Einfluss auf den Aktienkurs hatten. Aus diesem Grund gilt als unverzerrter Referenzstichtag für die Prämienbetrachtung des Angebotspreises für die Aktien der NBG durch die VIG der letzte Handelstag, der 13. Mai 2025, vor dieser Ankündigung (47,20 €).
50. **7** Am 8. August 2025 gab die NBG AG bekannt, dass sie sich im Rahmen der Strategieprüfung mit mehreren Versicherungsunternehmen in Gesprächen über den Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung befinde und mit der VIG die Durchführung einer Due-Diligence-Prüfung sowie eine Absichtserklärung vereinbart habe. Erstmals wurde damit ein konkreter Interessent öffentlich. Im Anschluss stieg die Aktie von 53,60 € (7. August 2025) auf 59,60 € (8. August 2025; +11,2%). In der Folge setzte sich der Anstieg bis auf rund 65,00 € (15. August 2025) fort. Der Halbjahresbericht 2025 vom 29. August 2025 wies zudem ein positives Konzernergebnis von 46,3 Mio. € aus (Vorjahr: -23,9 Mio. €). Am 13. Oktober 2025 informierte die NBG AG über den Stand der exklusiven Verhandlungen mit der VIG und teilte mit, dass diese unverbindlich einen Angebotspreis von 115,00 € je Aktie in Aussicht gestellt habe. Bereits vom 6. Oktober 2025 bis 10. Oktober 2025 war die Aktie von 65,80 € auf 75,60 € gestiegen (+14,9%). Am 13. Oktober 2025 stieg sie auf 104,00 € und lag damit 11,00 € bzw. 9,6% unter dem unverbindlich in Aussicht gestellten Angebotspreis.
51. **8** Am 16. Oktober 2025 unterzeichneten die NBG AG und die VIG eine Zusammenschlussvereinbarung; zugleich kündigte die VIG ein freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot an alle Aktionäre zu einem Angebotspreis von 120,00 € je Aktie an. Dies entsprach einer Prämie von 173% gegenüber dem unverzerrten 3M VWAP bzw. von 154% gegenüber dem unverzerrten XETRA-Schlusskurs, jeweils zum 13. Mai 2025. Die VIG verfügte bereits über unwiderrufliche Andienungsvereinbarungen mit mehreren Großaktionären über rund 64,4% des Grundkapitals, zudem war bereits ein Delisting beabsichtigt. Vorstand und Aufsichtsrat kündigten an, die Annahme des Angebots gestützt auf eine Fairness Opinion zu empfehlen. Im Anschluss stieg die Aktie am 17. Oktober 2025 auf 118,50 € (+13,4% gegenüber dem Vortag).
52. **9** In der Folge orientierte sich die Aktie vom 20. Oktober 2025 bis zum 18. Mai 2026 am Übernahmeangebotspreis der VIG in Höhe von 120,00 € je Aktie und bewegte sich in einer Bandbreite von 119,00 € bis 124,00 €; den Höchstkurs des Betrachtungszeitraums erreichte sie am 24. April 2026 mit 124,00 €. Wesentliche Kursreaktionen waren weder auf die Bekanntgabe des vorläufigen Konzernergebnisses 2025 von rund 46,8 Mio. €, das am 23. April 2026 veröffentlichte Konzernergebnis 2025 von 44,4 Mio. € noch auf die aufsichts- und kartellrechtlichen Freigaben durch die EU-Kommission am 16. April 2026 sowie durch die Europäische Zentralbank und die BaFin am 4. Mai 2026 zu beobachten. Mit den Freigaben traten die entsprechenden Angebotsbedingungen ein.

53. **10** Am 18. Mai 2026 vollzog die VIG den Erwerb von rund 99,2% des Grundkapitals der NBG AG. Damit wurde die NBG AG faktisch zu einer nahezu vollständig kontrollierten Tochtergesellschaft; der Streubesitz und die Handelsliquidität sanken deutlich und der Börsenkurs bewegte sich fortan weiter im Bereich des ursprünglichen Angebotspreises je Aktie.
54. **11** Am 22. Juni 2026 teilte die VIG mit, dass sie als Hauptaktionärin die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung anstrebe (aktienrechtlicher Squeeze Out gemäß § 327a AktG); die Höhe der Barabfindung war zu diesem Zeitpunkt noch nicht festgelegt.
55. Es ist festzuhalten, dass die Börsenkursentwicklung der NBG-Aktie im Betrachtungszeitraum im Wesentlichen durch die Entwicklung der Ertragslage der Gesellschaft und die jährlichen Dividendenabschlüsse erklärt werden kann. Ab dem 14. Mai 2025 standen die wesentlichen Kursbewegungen in zeitlichem Zusammenhang mit transaktionsbezogenen Meldungen. Insofern ist von einer ausreichenden Informationseffizienz auszugehen und es bestehen keine Anzeichen für Marktmanipulation oder Insiderhandel. Darüber hinaus wurden alle Veröffentlichungspflichten seitens der Gesellschaft nach den uns vorliegenden Unterlagen erfüllt.

Liquiditätsanalyse der NBG-Aktie nach rechtlichen und ökonomischen Anforderungen

56. Neben einer Analyse des Verlaufs des Börsenkurses bieten sich mehrere Kriterien zur Überprüfung der Liquidität der NBG-Aktie an. So ist nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsV zur Ermittlung der Untergrenze der Gegenleistung bei Übernahme- und Pflichtangeboten der Dreimonatsdurchschnittskurs der BaFin nicht maßgeblich, wenn in den drei Monaten vor Veröffentlichung des Angebots in weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden und mehrere aufeinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5% voneinander abweichen. Im Referenzzeitraum vom 22. März 2026 bis zum (einschließlich) 21. Juni 2026 wurde die NBG-Aktie, an 59 von 62 Handelstagen an den in Tz. 34 und Tz. 35 genannten Handelsplätzen gehandelt. Zudem lagen im gesamten Referenzzeitraum keine aufeinanderfolgenden Kursfeststellungen mit Abweichungen von mehr als 5% im Sinne des § 5 Absatz 4 WpÜG-Angebotsverordnung vor. Nach den beiden oben aufgeführten Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsV bestehen somit keine Anzeichen einer mangelnden Liquidität der NBG-Aktie im Referenzzeitraum. Die Aktie wurde im Referenzzeitraum an ausreichend vielen Handelstagen mit ausreichendem Volumen gehandelt, d.h. Börsenkurse konnten festgestellt werden, und die Börsenkurse wiesen auch keine erheblichen Kurs-sprünge an nacheinander gelagerten Handelstagen auf, so dass auf dieser Basis nicht von einer Marktenge auszugehen ist.²⁶
57. Die Analyse des relativen Handelsvolumens zeigt, dass die NBG-Aktie im Referenzzeitraum regelmäßig gehandelt wurde. Im Durchschnitt wurden pro Handelstag rund 13,0 Tsd. €²⁷ an den betrachteten Handelsplätzen umgesetzt, was einem Anteil von weniger als 0,001% des gesamten Aktienbestands entspricht. Damit erfüllt die NBG-Aktie nicht das in der Vergangenheit vereinzelt in Bezug genommene entwickelte Kriterium, wonach eine Aktie als

²⁶ Vgl. § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsV. Vgl. auch OLG München, Beschluss vom 14. Dezember 2021 - 31 Wx 190/20.

²⁷ Vgl. LG München I, Beschluss vom 13. Februar 2026, Az. 5 HK O 14435/24, EQS-Handelsvolumen von 24 Tsd. € als Referenzwert des Durchschnittlichen Handelsvolumen genannt.

ausreichend liquide erachtet wird, wenn mehr als 0,018% des gesamten Aktienbestands (ausstehende Aktien) pro Tag gehandelt werden.²⁸ Es ist allerdings darauf hinzuweisen, dass die jüngeren obergerichtlichen Entscheidungen diesen Schwellenwert bei der Beurteilung der Relevanz von Börsenkursen bei der Abfindungsermittlung nicht aufgreifen und die zitierte Entscheidung des OLG Stuttgart zeitlich deutlich vor den BGH-Entscheidungen (TLG/WCM, Kabel Deutschland) ergangen ist.

58. Neben den rechtlichen Kriterien wurde die Liquidität der NBG-Aktie auch aus ökonomischer Sicht untersucht. Im Vergleich zu Analysen aus rechtlicher Perspektive sind die Anforderungen an die Liquiditätskriterien einer Aktie aus ökonomischer Sicht strenger. Im Rahmen der ökonomischen Liquiditätsanalyse werden zusätzlich die Transaktionskosten (in Form des sog. Bid-Ask-Spread) untersucht, um die Liquidität der Aktie im Zeitablauf beurteilen zu können. In Bezug auf den Bid-Ask-Spread verwendet beispielsweise das LG München I einen Richtwert von 1,25%²⁹ und die OLG Frankfurt und Karlsruhe einen Richtwert von 2,00%,³⁰ während das LG Stuttgart bereits bei einem Bid-Ask-Spread von 1,70%³¹ von fehlender Liquidität ausging.
59. Der durchschnittliche Bid-Ask-Spread der NBG-Aktie lag innerhalb des Referenzzeitraums bei 2,66%³² in XETRA (Frankfurt) und im „Deutschland Composite“³³ bei 2,43%. Vor dem Aufkommen erster Übernahmegerüchte (13. Mai 2025) lag der durchschnittliche Bid-Ask-Spread im XETRA-Handel über 3 Monate bzw. 1 Jahr bei 2,37% bzw. 2,05%. Der Durchschnitt wurde deutlich beeinflusst durch einzelne Tage mit erhöhtem Bid-Ask-Spread, was dennoch bei einer gesamtheitlichen Betrachtung einen Hinweis für eingeschränkte Liquidität darstellt. Dem stehen teilweise die übrigen festgestellten Liquiditätsindikatoren entgegen. So sprechen der Umstand, dass die Aktie durchgehend an nahezu allen Handelstagen gehandelt wurde, sowie die Reaktion der Kursentwicklung auf unternehmensspezifische Faktoren, insbesondere die Ertragslage der Gesellschaft sowie die Ankündigung der Transaktion, für eine hinreichende Aussagekraft des Börsenkurses und damit gegen das Vorliegen einer eingeschränkten Liquidität im Referenzzeitraum. Demgegenüber sprechen das durchschnittlich geringe Handelsvolumen sowie der erhöhte Bid-Ask-Spread für eine eingeschränkte Liquidität der NBG-Aktie. Vor diesem Hintergrund ergeben sich in der Gesamtbetrachtung Anhaltspunkte für eine eingeschränkte Liquidität der NBG-Aktie im Referenzzeitraum.
60. Das im IDW S 17 vorgesehene Ampelkriterium einer Mindestliquidität in Höhe von MDAX-Unternehmen dagegen geht über die rechtlichen Anforderungen an die Maßgeblichkeit

²⁸ OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011, Az. 20 W 7/11, Rn. 395.

²⁹ Vgl. LG München I, Beschluss vom 2. Dezember 2016, Az. 5HK 5781/15; Grenzwert bei Bid-Ask-Spreads ist 1,25%.

³⁰ Vgl. OLG Frankfurt 21. Zivilsenat, Beschluss vom 26. Januar 2017, Az. 21 W 75/15; Geringe Liquidität bei Bid-Ask-Spreads ist über 2,0%; OLG Karlsruhe nv. 16. April 2024 Az. 12 W 27/23. Siehe auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 9. Februar 2024, Az. 21 W 129/22 Entscheidung pro Börsenkurs bei einem B/A Spread von unter 1,0% im 3M VWAP-Zeitraum bzw. 0,74%.

³¹ Vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 5. November 2012, Az. 31 O 55/08 KfH.

³² Die Xetra-Kursreihe wurde um offensichtlich ungewöhnliche Preisfeststellungen (Bid-Ask-Spread) bereinigt: Wurde ein Xetra Bid-Ask-Spread von mehr als 15 % festgesetzt, wurde der betreffende Datenpunkt durch den Ask-Preis des deutschen Kompositindex ersetzt. Im Referenzzeitraum fand dieser Ersatz für 22 Ask-Preise Anwendung.

³³ Der Deutschland Composite repräsentiert bei Bloomberg den Composite-Kurs, der die Kurs- und Umsatzen aller deutschen Börsenplätze (Xetra, Frankfurt, Stuttgart, München, Berlin, Düsseldorf u. a.) zu einer konsolidierten, umsatzgewichteten Zeitreihe zusammenfasst.

des Börsenkurses hinaus. Maßgeblich ist gemäß BGH-Rechtsprechung, ob für die relevanten Aktien von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Kapitalmarktteilnehmer auszugehen ist. Dieses Kriterium kann auch für Aktien mit einer geringeren Handelsaktivität als für die hochliquiden Aktien des MDAX erfüllt sein.³⁴

61. Zusammenfassend sind auf Basis der durchgeführten Analysen zur Liquidität der NBG-Aktie bezogen auf den Handelsplatz XETRA (Frankfurt) im Referenzzeitraum aus rechtlicher sowie aus ökonomischer Perspektive folgende Feststellungen zu nennen:
62. Der Börsenkursverlauf der NBG-Aktie weist keine Häufung von nacheinander festgestellten Börsenkursen auf, die um mehr als 5,0% voneinander abweichen.
63. Es fand an 59 von 62 möglichen Handelstagen und damit an mehr als einem Drittel der Handelstage aktiver Handel der NBG-Aktie statt.
64. Es wurden durchschnittlich 108 NBG-Aktien pro Handelstag umgesetzt, was einem relativen Handelsvolumen von weniger als 0,001% entspricht. Dabei betrug der durchschnittlich erzielte tägliche Handelsumsatz im Referenzzeitraum vor Ankündigung rd. 13,0 Tsd. €. ³⁵
65. Der durchschnittliche Bid-Ask-Spread der NBG-Aktien lag bei 2,66% und im Kompositindex Deutschland bei 2,43%. Sowohl der beobachtete Bid-Ask-Spread, wie auch die Gesamtbetrachtung sämtlicher analysierter Liquiditätskriterien deuten auf eine moderat ausgeprägte Liquidität hin. Der kontinuierliche Handel an fast allen Handelstagen und keine Häufung von nacheinander festgestellten Abweichungen von mehr als 5% sprechen gegen eine eingeschränkte Liquidität im Referenzzeitraum. Die gesamtheitliche Betrachtung der Kriterien ergeben allerdings Hinweise für eine eingeschränkte Liquidität.
66. Insgesamt war der Börsenkurs im Referenzzeitraum anhand der aufgeführten Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsV ausreichend liquide. Regelmäßiger Handel und die Abwesenheit erheblicher Kurssprünge reichen für die Beurteilung ausreichender Liquidität nicht aus. Die Rechtsprechung hat zur Überprüfung der Liquidität darüber hinaus weitere Kriterien entwickelt. Danach sprechen gering ausgeprägtes durchschnittliches tägliches Handelsvolumen und niedriger Streubesitz in ihrer Gesamtwürdigung gegen eine ausreichende Liquidität der NBG-Aktie. Ergänzend ist festzuhalten, dass die relevanten Veröffentlichungspflichten eingehalten wurden und keine Hinweise auf Marktmanipulation oder Insiderhandel bestehen.
67. Der ermittelte 3M VWAP für den Referenzzeitraum (22. März bis einschließlich 21. Juni 2026) beträgt 119,95 € je NBG-Aktie. Dies entspricht einem Eigenkapitalwert i.H.v. 1.381,8 Mio. €.
68. Vor dem Hintergrund der rechtlichen Anforderungen und der ökonomischen Betrachtung bildet der 3M VWAP der NBG-Aktie keine alleinige Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts der NBG-Aktien und der Barabfindung gemäß § 327b AktG. Aufgrund der erkennbaren Reaktion des Börsenkurses auf unternehmensspezifische Ereignisse wird dieser nicht

³⁴ Vgl. Trotz geringer Liquidität als von MDAX Unternehmen zugunsten des Börsenkurses entschieden: OLG Frankfurt, Beschluss vom 09. Februar 2024–21 W 129/22, S. 18., LG München I, Beschluss vom 13. Februar 2026, 5 HK O 14435/24.

³⁵ Vgl. LG München I, Beschluss vom 13. Februar 2026, Az. 5 HK O 14435/24, Das LG München hat das durchschnittliche EQS-Handelsvolumen von etwa 14,6 Tsd. Aktien pro Tag als ausreichend eingestuft.

als Wertuntergrenze berücksichtigt, sondern als Referenzgröße in die Gesamtwürdigung der angemessenen Barabfindung einbezogen.

3 BEWERTUNGSOBJEKT

69. Die Definition bzw. Abgrenzung des Bewertungsobjekts ist Grundlage jeder Unternehmensbewertung. Um die Wachstumschancen, Planungsrechnungen und das Risikopotenzial des zu bewertenden Unternehmens beurteilen zu können, ist es notwendig, den historischen Hintergrund, das Geschäftsmodell und die Marktstellung der Gesellschaft zu verstehen.
70. Im Folgenden werden zunächst die rechtlichen und steuerlichen Verhältnisse sowie die Unternehmenshistorie dargestellt. Anschließend werden die wirtschaftlichen Verhältnisse, das Geschäftsmodell, die Unternehmensstrategie und das Markt- und Wettbewerbsumfeld erläutert. Unter Einbezug der historischen Ertrags- und Vermögenslage der letzten drei Geschäftsjahre vor dem Bewertungsstichtag werden dann die Stärken und Schwächen des Geschäftsmodells der NBG sowie die Gelegenheiten und Gefahren des Marktumfelds herausgearbeitet, um auf dieser Basis das Chancen-Risiko-Profil der NBG zu konkretisieren (SWOT-Analyse). In Verbindung mit der Darstellung vergleichbarer Unternehmen (Peer Group) bildet dies einen geeigneten Ausgangspunkt für die Einschätzung der Planungsrechnung im Hinblick auf die Höhe und das zeitliche Anfallen der von Prognoseunsicherheit geprägten Cashflows, deren Risikoprofil sowie der Ableitung der kapitalmarktbasierten Bewertungsprämissen.

Rechtliche und steuerliche Verhältnisse

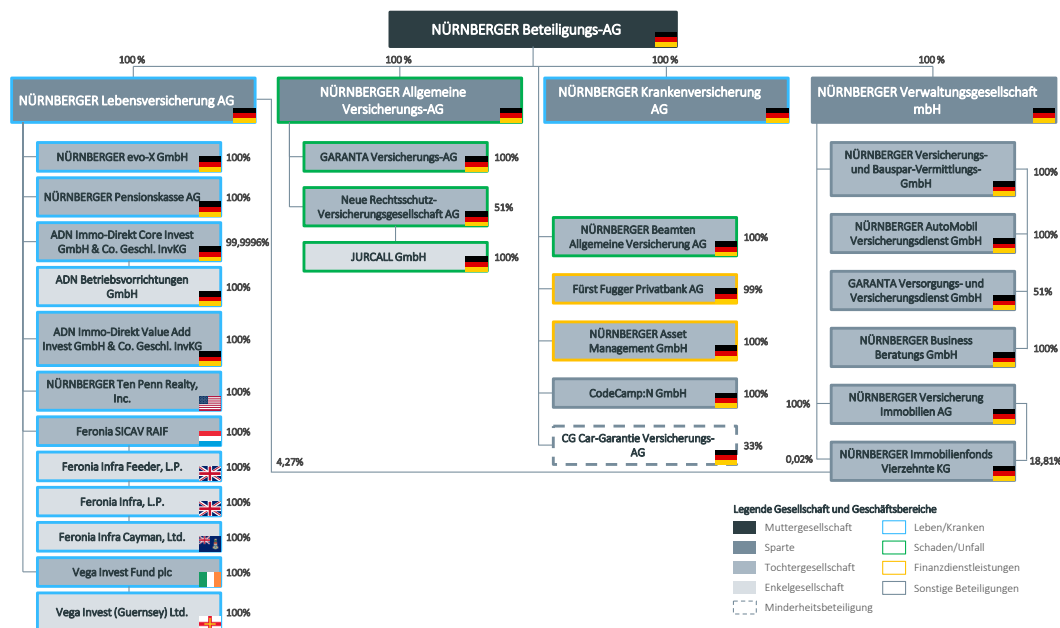
71. Bewertungsobjekt ist die NÜRNBERGER Beteiligungs-AG, Nürnberg, Deutschland, einschließlich ihrer konsolidierten und nicht konsolidierten Tochterunternehmen.
72. Die NBG AG ist das Mutterunternehmen des Konzerns. Der Konsolidierungskreis umfasst neben der NBG AG insgesamt 28³⁶ Tochterunternehmen. Hierunter befinden sich sieben inländische Versicherungsunternehmen einschließlich einer Pensionskasse, ein Kreditinstitut, eine Assetmanagement-Gesellschaft sowie ein IT-Dienstleistungsunternehmen. Bei den übrigen Tochterunternehmen handelt es sich im Wesentlichen um Vermittlungs-, Beteiligungs-, Immobilienverwaltungs- und Kapitalanlagegesellschaften. Darüber hinaus werden drei in- und ausländische assoziierte Unternehmen nach der Equity-Methode in den Konzernabschluss einbezogen. Auf die Einbeziehung der Versorgungskasse der NÜRNBERGER VERSICHERUNGSGRUPPE e. V. als Zweckgesellschaft wurde verzichtet, da sich durch ihre Einbeziehung keine wesentliche Veränderung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Konzerns ergeben würde.
73. Die NBG AG ist die Muttergesellschaft von insgesamt 28 Tochtergesellschaften, welche in den Konsolidierungskreis einbezogen werden. Diese lassen sich unterteilen in die Geschäftsbereiche Leben/Kranken, Schaden/Unfall, Finanzdienstleistungen und Sonstige.³⁷

³⁶ Exklusive TECHNO Versicherungsdienst GmbH, Nürnberg.

³⁷ Vgl. NBG AG Konzernschema, 30. Juni 2026.

74. Die gesellschaftsrechtliche Struktur wird im folgenden Organigramm dargestellt:

Abbildung 3-2: Konzernstruktur der NBG



Quelle: NBG AG Konzernschema, Stand: 30. Juni 2026

75. Die NBG AG ist eine Aktiengesellschaft deutschen Rechts mit Sitz in Nürnberg, Deutschland. Beim Amtsgericht Nürnberg ist sie unter der Registernummer HRB 66 im Handelsregister eingetragen. Das Geschäftsjahr entspricht dem Kalenderjahr.
76. Gemäß § 2 der Satzung umfasst der Unternehmensgegenstand der NBG AG die Leitung einer Versicherungsgruppe sowie das Halten von Beteiligungen an Versicherungs- und anderen Unternehmen; ferner ist die Gesellschaft in den Bereichen Kapitalanlagen, Dienstleistungen aller Art einschließlich Beratung – ausgenommen Rechts- und Steuerberatung – sowie Vermittlung tätig. Außerdem ist die Gesellschaft zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die geeignet erscheinen, dem Gegenstand des Unternehmens zu dienen. Sie ist insbesondere berechtigt, andere Unternehmen zu gründen, zu erwerben oder sich an ihnen zu beteiligen, Unternehmen zu leiten oder sich auf die Verwaltung der Beteiligung zu beschränken. Im Rahmen ihres Unternehmensgegenstands ist die Gesellschaft ferner berechtigt, Kredite aufzunehmen und Schuldverschreibungen auszustellen. Geschäftsbereich des Unternehmens ist das In- und Ausland.
77. Der Vorstand der NBG AG besteht aus sieben Mitgliedern. Die Mitglieder sind Harald Rosenberg (Vorstandsvorsitzender), Katja Briones-Schulz (Vorstand Personenversicherung und Kapitalanlagen), Christine Kaaz (Vorstand Schadenversicherung), Dr. Peter Ott (Chief Financial and Risk Officer), Wolfram Politt (Vorstand Operations und Kundenbeziehungsmanagement), Andreas Politycki (Vorstand Vertrieb und Marketing) und Markus Svanda (Chief Information Officer).
78. Der Aufsichtsrat der NBG AG besteht aus zwölf Mitgliedern. Vorsitzender ist Hartwig Löger, stellvertretender Vorsitzender ist Gerhard Lahner und weitere stellvertretende Vorsitzende ist Eva Amschler. Weitere Mitglieder des Aufsichtsrats sind Marion Ebentheuer,

Christine Bruchmann, Jan Duscheck, Peter Forster, Burkhard Oppenberg, Prof. Dr. Christian Rödl, Jens-Uwe Schmiedecke, Birgit Weiß und Mirko Wolf.

79. Das voll eingezahlte Grundkapital der NBG AG beträgt zum 31. Dezember 2025 40.320.000 € und ist in 11.520.000 auf den Namen lautende Stückaktien ohne Nennwert mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils 3,50 € eingeteilt. Hiervon entfallen 11.514.672 Stück auf vinkulierte und 5.328 Stück auf nicht vinkulierte Namensaktien. Die vinkulierten Namensaktien können nur mit Zustimmung der Gesellschaft übertragen werden. Zum 31. Dezember 2025 betragen die Kapitalrücklage 136,4 Mio. € und die Gewinnrücklagen 451,6 Mio. €. Dabei handelt es sich bei den 451,6 Mio. € um die Gewinnrücklagen im Einzelabschluss der NBG AG. Im Konzernabschluss belaufen sich die Gewinnrücklagen dagegen auf 653,5 Mio. €.
80. Die NBG AG unterliegt dem deutschen Steuerrecht. Der Körperschaftsteuersatz der Gesellschaft beträgt 15,0% und der Solidaritätszuschlag 5,5% (zusammengerechnet entspricht dies 15,825%). Die Gewerbesteuer beläuft sich am Sitz der Gesellschaft in Nürnberg bei einer Steuermesszahl von 3,5% und einem Hebesatz von 467% auf 16,35%, der Gesamtsteuersatz auf rund 32,2%.
81. Mit dem am 18. Juli 2025 im Bundesgesetzblatt veröffentlichten Gesetz für ein steuerliches Investitionssofortprogramm zur Stärkung des Wirtschaftsstandorts Deutschland wurde eine stufenweise Senkung des Körperschaftsteuersatzes von 15,0% auf 10,0% für die Jahre 2028 bis 2032 beschlossen. Der kombinierte Ertragsteuersatz der Gesellschaft reduziert sich damit von aktuell rund 32,2% auf bis zu rund 26,9% ab dem Jahr 2032.
82. Die NBG AG ist Organträgerin. Beherrschungsverträge bestehen mit den Organgesellschaften NLV, NKV, NBA und NAM, ein Ergebnisabführungsvertrag mit der NLV sowie ein Beherrschungs- und Ergebnisabführungsvertrag mit der CodeCamp:N GmbH.

3.1 Unternehmenshistorie

83. Die Ursprünge der NBG AG reichen in das Jahr 1884 zurück. Am 28. September 1884 erteilte das Königlich Bayerische Staatsministerium des Innern der NLV Bank AG die Genehmigung zum Geschäftsbetrieb, zu den Mitgründern zählte der Nürnberger Industrielle Lothar Freiherr von Faber. Im Jahr 1938 wurde die Gesellschaft in NLV AG umbenannt.
84. Im Jahr 1952 wurde die NAV AG als Tochtergesellschaft der NLV AG gegründet. Damit wurde der Ausgangspunkt der heutigen Versicherungsgruppe gelegt. In den Folgejahren wurde das Produktangebot der NBG in der Schaden- und Unfallversicherung sowie in der Personenversicherung weiter ausgebaut.
85. Im Jahr 1971 führte die NBG fondsgebundene Lebensversicherungen ein. Hierdurch wurde das klassische Lebensversicherungsgeschäft um Produkte ergänzt, bei denen die Sparanteile der Beiträge in Investmentfonds angelegt werden.
86. Im Jahr 1990 wurde die Konzernstruktur neu geordnet. Die bisherige NLV AG wurde in eine Holding umgewandelt und in NBG AG umbenannt, das operative Lebensversicherungsgeschäft wurde auf eine neu gegründete NLV AG übertragen. Die NBG AG übernimmt seither

im Wesentlichen die Leitung der Versicherungsgruppe, hält Beteiligungen an Versicherungs- und sonstigen Konzerngesellschaften und erbringt Dienstleistungen für die Unternehmen der Gruppe.

87. Im Jahr 1991 nahm die neu gegründete NKV AG den Geschäftsbetrieb auf und ergänzte das Geschäft der NBG um die private Krankenversicherung. Die NKV bietet insbesondere Krankheitskosten-Voll- und Zusatzversicherungen sowie Pflegekrankenversicherungen an. Damit war die NBG neben der Lebensversicherung sowie der Schaden- und Unfallversicherung in einem weiteren wesentlichen Versicherungsweig tätig.
88. Im Jahr 1999 erwarb die NBG AG eine Mehrheitsbeteiligung an der Fürst Fugger Privatbank KG, Augsburg (heute Fürst Fugger Privatbank AG), und erweiterte ihr Angebot um Bankdienstleistungen. Die Bank ist auf Vermögensberatung, Vermögensverwaltung und Individualkundenbetreuung ausgerichtet. In Verbindung mit dem Versicherungsgeschäft entwickelte sich die NBG damit zu einem Versicherungs- und Vorsorgekonzern mit ergänzenden Bankdienstleistungen.
89. Im Lebensversicherungsgeschäft entwickelte sich die NBG insbesondere im Bereich des Einkommensschutzes zu einem bedeutenden Anbieter biometrischer Versicherungsprodukte in Deutschland. Das Produktangebot umfasst unter anderem Berufsunfähigkeitsversicherungen, Absicherungen gegen den Verlust von Grundfähigkeiten sowie Produkte zur Absicherung schwerer Krankheiten. Daneben blieb die NBG in den Bereichen Altersvorsorge, Krankenversicherung sowie Schaden- und Unfallversicherung tätig.
90. Am 14. Mai 2025 teilte die NBG AG mit, ihre auf Eigenständigkeit ausgerichtete Unternehmensstrategie ergebnisoffen zu prüfen. Im Ergebnis dieses Prozesses gab die NBG AG ihre Eigenständigkeit auf und ist seit dem Vollzug des Erwerbsangebots der VIG im Mai 2026 in den VIG-Konzern eingebunden. Damit endete die eigenständige Entwicklung der NBG als konzernunabhängige Versicherungsgruppe.³⁸

3.2 Wirtschaftliche Grundlagen

3.2.1 Geschäftsmodell

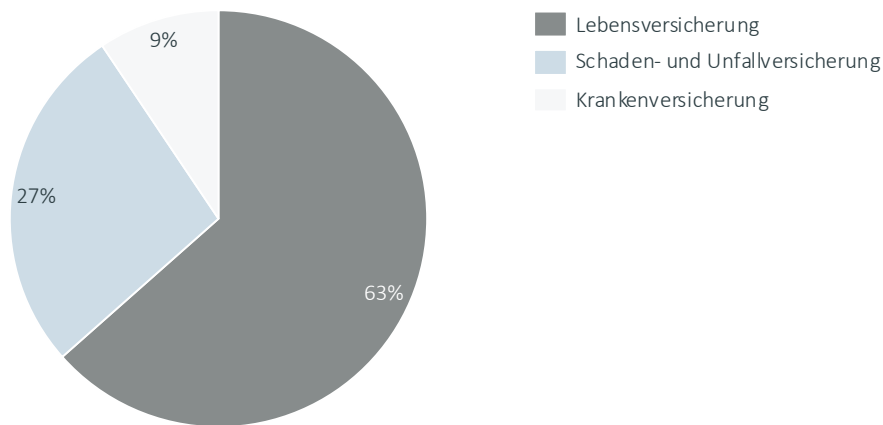
91. Die NBG AG ist die Holdinggesellschaft der NBG, einer deutschen Erstversicherungs- und Finanzdienstleistungsgruppe mit Sitz in Nürnberg. Die Gesellschaft betreibt selbst kein Versicherungsgeschäft, sondern leitet die Gruppe, hält die Beteiligungen an den operativen Gesellschaften und erbringt Dienstleistungen für den Konzern. Das operative Geschäft wird in vier Geschäftsfeldern geführt: Lebensversicherung, Krankenversicherung, Schaden- und Unfallversicherung sowie Bankdienstleistungen. Zielgruppen sind Privatkunden, kleine und mittelständische Unternehmen sowie berufsständische Versorgungseinrichtungen. Gemessen am Beitragsvolumen der im GDV zusammengeschlossenen Unternehmen ent-

³⁸ Zu den Einzelheiten der Transaktion vgl. Kapitel 1.3 „Vorausgegangenes öffentliches Erwerbsangebot“.

spricht dies einem Marktanteil von rd. 1,4% in 2025; die NBG ist damit nicht über die gesamte Breite des deutschen Versicherungsmarkts vertreten, sondern in einzelnen Teilsegmenten positioniert.

92. Das Produktangebot folgt zwei grundlegend unterschiedlichen Logiken, deren Unterscheidung für das Verständnis des Geschäftsmodells wesentlich ist. In der Personenversicherung (Leben und Kranken) werden Verträge über Jahrzehnte geschlossen; der Versicherer gibt langfristige Leistungszusagen ab, kalkuliert Beiträge unter Annahmen zu Biometrie, Zins und Kosten und bildet aus den Beiträgen Rückstellungen, die er verzinslich anlegt. Kalkulationsüberschüsse werden den Versicherten über die Überschussbeteiligung zurückgegeben. In der Schaden- und Unfallversicherung dagegen werden Verträge typischerweise jährlich abgeschlossen und verlängert; sie enthalten keinen Sparanteil, sondern übertragen ausschließlich das Risiko eines Schadeneintritts innerhalb der Vertragsperiode. Beitragshöhe und Annahmepolitik können daher jährlich an den Schadenverlauf angepasst werden – ein Steuerungsinstrument, das in der Personenversicherung nur eingeschränkt (Krankenversicherung) oder nicht (Lebensversicherung) zur Verfügung steht.
93. Strategisch verfolgt die Gruppe die Positionierung als „Präventionsversicherer“. Der Ansatz besteht darin, die Kernkompetenz des Risikotragens um Leistungen zu ergänzen, die das Risiko selbst reduzieren. Umgesetzt wird dies auf zwei Wegen: durch Produkte mit einem wesentlichen Präventionsmerkmal und durch Kooperationen mit Dienstleistungspartnern, deren Angebote in die Versicherungsprodukte eingebunden werden. Der Schwerpunkt der Produktentwicklung lag zuletzt in der Krankenversicherung sowie im Einkommensschutz.
94. Vertrieben werden die Produkte über fünf Wege: Ausschließlichkeits-Vermittler, Makler, Mehrfachagenturen und Finanzvertriebe, Autohausagenturen sowie digitale Kanäle. Der Vertriebsweg Autohaus ist in eigenen Konzernunternehmen angesiedelt. Insgesamt arbeiten rund 3.700 angestellte Mitarbeitende im Innen- und Außendienst sowie rund 14.000 haupt- und nebenberufliche Vermittler für die Gruppe.
95. Nach Angaben der Gesellschaft bestehen weitere Differenzierungsmerkmale gegenüber Wettbewerbern in der langjährigen Erfahrung im Einkommensschutz, in der Risiko- und Leistungsprüfung einschließlich digitaler Antrags- und Regulierungsprozesse sowie in der Beitragsstabilität der Berufsunfähigkeitstarife.
96. Die Gewichtung der Versicherungssegmente stellt sich anhand der gebuchten Bruttobeiträge wie folgt dar:

Abbildung 3-3: Bruttobeiträge nach Bereichen, 2025



Quelle: Unternehmensinformationen

97. Das Geschäftsfeld Bankdienstleistungen erzielt keine Beitragseinnahmen; es trägt über Provisions- und Zinserlöse zum Konzernumsatz bei. Auf Konzernebene beliefen sich die gebuchten Bruttobeiträge 2025 auf 3.521 Mio. € (Vorjahr: 3.665 Mio. €); davon entfielen 3.480,1 Mio. € auf das selbst abgeschlossene Geschäft (s.a.G.), der Rest auf in Rückdeckung übernommenes Geschäft. Insgesamt führte der Konzern zum Bilanzstichtag 5,314 Mio. Versicherungsverträge und verwaltete Kapitalanlagen von rd. 35,8 Mrd. €.

Leben und Kranken

98. Das Geschäftsfeld Lebensversicherung umfasst im Wesentlichen die NLV (Lebensversicherung und Kapitalisierungsgeschäfte) sowie die NÜRNBERGER Pensionskasse AG („NPK“). Der strategische Schwerpunkt liegt auf dem Einkommensschutz, ergänzt um Produkte der Alters- und Kindervorsorge sowie der betrieblichen Altersversorgung.
99. Kernprodukt des Einkommensschutzes ist die Berufsunfähigkeitsversicherung. Sie zahlt eine vereinbarte monatliche Rente, wenn die versicherte Person ihren zuletzt ausgeübten Beruf – in der marktüblichen Ausgestaltung zu mindestens 50% – nicht mehr ausüben kann, unabhängig davon, ob die Ursache eine Krankheit, ein Unfall oder ein Kräfteverfall ist. Angeboten wird sie als selbstständige Berufsunfähigkeitsversicherung, also als eigenständiger Vertrag ohne Kopplung an einen Sparvertrag, sowie als Zusatzversicherung zu einer Lebens- oder Rentenversicherung. Ergänzend bestehen Produkte zur Absicherung des Verlusts einzelner Grundfähigkeiten – etwa Gehen, Sehen, Sprechen oder Gebrauch der Hände – sowie zur Absicherung schwerer Krankheiten; diese knüpfen die Leistung nicht an die Berufsausübung, sondern an einen definierten Katalog von Beeinträchtigungen und sind damit einfacher prüfbar, aber auch enger im Deckungsumfang. Mit über 1 Mio. BU-Verträgen im Bestand zählt die Gruppe zu den größten und ältesten Anbietern in diesem Geschäftsfeld. Wesentliche Leistungsmerkmale sind die Risiko- und Leistungsprüfung mit digitalem und dynamischem Antrag sowie Tele-Claiming und eine auf Beitragsstabilität angelegte Kalkulation.

100. In der Alters- und Hinterbliebenenvorsorge unterscheiden sich die Produkte danach, wer das Kapitalanlageisiko trägt. Bei der konventionellen Lebens- und Rentenversicherung garantiert der Versicherer einen Rechnungszins auf die Sparanteile und eine Mindestleistung; die Kapitalanlage erfolgt im Sicherungsvermögen des Versicherers, der Kunde erhält zusätzlich eine Überschussbeteiligung. Bei der fondsgebundenen Versicherung werden die Sparanteile in Investmentfonds angelegt, deren Wertentwicklung dem Kunden unmittelbar zugerechnet wird; der Versicherer trägt hier das biometrische Risiko, nicht das Anlageisiko. Beide Formen werden modular angeboten und lassen sich mit Zusatzversicherungen – insbesondere zur Berufsunfähigkeit – kombinieren. Reine Risikoversicherungen sichern ausschließlich den Todesfall ohne Sparanteil ab; Kapitalisierungsgeschäfte bezeichnen Verträge zur Kapitalanlage ohne versichertes biometrisches Risiko.
101. In der betrieblichen Altersversorgung tritt der Arbeitgeber als Vertragspartner auf und finanziert oder vermittelt die Versorgung seiner Mitarbeitenden. Die Gruppe bedient dabei die Durchführungswege Direktversicherung – der Arbeitgeber schließt den Vertrag zugunsten des Arbeitnehmers bei der NLV – und Pensionskasse; daneben bietet die NLV Rückdeckungsversicherungen für Arbeitgeber und für Unterstützungskassen an, über die der Arbeitgeber zugesagte Versorgungsleistungen finanziert, sowie die Rückdeckung von Wertguthaben aus Arbeitsentgelt oder Arbeitszeit für eine spätere, längere bezahlte Freistellung. Die NPK ist ein rechtlich selbständiger Versorgungsträger, der die Lebensversicherung in der Rechtsform der Pensionskasse betreibt und entsprechend der Versicherungsaufsicht unterliegt. Für den betrieblichen Einkommensschutz besteht mit EKS4Business ein Rahmenkonzept, über das Unternehmen die Risiken Berufsunfähigkeit und Verlust von Grundfähigkeiten für ihre Belegschaft absichern können. Ergänzend werden im Privatkundengeschäft Angebote der Kindervorsorge, des Einkommensschutzes und der privaten Altersvorsorge – etwa im Rahmen der privaten Rentenversicherung und der Riester-Rente – zu einem lebensbegleitenden Vorsorgekonzept verbunden.
102. Das Geschäftsfeld Krankenversicherung besteht im Wesentlichen aus der NKV. Sie bietet die private Krankheitskosten-Vollversicherung an, die als substitutive Versicherung an die Stelle der gesetzlichen Krankenversicherung tritt und Arbeitnehmern oberhalb der Versicherungspflichtgrenze, Beamten und Selbstständigen offensteht; Krankheitskosten-Zusatzversicherungen, die Leistungslücken der gesetzlichen Versorgung schließen – etwa in der Zahn-, Sehhilfen-, Heilpraktiker- oder Krankenhausleistung; sowie die Pflegekrankenversicherung. Für Firmen und deren Belegschaften bestehen Angebote der betrieblichen Krankenversicherung (bKV), bei der der Arbeitgeber seinen Mitarbeitenden Gesundheitsleistungen als Zusatzleistung finanziert. Der Neugeschäftsschwerpunkt liegt auf Zusatz- und betrieblicher Krankenversicherung; ergänzend wurde ein Präventionstarif am 1. Juli 2026 am Markt platziert.
103. Ökonomisch unterscheidet sich die Krankenversicherung von der Lebensversicherung in einem für das Produktverständnis zentralen Punkt: Sie ist mit einem Beitragsanpassungsrecht nach § 155 VAG ausgestattet. Steigende Leistungsausgaben oder veränderte Sterbewahrscheinlichkeiten können daher – nach Überschreiten der gesetzlichen Auslösefakto-

ren und Zustimmung eines unabhängigen Treuhänders – an die Versicherten weitergegeben werden. In der Lebensversicherung sind Rechnungszins und Leistungsversprechen demgegenüber über die gesamte Laufzeit garantiert und nicht anpassbar.

Schaden und Unfall

104. Das Geschäftsfeld wird von vier Risikoträgern getragen. Die NAV ist der Hauptträger des Schaden- und Unfallgeschäfts und übernimmt zusätzlich Rückversicherung innerhalb der Gruppe.³⁹ Die NBA adressiert mit einem eigenen Angebot die Zielgruppe des öffentlichen Dienstes. Die GARANTA Versicherungs-AG („GAV“) bündelt das über den Vertriebsweg Autohaus vermittelte Geschäft.⁴⁰ Die Neue Rechtsschutz-Versicherungsgesellschaft AG, Mannheim (NBG-Anteil: 51%), betreibt das Rechtsschutzgeschäft als Spezialversicherer.
105. Den größten Zweigkomplex bildet die Kraftfahrtversicherung. Die Kraftfahrzeug-Haftpflichtversicherung deckt Schäden ab, die der Halter oder Fahrer Dritten zufügt, und ist für die Zulassung eines Fahrzeugs gesetzlich vorgeschrieben; die Fahrzeugversicherung (Teil- und Vollkasko) deckt Schäden am eigenen Fahrzeug. Der Vertriebsweg Autohaus setzt an dem Umstand an, dass die Versicherungsentscheidung typischerweise am Verkaufsort des Fahrzeugs getroffen wird: Die Kfz-Deckung wird durch den Händler im Rahmen des Fahrzeugverkaufs vermittelt. Ergänzend richtet sich das Produkt GARANTA Spezial-Schutz an die betrieblichen Risiken von Kfz-Betrieben selbst.
106. In der Sachversicherung werden Schäden an Gebäuden und beweglichen Sachen abgedeckt. Die Verbundene Gebäudeversicherung bündelt die Gefahren Feuer, Leitungswasser sowie Sturm und Hagel und lässt sich um Elementarschäden erweitern; die verbundene Hausratversicherung deckt die Einrichtung einer Wohnung gegen dieselben Gefahren sowie gegen Einbruchdiebstahl und Raub ab. Für Gewerbekunden bestehen darüber hinaus die gewerbliche Sachversicherung, die Betriebsunterbrechungsversicherung – sie ersetzt den entgangenen Gewinn und fortlaufende Kosten nach einem Sachschaden –, die Extended-Coverage-Deckung für zusätzliche Gefahren, technische Versicherungen für Maschinen und Elektronik sowie die Glasversicherung. Das gewerbliche Transportgeschäft wurde aufgegeben und befindet sich im Run-off.
107. Die Haftpflichtversicherung deckt die gesetzliche Schadensersatzpflicht des Versicherungsnehmers gegenüber Dritten ab und umfasst neben der Privathaftpflicht insbesondere die Betriebs- und Berufshaftpflicht für Gewerbekunden sowie – als Spezialzweig – die Luft- und Raumfahrzeug-Haftpflichtversicherung. Die private Unfallversicherung leistet bei unfallbedingter Invalidität, im Todesfall und je nach Tarif über Tagegelder; sie gilt regelmäßig weltweit und rund um die Uhr, also auch außerhalb beruflicher Tätigkeit. Die Rechtsschutzversicherung übernimmt die Kosten der Rechtsverfolgung – Anwalts-, Gerichts- und Sachverständigenkosten – in den Bereichen Verkehr, Privat, Beruf und Wohnen und hat insoweit auch Dienstleistungscharakter. Die Beistandsleistungsversicherung erbringt Hilfe in Notfällen, etwa Pannen- und Reiseassistance.

³⁹ Rückwirkend zum 01. Januar 2026 werden die NBA und die GAV auf die NAV verschmolzen.

⁴⁰ Die Zweigniederlassung in Salzburg wurde zum 31. August 2026 veräußert und der Teilbestand wurde vollständig auf die DONAU-Versicherung übertragen.

108. Das Angebot wird in den Produktlinien Private Line für Privatkunden und Business Line für gewerbliche Kunden gebündelt; die einzelnen Zweige werden dabei überwiegend nicht isoliert, sondern als kombinierte Deckungspakete vertrieben.

Sonstige Beteiligungen

109. Das Geschäftsfeld Finanzdienstleistungen besteht aus der FFPB, Augsburg. Ihr Geschäftsmodell ist auf die Vermögensverwaltung ausgerichtet: Der Kunde erteilt der Bank ein Mandat, innerhalb vereinbarter Anlagerichtlinien eigenständig über die Portfoliostruktur zu entscheiden; vergütet wird dies volumenabhängig. Davon zu unterscheiden ist die Vermögensberatung, bei der die Anlageentscheidung beim Kunden bleibt. Ergänzend betreibt die Bank die Individualkundenbetreuung und das Kreditgeschäft. Neben eigenen Finanzprodukten werden Kapitalanlagen anderer Anbieter vermittelt. Betreut werden zum einen vermögende Privatkunden über die Niederlassungen der Bank, zum anderen die Kunden angebundener Finanzvermittler, die im Rahmen des Haftungsdoms der Bank tätig werden – die Bank stellt hierbei die aufsichtsrechtliche Erlaubnis und haftet für die Tätigkeit der Vermittler. Die betreuten Kundenvermögen (Assets under Control, „AuC“) belaufen sich auf rund 7,4 Mrd. €.
110. Die NAM ist seit dem 1. Januar 2020 das Wertpapierinstitut der NBG und agiert als Asset-Management-Gesellschaft mit Versicherungshintergrund. Ihr Geschäftsmodell ist auf die Verwaltung von Kapitalanlagebeständen ausgerichtet: Betreut werden im Wesentlichen die nach MiFID II als geeignete Gegenparteien eingestuften Gesellschaften der NBG, deren wesentliche Kapitalanlagebestände die NAM verwaltet, ergänzt um weitere Mandate und Spezialfonds außerhalb des Konzerns. Die erbrachten Finanzdienstleistungen erfolgen auf Grundlage des Wertpapierinstitutsgesetzes ("WpIG"). Daneben erbringt die NAM sonstige Dienstleistungen (nicht erlaubnispflichtig) für die NBG bspw. Unterstützung im SAA-Prozess sowie das Einbringen von Know-how bei der Entwicklung kapitalmarktnaher Versicherungsprodukte. Für Bewertungszwecke wurde die NAM dem Geschäftsfeld Finanzdienstleistungen zugeordnet.
111. Neben den vier Geschäftsfeldern umfasst der Konzern Grundbesitzgesellschaften sowie Investmentvermögen in Form von Investment-Aktiengesellschaften und geschlossenen Investment-Kommanditgesellschaften. Diese Einheiten erbringen keine Leistungen an Dritte, sondern dienen der Strukturierung der Kapitalanlage der Versicherungsgesellschaften; sie werden in der Segmentberichterstattung daher nicht als eigenes Geschäftsfeld geführt, sondern den Versicherungssegmenten – überwiegend dem Lebensversicherungsgeschäft – zugeordnet. Hinzu kommen Vermittlungs- und Vertriebsgesellschaften, darunter die Gesellschaften des Vertriebswegs Autohaus, sowie eine Dienstleistungsgesellschaft im Bereich Rechtsberatung.
112. Außerhalb Deutschlands ist die Gruppe über Kooperationspartner präsent – unter anderem im Rahmen einer Kooperation mit der Daido Life Insurance Company, Osaka/Japan; die NAV deckt im Europäischen Wirtschaftsraum den Bedarf eigener Kunden im Wege der Dienstleistungsfreiheit ab.

Geografische Umsatzverteilung

113. Von den gebuchten Bruttobeiträgen des selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäfts („s.a.G.“) in Höhe von 3.480,1 Mio. € entfielen 3.413,5 Mio. € bzw. 98,1% auf das Inland und 66,6 Mio. € bzw. 1,9% auf die übrigen EWR-Staaten; auf Drittländer entfielen keine Beiträge. Der EWR-Anteil ist praktisch vollständig der österreichischen Niederlassung der GARANTA zuzurechnen. Eine geografische Diversifizierung des Geschäftsmodells besteht damit nicht. Mit der Veräußerung der Beteiligung an der Bene Assicurazioni S.p.A., Mailand, sowie der ME-GA GmbH, Salzburg, im Geschäftsjahr 2025 und durch den Verkauf des Teilbestands der GARANTA Österreich Vermittlungsdienst Ges.m.b.H. (GÖVD), Salzburg hat sich die geografische Konzentration auf Deutschland weiter verstärkt.

3.2.2 Unternehmensstrategie

114. Die NBG verfolgt eine Differenzierungs- und Spezialisierungsstrategie mit dem Ziel, sich als spezialisierter deutscher Personen- und Kompositversicherer im Bereich Einkommenschutz zu positionieren. Zentrales Leitbild des Strategieprozesses „#vomICHzumWIR“ (2023) ist die Entwicklung zum „Präventionsversicherer“. Neben dem klassischen Risikotransfer sollen Leistungen angeboten werden, die Schäden vermeiden oder deren Eintrittswahrscheinlichkeit verringern.
115. Ein bedeutendes Element der Geschäftsstrategie des Konzerns ist die Herstellung bzw. der Erhalt einer ausreichenden Kapitalausstattung, die sich in einer guten aufsichtsrechtlichen Solvenzquote widerspiegelt; hierzu betreibt der Konzern insbesondere ein entsprechend ausgerichtetes Risikomanagement und führt regelmäßig eine unternehmenseigene Risiko- und Solvabilitätsbeurteilung durch. Zur weiteren Absicherung der Risikotragfähigkeit verfolgt der Konzern zudem eine systematische Diversifikationsstrategie auf der Kapazitäts- und Kapitalanlage-seite. Rückversicherungsverträge werden abgeschlossen, um Ergebnisschwankungen zu reduzieren; der Bedarf wird regelmäßig geprüft und an spartenspezifische Besonderheiten und die Eigenmittelausstattung der einzelnen Gesellschaften angepasst, wobei sowohl hohe Einzelrisiken als auch Kumulereignisse gedeckt werden. Maßgebliches Auswahlkriterium ist eine erstklassige Bonität der Rückversicherer. Die Kapitalanlage folgt den aufsichtsrechtlichen Grundsätzen Sicherheit, Qualität, Liquidität und Rentabilität mit Vorrang der Kapitalsicherheit; umgesetzt wird sie über eine langfristig ausgerichtete strategische Asset Allocation („SAA“) mit jährlich festgelegten Bandbreiten je Anlageklasse, ein Limitsystem, einem Asset-Liability-Management, das nicht zuletzt der Steuerung der Duration des Rentenportfolios dient, sowie die NBG ESG-Prinzipien.
116. Als Innovationsträger und separat geführte Arbeitgebermarke fungiert die CodeCamp:N GmbH. Anders als bei produzierenden Unternehmen betreibt die NBG nach eigener Darstellung keine Forschung und Entwicklung im engeren Sinne; die Entwicklungsleistung besteht in der laufenden Verbesserung der zur Erfüllung des Geschäftszwecks erforderlichen Methoden und Abläufe sowie in der Produkt- und Tarifentwicklung.
117. Im Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft steht die Sanierung im Mittelpunkt. Die NBG hat in den letzten Jahren 3 Programme aufgelegt. Den übergeordneten Rahmen bildet das

2025 aufgesetzte, konzernweite Turnaround-Programm NÜRNBERGER (TAN), das sämtliche Transformationsaktivitäten auf dem Weg zum Präventionsversicherer bündelt. Innerhalb dieses Rahmens adressiert das bereits 2024 gestartete Sanierungsprogramm „back2black“ gezielt die Schaden- und Unfallsparte: Über Prämienanpassungen, den Abbau unrentablen Geschäfts sowie eine Exzellenz-Initiative in Underwriting, Pricing, Schadenmanagement und Rückversicherung soll die Ertragskraft der Sparte nachhaltig verbessert werden. Ergänzend dazu wirkt konzernweit – also über die Schaden-/Unfallsparte hinaus – das bis 2026 laufende Effizienzprogramm „Fit für die Zukunft“, das durch Fokussierung, Prozessoptimierung und Leistungsverzicht dauerhafte Kosteneinsparungen von über 85 Mio. € sichern soll.

118. Zur operativen und strategischen Steuerung setzt der NÜRNBERGER Konzern als bedeutendste Leistungsindikatoren das Konzernergebnis, die Segmentergebnisse im Versicherungsgeschäft, das Gesamtergebnis in den Segmenten Lebens- und Krankenversicherung (Segmentergebnis vor Abzug der Aufwendungen für Beitragsrückerstattung), die Entwicklung des Neugeschäfts und der Beitragseinnahmen sowie die aufsichtsrechtliche Solvabilitätsquote ein. Die Solvabilität bezeichnet die Fähigkeit eines Versicherungsunternehmens, seine Verpflichtungen gegenüber Versicherungsnehmern dauerhaft zu erfüllen, und stellt damit einen zentralen Indikator für dessen finanzielle Stabilität dar. Ergänzend sind der Nettoertrag aus Kapitalanlagen – soweit nicht für Rechnung und Risiko von Versicherungsnehmern – und die Schaden-Kosten-Quote im Segment Schaden- und Unfallversicherung von Bedeutung. Nichtfinanzielle Zielsetzungen – kompetente und motivierte Mitarbeiter, exzellente Prozesse, leistungsfähige IT, Fokussierung auf die Vermittler sowie mit einem Präventionsangebot verknüpfte Produkte und Services – werden nicht explizit mittels Kennzahlen verfolgt. Die Risikosituation wird quartalsweise über ein Risikomanagement-Tool bewertet und an den Vorstand berichtet; ergänzend erfolgt eine unternehmenseigene Risiko- und Solvabilitätsbeurteilung (ORSA).

3.2.3 Makroökonomische Situation und Ausblick

119. Zur Einschätzung der wirtschaftlichen Ausgangslage der NBG zum Bewertungsstichtag und ihrer künftigen Entwicklung ist das gesamtwirtschaftliche Umfeld zu analysieren. Die Analyse stützt sich auf das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts („BIP“) sowie auf die Verbraucherpreisindizes der relevanten Regionen. Da die NBG ihre Beitragseinnahmen nahezu vollständig im deutschen Markt erzielt, stehen Deutschland und die Europäische Union im Vordergrund; ergänzend wird die weltwirtschaftliche Entwicklung dargestellt. Datengrundlage sind die Prognosen des Internationalen Währungsfonds („IWF“).

3.2.3.1 Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts

Tabelle 3-1: Prozentuale Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Projektionen					
Weltweit	3,8	3,6	3,0	-2,7	6,7	3,8	3,3	3,4	3,4	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,1
Europäische Union	3,0	2,3	2,0	-5,5	6,4	3,7	0,6	1,2	1,6	1,3	1,4	1,6	1,5	1,4	1,4
Deutschland	2,8	1,1	1,0	-4,1	3,9	1,8	-0,9	-0,5	0,2	0,8	1,2	1,2	0,9	0,7	0,7

Quellen: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, April 2026

120. Das globale BIP wuchs im Jahr 2025 real um 3,4%. In der Europäischen Union fiel das Wachstum mit 1,6% moderat aus, während Deutschland mit 0,2% eine zuvor von negativen Wachstumsraten geprägte Phase beendete. Für das Jahr 2026 erwartet der IWF ein globales Wachstum von 3,1%, für die Europäische Union von 1,3% und für Deutschland von 0,8%. Bis zum Jahr 2030 verstetigt sich das globale Wachstum bei rund 3,1%, während für die Europäische Union 1,4% und für Deutschland 0,7% prognostiziert werden. Das für Deutschland höchste Wachstum wird mit 1,2% in den Jahren 2027 und 2028 erwartet und ist im Wesentlichen auf die im Sondervermögen Infrastruktur gebündelten staatlichen Investitionen zurückzuführen.
121. Der Ausblick wird durch protektionistische Handelsmaßnahmen und geopolitische Spannungen gedämpft. Die seit dem Jahr 2025 veränderte Handelspolitik insbesondere der Vereinigten Staaten belastet das globale Investitionsklima und verändert die Warenströme; steigende sicherheitspolitische Ausgaben und eine zunehmende Staatsverschuldung begrenzen zugleich den fiskalischen Spielraum vieler Staaten.

3.2.3.2 Entwicklung der Verbraucherpreisindizes

Tabelle 3-2: Prozentuale Veränderung des Verbraucherpreisindex

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Projektionen					
Weltweit	3,3	3,6	3,6	3,3	4,7	8,7	6,7	5,8	4,1	4,4	3,7	3,4	3,2	3,2	3,2
Europäische Union	1,6	1,8	1,5	0,7	2,9	9,3	6,3	2,5	2,5	2,8	2,4	2,4	2,1	2,1	2,1
Deutschland	1,7	1,9	1,4	0,4	3,2	8,7	6,0	2,5	2,3	2,7	2,3	2,0	2,2	2,2	2,1

Quellen: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, April 2026

122. Für das Jahr 2026 erwartet der IWF in allen betrachteten Regionen einen Wiederanstieg der Teuerung, weltweit von 4,1% auf 4,4%, in der Europäischen Union von 2,5% auf 2,8% und in Deutschland von 2,3% auf 2,7%. Begründet ist der Anstieg der Energie- und Rohstoffpreise durch die Auswirkungen des militärischen Konflikts im Nahen Osten. Die Prognose unterstellt einen zeitlich, räumlich und in der Intensität begrenzten Konflikt, dessen negative Effekte sich bis Mitte 2026 reduzieren. Für das Jahr 2027 prognostiziert der IWF einen Rückgang auf 3,7% weltweit, 2,4% in der Europäischen Union und 2,3% in Deutschland. Bis zum Ende des Prognosezeitraums im Jahr 2031 wird eine weitere Normalisierung auf 3,2% weltweit sowie auf jeweils 2,1% in der Europäischen Union und in Deutschland erwartet.
123. Für die Beurteilung des nachhaltigen Preisniveauwachstums ist das Endjahr des Prognosezeitraums maßgeblich, mit 2,1% für Deutschland und die Europäische Union sowie 3,2% weltweit. Die für Deutschland prognostizierte Entwicklung verläuft nicht geradlinig, sodass

nicht auf ein einzelnes Prognosejahr abgestellt werden kann. Der IWF nimmt keine Rückkehr in den Bereich von Niedriginflation an und prognostiziert folglich konstant ein Niveau, das oberhalb des Durchschnitts der Jahre 2017 bis 2019 von 1,7% bzw. 1,6% liegt.

3.2.3.3 Zwischenfazit zur makroökonomischen Situation

124. Der IWF erwartet für die für die NBG maßgeblichen Regionen ein niedriges, im Zeitablauf stabiles reales Wachstum und ein Preisniveauwachstum von rund 2,1% am Ende des Prognosezeitraums. Für das deutsche Versicherungsgeschäft ergibt sich ein Umfeld, in dem Beitragswachstum überwiegend aus Preis- und nicht aus Mengeneffekten resultieren wird. Künftige Krisenphasen und exogene Schocks sind in den Prognosen nicht abgebildet und können die Wachstumserwartungen beeinflussen. Ergänzend wird daher nachfolgend das für die NBG relevante Markt- und Wettbewerbsumfeld analysiert.

3.2.4 Markt- und Wettbewerbsumfeld sowie Marktposition

3.2.4.1 Branchenübergreifende Rahmenbedingungen

125. Die künftigen Marktaussichten und Wettbewerbssituation bilden eine wesentliche Grundlage für die Einschätzung der nachhaltig erzielbaren Erträge und Cashflows. Da die NBG ihr Geschäft nahezu ausschließlich in Deutschland betreibt, liegt der Fokus für die Analyse auf dem deutschen Markt. Die Darstellung folgt den Geschäftsbereichen der NBG: Auf die branchenübergreifenden und die regulatorischen Rahmenbedingungen folgen die Analysen der Geschäftsbereiche Leben/Kranken, Schaden/Unfall und Finanzdienstleistungen sowie die Gesamtwürdigung.
126. Für die Versicherungswirtschaft bleiben die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Deutschland angespannt. Geopolitische Unsicherheiten, die strukturelle Schwäche der deutschen Industrie, erhöhter Kostendruck sowie die Entwicklung der Kapitalmärkte belasten die Planbarkeit der Geschäftsmodelle und wirken zugleich auf die Nachfrage nach Vorsorge- und Absicherungsprodukten, auf die Kapitalanlageergebnisse und auf die Schadeninflation. Zum Bewertungsstichtag war das Kapitalmarktumfeld durch ein gegenüber der Niedrigzinsphase deutlich höheres und zuletzt stabiles Zinsniveau bei erhöhter Schwankungsanfälligkeit geprägt.⁴¹

⁴¹ Vgl. Allianz Research, Global Insurance Report 2026, Deloitte, 2026 Global Insurance Outlook.

Marktvolumen und Marktentwicklung

Tabelle 3-3: Deutsche Versicherungswirtschaft: Einnahmen, Leistungen und Anzahl Verträge

	2023	2024	2025	Δ24-25
Einnahmen in Mrd. €				
Versicherungswirtschaft insgesamt	226,2	237,9	253,6	6,6 %
Lebensversicherung insgesamt	92,0	94,6	99,4	5,1 %
– davon bAV	19,1	19,3	19,5	1,0 %
Private Krankenversicherung	48,7	50,7	54,4	7,3 %
Schaden- und Unfallversicherung	85,5	92,5	99,7	7,8 %
Leistungen in Mrd. €				
Versicherungswirtschaft insgesamt	200,7	210,0	211,1	0,5 %
Lebensversicherung insgesamt	99,0	101,8	99,6	-2,2 %
Private Krankenversicherung	35,7	39,3	42,1	7,1 %
Schaden- und Unfallversicherung	66,0	68,9	69,4	0,7 %
Verträge in Mio. Stück				
Versicherungswirtschaft insgesamt	488,2	501,4	501,5	0,0 %
Lebensversicherung insgesamt	85,5	84,3	82,8	-1,8 %
– davon bAV	16,6	16,5	16,3	-1,2 %
Private Krankenversicherung	38,5	40,0	40,8	2,0 %
Schaden- und Unfallversicherung	364,2	377,1	377,9	0,2 %

Quelle: GDV, Jahresmedienkonferenz 2026: Zahlen & Daten, Branche im Überblick, 2026

bAV: betriebliche Altersversorgung, also Versorgungszusagen des Arbeitgebers an seine Beschäftigten. Ausgewiesen ist der von den Lebensversicherern erfasste Teil.

127. Der deutsche Versicherungsmarkt wuchs im Jahr 2025 trotz des schwachen gesamtwirtschaftlichen Umfelds deutlich. Nach Angaben des Gesamtverbands der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V. („GDV“) stiegen die gebuchten Beiträge der im GDV zusammengeschlossenen Unternehmen um 6,6% von 237,9 Mrd. € auf 253,6 Mrd. €; für das Jahr 2026 erwartet der GDV ein abgeschwächtes Wachstum von 4,7%. Wesentliche Treiber sind inflationsbedingte Prämienanpassungen in der Schaden- und Unfallversicherung, steigende Beitragseinnahmen in der privaten Krankenversicherung sowie das Einmalbeitragsgeschäft in der Lebensversicherung.

Wettbewerbsstruktur

128. Der deutsche Erstversicherungsmarkt ist durch eine große Zahl von Marktteilnehmern bei gleichzeitig hoher Konzentration innerhalb der einzelnen Versicherungszweige geprägt, so standen im Jahr 2025 469 Versicherungsunternehmen, Pensionskassen und Pensionsfonds unter der Aufsicht der BaFin. Der Wettbewerb wird weniger durch den Markteintritt neuer Anbieter als durch Kosten- und Effizienzunterschiede, steigende regulatorische Anforderungen sowie den Investitionsbedarf in Fach- und IT-Systeme bestimmt. Die daraus resultierenden Fixkosten können größere Gruppen über breitere Bestände verteilen; sie skalieren Investitionen schneller und realisieren über eine stärkere Kapitalausstattung sowie

diversifizierte Risikobücher Vorteile in Kapitalanlage, Rückversicherung und Produktentwicklung. Für kleinere und mittelgroße Anbieter erhöht sich damit der Druck, entweder Nischenpositionen mit auskömmlichen Margen zu besetzen oder Größenvorteile über Zusammenschlüsse, Kooperationen und Bestandsübertragungen zu erschließen. Differenzierungsmerkmale im Wettbewerb sind daher Kapitalstärke, versicherungstechnische Disziplin, Kosteneffizienz, digitale Skalierbarkeit und der Zugang zu Kunden ⁴².

Übergreifende Markttreiber

129. Übergreifender Nachfragetreiber ist der demografische Wandel. Eine alternde Bevölkerung erhöht die Nachfrage nach langfristiger Vorsorge- und Gesundheitsabsicherung, veränderte Erwerbsbiografien stützen die Nachfrage nach Absicherungen gegen Berufsunfähigkeit, Grundfähigkeitsverlust und schwere Krankheiten. Hinzu kommt die Zunahme biometrischer Risiken, bspw. der finanziellen Folgen von Tod, Langlebigkeit, Krankheit, Pflegebedürftigkeit oder Berufsunfähigkeit versicherter Personen. Ein weiterer für den Geschäftsbereich Schaden/Unfall relevanter Treiber ist die Zunahme von Naturgefahrenereignissen.
130. Digitalisierung und künstliche Intelligenz verändern die gesamte Wertschöpfungskette vom Vertrieb bis hin zum Kundenservice. Die erforderliche Modernisierung der Fach- und IT-Systeme bindet erhebliche Mittel und erhöht zugleich die Anforderungen an Datenmanagement, Governance und Cyber-Sicherheit. Rechtliche Aufsichtspflichten wie der Digital Operational Resilience Act („DORA“) und der europäische AI Act verstärken diesen Anpassungsdruck. Parallel wandeln sich die Vertriebsstrukturen: Der Ausschließlichkeitsvertrieb steht unter Effizienz- und Nachwuchsdruck, Makler und Mehrfachagenturen behalten in beratungsintensiven Produkten hohe Bedeutung, digitale Kanäle gewinnen bei standardisierten Produkten an Gewicht. Im Geschäftsbereich Schaden/Unfall erhöhen Vergleichsportale zudem die Preistransparenz und verkürzen die Wechselzyklen. ⁴³

3.2.4.2 Regulatorisches Umfeld

Regulatorischer Rahmen

131. Die NBG unterliegt als deutsche Versicherungsgruppe dem Versicherungsaufsichtsgesetz („VAG“) und der laufenden Beaufsichtigung durch die BaFin. Ziel der Aufsicht ist insbesondere die dauerhafte Erfüllbarkeit der Verpflichtungen gegenüber den Versicherungsnehmern. Zentraler europäischer Rahmen ist Solvency II mit quantitativen Kapitalanforderungen, Anforderungen an Governance und Risikomanagement sowie Berichts- und Offenlegungspflichten. Wesentliche Steuerungsgrößen sind die Solvabilitätskapitalanforderung (Solvency Capital Requirement, „SCR“) und deren ausreichende prozentuale Bedeckung mit anrechnungsfähigen Eigenmitteln (Solvenzquote). Ergänzend ist im Rahmen der unternehmenseigenen Risiko- und Solvabilitätsbeurteilung (Own Risk and Solvency Assessment, „ORSA“) unter anderem zu beurteilen, ob die Kapitalausstattung aktuell und künftig mit dem Risikoprofil in Einklang steht. Die Vorgaben wirken unmittelbar auf Risikotragfähigkeit,

⁴² Vgl. BaFin, Jahresbericht 2025, 2026, Abschnitt „Versicherungsunternehmen“; BaFin, Versicherungsaufsicht 2025: Stabilität der Versicherer stärken, Wohlverhaltensaufsicht weiterentwickeln, 20. November 2024; Allianz Research, Global Insurance Report 2026; Deloitte, 2026 Global Insurance Outlook; Capgemini, Top Trends 2026: Insurance.

⁴³ Vgl. Capgemini, Top Trends 2026: Insurance; Deloitte, 2026 Global Insurance Outlook; BaFin, Versicherungsaufsicht 2025: Stabilität der Versicherer stärken, Wohlverhaltensaufsicht weiterentwickeln, 20. November 2024.

Kapitalbindung und Kapitalanlagepolitik sowie mittelbar auf die Ausschüttungsfähigkeit der Versicherungsunternehmen.⁴⁴

132. Für die Kapitalanlage gilt der Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht. Sie hat unter Berücksichtigung der versicherungstechnischen Verpflichtungen, der Liquiditätsanforderungen und der Risikotragfähigkeit zu erfolgen, woraus ein hoher Anteil festverzinslicher Anlagen guter Bonität mit geringem Kreditrisikoaufschlag folgt. Die Zinsgarantien aus dem Bestand der Lebensversicherung sind zusätzlich über die im Jahr 2011 eingeführte Zinszusatzreserve („ZZR“) zu bedecken, die branchenweit bis Ende 2021 auf rund 96 Mrd. € anwuchs. Seit dem Zinsanstieg wird die ZZR erstmals sukzessive aufgelöst, allerdings stellen die freiwerdenden Mittel keine unmittelbare zusätzliche Ertragsquellen für die Aktionäre dar, sondern erhöhen den Rohüberschuss, der wiederum unter Einhaltung aufsichtsrechtlicher Mindestvorgaben auf die Versicherungsnehmer (als Zuführung zur RfB) und die Aktionäre (als Jahresüberschuss) aufgeteilt wird.⁴⁵
133. Über den allgemeinen Aufsichtsrahmen hinaus prägen aktuelle Rechtsetzungsvorhaben die Marktbedingungen. Mit dem Gesetz zur Reform der steuerlich geförderten privaten Altersvorsorge (Altersvorsorgereformgesetz) wird die Riester-Förderung durch ein stärker kapitalmarktorientiertes Fördersystem ersetzt. Wahlmöglichkeiten bei der Garantiehöhe, ein kostenbegrenztes Standardprodukt und die Öffnung für zusätzliche Anlegergruppen eröffnen Wachstumschancen im Altersvorsorgegeschäft, erhöhen mit den Kostenbegrenzungen und der stärkeren Vergleichbarkeit mit Fonds- und Depotlösungen zugleich aber den Wettbewerbsdruck. Vertriebs- und Verbraucherschutzrechtliche Anforderungen aus der Insurance Distribution Directive („IDD“) und der Wohlverhaltensaufsicht der BaFin betreffen Beratung, Dokumentation, Produktfreigabe und Vergütungssysteme und sind für die NBG aufgrund ihrer breiten Vertriebsstruktur von besonderer Bedeutung. Hinzu kommen die Anforderungen an die digitale operationelle Resilienz nach DORA sowie Nachhaltigkeits- und Transparenzvorgaben, insbesondere die Corporate Sustainability Reporting Directive („CSRD“) und die aufsichtsrechtliche Berücksichtigung von ESG-Risiken (Environmental, Social and Governance) im Risikomanagement und in der Kapitalanlage.⁴⁶
134. Das regulatorische Umfeld stellt damit eine wesentliche strukturelle Eintrittsbarriere dar und wirkt zugleich als Kosten- und Investitionstreiber. Für die Bewertung der NBG ist maßgeblich, dass die Anforderungen Skaleneffekte begünstigen und die Bedeutung einer stabilen Eigenmittelausstattung sowie leistungsfähiger IT- und Risikomanagementsysteme erhöhen.⁴⁷

⁴⁴ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Versicherungsaufsicht sowie Solvency II; Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung.

⁴⁵ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Rundschreiben 05/2025 (VA) zum Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht sowie Die Zinszusatzreserve (2022); Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV), Was der Zinsanstieg für Lebensversicherer und ihre Kundinnen und Kunden bedeutet (2022); Assekurata, Vom Sicherheitsnetz zum Gestaltungsinstrument: Die Zinszusatzreserve im Wandel (2026).

⁴⁶ Vgl. Gesetz zur Reform der steuerlich geförderten privaten Altersvorsorge (Altersvorsorgereformgesetz), BGBl. I 2026 Nr. 156; GDV, Altersvorsorgereform: Mehr Flexibilität, neue Zielgruppen – Riester-Verträge geschützt, 08. Mai 2026; GDV, Alle Fakten zur Reform der geförderten privaten Altersvorsorge, 2026; GDV, Statistisches Jahrbuch der Versicherungswirtschaft 2025, Tabelle 53; Richtlinie (EU) 2016/97 über Versicherungsvertrieb; Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Wohlverhaltensaufsicht; Verordnung (EU) 2022/2554 über die digitale operationelle Resilienz im Finanzsektor (DORA); EIOPA, Digital Operational Resilience Act; Richtlinie (EU) 2022/2464 zur Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen (CSRD); EIOPA, Sustainable Finance.

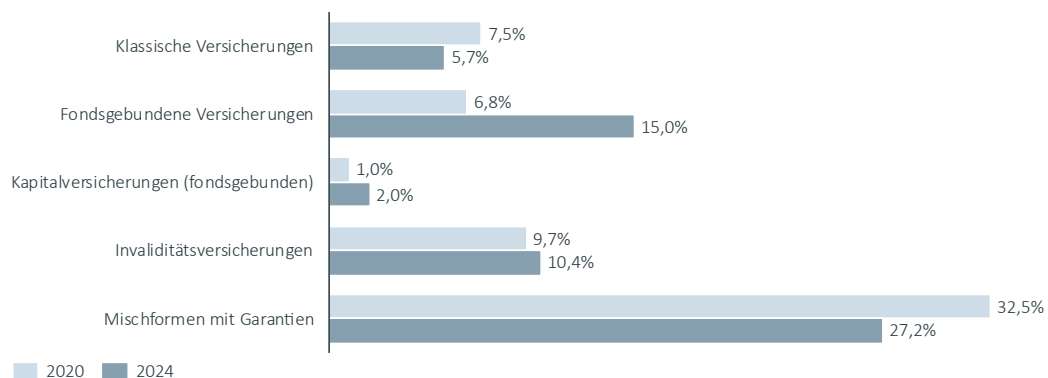
⁴⁷ Vgl. Deloitte, 2026 Global Insurance Outlook, Capgemini, Top Trends 2026 Insurance, Allianz Research, Global Insurance Report 2026.

3.2.4.3 Bereich Leben/Kranken

Marktentwicklung

135. Die Lebensversicherung ist mit rund 63% der gebuchten Bruttobeiträge des Jahres 2025 der bedeutendste Geschäftsbereich der NBG. Im deutschen Markt stiegen die gebuchten Bruttobeiträge der Lebensversicherer im Jahr 2025 um 5,1% auf 99,4 Mrd. € (Vorjahr: 94,6), wobei das Wachstum nahezu vollständig vom Einmalbeitragsgeschäft getragen wurde, während die laufenden Beiträge nahezu unverändert blieben. Für das Jahr 2026 erwartet der GDV ein Wachstum von lediglich 1,1% bei leicht rückläufig laufenden Beiträgen. Strukturell wird die Nachfrage durch den demografischen Wandel und die Versorgungslücke der gesetzlichen Sicherungssysteme gestützt, die bislang nur gering erschlossen ist: Lediglich 8% der Berufstätigen sind betrieblich gegen den Verlust ihrer Arbeitskraft abgesichert.⁴⁸

Abbildung 3-4: Produktmix im Lebensversicherungsneugeschäft (2020 bis 2024)



Quelle: GDV, *Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen 2025, Anteil am eingelösten Neuzugang nach Anzahl der Neuverträge, in %*

136. Die Wachstumsfähigkeit eines Lebensversicherers wird neben Produktqualität und Vertriebsstärke maßgeblich durch die Positionierung im Produktmix bestimmt. Zwischen 2020 und 2024 verschob sich der eingelöste Neuzugang nach Anzahl der Neuverträge deutlich zugunsten kapitalmarktorientierter Produkte: Fondsgebundene Renten- und Pensionsversicherungen stiegen von 6,8% auf 15,0%, klassische Renten- und Pensionsversicherungen gingen von 7,5% auf 5,7% und Mischformen mit Garantien von 32,5% auf 27,2% zurück, Invaliditätsversicherungen blieben mit 9,7% auf 10,4% stabil. Wachstumschancen sind vor allem aus den Bereichen der fondsgebundenen und biometrischen Produkte zu erwarten.⁴⁹

Wettbewerbsstruktur

137. Der deutsche Lebensversicherungsmarkt ist stark konzentriert: Die Allianz Lebensversicherungs-AG hielt im Jahr 2023 rund 24% der verdienten Bruttobeiträge, die R+V rund 8% und die Generali rund 7%, während sich rund 65 weitere Anbieter den verbleibenden Anteil

⁴⁸ Vgl. GDV, Jahresmedienkonferenz 2026: Zahlen und Daten, 2026, Allianz Research, Global Insurance Report 2026; Continentale, Studie zur betrieblichen Vorsorge, 2026.

⁴⁹ Vgl. GDV, *Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen 2025*.

teilen. Ein struktureller Wettbewerbsfaktor ist die Abwicklung von Beständen ohne Neugeschäft (Run-off), wodurch eine Verschiebung von Marktanteilen unabhängig vom Neugeschäft stattfindet.⁵⁰

138. Der Wettbewerb in der Berufsunfähigkeitsversicherung, dem Kerngeschäftsfeld der NLV, wird über Bedingungsqualität, Annahmepolitik, Berufsgruppendifferenzierung und Preis geführt. Ratings unabhängiger Analysehäuser haben insbesondere im Geschäft über unabhängige Vermittler an Bedeutung gewonnen. Im Rating selbstständiger Berufsunfähigkeits-tarife von Franke und Bornberg erhielten im April 2026 16 von 51 Anbietern die Höchstbe-wertung, darunter auch die NLV. Im Vertrieb über unabhängige Vermittler verlor die NLV in der aktuellen Marktstudie BU/Arbeitskraftabsicherung 2026 jedoch Ränge im Vergleich zu letztem Jahr und landet auf Rang sechs.⁵¹

Marktposition

139. Die gebuchten Bruttobeiträge der NLV von 2.234 Mio. € entsprechen einem Anteil von rund 2% am deutschen Lebensversicherungsmarkt, bezogen auf die laufenden Beiträge blieb der Marktanteil im Jahr 2025 stabil. Die größten Bestandsanteile entfallen auf die selbstständige Berufsunfähigkeitsversicherung und die fondsgebundene Versicherung. Mit knapp 1 Mio. Berufsunfähigkeitsverträgen gehört die NLV zu den führenden Anbietern im Einkommensschutz und erhielt im Jahr 2025 zum 21. Mal in Folge die Bestnote im BU-Unternehmensrating. Das Neugeschäft ging im Jahr 2025 gleichwohl um 19,7% zurück, während der Markt insgesamt wuchs. Der Rückgang ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass die NLV die Erhöhung des Höchstrechnungszins von 0,25% auf 1,0% zum 1. Januar 2025 für Maßnahmen zur Stabilisierung der Margen in der Berufsunfähigkeitsversicherung nutzte. Zugleich wurden Präventionsmaßnahmen weiterentwickelt, um ein preislich günstigeres Produktangebot zu ermöglichen.⁵²
140. Die Abschlusskostenquote, das Verhältnis der Abschlussaufwendungen zur Beitragssumme des Neugeschäfts, verringerte sich bei der NLV von 6,2% im Jahr 2020 auf 4,7% im Jahr 2025, während sich der Markt zwischen 4,4% und 4,7% bewegte. Der Abstand ging damit von 1,7 auf 0,5 Prozentpunkte zurück. Diese positive Entwicklung stützt die in der Planungs-rechnung unterstellte, weitere Verbesserung der Kostenposition.⁵³
141. Die Nettoverzinsung der NLV bewegte sich zwischen 1,9% und 3,3% und stabilisierte sich nach dem Rückgang des Jahres 2022 bei rund 2,1% bis 2,2%. Die laufende Durchschnitts-verzinsung, bei der außerordentliche Effekte unberücksichtigt bleiben, erreicht im Jahr 2025 2,0%, lag jedoch in allen Jahren unterhalb des Marktdurchschnitts von 2,4% bis 2,8%. Der Abstand zwischen beiden Kennzahlen verringerte sich von rund 1,4 Prozentpunkten im Jahr 2021 auf rund 0,2 Prozentpunkte im Jahr 2025. Die Kapitalanlageergebnisse sind damit

⁵⁰ Vgl. Franke und Bornberg, map-report 936: Marktanteile in der Lebensversicherung (2025); Zeitschrift für Versicherungswesen, Neugeschäftsumfrage der Lebensversicherer 2025, Ausgabe 4/2026; KIVI, Marktanteilsstatistik zum deutschen Erstversicherungsmarkt (2025).

⁵¹ Vgl. Franke und Bornberg, SBU-Produktrating, 2026; AssCompact, Marktstudie BU/Arbeitskraftabsicherung, 2026.

⁵² Vgl. Franke und Bornberg, BU-Unternehmensrating 2025.

⁵³ Vgl. GDV, Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen 2025.

leicht unterdurchschnittlich, begründen aber keinen unmittelbaren Wettbewerbsnachteil und stellen keine direkte Belastung der finanziellen Stabilität dar.⁵⁴

142. Die Solvabilitätsquote, das Verhältnis der anrechnungsfähigen Eigenmittel zur Solvabilitätskapitalanforderung, stieg bei der NLV von 316% im Jahr 2020 auf 513% im Jahr 2025 und lag somit deutlich oberhalb des Marktniveaus von 374%. Da sie maßgeblich vom Kapitalmarktumfeld, der Höhe des SCR, der Verlustausgleichsfähigkeit latenter Steuern und vom Überschussfonds bestimmt wird, ist sie nicht als Ausdruck der Wettbewerbsposition, sondern als eine Voraussetzung für Stabilität und strategische Handlungsfähigkeit zu interpretieren.⁵⁵
143. Für die künftige Positionierung im Einkommensschutz ist eine Weiterentwicklung des Produktangebots erforderlich. Im Verlauf von 2026 ist eine Neufassung der Berufsunfähigkeitsversicherung einschließlich einer Präventionskomponente vorgesehen und ergänzend richtet sich das Rahmenkonzept EKS4Business auf den betrieblichen Einkommensschutz. Der Markt ist strukturell gestützt, wächst in den laufenden Beiträgen jedoch nicht. Die NLV ist in den relevanten Produktfeldern positioniert und gewährt mit 2,95% gegenüber dem Marktdurchschnitt von 2,7% eine überdurchschnittliche Überschussbeteiligung. Allerdings erschweren der Neugeschäftsrückgang, der Rangverlust im Maklervertrieb und die steigende Stornoquote das Erzielen nachhaltiger Erfolge. Die im Vergleich günstigere Beitragsentwicklung beruht auf dem Bestand und nicht auf dem Neugeschäft, wodurch dieser Vorteil nicht in die zukünftige Planung fortschreibbar ist. Deswegen wird für die NLV im Durchschnitt eine stagnierende Beitragsentwicklung als am wahrscheinlichsten erachtet.⁵⁶
144. Die gebuchten Beiträge der deutschen Lebensversicherer beliefen sich im Jahr 2025 auf 99,4 Mrd. € und stiegen damit um 5,1% gegenüber dem Vorjahr. Das Wachstum wurde nahezu vollständig vom Einmalbeitragsgeschäft getragen, das um 16,9% zunahm, während die laufenden Beiträge mit 0,1% nahezu unverändert blieben.⁵⁷ Für das Jahr 2026 erwartet der GDV ein Beitragswachstum von 1,1%, wobei die Einmalbeiträge um 4,8% zunehmen und die laufenden Beiträge um 0,8% zurückgehen sollen.⁵⁸ Für den längerfristigen Ausblick prognostiziert Allianz Research einen Anstieg des deutschen Prämienvolumens im Segment Leben von 95,0 Mrd. € im Jahr 2025 auf 124,3 Mrd. € im Jahr 2036, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 2,5% entspricht; im Zeitraum 2015 bis 2025 lag die entsprechende Rate bei 0,5%.⁵⁹
145. Die Entwicklung wird ebenfalls beeinflusst vom Zinsniveau und der daraus abgeleiteten Attraktivität von Sparprodukten. Mit dem Altersvorsorgereformgesetz, dessen Umsetzung zum 1. Januar 2027 erfolgt, ändern sich die Rahmenbedingungen des geförderten Vorsor-

⁵⁴ Vgl. GDV.

⁵⁵ Vgl. GDV, Kapitalstark in Krisenzeiten: Versicherer auch in 2024 robust aufgestellt, 14. Mai 2025; GDV, Versicherer 2025 mit deutlich gestärkter Solvenz, 04. Mai 2026.

⁵⁶ Vgl. GDV, Jahresmedienkonferenz 2026: Zahlen & Daten, Branche im Überblick, 2026, sowie GDV, Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen 2026.

⁵⁷ Vgl. GDV, Versicherungswirtschaft wächst 2025 deutlich – Gedämpfter Ausblick auf 2026, Medieninformation vom 04. Februar 2026.

⁵⁸ Vgl. GDV, Versicherungswirtschaft wächst 2025 deutlich – Gedämpfter Ausblick auf 2026, Medieninformation vom 04. Februar 2026.

⁵⁹ Vgl. Allianz Research, Allianz Global Insurance Report 2026, 28. Mai 2026.

gegeschäfts; die Wirkung auf das Marktvolumen lässt sich auf Basis der verfügbaren Quellen nicht belastbar quantifizieren.⁶⁰ Für die Plausibilisierung der Planungsrechnung der NLV ist die Entwicklung der laufenden Beiträge der aussagekräftigere Indikator, da das Einmalbeitragsgeschäft nicht ihren Geschäftsschwerpunkt bildet. Die von Allianz Research prognostizierte Rate von 2,5% p.a. schließt Einmalbeiträge ein und ist insofern nicht ungeprüft als Maßstab für das laufende Beitragsgeschäft geeignet. Die Marktentwicklung stellt lediglich einen externen Referenzrahmen dar; die tatsächliche Beitragsentwicklung der NLV hängt zusätzlich von Neugeschäft, Storno, Produktmix und Marktanteilsentwicklung ab.

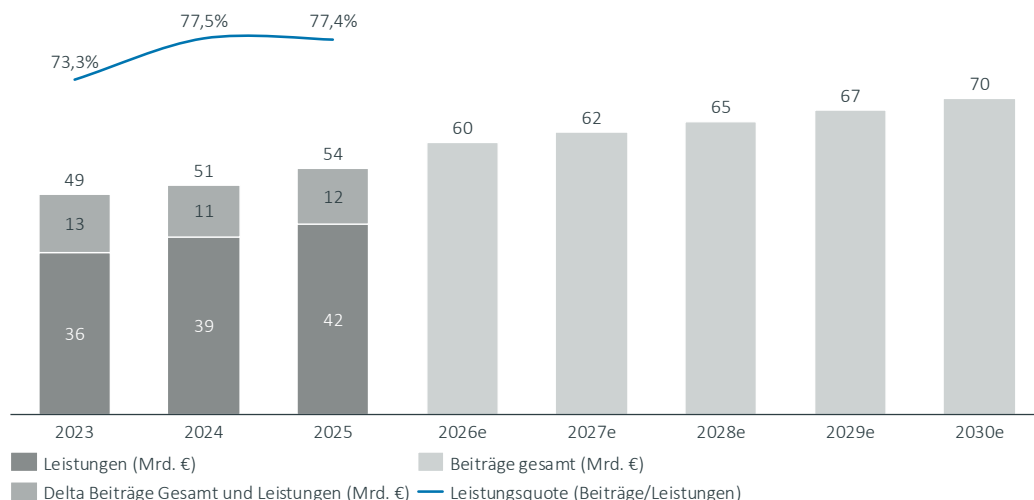
Krankenversicherung

146. Die Krankenversicherung ist mit rund 9% der gebuchten Bruttobeiträge des Jahres 2025 der kleinste Geschäftsbereich der NBG. Im deutschen Markt der privaten Krankenversicherung stiegen die Beiträge im Jahr 2025 um 7,3% auf 54,4 Mrd. € (Vorjahr: 50,7). Auch dieser Markt ist konzentriert in Bezug auf die Anbieter. Im Jahr 2023 entfielen auf die Debeka rund 16%, die DKV rund 11% und die Allianz rund 9% der gebuchten Bruttoprämien. Der Wettbewerb um die Vollversicherung ist durch eine nahezu konstante Zahl von Vollversicherten und die Abgrenzung zur gesetzlichen Krankenversicherung begrenzt, Wachstumsfelder sind die Zusatz- und die betriebliche Krankenversicherung. Getrieben von steigenden Gesundheitsausgaben und demografischer Entwicklung ist das Beitragswachstum strukturell kosten- und anpassungs- statt mengengetrieben.⁶¹
147. In der Krankenversicherung ist die NBG mit gebuchten Beiträgen von 332,5 Mio. € (Vorjahr: 318,6) und einem Marktanteil von rund 0,6% ein vergleichsweise kleiner Anbieter; die Beiträge stiegen im Jahr 2025 um 4,4% und wuchsen somit schwächer als der Markt. Ursächlich hierfür war insbesondere, dass die Beitragsanpassungen bei der NKV geringer ausfielen als im Gesamtmarkt, dessen Wachstum maßgeblich durch hohe Beitragsanpassungen getragen wurde. Im Neugeschäft konzentriert sich die NBG auf die Wachstumsfelder Zusatz- und betriebliche Krankenversicherung, wofür zusätzlich zum 1. Juli 2026 ein Präventions-tarif platziert wurde.

⁶⁰ Vgl. Gesetz zur Reform der steuerlich geförderten privaten Altersvorsorge (Altersvorsorgereformgesetz), BGBl. I Nr. 156 vom 29. Mai 2026; Bundesministerium der Finanzen, Fragen und Antworten zur Reform der geförderten privaten Altersvorsorge.

⁶¹ Vgl. V.E.R.S. Leipzig, Branchenmonitor Private Krankenversicherung, Marktanteile 2023, 2024; GDV, Statistisches Jahrbuch der Versicherungswirtschaft 2025.

Abbildung 3-5: Private Krankenversicherung: Beiträge, Leistungen und Leistungsquote



Quelle: GDV, Allianz Research

148. Die Zahl der Vollversicherten in der privaten Krankenversicherung stieg um 0,5% auf 8,79 Mio. und die Zahl der Zusatzversicherungsverträge um 2,2% auf 31,98 Mio.⁶² In der betrieblichen Krankenversicherung erhöhte sich die Zahl der begünstigten Beschäftigten um 10,8% auf 2,72 Mio. bei 60.600 Arbeitgebern, was einem Zuwachs von 16% entspricht.⁶³ Für das Jahr 2026 erwartet der GDV ein Beitragswachstum von 10,5%.⁶⁴ Für den Zeitraum bis 2036 prognostiziert Allianz Research für das deutsche Segment Gesundheit ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 3,9%; im Zeitraum 2015 bis 2025 lag die entsprechende Rate bei 3,7%.⁶⁵ Die Gegenüberstellung beider Werte verdeutlicht, dass das für 2026 erwartete Wachstum ein Sonderjahr außergewöhnlich hoher Beitragsanpassungen widerspiegelt und keine nachhaltige jährliche Wachstumsrate darstellt. Das Beitragswachstum ist strukturell kosten- und anpassungsgetrieben; die Mengenentwicklung in der Vollversicherung ist demgegenüber nahezu unverändert, während Zusatz- und betriebliche Krankenversicherung die Wachstumsfelder bilden. Die für 2025 beobachteten Zuwachsraten dieser Wachstumsfelder sind Ist-Werte und nicht als gesicherte Fortschreibung zu verstehen. Für die Plausibilisierung der Planung ist die Bandbreite von 3,7% bis 3,9% p.a. der belastbarere mittelfristige Referenzrahmen. Die Beitragsentwicklung der NBG in diesem Geschäftsbereich hängt darüber hinaus von der Positionierung im Zusatz- und Firmenkundengeschäft sowie von der Entwicklung ihres Marktanteils ab.

⁶² Vgl. Verband der Privaten Krankenversicherung e. V., PKV-Branchenzahlen: Private Krankenversicherung auch 2025 mit stabilem Wachstum, Pressemitteilung vom 04. Februar 2026.

⁶³ Vgl. Verband der Privaten Krankenversicherung e. V., PKV bleibt Stabilitätsanker im demografischen Wandel, Pressemitteilung vom 10. Juni 2026.

⁶⁴ Vgl. GDV, Versicherungswirtschaft wächst 2025 deutlich – Gedämpfter Ausblick auf 2026, Medieninformation vom 04. Februar 2026.

⁶⁵ Vgl. Allianz Research, Allianz Global Insurance Report 2026, 28. Mai 2026.

3.2.4.4 Bereich Schaden/Unfall

Marktentwicklung

149. Die Schaden- und Unfallversicherung ist mit rund 27% der gebuchten Bruttobeiträge des Jahres 2025 der zweitgrößte Geschäftsbereich der NBG. Im deutschen Markt stiegen die Beitragseinnahmen im Jahr 2025 um 7,7% auf 99,7 Mrd. € (Vorjahr: 92,5), für das Jahr 2026 erwartet der GDV ein durchschnittliches Wachstum am Markt i.H.v. 5,2%. Die Beitragsanpassungen fanden getrieben durch gestiegene Ersatzteil-, Werkstatt- und Baukosten sowie naturgefahrenbedingter Belastungen statt, wodurch das Wachstum in diesem Bereich hauptsächlich durch die Erhöhung der Beiträge begründet ist.⁶⁶

Tabelle 3-4: Schaden-Kosten-Quote der NBG im Vergleich zum deutschen Markt

Jahr	Beiträge Markt (Mrd. €)	Leistungen Markt (Mrd. €)	Markt Combined Ratio brutto (%)	NBG Combined Ratio brutto (%)
2023	85,5	66,0	98,8	104,6
2024	92,5	68,9	96,1	116,0
2025	99,7	69,4	91,0	96,0

Quelle: Unternehmensinformationen, GDV

150. Zwischen 2023 und 2025 stiegen die Beitragseinnahmen des Markts von 85,5 Mrd. € auf 99,7 Mrd. € (+16,6%), während die Bruttoaufwendungen für Versicherungsfälle des Geschäftsjahres lediglich von 66,0 Mrd. € auf 69,4 Mrd. € zunahmen (+5,2%). Die Schaden-Kosten-Quote des Markts verbesserte sich entsprechend zugleich von 98,8% auf 91,0% und liegt damit nahe dem niedrigsten Wert in den letzten 20 Jahren, was der GDV maßgeblich auf das Ausbleiben größerer Naturkatastrophen zurückführt. Sie ist daher nicht als nachhaltiges Niveau, sondern als Ergebnis einer zyklischen Hochpreisphase bei unterdurchschnittlicher Elementarschadenbelastung zu verstehen und deutlich aussagekräftiger ist ein mehrjähriger Mittelwert.⁶⁷

Wettbewerbsstruktur

151. Die deutsche Schaden- und Unfallversicherung ist durch eine große Zahl von Anbietern bei zugleich hoher Konzentration geprägt. Die Marktanalyse von KIVI führte im Jahr 2024 die Allianz-Gruppe mit 13,67%, gefolgt von der HUK-Coburg mit 7,20% und auf die zehn größten Anbieter entfielen insgesamt 67,02% der Beitragseinnahmen. Die Konzentration ist somit ähnlich ausgeprägt wie auch im Bereich Lebens/Kranken, allerdings ist der Gesamtmarkt durch ein breites Feld an Anbietern deutlich stärker fragmentiert.⁶⁸
152. Die Kraftfahrtversicherung ist ein weiterer intensiver und stark preisgetriebener Markt. Auf die HUK-Coburg (15,3%) und die Allianz (14,0%) entfielen im Jahr 2023 zusammen knapp 30% der gebuchten Bruttoprämien. Prägend für den Bereich ist das jährliche Wechselgeschäft: Zum 1. Januar 2026 wechselten rund 1,5 Mio. Versicherungsnehmer den Anbieter und bewegten rund 1,3 Mrd. € Prämienvolumen, rund 48% davon entfielen auf fünf Anbieter. Vergleichsportale und Direktkanäle verstärken diesen Mechanismus, sodass Wachstum

⁶⁶ Vgl. GDV, Jahresmedienkonferenz 2026: Zahlen und Daten, 2026.

⁶⁷ Vgl. GDV, Naturgefahrenbilanz 2025, 2026; EIOPA, Dashboard on insurance protection gap for natural catastrophes, Stand 5. Dezember 2025; EIOPA, Addressing protection gaps, 2025.

⁶⁸ Vgl. KIVI, Marktanteile im deutschen Erstversicherungsmarkt 2024, 2025.

im Privatkundengeschäft ohne Preisführerschaft im Portalvergleich nur über einen davon unabhängigen Vertriebszugang erreichbar ist. Nach mehreren Verlustjahren, bei einer Schaden-Kosten-Quote von rund 106% im Jahr 2024, erzielte die Sparte im Jahr 2025 bei einem Beitragswachstum von 13,4% erstmals wieder ein positives versicherungstechnisches Ergebnis.⁶⁹

153. In der Sachversicherung wird der Wettbewerb weniger signifikant über den Preis als mehr über Selbstbehalte und Deckungsumfang geführt. Nach mehreren Jahren hoher Elementarschadenbelastungen haben die Anbieter Prämien angehoben, Zeichnungsrichtlinien verschärft und die Kapazität selektiv zurückgenommen. Kleinere Anbieter tragen dabei eine höhere relative Ergebnisvolatilität und geringere Diversifikationsvorteile im Rückversicherungseinkauf verglichen mit den großen Anbietern. Für die künftige Ertragslage ist die Position im Marktzyklus maßgeblicher als das Quotenniveau eines einzelnen Jahres: Der Markt steht am Ende einer mehrjährigen Hochpreisphase und historisch folgen auf Phasen relativ hoher Quoten, Perioden zunehmenden Preiswettbewerbs. Entsprechend wird für die Zukunft geplant, dass die Marktquote über den Detailplanungszeitraum ansteigt und das Niveau des Jahres 2025 wird nur als reiner Ausgangspunkt für die zukünftige Planung verwendet.⁷⁰

Marktposition

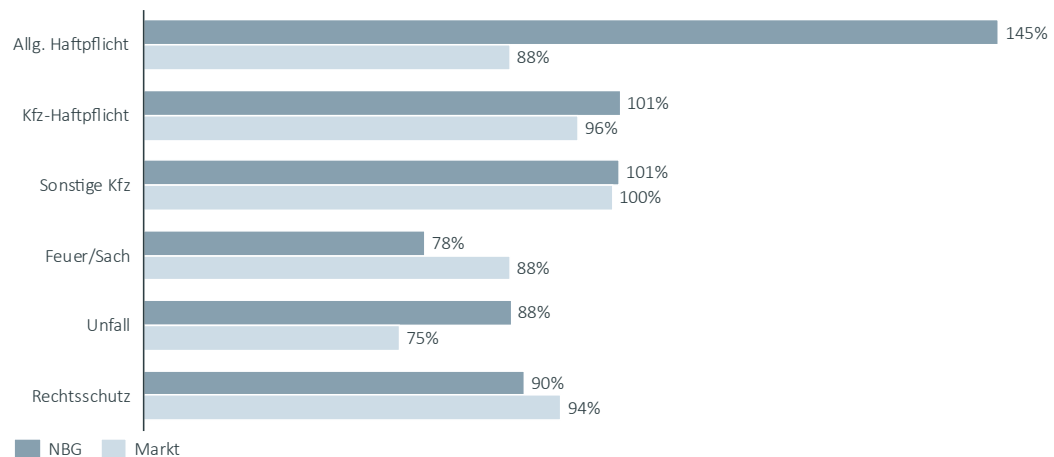
154. Mit gebuchten Bruttobeiträgen von 955 Mio. € erreicht der Geschäftsbereich Schaden/Unfall einen Marktanteil von rund 1%. Der Schwerpunkt liegt hierbei auf Privatkunden und mittelständische Unternehmen sowie einer Stellung als berufsständischer Versicherer des Kraftfahrzeuggewerbes. Die Spartenstruktur weicht von der des Gesamtmarktes ab: Auf die Feuer- und Sachversicherung entfallen rund 43% der Beiträge, auf die allgemeine Haftpflicht- und die Unfallversicherung zusammen rund 30% und auf die Kraftfahrtversicherung lediglich rund 22%. Die NBG ist durch diese Verteilung überproportional stark von der Elementarschadenexponierung im privaten und gewerblichen Sachgeschäft abhängig.⁷¹

⁶⁹ Vgl. V.E.R.S. Leipzig GmbH, Branchenmonitor 2025: Kraftfahrtversicherung, 2026; Vgl. Sirius Campus GmbH, Kundenmonitor Assekuranz – Wechselverhalten in der Kraftfahrtversicherung, Erhebung zur Wechselsaison 2025/2026, 2026; GDV, Jahresmedienkonferenz 2026: Zahlen und Daten, 2026; GDV, Jahresmedienkonferenz 2025: Zahlen und Daten, 2025.

⁷⁰ Vgl. GDV, Naturgefahrenbilanz 2025, 2026; GDV, Statistiken zur deutschen Versicherungswirtschaft, Versicherungstechnische Ergebnisse in der Schaden-/Unfallversicherung nach Zweigen, 2026; GDV, Medieninformation „Versicherungswirtschaft wächst 2025 deutlich – Gedämpfter Ausblick auf 2026“, 4. Februar 2026; GDV, Statistiken zur deutschen Versicherungswirtschaft, Combined Ratio in der Schaden-/Unfallversicherung, 2026.

⁷¹ Vgl. GDV, Jahresmedienkonferenz 2026: Zahlen und Daten, 2026; GDV, Statistiken zur deutschen Versicherungswirtschaft, Versicherungsbeiträge nach Sparten, 2026; GDV, Medieninformation vom 4. Februar 2026. Die Spartenanteile beruhen auf den gebuchten Bruttobeiträgen des selbst abgeschlossenen Geschäfts der NAV und dienen als Näherung für den Bereich; sie enthalten nicht das in Rückdeckung übernommene Geschäft und nicht die Beiträge der übrigen Bereichsgesellschaften.

Abbildung 3-6: Schaden-Kosten-Quoten 2025 Bereich Schaden/Unfall deutscher Markt

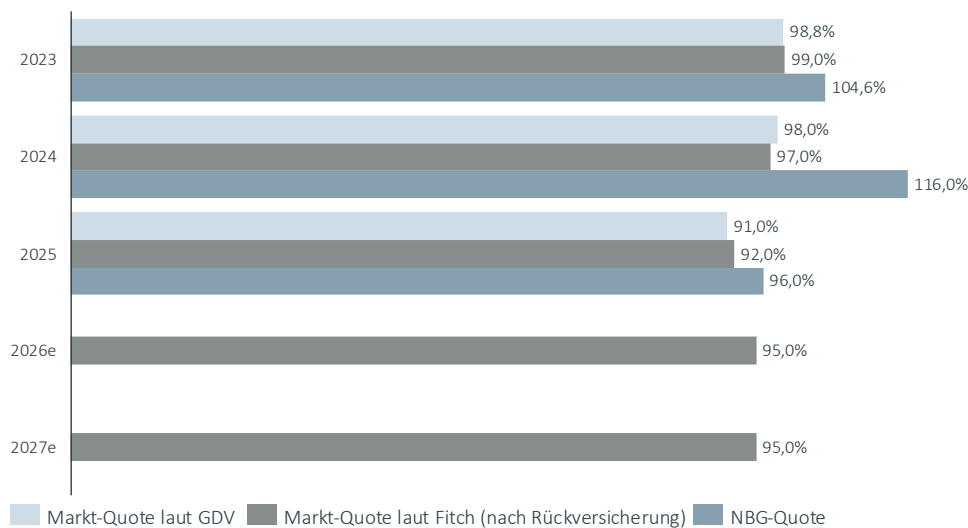


Quelle: Unternehmensinformationen, GDV

155. Der auf Bereichsebene ausgewiesene Abstand bei den Schaden-Kosten-Quoten zum Marktdurchschnitt von 5,0 Prozentpunkten ist das Resultat von erheblich gegenläufigen Quoten. Die Feuer- und Sachversicherung ist mit 78,0% gegenüber 88,0% im Markt zugleich die größte und die wettbewerbsstärkste Sparte. Die Differenz zum Markt beruht im Jahr 2025 maßgeblich auf einem stark gestiegenen Abwicklungsgewinn und dem Ausbleiben von Naturgefahrenschäden. Signifikanter Faktor von Belastungen ist die allgemeine Haftpflichtversicherung mit 145,4% gegenüber 88,0% im Marktdurchschnitt. Die Kraftfahrtversicherung liegt in beiden Sparten bei rund 101% und damit oberhalb der Rentabilitätsschwelle und des Marktniveaus.
156. Ein Merkmal der Marktposition der NBG in dem Bereich ist der Vertriebsweg über Partnerbetriebe des Kraftfahrzeuggewerbes und nicht allein über Vergleichsportale. Das entkoppelt einen wesentlichen Teil des Neugeschäfts vom Preisvergleich und eröffnet Cross-Selling, begründet zugleich aber Abhängigkeiten von der wirtschaftlichen Situation der Partnerbetriebe sowie von herstellereigenen Versicherungslösungen. Beitragsanpassungen sind in einer laufenden Geschäftsbeziehung ebenfalls schwerer durchzusetzen, was die Umsetzungsdauer verlängert. Von den Neu- und Mehrbeiträgen der NAV entfielen 28,5% auf die Kraftfahrt-, 47,1% auf die Sach-, 15,2% auf die Haftpflicht- und 9,3% auf die Unfallversicherung.
157. In der Gesamtbetrachtung hat sich die Wettbewerbsposition im Jahr 2025 verbessert, blieb aber insgesamt hinter dem Marktniveau zurück. Die Brutto-Schaden-Kosten-Quote des Bereichs verbesserte sich von 116,0% auf 96,0% und der Abstand zum Marktdurchschnitt verbesserte sich von 19,9 auf 5,0 Prozentpunkte. Da auch die Marktquote durch das naturgefahrenarme Jahr geprägt war, bleibt der relative Abstand als Indikation für eine zukünftige Entwicklung belastbar. Das absolute Niveau beider Quoten ist jedoch aufgrund oben genannter niedriger Schadenfälle in der Form nicht fortschreibungsfähig.⁷²

⁷² Vgl. GDV, Jahresmedienkonferenz 2026.

Abbildung 3-7: Schaden-Kosten-Quoten Deutscher Markt, Ist und Prognose



Quelle: Unternehmensinformationen, GDV, Fitch Rating

158. Die Beitragseinnahmen der deutschen Schaden- und Unfallversicherer beliefen sich im Jahr 2025 auf 99,7 Mrd. € und stiegen damit um 7,7% gegenüber dem Vorjahr. Haupttreiber war die Kraftfahrtversicherung mit einem Beitragsplus von 13,4%. Die Schaden-Kosten-Quote des Markts verbesserte sich von 96,1% auf 91,0%.⁷³ Diese Verbesserung wurde wesentlich durch ein außergewöhnlich niedriges Schadenaufkommen aus Naturgefahren begünstigt: Die versicherten Naturgefahrenschäden beliefen sich auf 2,6 Mrd. € nach 5,6 Mrd. € im Vorjahr, in der Kraftfahrtversicherung auf 0,7 Mrd. € gegenüber einem langjährigen Durchschnitt von 1,2 bis 1,3 Mrd. € und in der Sachversicherung im Bereich der Elementargefahren auf 0,4 Mrd. € gegenüber rund 2,0 Mrd. € im Durchschnitt seit 2002.⁷⁴ Für das Jahr 2026 erwartet der GDV ein Beitragswachstum von 5,2%.⁷⁵ Für den Zeitraum bis 2036 prognostiziert Allianz Research ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 4,3%.⁷⁶ Eine Normalisierung des Schadenaufkommens und damit ein Anstieg der Marktquote ist als Risiko zu berücksichtigen und kann im Rahmen der Planung als Szenario abgebildet werden; eine externe Prognose der künftigen Schaden-Kosten-Quote liegt nicht vor. Das Marktwachstum ist nicht auf die NBG übertragbar, da Bestandsentwicklung und Sanierungsmaßnahmen unternehmensspezifisch sind.

⁷³ Vgl. GDV, Versicherungswirtschaft wächst 2025 deutlich – Gedämpfter Ausblick auf 2026, Medieninformation vom 04. Februar 2026.

⁷⁴ Vgl. GDV, Naturgefahrenbilanz 2025, sowie GDV, Naturgefahren – Schäden weiter hoch, Folgen des Klimawandels, Medieninformation vom 30. April 2026; GDV, Fragen und Antworten zur Debatte um eine Elementarschaden-Pflichtversicherung, 07. Mai 2026; GDV, Datenservice zum Naturgefahrenreport 2025.

⁷⁵ Vgl. GDV, Versicherungswirtschaft wächst 2025 deutlich – Gedämpfter Ausblick auf 2026, Medieninformation vom 04. Februar 2026.

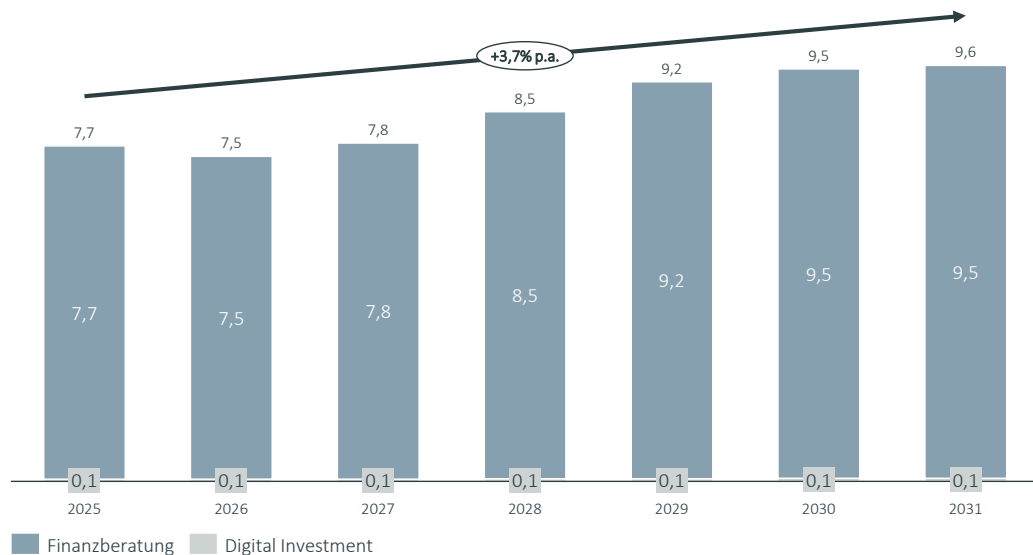
⁷⁶ Vgl. Allianz Research, Allianz Global Insurance Report 2026, 28. Mai 2026.

3.2.4.5 Bereich Finanzdienstleistungen

Geschäftsmodell und Markt

159. Der Geschäftsbereich Finanzdienstleistungen besteht im Wesentlichen aus dem Kreditinstitut FFPB an dem die NBG AG 99% hält. Die Bank ist auf Vermögensberatung, Vermögensverwaltung, Individualkundenbetreuung und Kreditgeschäft spezialisiert und vermittelt neben eigenen Finanzprodukten auch Kapitalanlagen anderer Anbieter. Der überwiegende Teil der Erlöse resultiert aus der Vermögensverwaltung. Für Bewertungszwecke haben wir die NAM zu dem Bereich Finanzdienstleistungen zugeordnet. Die NAM ist über einen Beherrschungsvertrag in den Konzern eingebunden und definierte Tätigkeiten der Vermögensanlage und -verwaltung für die Konzerngesellschaften. Das Eigenkapital der NAM beträgt 53,0 Mio. €, das Jahresergebnis liegt bei 19,2 Mio. €.

Abbildung 3-8: Anlagevolumen des deutschen Markts für Vermögensverwaltung in Bio. €



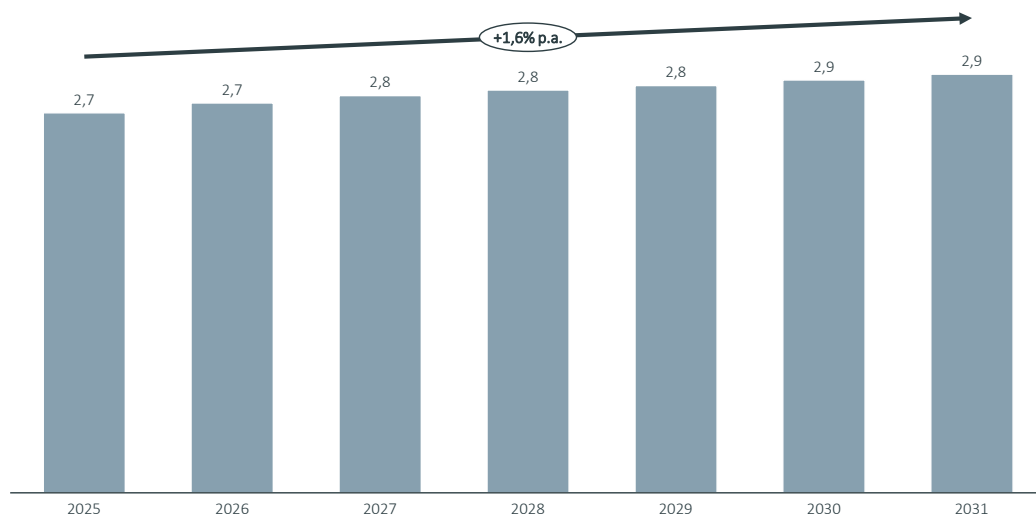
Quelle: Statista Market Insights

160. Im Allgemeinen umfasst die Vermögensverwaltung Dienstleistungen von Banken und Wertpapierfirmen, die private Anleger bei der Verwaltung ihres Vermögens unterstützen, wobei die Vermögensbildung durch Vermögenserhalt im Vordergrund steht. Der Markt gliedert sich in die Segmente Finanzberatung, das die klassische, nicht-automatisierte Anlageberatung erfasst, und Digital Investment, das automatisierte Anlagedienstleistungen (sog. Robo-Advisors) sowie Online-Handelsdienstleistungen (sog. Neobroker)⁷⁷ umfasst; das Anlagevolumen entfällt dabei nahezu vollständig auf das Segment Finanzberatung, während auf digitale Anlagelösungen durchgängig weniger als 1% entfällt. Erfasst werden ausschließlich Vermögen privater, nicht-professioneller Anleger; gewerbliche und verwahrte Vermögenswerte sowie die Bestände unabhängiger Finanzberatungsunternehmen und unabhängiger Finanzberater bleiben unberücksichtigt.

⁷⁷ Robo-Advisory und Neobroker werden an dieser Stelle ausschließlich zur Abgrenzung des Gesamtmarkts dargestellt. Für das Geschäftsmodell der FFPB haben diese Bereiche keine wesentliche Bedeutung. Robo-Advisory im engeren Sinne sowie ein Neobroker-Geschäft werden von der FFPB nicht betrieben.

161. Ausgehend von 7,7 Bio. € im Jahr 2025 wird für das in Deutschland im Rahmen der Vermögensverwaltung verwaltete Anlagevolumen ein Anstieg auf 9,6 Bio. € im Jahr 2031 erwartet, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 3,7% entspricht, wobei die stärksten Zuwächse für die Jahre 2028 und 2029 erwartet werden. Getragen wird die erwartete Marktentwicklung im Wesentlichen von der fortgesetzten Vermögensbildung und dem damit verbundenen steigenden Bedarf an professioneller Vermögensverwaltung und langfristigem Vermögenserhalt, insbesondere bei vermögenden Privatkunden. Als marktwertabhängige Bestandsgröße unterliegt das Anlagevolumen zugleich unmittelbar der Kapitalmarktentwicklung, sodass die erwartete Entwicklung nicht ausschließlich auf Nettomittelzuflüsse zurückzuführen ist. Vor diesem Hintergrund stellt sich der deutsche Markt für Vermögensverwaltung als ein strukturell stabiler, moderat, aber stetig wachsender Markt dar, dessen Volumen unverändert von der klassischen Finanzberatung geprägt wird.
162. Neben dem verwalteten Anlagevolumen stellt die Anzahl der vermögenden Privatpersonen eine wesentliche Bezugsgröße für die Entwicklung des Markts für Vermögensverwaltung dar, da sie die potenzielle Kundenbasis der Marktteilnehmer abbildet. Die nachfolgende Abbildung stellt die erwartete Entwicklung dieser Kennzahl für Deutschland im Zeitraum von 2025 bis 2031 dar.

Abbildung 3-9: Anzahl der vermögenden Privatpersonen⁷⁸ in Deutschland in Mio.



Quelle: Statista Market Insights

163. Die Anzahl der vermögenden Privatpersonen bildet die potenzielle Kundenbasis der Vermögensverwaltung ab und stellt insofern eine wesentliche Bezugsgröße für die Beurteilung der Marktentwicklung dar. Die Anzahl der vermögenden Privatpersonen in Deutschland soll sich von 2,7 Mio. im Jahr 2025 auf 2,9 Mio. im Jahr 2031 erhöhen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 1,6% entspricht.
164. Getragen wird die erwartete Entwicklung im Wesentlichen von der fortgesetzten Vermögensbildung der privaten Haushalte, die durch die gesamtwirtschaftliche Verfassung und

⁷⁸ Als vermögende Privatpersonen gelten Personen mit einem Vermögen von mehr als 1,0 Mio. \$.

das Beschäftigungsniveau in Deutschland gestützt wird, sowie von der Übertragung erheblicher Vermögenswerte auf die nachfolgende Generation. Hinzu tritt eine Veränderung der demografischen Zusammensetzung der Anlegerschaft, da nach Einschätzung der Quelle zunehmend Frauen sowie jüngere Altersgruppen als eigenständige Anlegergruppen in den Markt eintreten. Vor diesem Hintergrund stellt sich die potenzielle Kundenbasis der Vermögensverwaltung in Deutschland als eine im Zeitablauf stetig, wenngleich moderat wachsende Bezugsgröße dar.

165. Das von den Fondsgesellschaften für Anleger in Deutschland verwaltete Vermögen belief sich zum 31. Dezember 2025 auf 4.851 Mrd. €, zum 30. Juni 2026 auf rund 5.200 Mrd. € und das Nettomittelaufkommen betrug im Jahr 2025 154 Mrd. €. ⁷⁹ Die Zahl der von privaten Haushalten gehaltenen Wertpapierdepots stieg zum 31. Dezember 2025 um 8,0% auf 37,2 Mio.; auf Online-Broker, Direktbanken und Neobroker entfielen 16,2 Mio. Depots bei einem Zuwachs von 15,2%. ⁸⁰ Aus den veröffentlichten Werten ergibt sich für den Zeitraum von Mitte 2020 bis Mitte 2025 rechnerisch eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des verwalteten Vermögens von 6,7%. ⁸¹ Eine Fortschreibung der historischen Wachstumsrate kann im Rahmen der Planung als Szenario berücksichtigt werden, stellt jedoch keinen extern belegten Marktforecast dar. Die Entwicklung des Geschäftsbereichs hängt darüber hinaus maßgeblich von der Kapitalmarktentwicklung sowie von der Kunden- und Volumentwicklung der FFPB ab.

3.2.4.6 Gesamtwürdigung und Ableitung der Wachstumsbandbreite

166. Der deutsche Versicherungsmarkt wuchs im Jahr 2025 um 6,6% auf 253,6 Mrd. €. Für das Jahr 2026 werden 4,7% und für den Zeitraum 2026 bis 2031 ein Anstieg auf 391,5 Mrd. € erwartet, was 2,52% p.a. entspricht und damit unterhalb des nominalen Wachstums des deutschen Bruttoinlandsprodukts von rund 3,0% p.a. liegt. Getragen wird dieses Wachstum von inflationsbedingten Prämienanpassungen in der Schaden- und Unfallversicherung, von Beitragsanpassungen in der Krankenvollversicherung sowie überwiegend vom Neugeschäft in der Krankenzusatzversicherung und vom Einmalbeitragsgeschäft der Lebensversicherung. Das Wachstum ist damit nur teilweise auf steigende Vertragszahlen zurückzuführen. Den Beitragsanpassungen steht mit der Schaden- und Kosteninflation ein gleichgerichteter Aufwandstreiber gegenüber. Das nominale Wachstum stabilisiert daher die Erlösbasis, ohne die Ertragskraft zu erhöhen.
167. Die Nachfrage ist strukturell gestützt und konjunkturell wenig elastisch, setzt sich jedoch nicht in Mengenwachstum um. Die laufenden Beiträge der Lebensversicherung stiegen im Jahr 2025 lediglich um 0,1% und die Zahl der Vollversicherten in der privaten Krankenversicherung um 0,5%. Wachstum bleibt damit auf Teilmärkte begrenzt. Dazu zählen die fondsgebundenen und biometrischen Produkte, deren Anteil am eingelösten Neuzugang

⁷⁹ Vgl. BVI Bundesverband Investment und Asset Management e. V. Die zugrunde liegenden BVI-Zahlen bilden jedoch einen breiten Markt einschließlich ETF-Volumina ab. Die daraus abgeleitete historische Wachstumsrate von 6,7% ist daher nur eingeschränkt als Referenzgröße für das klassische Vermögensverwaltungsgeschäft geeignet.

⁸⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank, Statistik über Wertpapierinvestments; Auswertung von lemon.markets und Smartbroker auf Basis von Daten der Deutschen Bundesbank vom 01. April 2026.

⁸¹ Eigene Berechnung auf Basis von BVI Bundesverband Investment und Asset Management e. V., Investmentstatistik (verwaltetes Vermögen von 3.339 Mrd. € zum 30. Juni 2020 und 4.625 Mrd. € zum 30. Juni 2025).

von 6,8% im Jahr 2020 auf 15,0% im Jahr 2024 stieg, ferner die Zusatz- und die betriebliche Krankenversicherung sowie die Vermögensverwaltung mit einem erwarteten Anlagevolumen von 9,6 Bio. € im Jahr 2031 nach 7,7 Bio. € im Jahr 2025, was 3,7% p.a. entspricht. Ohne Mengenexpansion sind Marktanteilsgewinne nur zulasten von Wettbewerbern erzielbar.

168. Die Wettbewerbsstruktur belastet kleinere Anbieter systematisch. Bei 469 beaufsichtigten Unternehmen entfallen auf den größten Anbieter rund 24% der Lebens- und rund 16% der privaten Krankenversicherung, auf die zehn größten Schaden- und Unfallversicherer 67,02% der Beitragseinnahmen. Der Wettbewerb wird über Kosten- und Effizienzunterschiede, über die regulatorischen Anforderungen aus Solvency II, IDD, DORA, AI Act und CSRD sowie über den Investitionsbedarf in Fach- und IT-Systeme geführt. Die daraus resultierenden Fixkosten begünstigen Skaleneffekte. Für Anbieter mit Marktanteilen von rund 2% in der Lebens-, rund 1% in der Schaden- und Unfall- und rund 0,6% in der Krankenversicherung ist dieser Nachteil nur über auskömmliche Nischenpositionen, über Kosteneffizienz oder über Zusammenschlüsse kompensierbar. Verstärkt wird der Druck durch die Preistransparenz der Vergleichsportale, die zum 1. Januar 2026 rund 1,5 Mio. Wechsel und rund 1,3 Mrd. € Prämienvolumen bewegte. Wachstum im standardisierten Privatkundengeschäft ist ohne Preisführerschaft nur über einen portalunabhängigen Vertriebszugang erreichbar.
169. Das ausgewiesene Ertragsniveau überzeichnet die nachhaltige Ertragskraft. Die Schaden-Kosten-Quote des Markts verbesserte sich von 98,8% im Jahr 2023 auf 91,0% im Jahr 2025 und liegt damit nahe dem niedrigsten Wert der letzten 20 Jahre. Ursächlich waren versicherte Naturgefahrenschäden von 2,6 Mrd. € nach 5,6 Mrd. € im Vorjahr sowie Elementarschäden in der Sachversicherung von 0,4 Mrd. € gegenüber rund 2,0 Mrd. € im Durchschnitt seit 2002. Da auf Hochpreisphasen historisch Perioden zunehmenden Preiswettbewerbs folgen, bilden die Normalisierung des Schadenaufkommens und der nachlassende Preisauftrieb die zentralen Ergebnisrisiken. Auf der Kapitalanlagenseite stützt das gestiegene Zinsniveau die Wiederanlage. Die Auflösung der Zinszusatzreserve erhöht demgegenüber lediglich den Rohüberschuss, der wiederum unter Einhaltung aufsichtsrechtlicher Mindestvorgaben auf die Versicherungsnehmer (als Zuführung zur RfB) und die Aktionäre (als Jahresüberschuss) aufgeteilt wird. Die Ergebnisse der Vermögensverwaltung sind über das marktwertabhängige Anlagevolumen unmittelbar kapitalmarktabhängig.
170. In der Abwägung stehen dem dauerhaften Vorsorge- und Absicherungsbedarf, den hohen regulatorischen Eintrittsbarrieren, den definierten Wachstumsfeldern und dem verbesserten Zinsniveau die hohe Wettbewerbsintensität, der Konsolidierungs- und Investitionsdruck, die zyklisch überzeichnete Schaden-Kosten-Quote sowie die Kapitalmarktabhängigkeit der Ergebnisse gegenüber. Der Markt ist in seiner Dynamik begrenzt und in seiner Attraktivität nach Größe, Kapitalstärke und Kostenposition der Anbieter differenziert zu beurteilen. Das Marktwachstum bildet für die Marktteilnehmer einen Referenzrahmen und keine Untergrenze der eigenen Beitragsentwicklung. Nachhaltig erzielbare Erträge werden von Kosteneffizienz, versicherungstechnischer Disziplin und gesichertem Kundenzugang bestimmt. Anbieter mit unterdurchschnittlichem Marktanteil, mit Schwerpunkt in den laufenden Beiträgen der Lebensversicherung, mit rückläufigem Neugeschäft und steigenden

Stornoquoten partizipieren daran nur unterproportional. Die Ergebnisse des Jahres 2025 sind durch ausbleibende Naturgefahrenschäden und außergewöhnlich hohe Beitragsanpassungen geprägt und insoweit nicht fortschreibungsfähig.

3.2.5 SWOT-Analyse

171. Im Folgenden wird eine Positionsbestimmung der NBG aus interner Sicht (Unternehmens- und Ressourcenanalyse) anhand der Stärken und Schwächen des Unternehmens sowie aus externer Sicht (Markt- und Wettbewerbsanalyse) anhand von Gelegenheiten und Gefahren, welche sich aus dem Markt- und Wettbewerbsumfeld ergeben, dargestellt. Aus den Kernkompetenzen der NBG einerseits und den Werttreibern der Versicherungs- und Finanzdienstleistungsbranche andererseits resultieren unternehmensspezifische Chancen und Risiken für die NBG.

Unternehmens- und Ressourcenanalyse (interne Perspektive)	
Stärken	Schwächen
• Führende Marktstellung im Einkommensschutz: Über 1 Mio. BU-Verträge im Bestand; einer der größten und ältesten Anbieter in Deutschland. Franke und Bornberg: FFF+ im BU-Unternehmensrating 2025 zum 21. Mal in Folge; Morgen & Morgen: fünf Sterne Finanzstabilität. • Geringe Zinssensitivität des Lebensversicherungsbestands: Produktschwerpunkt auf wenig zinssensitivem Geschäft – fondsgebundene Versicherungen mit einem Anlagestock von 11.180,7 Mio. € (Anlagerisiko beim Versicherungsnehmer) und BU als reines Risikoprodukt. Einmalbeitragsanteil bewusst moderat gehalten. • Ertragsdiversifikation über 4 Geschäftsfelder: Leben (Segmentergebnis 46,4 Mio. €), Kranken (8,2 Mio. €) und Finanzdienstleistungen (11,1 Mio. €) lieferten 2025 stabile Beiträge und kompensierten den Verlust der Schadenversicherung. • Solide Solvabilität und externes Finanzstärkera- ting: Die aufsichtsrechtlichen Anforderungen sind zum 31. Dezember 2025 und planungsgemäß auch in den Folgejahren deutlich übertroffen. Fitch vergab im Dezember 2025 für NLV, NAV und NKV je ein Finanzstärkerating von A (stark), Rating Watch Positiv. • Etablierte Multikanal-Vertriebsstruktur: Rund 3.700 angestellte Mitarbeitende und rund 14.000 haupt- und nebenberufliche Vermittler; mit dem in eigenen Konzerngesellschaften geführten Vertriebsweg Autohaus verfügt die Gruppe über einen im Markt nicht flächendeckend vorhandenen Zugang.	• Erhebliche stille Lasten in den zinssensitiven Kapitalanlagen: Zum 31. Dezember 2025 stehen verzinslichen Wertpapieren (Buchwert 8.242,0 Mio. €) und sonstigen Ausleihungen (4.986,3 Mio. €) Zeitwerte von 6.395,8 bzw. 3.892,6 Mio. € gegenüber – stille Lasten von rd. 2,94 Mrd. € (Vorjahr 2,48 Mrd. €). Realisierung erst bei Abgang oder erhöhtem Storno, dann jedoch ergebniswirksam. • Nachhaltigkeit des Turnarounds in der Schadenversicherung nicht abschließend belegt: Die Brutto-Schaden-Kosten-Quote von 96,0% (Vorjahr: 116,0%) beruht wesentlich auf einem Abwicklungsgewinn von 17,9% der Eingangsschadenrückstellung. Die Netto-Schadenquote des Geschäftsjahres verschlechterte sich auf 87,8% (Vorjahr: 78,3%) – höchster Wert im Zehnjahresvergleich. Nicht kostendeckend bleiben Haftpflicht mit 145,4%, Kfz-Haftpflicht mit 100,9% und sonstige Kfz mit 100,8%. • Erhöhte Kostenquoten in sämtlichen Bereichen: Die Kostenquoten liegen sowohl im Schaden-/Unfallgeschäft (Betriebskostenquote) als auch im Lebens- und Krankenversicherungsgeschäft (Verwaltungskostenquote) über dem Marktdurchschnitt. • Flächendeckend rückläufiges Neugeschäft und schrumpfender Bestand: Neubeträge Leben -19,7%, Neu-/Mehrbeiträge Schaden -27,6%, Neugeschäft Kranken -20,4%; Neuzugang Lebensverträge -31,5% auf 71.019 Stück, Konzernbestand 5,314 Mio. Verträge. Im Schadengeschäft gewollt, in der Lebensversicherung nicht. • Fehlende geografische Diversifikation: 98,1% der gebuchten Bruttobeiträge des s.a.G. entfallen auf das Inland; einziger direkter Auslandsstandort ist die Zweigniederlassung Salzburg, deren Veräußerung zum 31. August 2026 stattgefunden hat. Mit dem Verkauf der Beteiligungen an der Bene Assicurazioni S.p.A. ME-GA GmbH und GÖVD hat sich die Konzentration 2025 und 2026 weiter verstärkt. • IT-Infrastruktur: Die NBG verfügt über eine IT-Infrastruktur, die in Teilen modernisierungsbedürftig ist und durch den notwendigen parallelen Betrieb von Systemen zu strukturell höheren Kosten im Vergleich zum Wettbewerb führt.

Markt- und Wettbewerbsanalyse (externe Perspektive)	
Gelegenheiten	Gefahren
• Strukturelle Nachfrage nach Einkommenschutz: Demografische Entwicklung, sinkendes gesetzliches Versorgungsniveau und die zunehmende Bedeutung der Arbeitskraftabsicherung stützen die Nachfrage im Kerngeschäftsfeld. Zum 1. Juli 2026 wurde eine Modernisierung der Berufsunfähigkeitsprodukte mit verbessertem Bedingungsmerkmal und angebundener Präventionskomponente am Markt eingeführt; die Gesellschaft erwartet daraus einen Neugeschäftszuwachs. • Entlastung aus dem gestiegenen Zinsniveau: Das höhere Marktzinsniveau erlaubt Neuanlagen zu attraktiven Renditen, stärkt die ökonomische Risikotragfähigkeit und führt nach der Unternehmensplanung zu Entlastungen beim Nachdotierungsbedarf für die Zinszusatzreserve. Die Anhebung des Höchstrechnungszinses hat die Wettbewerbsfähigkeit garantiebhafter Produkte verbessert. Die Gesellschaft beschreibt ihre Risikosituation in den Perspektiven Sicherheit und Ertrag ausdrücklich als positiv vom gestiegenen Zinsniveau geprägt. • Marktweite Preisdurchsetzung in der Schadenversicherung: Der GDV prognostiziert für 2026 Beitragszuwächse von 5,2%, insbesondere in der Kraftfahrtversicherung. Damit lässt sich der Sanierungskurs fortsetzen, ohne einen isolierten Wettbewerbsnachteil zu erzeugen. Die Gesellschaft erwartet für 2026 eine nochmalige Reduktion der Brutto-Schaden-Kosten-Quote und ein positives Segmentergebnis. • Effizienz- und Digitalisierungspotenzial: Die Modernisierung der Produkt- und Bestandsführungssysteme in Komposit und Leben, der Ausbau der Dunkelverarbeitung, Self-Services für Kunden und Vermittler sowie erste GenAI-Anwendungen sollen die Verwaltungskostenquote weiter senken und die Prozessqualität erhöhen.	• Von der allgemeinen Preisentwicklung entkoppelte Schadeninflation: Die Schadenkostenentwicklung in der Gebäudeversicherung, insbesondere bei Leitungswasserschäden und in der Kraftfahrtversicherung infolge steigender Ersatzteilkosten und Werkstatt-Stundensätze verläuft weiterhin oberhalb der Verbraucherpreisentwicklung. Sofern die Auswirkung auf künftige Versicherungsleistungen stärker ausfällt als kalkulatorisch berücksichtigt, entstehen Unterdeckungen bei Beiträgen und Rückstellungen; dies war bereits 2024 der Fall. • Stornorisiko verstärkt Marktrisiko in der Lebensversicherung: Kündigen Bestandskunden bei erhöhter Stornoquote in größerem Umfang, müssen ggf. Kapitalanlagen vorzeitig veräußert werden. Das eigentliche Solvency-II-Stornorisiko (Wegfall künftiger Bestandsgewinne) wirkt dagegen gegenläufig: Seine Kapitalanforderung sinkt bei steigendem Zins, da die wegfallenden Gewinne stärker abgezinst werden. • Naturgefahren- und Kumulrisiko: Das Katastrophenrisiko ist für die Schadenversicherungsgesellschaften von hoher Bedeutung. 2025 profitierte die Gruppe von einer branchenweit geringen Naturgefahrenbelastung, erfuhr aber weiterhin eine hohe Belastung aus Großschäden. Der GDV erwartet, dass Klimaschäden durch extreme Wetterereignisse die Schadenbilanz zunehmend belasten; damit verbunden sind steigende Rückversicherungskosten.

Ableitung des Chancen-/Risikoprofils (Kombination der internen und externen Perspektive)	
Chancen	Risiken
• BU-Kompetenz für die Präventions-positionierung nutzen: Über 1 Mio. Berufsunfähigkeitsverträge, seit 1998 aus eigenen Beständen abgeleitete Invalidentafeln und eine 21 Jahre in Folge mit FFF+ bewertete Produktqualität bilden die Datenbasis, um das Präventionsversprechen aktuariell zu unterlegen und in Beitragsstabilität zu übersetzen. Die für 2026 vorgesehene Modernisierung der Berufsunfähigkeitsprodukte kann diese Kompetenz in ein Differenzierungsmerkmal überführen. • Wachstumschancen mit geringer Solvabilitätskapitalbindung im Bankenbereich: Die FFPB mit betreuten Kundenvermögen von rd. 7,4 Mrd. € und die im Neugeschäft etablierte Kompetenz in der betrieblichen Krankenversicherung erlauben Wachstum über Provisions- und Beitragserlöse bei geringer Kapitalbindung. Der bestehende Firmenkundenzugang lässt sich für Cross-Selling zwischen Einkommensschutz, bAV und Gesundheitsleistungen nutzen • Durchgesetzte Preise im anziehenden Marktumfeld halten: Die bereits realisierten Preiserhöhungen, die restriktivere Annahmepolitik und die neuen Underwriting-Leitlinien treffen auf ein Marktumfeld, für das der GDV 2026 Beitragszuwächse von 5,2% erwartet. Die NBG kann das erreichte Preisniveau daher halten, ohne übermäßige Bestandsabgänge zu provozieren, und die bereits profitablen Sparten, selektiv ausbauen. • Digitalisierung zur Kostendegression bei erhaltener Vertriebsbreite: Die Modernisierung der Produkt- und Bestandsführungssysteme in Komposit und Leben, der Ausbau der Dunkelverarbeitung, Self-Services für Kunden und Vermittler sowie erste GenAI-Anwendungen hat das Potential, die bereits unter Vorjahresniveau liegenden Kostenquoten der Lebensversicherung (Abschlusskostenquote 4,7%, Verwaltungskostenquote 3,8%) weiter zu senken, ohne die Breite der fünf Vertriebswege aufzugeben.	• Sondereffekt-getriebene Verbesserung trifft auf strukturelle Schadenbelastung: Die Brutto-Schaden-Kosten-Quote von 96,0% (Vorjahr: 116,0%) ist wesentlich durch den Sondereffekt aus dem neuen kapitalstützenden Rückversicherungsvertrag (Anfalljahr 2025) getrieben. Die Netto-Schadenquote verschlechterte sich dagegen auf einen Zehnjahreshöchstwert (87,8% Konzernsegment bzw. 92,5% NAV); Haftpflicht (145,4%), Kfz-Haftpflicht (100,9%) und sonstige Kfz (100,8%) bleiben unprofitabel. Da der Sondereffekt nicht wiederkehrt, würde eine entkoppelte Schadeninflation oder ein durchschnittliches Naturgefahrenjahr die zugrunde liegende Ertragsschwäche ungemildert offenlegen. • Bestandsschrumpfung trifft auf verändertes Zinsumfeld: Der Konzernbestand sank auf 5,314 (Vorjahr: 5,703) Mio. Verträge – im Schaden-geschäft sanierungsbedingt gewollt, im Kern-geschäft Einkommensschutz jedoch nicht: Der Neuzugang an Lebensversicherungsverträgen fiel um 31,5% auf 71.019 Stück. Das gestiegene Zinsniveau erhöht die Attraktivität alternativer Anlagen und dürfte den Rückgang zusätzlich begünstigen, sodass beide Bestände – Schaden und Leben – gleichzeitig schrumpfen, wenn auch aus unterschiedlichen Gründen. • Konzentration der Kapitalanlage bei Marktrisiken riskant: Ein Zinsanstieg um einen Prozentpunkt verringerte den Marktwert der zinssensitiven Kapitalanlagen um 1,264 Mrd. €, ein Aktienkursrückgang um 20% um 0,425 Mrd. €, ein Rückgang der Private-Equity-Bewertungen um 20% um 0,457 Mrd. € und ein Rückgang der Immobilienbewertungen um 10% um 0,275 Mrd. €; auf den Bankensektor entfallen 24,5% der Kapitalanlagen. Da die zinssensitiven Anlagen nahezu vollständig als Anlagevermögen bilanziert sind, wirken Marktwertrückgänge handelsrechtlich zunächst nicht ergebniswirksam, belasten jedoch unmittelbar die ökonomischen Eigenmittel und damit die Solvabilitätsquote.

172. Das Chancen-Risiko-Profil der NBG dient im Weiteren zur Beurteilung der Plausibilität der Planung und der Auswahl der Gruppe vergleichbarer Unternehmen.

3.3 Vergleichsunternehmen (Peer Group-Unternehmen)

173. Zur Analyse und Plausibilisierung der Ertragskraft sowie zur Einschätzung des Risikos der zu erwartenden Zahlungen des Bewertungsobjekts werden regelmäßig Informationen über Vergleichsunternehmen (sog. „Peer Group“) herangezogen. Die Peer Group ist essenzieller Bestandteil einer Unternehmensbewertung, da sie zum Branchenvergleich der Planungsrechnung (sog. Benchmarking-Analyse), für die marktorientierte Bewertung (u.a. Multiplikator-Methode) und die Ableitung von Kapitalkosten (u.a. Betafaktor) benötigt wird.
174. Zur Auswahl der Peer Group bieten sich grundsätzlich Unternehmen der gleichen Branche bzw. mit einer vergleichbaren Produkt- und Marktstruktur an. Eine absolute Deckungsgleichheit der nach diesen Kriterien erhobenen Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt ist weder möglich noch erforderlich. Jedoch sollten die künftigen Zahlungsüberschüsse der als vergleichbar ausgewählten Unternehmen und des zu bewertenden Unternehmens aus einem weitgehend übereinstimmenden Geschäftsmodell resultieren. Für die marktorientierte Bewertung (u.a. Multiplikator-Methode) und die Ableitung von Kapitalkosten (u.a. Betafaktor) werden allerdings Kapitalmarktdaten benötigt. Aus diesem Grund und angesichts der zumeist eingeschränkten (öffentlichen) Verfügbarkeit von Informationen und relevanten Daten zu nicht börsennotierten Unternehmen werden in der Praxis vornehmlich am Kapitalmarkt gelistete Gesellschaften in der Peer Group berücksichtigt.
175. Für die Auswahl der Peer Group wurden börsennotierte Unternehmen mit vergleichbarem Geschäftsmodell und Leistungsspektrum analysiert. Ausgehend von einer breiten Grundgesamtheit von Unternehmen, die im Wesentlichen dem Bereich Versicherungsindustrie und Finanzdienstleistungen zuzuordnen sind, wurden auf Basis qualitativer Faktoren eine Vielzahl an nationalen und internationalen Unternehmen, die zu Vergleichszwecken in Frage kommen, identifiziert. Die Auswahl der letztendlich heranziehbaren Vergleichsunternehmen erfolgt anhand eines sog. Scoring-Modells, auf Basis dessen die Vergleichbarkeit der Peer Group-Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt beurteilt wird. Im Rahmen des Scoring-Modells wurden die relevanten Unternehmen nach qualitativen und quantitativen Kriterien analysiert und mit dem Bewertungsobjekt verglichen.
176. Mit dem qualitativen Kriterium „operative Vergleichbarkeit“ wurde geprüft, ob die Vergleichsunternehmen aus derselben oder einer ähnlichen Branche stammen, bzw. ein ähnliches Geschäftsmodell aufweisen. Dies soll sicherstellen, dass die Unternehmen ähnlichen operativen Einflüssen und Trends unterliegen. Das zweite Kriterium „regionale Vergleichbarkeit“ stellt den geografischen Bezug zum Bewertungsobjekt sicher. Unternehmen in verschiedenen Märkten können unterschiedlichen politischen, wirtschaftlichen und kulturellen Einflüssen unterliegen und deshalb ggf. nicht direkt miteinander verglichen werden. Die qualitativen Kriterien operative und regionale Vergleichbarkeit werden anhand einer 5-stufigen Skala in der Bandbreite von „Keine“ bis „Sehr hoch“ gemessen.
177. Die gewählten quantitativen Kriterien Größe (Gesamtumsatz), Profitabilität (Reingewinnmarge), Kapitalstruktur (Eigenkapital) und Rentabilität (Eigenkapitalrendite) sind fundamentalanalytisch begründet und erhöhen empirisch die Güte von rein qualitativen Selektionskriterien.

Tabelle 3-5: Peer Group-Auswahl untergliedert nach Bereichen

Vergleichsunternehmen	Land	Operative Vergleichbarkeit	Regionale Vergleichbarkeit	Gesamtumsatz in Mio. €	Reingewinnmarge in %	Eigenkapital in Mio. €	Eigenkapitalrendite in %
Peer Group Bereich Leben/Kranken							
ASR Nederland N.V.	Niederlande	Hoch	Hoch	17.124	3,2%	10.124	5,5%
NN Group N.V.	Niederlande	Sehr hoch	Hoch	14.344	8,3%	21.155	5,6%
Swiss Life Holding AG	Schweiz	Sehr hoch	Sehr hoch	11.711	10,5%	7.479	16,3%
Aviva plc	Großbritannien	Hoch	Hoch	28.677	3,2%	11.089	9,4%
Assicurazioni Generali S.p.A.	Italien	Hoch	Hoch	57.803	7,2%	34.788	12,2%
Storebrand ASA	Norwegen	Hoch	Hoch	59.377	8,5%	33.588	15,4%
AXA SA	Frankreich	Hoch	Hoch	94.691	7,87%	53.157	13,1%
Peer Group Bereich Schaden/Unfall							
Vaudoise Assurances Holding SA	Schweiz	Sehr hoch	Sehr hoch	1.599	9,77%	2.655	6,0%
UNIQA Insurance Group AG	Österreich	Hoch	Hoch	7.556	5,62%	3.165	13,9%
Vienna Insurance Group AG	Österreich	Hoch	Hoch	13.786	6,06%	7.331	12,0%
Unipol Assicurazioni S.p.A.	Italien	Hoch	Hoch	10.972	13,51%	10.715	14,6%
Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA	Polen	Mittel	Mittel	63.322	10,58%	72.653	9,7%
Zurich Insurance Group AG	Schweiz	Mittel	Mittel	73.083	9,30%	30.166	23,8%
Peer Group Bereich Finanzdienstleistungen							
Rathbones Group Plc	Großbritannien	Sehr hoch	Hoch	1.019	11,02%	1.352	8,3%
DWS Group GmbH & Co. KGaA	Deutschland	Sehr hoch	Sehr hoch	4.593	20,18%	7.480	12,4%
Brooks Macdonald Group plc	Großbritannien	Sehr hoch	Hoch	112	10,42%	154	7,6%
EFG International AG	Schweiz	Sehr hoch	Mittel	1.658	19,61%	2.389	13,6%
Jupiter Fund Management Plc	Großbritannien	Hoch	Hoch	431	23,29%	906	11,5%
VZ Holding AG	Schweiz	Hoch	Hoch	626	37,62%	1.183	21,0%
Liontrust Asset Management PLC	Großbritannien	Hoch	Hoch	170	9,83%	138	10,8%
Vontobel Holding AG	Schweiz	Hoch	Mittel	1.430	19,58%	2.479	11,9%
Skarbiec Holding S.A.	Polen	Hoch	Mittel	70	7,38%	181	2,9%
Premier Miton Group plc	Großbritannien	Hoch	Hoch	63	1,93%	112	1,1%
Impax Asset Management Group Plc	Großbritannien	Hoch	Hoch	142	14,30%	115	16,5%
Banca Generali S.p.A.	Italien	Hoch	Hoch	1.002	44,48%	1.581	29,3%
Polar Capital Holdings Plc	Großbritannien	Hoch	Hoch	226	15,62%	134	26,1%
City of London Investment Group Plc	Großbritannien	Sehr hoch	Mittel	73	26,95%	152	12,9%
Evli Oyj	Finnland	Hoch	Hoch	138	26,39%	160	23,3%
Record plc	Großbritannien	Sehr hoch	Hoch	40	19,10%	28	26,9%
Laiqon AG	Deutschland	Hoch	Sehr hoch	35	-56,56%	61	-27,7%
Titanium Oyj	Finnland	Hoch	Hoch	20	26,40%	16	31,4%

Quelle: Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

178. Die Peer Group ist entsprechend dem Leistungsspektrum der NBG in die drei Bereiche Leben- und Krankenversicherung, Schaden- und Unfallversicherung sowie Finanzdienstleistungen gegliedert. Die Ermittlung der Vergleichsunternehmen erfolgte für die Versicherungsbereiche und den Bereich Finanzdienstleistungen getrennt. Für die Versicherungsbereiche wurden börsennotierte Versicherungsunternehmen identifiziert und für den Bereich Finanzdienstleistungen entsprechende Finanzdienstleister. Nach Anwendung der in Tz. 373f. dargestellten Filter- und Scoring-Logik verbleiben sieben Unternehmen im Bereich Leben- und Krankenversicherung, sechs Unternehmen im Bereich Schaden- und Unfallversicherung sowie 18 Unternehmen im Bereich Finanzdienstleistungen und somit insgesamt 31 Vergleichsunternehmen, die in Kapitel 8.3 beschrieben werden.⁸²

⁸² In Kapitel 8.3 ist die Grundgesamtheit der Peer Group, in welcher alle relevanten Unternehmen aufgelistet sind, welche im Rahmen des Scoring-Modells nach qualitativen und quantitativen Kriterien analysiert und verglichen worden sind.

4 ALLGEMEINE BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE

179. Die im Folgenden wiedergegebenen Bewertungsgrundsätze gelten heute in Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur, in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere im IDW S 1, gefunden. Die Regelungen des IDW S 1 sind auch in der Rechtsprechung in Deutschland grundsätzlich anerkannt.
180. Auftragsgemäß nehmen wir eine eigenständige Bewertung der NBG AG zum Bewertungsstichtag unter Berücksichtigung des IDW S 1 vor. Im Folgenden werden die sich aus dem IDW S 1 ergebenden Grundsätze der Unternehmensbewertung dargestellt.

4.1 Abfindungsermittlung nach § 327a AktG

181. Die Übertragung von Aktien auf Verlangen des Hauptaktionärs gemäß § 327a AktG setzt die Gewährung einer angemessenen Barabfindung voraus. Die Festlegung der Barabfindung erfolgt durch den Hauptaktionär gemäß § 327b AktG. Sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen. Die Abfindung muss den wahren Wert der Unternehmensbeteiligung ersetzen.⁸³ Die marktorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses ist grundsätzlich für die Ermittlung des Werts einer Beteiligung geeignet. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs niederschlägt.⁸⁴
182. Der Rückgriff auf den Börsenkurs scheidet aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist. Das kann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum eine Marktenge vorliegt und mit den Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat.⁸⁵ Anhaltspunkte für das Vorliegen einer Marktenge können geringe Handelsvolumina, ein Handel nur an wenigen Börsentagen oder ein geringer Streubesitz der Aktien sein. An hinreichender Aussagekraft mangelt es Börsenkursen auch dann, wenn unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorliegen oder, wenn kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden.⁸⁶ Zudem scheidet der Rückgriff auf den Börsenkurs aus, wenn Marktteilnehmer durch eine fehlende Informationsbasis, wie beispielsweise nach einem durchgeführten Delisting und dem entsprechenden Wegfall von Veröffentlichungspflichten, nicht mehr in der Lage sind, sich ausreichend über das Unternehmen zu informieren und dessen Ertragskraft zutreffend zu bewerten.
183. Nach der jüngsten Rechtsprechung des BGH setzt die Bestimmung des Werts einer Unternehmensbeteiligung anhand des Börsenkurses nicht voraus, dass der Kapitalmarkt vollständig informationseffizient ist, also ein Zustand herrscht, in dem alle zugänglichen öffentlichen und nichtöffentlichen Informationen korrekt in den Kursen verarbeitet sind. Nur wenn

⁸³ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, Az. – 1 BvR 1613/94, 305f.; BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. – II ZB 12/21, Rn. 19.

⁸⁴ Vgl. BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024, Az. II ZB 5/22 Rn. 25; BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. – II ZB 12/21, Rn. 20.

⁸⁵ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, Az. – 1 BvR 1613/94, 309; BGH, Beschluss vom 12. März 2001, Az. – II ZB 15/00, 116.

⁸⁶ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 26. April 2011, Az. – 1 BvR 2658/10, Rn. 25; BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. – II ZB 12/21, Rn. 51; BGH Beschluss vom 31. Januar 2024, II ZB 5/22 Rn. 27.

im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann, darf der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.⁸⁷

184. Auftragsgemäß nehmen wir daher zunächst eine Analyse des Börsenkurses der Aktien der NBG AG vor. Zusätzlich wird auftragsgemäß eine eigenständige Bewertung der NBG AG unter Berücksichtigung des IDW S 1 vorgenommen. Die im Folgenden wiedergegebenen Bewertungsgrundsätze gelten heute in Theorie und Praxis für die Unternehmensbewertung als gesichert und haben ihren Niederschlag in der Literatur, in den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, insbesondere im IDW S 1, gefunden. Die Anwendung des IDW S 1 sind auch in der Rechtsprechung in Deutschland im Grundsatz anerkannt. Entsprechend der höchstrichterlichen Rechtsprechung kann in geeigneten Fällen zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung allein auf den Börsenkurs abgestellt werden.⁸⁸
185. In der Bewertungspraxis und der Rechtsprechung wird die Ermittlung des Unternehmenswerts der NBG AG zum Zeitpunkt der über den Squeeze Out beschlussfassenden Hauptversammlung vorgenommen. Als eine mögliche Vorgehensweise zur Ermittlung des Unternehmenswerts akzeptieren die Gerichte die Grundsätze zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts nach IDW S 1. Gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW („FAUB“) ist auch für die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung durch den gerichtlich bestellten Angemessenheitsprüfer eine Fundamentalebewertung vorzunehmen, die sich gemäß den berufsständischen Vorgaben des IDW nach dem IDW S 1 richtet.⁸⁹
186. Der objektivierter Unternehmenswert stellt einen intersubjektiv nachprüfbareren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren. Wegen der Wertrelevanz der persönlichen Ertragsteuern sind zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts Typisierungen der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner in Abhängigkeit vom Bewertungsanlass erforderlich.

4.2 Relevanz von Preisen und Börsenkursen

187. Bei börsennotierten Gesellschaften kann für Bewertungszwecke grundsätzlich auf den Börsenkurs abgestellt werden. Der Preis für Unternehmensanteile bildet sich auf freien Kapitalmärkten aus Angebot und Nachfrage. Er wird wesentlich von der Nutzenschätzung (Grenznutzen) der jeweiligen Käufer und Verkäufer bestimmt. Je nach dem mengenmäßigen Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage sowie den Einflussmöglichkeiten der Unternehmenseigner auf die Unternehmenspolitik (z.B. qualifizierte oder einfache Mehrheit, Sperrminorität oder Streubesitz) können festgestellte Börsenkurse mehr oder weniger

⁸⁷ Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. - II ZB 12/21, Rn. 20., BGH Beschluss vom 31. Januar 2024, Az. – II ZB 5/22, DB 2024, S. 1196 Rn. 26.

⁸⁸ Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023 - II ZB 12/21, BGHZ 236, 180 Rn. 18, S. 2.

⁸⁹ Vgl. FAUB, FAUB zur Relevanz des Börsenkurses, <https://www.idw.de/idw/themen-branchen/unternehmensbewertung-bwl/boersenkurse.html>, abgerufen am 17. April 2024.

stark von dem Wert des Eigenkapitals bzw. dem quotalen Anteil am Wert des Eigenkapitals abweichen, sodass dieser Stichtagskurs als Ausgangspunkt für die direkte Ableitung des Wertes des Eigenkapitals ungeeignet sein kann.

188. Tatsächlich gezahlte Preise für Unternehmen und Unternehmensanteile können – sofern Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt und hinreichende Zeitnähe gegeben sind – gemäß IDW S 1 zur Beurteilung der Plausibilität von Unternehmenswerten und Anteilswerten dienen.⁹⁰
189. Nach der jüngeren Rechtsprechung des BGH und der Oberlandesgerichte in Spruchverfahren ist der Börsenkurs eines börsennotierten Unternehmens grundsätzlich eine taugliche Grundlage für die Ermittlung einer angemessenen Abfindung bei aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen (siehe Kapitel 2. Abfindungsermittlung anhand des Börsenkurses). Basierend auf der höchstrichterlichen Rechtsprechung darf die Abfindung im Rahmen von aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen von börsennotierten Unternehmen darüber hinaus nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs ermittelt werden.⁹¹ Nach dieser Rechtsprechung bildet der gewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs (vor Bekanntgabe der Maßnahme) die Untergrenze der angemessenen Abfindung, sofern nicht aufgrund von Marktmanipulationen, Insiderhandel oder Marktengen der Börsenkurs nicht dem Verkehrswert der Aktie entspricht. In die Berechnung des gewichteten Dreimonatsdurchschnittskurses nach der Vorgehensweise der BaFin gehen nur solche Geschäfte ein, die mit den fraglichen Aktien in einem organisierten Markt⁹² in Deutschland getätigt wurden. Geschäfte, die im Freiverkehr getätigt werden, bleiben entsprechend der Vorgehensweise der BaFin bei der Ableitung des Dreimonatsdurchschnittskurses grundsätzlich unberücksichtigt.
190. Als Reaktion auf die zunehmende Relevanz der börsenkursbasierten Kompensation bei der Ermittlung der angemessenen Kompensation im Rahmen von Strukturmaßnahmen hat das Institut der Wirtschaftsprüfer mit Stand vom 18. November 2025 den „IDW Standard: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen (IDW S 17)“ veröffentlicht. Die Anwendung des IDW S 17 für die Angemessenheitsprüfung im Rahmen von aktienrechtlichen Squeeze Outs ist hierbei explizit gegeben.⁹³
191. Es ist darauf hinzuweisen, dass die Inhalte des IDW S 17 aus juristischer Sicht kontrovers diskutiert werden, insbesondere, weil das IDW Anforderungen an Börsenkurse formuliert, welche sich nicht in der höchstrichterlichen Rechtsprechung widerspiegeln.⁹⁴
192. Als zentrales Ziel des IDW S 17 soll sichergestellt werden, dass auch im Fall einer börsenkursorientierten Barabfindungsermittlung der volle wirtschaftliche Wert der Minderheitsaktionäre kompensiert wird. Hierfür muss sichergestellt werden, dass der Börsenkurs den wahren Wert der Anteile am Unternehmen widerspiegelt. Voraussetzungen hierfür sind

⁹⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 42.

⁹¹ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94, BGH, Beschluss vom 12. März 2001 · Az. II ZB 15/00 und BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010, Az. II ZB 18/09.

⁹² Zur Definition organisierter Märkte vgl. § 2 Abs. 11 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. §1 Abs. 1, § 2 Abs. 7 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG).

⁹³ Vgl. IDW S 17, Tz 11.

⁹⁴ Vgl. DVFA-Arbeitsgruppe Corporate Transaction & Valuation, Stellungnahme zu IDW ES 17.

unter anderem ein funktionierender Kapitalmarkt, also ein vorliegender Marktmechanismus mit effektiver Informationsverarbeitung und Informationsbewertung.⁹⁵ Zur Beurteilung dessen im Einzelfall hat das IDW Kriterien vorgeschlagen, die bei der Analyse des Börsenkurses als Maßstab für die Festlegung der angemessenen Kompensation zu prüfen sind. Bei den sechs vorgeschlagenen Kriterien handelt es sich um Anteilseigner-Struktur, Liquidität, Marktabdeckung, Umfang der Berichterstattung, Stichtagsprinzip und Kursbeeinflussung. Schlussendlich sind diese Kriterien in eine Gesamtbeurteilung zu überführen, die auch eine allgemeine Analyse der Kapitalmarktentwicklung beinhalten kann.⁹⁶

193. Die sechs vorgeschlagenen Kriterien werden anhand eines Ampelsystems beurteilt, wobei bei ausschließlich grünen Ausprägungen der Börsenkurs ohne zwingenden Vergleich mit dem objektivierten Unternehmenswert als Indikation für den wahren Wert herangezogen werden darf und eine Ermittlung des Ertragswerts nach IDW S 1 somit nicht mehr notwendig wäre.⁹⁷ Bei Vorliegen von mindestens einer gelben Ausprägung ist neben dem Börsenkurs der Ertragswert nach IDW S 1 zwingend zu ermitteln, wobei die Entscheidung, ob der Börsenkurs oder der objektivierte Unternehmenswert den wahren Wert widerspiegelt, eigenverantwortlich zu treffen ist.⁹⁸ Bei Vorliegen von mindestens einer roten Ausprägung ist der Börsenkurs als Maßstab für den wahren Wert zu verwerfen und die Kompensationsermittlung hat anhand des Ertragswerts nach IDW S 1 zu erfolgen.⁹⁹

4.3 Unternehmenswertkonzept nach IDW S 1

194. Der Wert des Eigenkapitals wird durch das zweckgerichtete Zusammenwirken aller im Unternehmen vorhandenen materiellen und immateriellen Werte bestimmt. Das Bewertungsobjekt muss nicht mit der rechtlichen Abgrenzung des Unternehmens identisch sein; zugrunde zu legen ist vielmehr das auftragsgemäße, oft nach wirtschaftlichen Kriterien definierte Bewertungsobjekt.
195. Der Wert des Eigenkapitals ist anlass- und zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln. Bei der Bewertung ist daher nur der Informationsstand zu berücksichtigen, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können.¹⁰⁰ Darüber hinaus sind nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder bereits hinreichend konkretisiert waren (sog. Wurzeltheorie).¹⁰¹
196. Generell wird in der Unternehmensbewertung zwischen Gesamt- und Einzelbewertungsverfahren unterschieden. Zu den Gesamtbewertungsverfahren zählen Unternehmensbe-

⁹⁵ Vgl. IDW S 17, Tz 25.

⁹⁶ Vgl. IDW S 17, Tz 31.

⁹⁷ Vgl. IDW S 17, Tz 35.

⁹⁸ Vgl. IDW S 17, Tz 34.

⁹⁹ Vgl. IDW S 17, Tz 33.

¹⁰⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 50-52.

¹⁰¹ Vgl. BayObLG, Beschluss vom 08. August 2025, Az.: 101 W 116/24; BGH, Urteil vom 28. Mai 2013, Az.: II ZR 67/12, BGHZ 197, 284, Rn. 59; BGH, Urteil vom 9. November 1998, Az.: II ZR 190/97, BGHZ 140, 35, Rn. 12; BGH, Beschluss vom 4. März 1998, Az.: II ZB 5/97, BGHZ 138, 136, Rn. 11; BGH, Urteil vom 17. Januar 1973, Az.: IV ZR 142/70, NJW 1973, 509, Rn. 17; OLG München, AG 2022, 669, Rn. 37 m. w. N.; OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. Januar 2016, Az.: 21 W 70/15, AG 2016, 551, Rn. 31; van Rossum, in: Münchener Kommentar zum AktG, § 305, Rn. 114 f.; Popp/Ruthardt, in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, § 12, Rn. 12, 83 f., § 14, Rn. 14.41 ff.

wertungsmethoden auf Basis von Kapitalwertkalkülen, wie z.B. die verschiedenen Varianten der Discounted Cashflow-Methode ("DCF-Methode") und die Ertragswert-Methode sowie die Multiplikator-Methode. Zu den Einzelbewertungsverfahren zählen bspw. der Liquidationswert und der Substanzwert.¹⁰²

197. Der Wert des Eigenkapitals nach IDW S 1 bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der finanziellen Überschüsse an die Unternehmenseigner (sog. Zukunftserfolgswert) zuzüglich des Werts etwaiger nicht betriebsnotwendiger Vermögenswerte. Die Wertermittlung erfolgt grundsätzlich unter der Annahme der Fortführung des Unternehmens. Zur Ableitung des Barwerts der finanziellen Überschüsse werden Kapitalkosten verwendet, welche die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentieren. Demnach wird der objektivierte Wert des Unternehmens allein aus seiner Ertragskraft, d.h. seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet.¹⁰³ Hierzu werden nach Theorie und Praxis die Ertragswert-Methode und die Varianten der DCF-Methode verwendet. Nur für den Fall, dass der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben (sog. Liquidationswert), den Fortführungswert übersteigt, kommt der Liquidationswert als Unternehmenswert in Betracht.¹⁰⁴
198. Der Zukunftserfolgswert hängt in erster Linie von der Fähigkeit des Unternehmens ab, finanzielle Überschüsse zu erwirtschaften. Eine Unternehmensbewertung setzt daher die Prognose der entziehbaren künftigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens voraus. Wertbestimmend sind aber nur diejenigen finanziellen Überschüsse des Unternehmens, die in den Verfügungsbereich der Eigentümer gelangen (sog. Zuflussprinzip).
199. Der Wert des Eigenkapitals lässt sich daher direkt durch Netto-Kapitalisierung anhand der sogenannten Ertragswert-Methode bzw. des Equity-Ansatzes als eine Variante der DCF-Methode (sog. „Cashflow to Equity-Ansatz“) ermitteln (sog. „Equity-Ansätze“). Alternativ kann der Wert des Eigenkapitals auch indirekt durch Brutto-Kapitalisierung nach dem Konzept der durchschnittlichen gewogenen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital - WACC) mit dem sog. WACC-Ansatz, dem Adjusted Present Value- oder dem Total Cashflow-Ansatz (APV-Ansatz bzw. TCF-Ansatz) ermittelt werden (sog. „Entity-Ansätze“). Während bei der direkten Ermittlung die um die Fremdkapitalkosten verminderten (gesamten) finanziellen Überschüsse in einem Schritt diskontiert werden, bezieht sich die Diskontierung im Rahmen der indirekten Ermittlung auf die finanziellen Überschüsse aus der Geschäftstätigkeit und einer anschließenden Minderung des so ermittelten Unternehmensgesamtwerts (Enterprise Value oder Entity Value) um den Marktwert der verzinslichen Verbindlichkeiten.
200. Dabei ist bei Ermittlung des Werts des Eigenkapitals gemäß IDW S 1 die Kapitalstruktur anhand des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts abzuleiten. Eine Optimierung der Kapitalstruktur, die sich aufgrund des Einflusses des Hauptaktionärs

¹⁰² Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 8.

¹⁰³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 35.

¹⁰⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 151.

beispielsweise umsetzen ließe, ist gemäß IDW S 1 für die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals aus der Perspektive des typisierten Eigenkapitalgebers nicht maßgeblich.

201. Bei der Abfindungsbemessung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wird von der Rechtsprechung regelmäßig auf die Wertrelevanz persönlicher Steuern hingewiesen, sodass in dieses Gutachten die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals auch unter der Annahme der unmittelbaren Typisierung gemäß IDW S 1, d.h. mit typisierter Berücksichtigung persönlicher Einkommensteuern (Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern) aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner, erfolgt.

4.4 Bewertung anhand der DCF- bzw. Ertragswert-Methode

202. Der Wert des Eigenkapitals kann gemäß IDW S 1 auf Basis einer oder mehrerer Varianten der DCF-Methode oder nach der Ertragswert-Methode ermittelt werden.¹⁰⁵ Bei sachgerechter Anwendung und konsistenten Annahmen hat die Wahl der Bewertungsmethode innerhalb der DCF-Methoden (Cashflow to Equity-, WACC-, APV- und Total Cashflow-Ansatz) bzw. der Ertragswert-Methode keinen Einfluss auf den Wert des Eigenkapitals. Gemäß IDW S 1 sind diese auf Kapitalwertkalkülen beruhenden Bewertungsmethoden deshalb als gleichwertig anzusehen.¹⁰⁶
203. Die Planung der finanziellen Überschüsse wird hierbei üblicherweise in mindestens zwei Phasen vorgenommen. Die erste, sogenannte Detailplanungsphase umfasst einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren und basiert grundsätzlich auf einer detaillierten Planungsrechnung des Bewertungsobjekts. Da sich das Bewertungsobjekt zum Ende der Detailplanungsphase zumeist noch nicht im zum Ansatz der Fortführungsphase notwendigen „nachhaltigen Zustand“ befindet, sind im Rahmen einer zweiten Phase, der sog. „Konvergenzphase“, entsprechende Annahmen, zum Beispiel in Bezug auf längerfristige Investitions- oder Produktlebenszyklen zur Ableitung der nachhaltigen finanziellen Überschüsse zu treffen. Die dritte Phase, die sogenannte Fortführungsphase („Terminal Value“ bzw. kurz „TV“ oder „Ewige Rente“), unterstellt für das Bewertungsobjekt einen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand, innerhalb dessen die jährlichen finanziellen Überschüsse als konstant oder mit konstanter Rate wachsend angenommen werden.¹⁰⁷

4.4.1 Ermittlung des Ertragswerts nach persönlichen Steuern

204. Bei Anwendung der Ertragswert-Methode wird der Ertragswert direkt durch Diskontierung der den Eigenkapitalgebern zustehenden Ausschüttungen nach persönlichen Steuern mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern zum Bewertungsstichtag berechnet.
205. Bei der Ertragswert-Methode nach persönlichen Steuern wird der bewertungsrelevante Zahlungsstrom ausgehend vom Jahresergebnis (vor Minderheiten) ermittelt. Davon sind

¹⁰⁵ Vgl. IDW i.d.F. 2026, Rz. 128ff.

¹⁰⁶ Vgl. IDW i.d.F. 2026, Rz. 128.

¹⁰⁷ Vgl. IDW i.d.F. 2026, Rz. 68-70.

die Netto-Investitionen in das Anlagevermögen, die Investitionen in das Netto-Umlaufvermögen und die sich aufgrund der geplanten Kapitalstruktur ergebenden Veränderungen der verzinslichen Verbindlichkeiten abzuziehen, welche in Summe der Gewinnthesaurierung entsprechen.

= Jahresergebnis (vor Minderheiten)

- Gewinnthesaurierung

= Finanzieller Überschuss

davon Dividendenausschüttung (abzüglich Abgeltungsteuer + SolZ (26,4%))

davon fiktive Thesaurierungen (abzüglich hälftiger Abgeltungsteuer + SolZ (13,2%))

= Finanzieller Überschuss nach persönlichen Steuern

206. Aufgrund der Berücksichtigung persönlicher Steuern im Rahmen der Ertragswert-Methode nach IDW S 1 sind Annahmen bezüglich der Dividendenausschüttungspolitik bzw. Dividendenausschüttungsquote erforderlich.
207. Die konsistente Berücksichtigung typisierter persönlicher Besteuerungsfolgen erfordert eine bewertungstechnische Aufteilung der finanziellen Überschüsse (nach Gewinnthesaurierung, d.h. notwendigen Thesaurierungen aufgrund der Planannahmen zum Investitionsprogramm und zur Kapitalstruktur) in einen Dividendenanteil einerseits und einen fiktiv thesaurierten Anteil andererseits. Diese Unterscheidung ist notwendig, da Dividenden und Kursgewinne (fiktive Thesaurierungen) mit unterschiedlichen effektiven Steuersätzen auf Ebene der Anteilseigner belastet werden.

4.4.2 Minderheiten

208. Da Minderheiten bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse zunächst unberücksichtigt bleiben, wird eine gesonderte Bewertung der auf Minderheiten entfallenden finanziellen Überschüsse vorgenommen.
209. Der Wert der Minderheiten wird durch Diskontierung mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten ermittelt.

4.4.3 Sonderwerte

210. Sachverhalte, die im Rahmen der Ermittlung des DCF- bzw. Ertragswerts nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten. Als Sonderwerte kommen insbesondere nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte in Frage. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögenswerte, die nicht zur Erzielung von finanziellen Überschüssen im Rahmen der eigentlichen operativen Unternehmensaufgabe erforderlich sind. Hierzu zählen beispielsweise nicht betriebsnotwendige liquide Mittel, nicht mehr genutzte Betriebsgrundstücke oder Kunstgegenstände.
211. Weiterhin können u.a. auch besondere steuerliche Sachverhalte aus Transparenz- oder Komplexitätsgründen als Sonderwerte berücksichtigt werden.

4.4.4 Wert des Eigenkapitals bzw. Unternehmenswert

212. Die Berücksichtigung von Sonderwerten und Minderheiten ergänzend zum DCF- bzw. Ertragswert führt zum Wert des Eigenkapitals („Unternehmenswert“) des Bewertungsobjekts.

DCF- bzw. Ertragswert

- Minderheiten

+/- Sonderwerte

= **Wert des Eigenkapitals („Unternehmenswert“)**

4.5 Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator-Methode

213. Neben der Ableitung des Unternehmenswerts auf Basis der DCF-bzw. der Ertragswert-Methode können Unternehmenswerte mit Hilfe der Multiplikator-Methode ermittelt werden.
214. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße (häufig Umsatz- oder Ergebnisgrößen) des Unternehmens mit dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von geeigneten Vergleichsunternehmen abgeleitet wird. Dabei können analog zu DCF- und Ertragswert-Methode sog. „Enterprise-Multiplikatoren“ und „Equity-Multiplikatoren“ verwendet werden. Bei den Enterprise-Multiplikatoren wird zunächst der Unternehmensgesamtwert ermittelt, welcher durch Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten und Minderheiten sowie Berücksichtigung der Sonderwerte auf den Wert des Eigenkapitals überzuleiten ist. Bei den Equity-Multiplikatoren hingegen ist ein Abzug der verzinslichen Verbindlichkeiten nicht erforderlich.
215. Gemäß den Grundsätzen des IDW S 1 stellt die Multiplikator-Methode keine gleichrangige Methode der Unternehmensbewertung, sondern lediglich ein vereinfachtes Preisfindungsverfahren dar. Die Multiplikator-Methode kann nach den Grundsätzen des IDW S 1 lediglich zur Plausibilitätskontrolle der Ergebnisse der Bewertung nach der Ertragswert- bzw. DCF-Methode verwendet werden.¹⁰⁸
216. Das theoretische Fundament der Multiplikator-Bewertung ist das sog. „Law of One Price“ (Gesetz von der Unterschiedslosigkeit der Preise), welches i.e.S. besagt, dass gleiche Güter auf demselben Markt zum selben Preis gehandelt werden sollten, da andernfalls Arbitragemöglichkeiten bestehen würden. Weiter gefasst kann darunter auch verstanden werden, dass vergleichbare Vermögenswerte (z.B. Unternehmen oder Unternehmensanteile) zu vergleichbaren Preisen gehandelt werden sollten.
217. Bei der Bewertung anhand von Multiplikatoren werden wertbildende Bezugsgrößen von Vergleichsunternehmen, i.d.R. Ertrags- und Überschussgrößen wie Umsatzerlöse, EBITDA und EBIT etc. in Relation zu deren beobachtbaren Marktpreisen gesetzt und die so ermittelten Relationen (die Multiplikatoren) auf das zu bewertende Unternehmen übertragen.

¹⁰⁸ Vgl. IDW i.d.F. 2026, Rz. 140.

Dabei wird davon ausgegangen, dass zwischen den zugrundeliegenden Bezugsgrößen und dem Unternehmensgesamtwert ein proportionaler Zusammenhang besteht. Die genannten Bezugsgrößen werden hilfsweise herangezogen, da für Cashflow- und Kapitalrenditegrößen (insbesondere für die Peer Group) regelmäßig keine Prognosen von Analysten erstellt und veröffentlicht werden. Entscheidendes Merkmal der Multiplikator-Methode ist, dass als Ausgangspunkt für die Bewertung beobachtbare Preise dienen. Zur Herstellung der notwendigen Äquivalenz mit dem zu bewertenden Unternehmen werden jedoch diese Preise angepasst, um im Endergebnis eine Schätzung für den fundamentalen Unternehmensgesamtwert zu erhalten. Solche Anpassungen können v.a. bei verzerrten Marktpreisbildungen aufgrund externer Schocks (z.B. durch die Finanz- und Wirtschaftskrise) erforderlich sein.

218. Ein Vorteil der multiplikatorgestützten Unternehmensbewertung ist deren strikte Marktbezogenheit. Die zugrundeliegenden Preisrelationen sind beobachtbar und werden tatsächlich auf Kapitalmärkten und/oder bei Unternehmenstransaktionen bezahlt. Andererseits ist diese Bewertungsmethode (ebenso wie die Ableitung der Kapitalkosten aus Kapitalmarktdaten) damit auch Marktunvollkommenheiten und -ineffizienzen ausgesetzt, die zu Abweichungen zwischen beobachtbaren Preisen und intrinsischen Werten führen können und durch den Gutachter zu korrigieren sind. Insbesondere in Krisenphasen müssen die vorliegenden Marktpreise aufgrund von möglichen Verzerrungen und Sondersituationen kritisch gewürdigt werden.
219. Im Folgenden werden für die multiplikatorgestützte Bewertung daher, ebenso wie die Diskontierungsmethode, unternehmensinterne Planungen und Informationen genutzt. Die ermittelten Multiplikatoren der Peer Group-Unternehmen werden auf die realisierten und die von der Unternehmensleitung geplanten Bezugsgrößen (auf Basis derselben Planungsrechnung wie bei der DCF-bzw. Ertragswert-Methode) angewendet. Allerdings ist der verfügbare Zeitraum der Prognose deutlich kürzer als bei Anwendung von Bewertungsverfahren auf Basis von Kapitalwertkalkülen.
220. Der Multiplikator ergibt sich aus dem Verhältnis von Preis zur Bezugsgröße des Vergleichsunternehmens. Analysen basieren regelmäßig auf Multiplikatoren der vergangenen zwölf Monate bzw. des vergangenen Jahres (sog. „LTM-Multiplikatoren“ bzw. „Stichtags-Multiplikatoren“) sowie der darauffolgenden Jahre (sog. „Forward-Multiplikatoren“). Grundsätzlich sind zukunftsorientierte Multiplikatoren bei der marktpreisorientierten Bewertung vorzuziehen. Historische Multiplikatoren, wie LTM-Multiplikatoren, können durch Sondereffekte verzerrt sein. Zukunftsorientierte Multiplikatoren hingegen basieren typischerweise auf normalisierten Schätzungen von Analysten, während LTM-Multiplikatoren auf Ist-Werten basieren. LTM-Multiplikatoren finden zur Wahrung der Zeitkongruenz primär Verwendung bei Transaktionsmultiplikatoren.
221. Für die Bewertung von Versicherungsunternehmen und Finanzdienstleistungsunternehmen werden i.d.R. nur Equity-Multiplikatoren verwendet. Beim sog. Price-/Book-Multiplikator (deutsch: Kurs-/Buchwert-Multiplikator) wird der Multiplikator durch das Verhältnis von Börsenkurswert und Buchwert des Eigenkapitals gebildet. Beim sog. Price/Earnings-Multiplikator wird eine Verhältniskennzahl aus Börsenkurswert und (erwarteten) Jahresüberschuss gebildet.

4.6 Liquidationswert

222. Liquidationswerte und Substanzwerte werden in der Literatur im Gegensatz zu den Gesamtbewertungsverfahren, wie der Ertragswert- oder DCF-Methode, als Einzelbewertungsverfahren bezeichnet. Der Liquidationswert wird in den Grundsätzen des IDW S 1 als Wertuntergrenze herangezogen. Hierbei wird explizit auf eine „möglichst vorteilhafte“ Verwertung abgestellt. Der Liquidationswert ist demnach den Ergebnissen der oben beschriebenen Bewertungsmethoden gegenüberzustellen.
223. Erweist es sich insgesamt gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, die in den Unternehmen vorhandenen einzelnen Vermögenswerte oder in sich geschlossene Betriebsteile gesondert zu veräußern, ist grundsätzlich die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse als Liquidationswert zu berücksichtigen, sofern dem nicht rechtliche oder tatsächliche Zwänge entgegenstehen.¹⁰⁹ Für gesellschaftsrechtliche Bewertungsanlässe ist der Liquidationswert nach der Rechtsprechung jedoch dann nicht heranzuziehen, wenn eine Fortführungsabsicht besteht und die Fortführung des Unternehmens nicht schlechterdings unvertretbar ist.¹¹⁰
224. Der Wert des zu liquidierenden Vermögens wird vom Absatzmarkt für die zu liquidierenden Vermögenswerte bestimmt. Eine besondere Bedeutung kann dabei den immateriellen Vermögenswerten, den Grundstücken und Gebäuden sowie technischen Anlagen und Vorräten zukommen, da in diesen Vermögenswerten wesentliche stille Reserven zu erwarten sind.
225. Darüber hinaus hat die unterstellte Zerschlagungsgeschwindigkeit wesentlichen Einfluss auf den Wert des Vermögens. Grundsätzlich gilt, dass durch eine beschleunigte Liquidation innerhalb kurzer Zeit („Zerschlagung“) einerseits die finanziellen Überschüsse relativ früh anfallen, andererseits jedoch auch negative Auswirkungen auf die Veräußerungsbedingungen, insbesondere das zu erwartende Preisniveau, zu erwarten sind. Im Gegensatz dazu bestehen im Rahmen einer planmäßigen Liquidation über mehrere Jahre („Abwicklung“) zwar grundsätzlich günstigere Veräußerungsbedingungen, die dabei erzielten Liquidationserlöse fallen jedoch teilweise deutlich später an und sind aus Vergleichsgründen auf den Liquidationszeitpunkt zu diskontieren.
226. Von dem so ermittelten Vermögenswert sind bestehende Schulden zu ihrem Ablösebetrag abzuziehen. Dabei sind erst infolge der Liquidation entstehende Passivposten, z.B. Sozialplanverpflichtungen, sowie durch Liquidation entfallende Verpflichtungen wie Aufwands- und Kulanzrückstellungen bei der Wertermittlung entsprechend zu berücksichtigen. Die Überschüsse werden in einem weiteren Bewertungsschritt um voraussichtliche Liquidationskosten, die im Zusammenhang mit der Veräußerung entstehen und von dem zu liquidierenden Unternehmen zu tragen sind, sowie Ertragsteuern auf einen ggf. anfallenden Liquidationsgewinn gekürzt.

¹⁰⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 151 ff.

¹¹⁰ Vgl. OLG Karlsruhe, 30.7.2024 – 12 W 26/23, S. 26; OLG Frankfurt/M., 13.9.2021 – 21 W 38/15, Rn. 149; OLG Zweibrücken, 23. November 2020 – 9 W 1/18, Rn. 92.

227. Die Bewertung der Substanz (Substanzwert) unter Wiederbeschaffungsgesichtspunkten führt zum sog. Rekonstruktionswert des Unternehmens, der wegen der im Allgemeinen fehlenden immateriellen Werte nur einen Teilrekonstruktionswert darstellt. Dieser hat keine selbstständige Aussagekraft für die Ermittlung des Gesamtwerts einer fortzuführenden Unternehmung.¹¹¹ Substanzwerte werden daher im Hinblick auf den Bewertungsanlass nicht ermittelt.
228. Da die NBG versicherungsaufsichtsrechtlichen Regelungen unterliegt, deren zentrales Ziel die Sicherung des Fortbestands des Unternehmens und der Schutz der Versicherungsnehmer ist, insbesondere durch die laufende Einhaltung der regulatorischen Eigenmittelanforderungen, stellt eine Liquidation aus heutiger Sicht kein realistisches Bewertungsszenario dar. Daher wurde der Liquidationswert im Rahmen dieser Bewertung nicht herangezogen.

4.7 Berücksichtigung von Synergien im Kontext von IDW S 1

229. Nach IDW S 1 sind Synergien bei der Unternehmensbewertung zu würdigen. Unter Synergieeffekten versteht man die Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen. Zur Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts ist nach der Rechtsprechung zwischen sog. unechten und echten Synergien zu unterscheiden.¹¹² Unechte Synergien sind dadurch gekennzeichnet, dass sie sich auch ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrundeliegenden Maßnahme realisieren lassen. Die aus unechten Synergien resultierenden finanziellen Überschüsse sind bei der Bestimmung eines objektivierten Unternehmenswerts grundsätzlich zu berücksichtigen, jedoch nur soweit die synergienstiftenden Maßnahmen bereits zum Bewertungsstichtag eingeleitet, im Unternehmenskonzept dokumentiert oder bereits hinreichend konkretisiert sind. Im Unterschied hierzu ergeben sich echte Synergieeffekte erst durch die dem Bewertungsanlass zugrundeliegende Maßnahme und sind in der Unternehmensbewertung nicht zu berücksichtigen.
230. Im IDW S 1 (i.d.F. 2026) wird die Berücksichtigung von Synergien ausdrücklich an den Erfordernissen des jeweiligen Bewertungsanlasses ausgerichtet.¹¹³ Dabei sind die maßgeblichen rechtlichen Rahmenbedingungen des konkreten Bewertungsfalls bei der Würdigung der Synergien zu berücksichtigen. Vor diesem Hintergrund werden bei der Unternehmensentwicklung der NBG Synergien im Einklang mit der Rechtsprechung, auch derjenigen des OLG Düsseldorf¹¹⁴, behandelt. Dementsprechend werden ausschließlich solche Synergieeffekte berücksichtigt, die unabhängig vom Squeeze Out als der zugrunde liegenden Strukturmaßnahme realisierbar sind.
231. Das OLG Düsseldorf hat jüngst erneut hervorgehoben, dass das gesetzliche Bewertungsziel die Ermittlung einer angemessenen Abfindung ist, die dem ausscheidenden Aktionär eine

¹¹¹ Vgl. u.a. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 207 sowie IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 6.

¹¹² Vgl. BGH, Beschluss vom 4. März 1998, - II ZB 5/97, OLG München, 19. Januar 2022, 31 Wx 366/17; OLG Hamburg, 23. September 2021, 13 W 87/18; OLG Düsseldorf, 8. Juli 2021, 26 W 10/20; OLG Stuttgart, 30. März 2021, 20 W 8/19; OLG München, 2. September 2019, 31 Wx 358/16; OLG Frankfurt, 26. Januar 2017, 21 W 75/15.

¹¹³ Vgl. insb. Rz. 4, 18 und 84 IDW S 1 i.d.F. 2026.

¹¹⁴ Vgl. Hinweisbeschluss vom 11. Dezember 2025, I-26 W 5/21 [AktE].

volle Entschädigung für den Wert seiner Beteiligung am Unternehmen verschaffen soll. Dieser Wert sei, so das OLG Düsseldorf, der Grenzwert, zu dem der Aktionär ohne wirtschaftlichen Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden könne.¹¹⁵ Dem gesetzlichen Bewertungsziel der Entschädigung des Aktionärs für den Verlust seiner Beteiligung widerspricht es, echte Synergien, die erst durch die Umsetzung der Strukturmaßnahme, aufgrund derer der Aktionär ausscheidet, realisiert werden, bei der Unternehmenswertermittlung zu berücksichtigen. Auf eine Berücksichtigung von echten Synergien hat der ausscheidende Aktionär somit im Einklang mit der Rechtsprechung des OLG Düsseldorf keinen Anspruch. Der Ertragswert ist deshalb nach diesen Leitlinien der Rechtsprechung zur Abfindungsermittlung auch gemäß dem IDW S 1 i.d.F. 2026 ohne Berücksichtigung echter Synergien zu ermitteln.

232. Die Berücksichtigung nur von unechten Synergien war schon im IDW S 1 i.d.F. 2008 vorgesehen und entspricht der Rechtsprechung zu einer Vielzahl von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen. Sie steht auch in Übereinstimmung mit der höchstrichterlichen Rechtsprechung des BVerfG¹¹⁶ und des BGH¹¹⁷. Der BGH führt aus, dass für die Bemessung der Barabfindung die am Stichtag bestehenden Verhältnisse der beherrschten Gesellschaft maßgeblich sind. Synergien, die bei der beherrschten Gesellschaft erst infolge eines Unternehmensvertrags realisiert werden, scheiden deshalb, so der BGH, von vornherein aus der Betrachtung aus. Zur Begründung verweist der BGH darauf, dass der Grenzwert maßgeblich sei, zu dem die außenstehenden Aktionäre aus der Gesellschaft ausscheiden können, ohne wirtschaftliche Nachteile zu erleiden.

4.8 Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung

IDW S 1

233. Gemäß IDW S 1 stellt der objektivierte Unternehmenswert einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner dar. Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des vom Management verfolgten Geschäftsmodells mit realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen, -risiken und finanziellen Möglichkeiten sowie sonstiger Einflussfaktoren.¹¹⁸ Somit beruht die Bewertung eines Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft und beinhaltet die Erfolgchancen, die sich zum Bewertungsstichtag aus bereits eingeleiteten oder hinreichend konkretisierten Maßnahmen im Rahmen des bisherigen Unternehmenskonzepts ergeben und die Planung der Zukunftserfolge aus Perspektive eines umfassend informierten Eigenkapitalgebers mit ausschließlich finanzieller Zielsetzung und ohne einseitigen Einfluss auf den Unternehmenswert plausibel ist.¹¹⁹

¹¹⁵ Hinweisbeschluss vom 11. Dezember 2025, I-26 W 5/21 [AktE], S.14.

¹¹⁶ Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, 1 BvR 1613/94, Rz. 48 sowie Rz. 58–60.

¹¹⁷ Vgl. BGH, Beschluss vom 4. März 1998, II ZB 5/97, Abschnitt III.3.

¹¹⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 77.

¹¹⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 77f.

234. Die künftigen finanziellen Überschüsse müssen aus einer konsistenten und integrierten Unternehmensplanung (Financial Model), bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanzplanung und Kapitalfluss- bzw. Cashflow-Rechnung, abgeleitet werden.¹²⁰
235. Ergänzend wird im IDW S 1¹²¹ sowie im IDW Praxishinweis 2/2017¹²² konkretisiert, welche Maßstäbe im Rahmen der Plausibilisierung der Unternehmensplanung angelegt werden sollten. Die Plausibilisierung der Planungsrechnung soll in den folgenden drei Bereichen erfolgen:
- Rechnerische und formelle Plausibilität,
 - Interne Plausibilität,
 - Externe Plausibilität.
236. Den ersten Schritt stellt i.d.R. die rechnerische und formelle Überprüfung der Unternehmensplanung dar. Dabei werden die Fehlerfreiheit der Berechnungen und die Konsistenz der Annahmen zwischen den Teilplänen überprüft. Die erste inhaltliche Würdigung erfolgt sodann bei der internen Plausibilisierung. Diese besteht zum einen aus dem Abgleich der Unternehmensplanung mit den strategischen und operativen Zielen des Managements. Zum anderen soll eine Unternehmensanalyse erfolgen, d.h. eine Vergangenheitsanalyse und eine Würdigung der Unternehmenspotentiale sowie deren Konsistenz mit der Unternehmensplanung. Letztlich ist die Unternehmensplanung auch anhand externer Maßstäbe zu plausibilisieren. Dies umfasst sowohl allgemeine Marktanalysen als auch die Analyse des spezifischen Wettbewerbsumfelds des zu bewertenden Unternehmens. Die externe Plausibilisierung stellt sicher, dass die vom Unternehmen aufgestellte Planung nicht im Widerspruch zu makroökonomischen, absatzmarktspezifischen sowie wettbewerbsrelevanten Entwicklungen und Prognosen steht. Insbesondere die SWOT-Analyse, in der die wesentlichen unternehmensinternen und externen Faktoren komprimiert analysiert werden, ist essenziell für die externe Plausibilisierung der Planungsrechnung. Für den als neutraler Gutachter zu ermittelnden objektivierten Unternehmenswert ist gemäß IDW eine vollumfängliche Plausibilisierungsbeurteilung erforderlich.¹²³

Angewendeter Maßstab zur Plausibilisierung der Unternehmensplanung

237. Im Folgenden analysieren wir zur Plausibilisierung der Planung den grundsätzlichen Aufbau der Planung, den Planungsprozess und die Planungstreue in der Vergangenheit. Der relevante Maßstab in Bezug auf die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Planungsrechnung wird dabei durch die höchstrichterliche Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts bestätigt bzw. konkretisiert. Demnach müssen Planerwartungen auf zutreffenden

¹²⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 66.

¹²¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 74ff.

¹²² Vgl. IDW Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierung, Due Diligence und Fairness Opinion, 2/2017.

¹²³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 24.

Informationen beruhen, auf realistischen Annahmen aufbauen und dürfen nicht in sich widersprüchlich sein.¹²⁴ Da auftragsgemäß eine eigenständige Ermittlung des Werts des Eigenkapitals durchzuführen ist, wurde eine entsprechende Plausibilisierung der Planung vorgenommen.

- 238. Der Plausibilisierungsmaßstab für die der Bewertung zugrunde gelegten Unternehmensplanung bezieht sich analog zu IDW S 1 und der Rechtsprechung auf die rechnerische Richtigkeit, die Widerspruchsfreiheit sowie der Konsistenz der Prämissen, auf denen die Planung beruht.
- 239. Unter Bezugnahme auf die Geschäftsstrategie und auf das generelle Marktumfeld werden kennzahlenbasierte Analysen der historischen sowie der geplanten Ergebnisse durchgeführt. Die Analysen beinhalten ein Benchmarking mit historischen Ergebnissen und einen Vergleich mit Analystenschätzungen für die Peer Group-Unternehmen.

¹²⁴ Vgl. BVerfG, 1 BvR 3221/10 vom 24. Mai 2012, Abs. 12.

5 KAPITALKOSTEN

240. Für die Bewertung eines Unternehmens sind die künftig zu erwartenden finanziellen Überschüsse mit geeigneten Kapitalkosten auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Diese werden aus dem (erwarteten) Ertrag und dem Preis der im Vergleich zum Bewertungsobjekt besten alternativen Kapitalverwendung gebildet. Ökonomisch gesehen bilden die Kapitalkosten die Entscheidungsalternative eines Investors ab, der die Rendite seiner Investition in ein bestimmtes Unternehmen mit der Rendite einer entsprechenden Alternativanlage in Unternehmensanteilen vergleicht. Die Kapitalkosten repräsentieren dann die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage, wenn diese dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.¹²⁵
241. Für die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals vor persönlichen Steuern gemäß IDW S 1 wird der Cashflow to Equity-Ansatz der DCF-Methode verwendet. Dabei werden die finanziellen Überschüsse bzw. der Cashflow to Equity vor persönlichen Steuern unter Anwendung der mittelbaren Typisierung gemäß IDW S 1 angewendet.
242. Im Rahmen der Ertragswert-Methode wird der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern auf Grundlage der unmittelbaren Typisierung nach IDW S 1 ermittelt.
243. Grundlage für diese Wertermittlung sind jeweils die den Eigenkapitalgebern zufließenden finanziellen Überschüsse. Demnach werden die den Eigenkapitalgebern zufließenden finanziellen Überschüsse mit den verschuldeten Eigenkapitalkosten diskontiert, die den durchschnittlichen Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber entsprechen.

5.1 Eigenkapitalkosten

244. Die verschuldeten Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern werden periodenspezifisch folgendermaßen bestimmt:

$$r_{EK}^{V;nSt} = r_{f(n.pers.Steuern)} + \beta_V \times MRP_{(n.pers.Steuern)}$$

mit

$r_{EK}^{V;nSt}$:	Verschuldete Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern
$r_{f(n.pers.Steuern)}$:	Risikoloser Basiszinssatz (nach persönlichen Steuern)
β_V :	Verschuldeter Betafaktor („levered Betafaktor“)
$MRP_{(n.pers.Steuern)}$:	Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern)

245. Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form von Aktienportfolien) in Betracht. Diese Renditen lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und eine von den

¹²⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2026, Rz. 108ff.

Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderten Risikoprämie zerlegen.

5.1.1 Basiszinssatz

246. Der Basiszinssatz repräsentiert die Rendite einer (quasi) risikofreien und fristadäquaten Anlage. Für die Schätzung des Basiszinssatzes kann eine Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen zugrunde gelegt werden, da die aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten, fristadäquaten Zerobondfaktoren die Einhaltung der Laufzeitäquivalenz gewährleisten. Die Zinsstruktur zeigt den Zusammenhang zwischen den Zinssätzen und Laufzeiten von Zerobonds ohne Kreditausfallrisiko.
247. Zur Schätzung der Zinsstrukturkurve¹²⁶ kann auf die veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank oder der EZB zurückgegriffen werden. Bei Verwendung einer Zinsstrukturkurve ist grundsätzlich für jedes Jahr mit dem entsprechenden laufzeitadäquaten Zinssatz zu diskontieren. Alternativ kann aus der Zinsstrukturkurve auch ein einheitlicher Basiszinssatz über den gesamten Zeitraum, d.h. beginnend mit dem ersten Jahr, berechnet und verwendet werden (sog. barwertäquivalenter Zins).
248. Auf dieser Grundlage gehen wir unter Verwendung der veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank zum Bewertungsstichtag von einem einheitlichen Basiszinssatz von gerundet 3,75% vor persönlichen Steuern aus.
249. Nach Berücksichtigung der Abgeltungsteuer i.H.v. 25% und des Solidaritätszuschlags i.H.v. 5,5% ergibt sich ein einheitlicher Basiszinssatz nach persönlichen Steuern von 2,76%.

5.1.2 Risikozuschlag

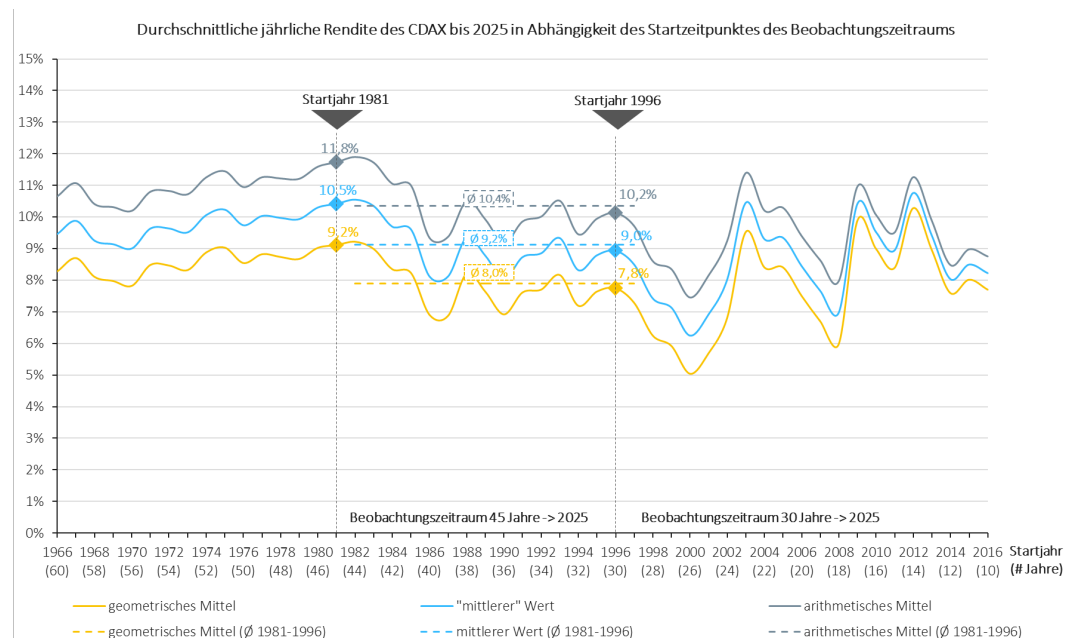
250. Bei der Ermittlung eines Unternehmenswerts ist zur Ableitung der Risikoprämie nicht auf die subjektiven Risikoneigungen einzelner Unternehmenseigner, sondern auf das Verhalten des Gesamtmarkts abzustellen. Dabei ist davon auszugehen, dass Investoren ein besonderes Risiko bei der Geldanlage in Unternehmen (Anlegerrisiko) sehen. Die für die Übernahme dieses Risikos geforderte Risikoprämie kann mit Hilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen abgeleitet werden. Das Capital Asset Pricing Model („CAPM“) stellt in seiner Standardform ein Kapitalmarktmodell dar, in dem Kapitalkosten und Risikoprämien ohne die Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragsteuern erklärt werden.
251. In Bezug auf die Kapitalkosten nach persönlichen Steuern wird auf das sog. „Tax-CAPM“ abgestellt. Hier ist neben dem risikolosen Basiszins auch die Marktrisikoprämie in eine Größe nach persönlichen Steuern zu überführen.

¹²⁶ Schätzung anhand der Svensson-Methode.

5.1.2.1 Marktrisikoprämie

252. Die Marktrisikoprämie wird als Differenz zwischen dem Erwartungswert der langfristigen Renditen eines Marktportfolios, bestehend aus riskanten Wertpapieren, und dem zum Bewertungsstichtag aktuellen risikolosen Basiszinssatz, der durch die risikofreie Verzinsung von Staatsanleihen repräsentiert wird, definiert.
253. Kapitalmarktuntersuchungen haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Anleihen. Historisch beobachtbare Gesamtrenditen für ein Marktportfolio bewegen sich – in Abhängigkeit vom Betrachtungszeitraum und der Art der Mittelwertbildung – langfristig in einer Bandbreite von 8,0% bis 10,4% vor persönlichen Steuern.¹²⁷

Abbildung 5-10: Durchschnittliche jährliche Rendite des CDAX bis 2025 in Abhängigkeit des Startzeitpunktes des Beobachtungszeitraums



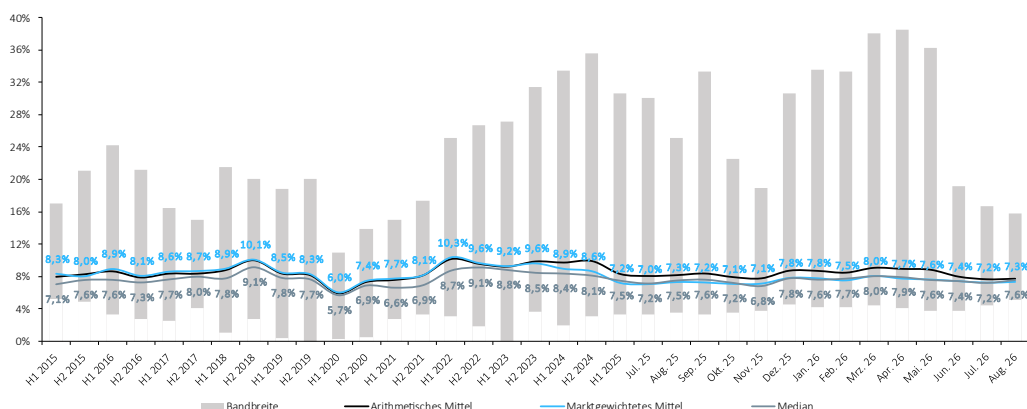
Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ und von der Deutsche Bundesbank - Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode)

254. Da historische berechnete Gesamtrenditen abhängig vom Betrachtungszeitraum sind und historische Zeitreihen unter anderem durch die Finanzmarktkrise seit 2007 sowie die anschließende Niedrigzinsphase beeinflusst sind, können hier Sensitivitäten in den Ergebnissen entstehen. Daher können zudem anhand der Schätzungen von Analysten historische implizite Marktrenditen abgeleitet werden. Diese basieren auf der Marktkapitalisierung der Unternehmen und den Ergebnisprognosen der Analysten, wobei hier unterschiedliche Prognosen für die Perioden verwendet werden können. Dabei bezieht sich die Prognose t+1 auf das jeweils aktuelle Geschäftsjahr (Einperiodenmodell) und die Prognose t+2 auf das darauffolgende Geschäftsjahr.

¹²⁷ Eigene Analyse unter Berücksichtigung des CDAX als Marktportfolio und verschiedener Laufzeiten.

255. Auf Basis der Prognose t+1 liegt die implizite Markttrendite im Zeitraum H1 2015 bis zum 31. August 2026 für den DAX¹²⁸ im marktwertgewichteten Durchschnitt in einer Bandbreite von 6,0% bis 10,3% vor persönlichen Steuern mit einem langfristigen Durchschnittswert von 8,3%. Im Zeitraum der letzten zwei Jahre von September 2024 bis August 2026 beträgt die implizite Markttrendite im Durchschnitt 7,7%.

Abbildung 5-11: Implizite Markttrendite – DAX (t+1)

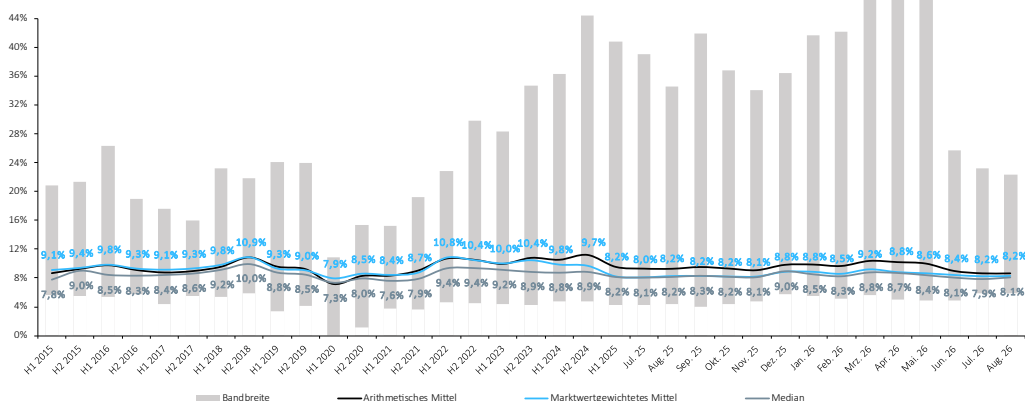


Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ und von der Deutsche Bundesbank - Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode)

256. Dabei traten die niedrigen impliziten Renditen von 6,0% bis 8,1% in den Jahren 2020 und 2021 aufgrund der COVID-19-Einflüsse auf. Die vergleichsweise hohen impliziten Renditen in H1 2022 sind auf den Beginn des Russland-Ukraine-Konfliktes zurückzuführen. Seit dem 2. Halbjahr 2022 verhielten sich die impliziten Markttrenditen relativ stabil. Außerdem ist die Bandbreite der impliziten Renditen gegenüber den Zeiträumen vor COVID-19-Pandemie ausgeweitet, was für eine Zunahme der wirtschaftlichen Risiken spricht.
257. Da die Analystenschätzung t+1 von sehr kurzfristigen konjunkturellen Entwicklungen geprägt sein können, werden nachfolgend die impliziten Markttrenditen über den Zeitraum t+2 dargestellt:

¹²⁸ Eigene Analyse von ValueTrust. Hinweis: Da für die Unternehmen des CDAX keine ausreichenden Analystenprognosen vorlagen, wurde hier auf den DAX abgestellt.

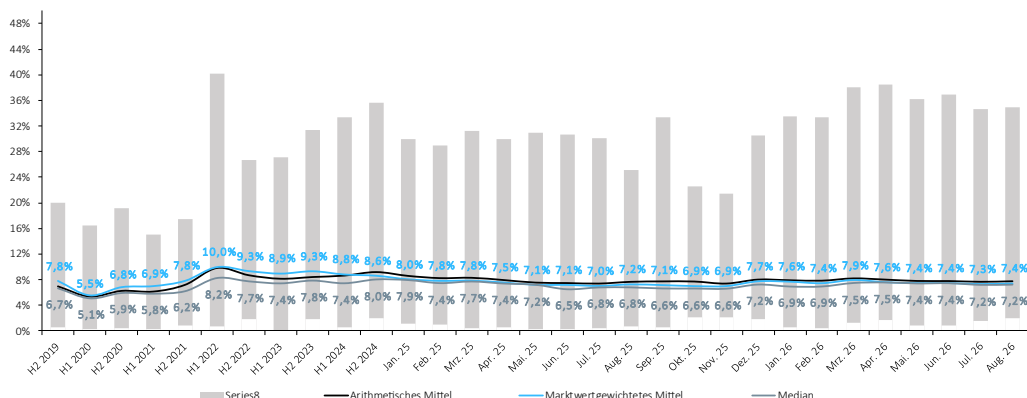
Abbildung 5-12: Implizite Markttrendite – DAX (t+2)



Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ und von der Deutsche Bundesbank - Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode)

258. Die implizite Markttrendite für den Prognosezeitraum t+2 liegt im August 2026 bei 8,2%, wobei sich der Verlauf der impliziten Renditen im letzten Jahr mit denen des Zeitraums t+1 deckt. Im Zeitraum September 2024 bis August 2026 beträgt die implizite Markttrendite t+2 im Durchschnitt 8,7%. Der langfristige Durchschnitt des marktwertgewichteten Mittels seit H1 2015 für den Prognosezeitraum t+2 liegt bei rund 9,2%.
259. Die Einbeziehung der Unternehmen des MDAX in das Modell der impliziten Markttrendite bestätigt die für den DAX vorgenommenen Analysen. Die impliziten Renditen auf Basis der Analystenschätzungen für den DAX und MDAX für t+1 liegen seit September 2024 im marktwertgewichteten Durchschnitt in einer Bandbreite von 6,9% bis 8,7% vor persönlichen Steuern. Der Durchschnitt in diesem Zeitraum betrug 7,6%.

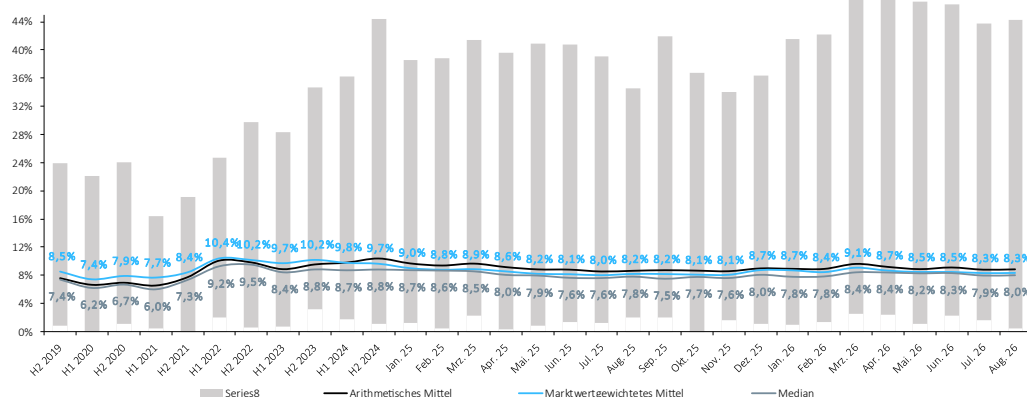
Abbildung 5-13: Implizite Markttrendite – DAX und MDAX (t+1)



Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ und von der Deutsche Bundesbank - Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode)

260. Für den Prognosezeitraum t+2 ergeben sich Werte von 8,0% bis 9,8% als Bandbreite und im Zeitraum September 2024 bis August 2026 ein Durchschnitt von 8,6%. Aus diesen Analysen ergeben sich keine Anhaltspunkte dafür, dass Investoren in Zukunft eine andere Gesamttrendite fordern.

Abbildung 5-14: Implizite Markttrendite – DAX und MDAX (t+2)



Quelle: Eigene Analyse von ValueTrust mit Daten aus der Datenbank S&P Capital IQ und von der Deutsche Bundesbank - Zinsstrukturkurve (Svensson-Methode)

261. Nach Abzug des risikolosen Basiszinssatzes vor persönlichen Steuern von 3,75% ergibt sich auf Basis der historischen Aktienrenditen von September 2024 bis August 2026 von 8,0% bis 10,4% eine historische Marktrisikoprämie von rund 4,3% bis 6,7% bzw. im Durchschnitt 5,5%. Demgegenüber deuten die im August 2026 beobachtbaren impliziten Renditen für DAX und MDAX auf eine implizite Marktrisikoprämie für die Prognosezeiträume t+1 und t+2 in einer Bandbreite von rund 5,5% bis 6,0% hin.
262. Angesichts des weiterhin erhöhten Unsicherheits- und Volatilitätsniveaus an den Kapitalmärkten sowie der anhaltenden geopolitischen Spannungen, insbesondere in der Ukraine

und im Nahen Osten, ist derzeit davon auszugehen, dass eine langfristige historische Betrachtung der Marktrisikoprämie gegenüber einer rein impliziten Ableitung vorzugswürdig ist, um den langfristigen Risikozuschlag für das Marktportfolio verlässlich zu bestimmen.

263. Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW („FAUB“) empfiehlt aufgrund eigener Untersuchungen zu historischen und impliziten Marktrisikoprämien in seiner Empfehlung vom 22. September 2025 eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern i.H.v. 5,25% bis 6,75%. Für die Nachsteuerbetrachtung empfiehlt der FAUB eine Bandbreite von 4,50% bis 5,75%.
264. Anhand der von uns durchgeführten Kapitalmarktuntersuchungen ist eine Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern von 6,0% und eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,125% als angemessen zu betrachten. Dies korrespondiert mit der aktuellen Empfehlung des FAUB. In der Praxis der Unternehmensbewertung für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen ist es verbreitet, den Mittelwert der empfohlenen IDW-Bandbreite zu verwenden. In den nachfolgenden Wertableitungen wird daher eine Marktrisikoprämie von 6,0% vor persönlichen Steuern und von 5,125% nach persönlichen Steuern angewendet.
265. Auch wenn eine niedrigere Marktrisikoprämie zum aktuellen Zeitpunkt nicht sachgerecht erscheint, wird vorsorglich in einer Sensitivitätsberechnung eine Marktrisikoprämie von 5,5% vor persönlichen Steuern bzw. 4,75% nach persönlichen Steuern verwendet.

5.1.2.2 Betafaktor

266. Die im vorherigen Abschnitt diskutierte Marktrisikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Das unternehmensspezifische Risiko wird nach dem CAPM im sogenannten Betafaktor ausgedrückt.
267. Da die Aktien der NBG AG an einer Börse gehandelt wurden, könnte zur Schätzung eines angemessenen Betafaktors grundsätzlich der eigene Betafaktor des Unternehmens herangezogen werden, sofern dieser einen adäquaten Schätzer für das in der Planungsrechnung abgebildete Risiko des Geschäftsmodells darstellt. Dies wäre insbesondere dann zutreffend, wenn die Unternehmensstrategie und die operative Ausrichtung der Vergangenheit im Wesentlichen unverändert in der Zukunft fortgeführt werden und der Börsenkurs im relevanten Beobachtungszeitraum nicht durch Sondereinflüsse verzerrt wäre.
268. Für die Ableitung eines belastbaren Eigenbetafaktors zum Bewertungsstichtag eignet sich der Börsenkursverlauf der Aktie der NBG AG nicht, um das operative Risiko der NBG AG abzubilden. Die Kursentwicklung ist seit der Ad-hoc-Mitteilung vom 14. Mai 2025 zur ergebnisoffenen Prüfung strategischer Optionen durchgehend von der Transaktion und den daraus entstehenden Abfindungsspekulationen durch die folgenden Ereignisse beeinflusst (siehe Tz. 49ff. für eine detaillierte Beschreibung der dargestellten Ereignisse).
 - Aufnahme der Due-Diligence-Prüfung mit der VIG am 8. August 2025
 - Unverbindliche Mitteilung eines Angebotspreises von 115,00 € am 13. Oktober 2025

- Unterzeichnung der Zusammenschlussvereinbarung mit einem Angebotspreis von 120,00 € am 16. Oktober 2025
- Vollzug des Erwerbsangebots am 18. Mai 2026
- Verlangen zur Durchführung eines aktienrechtlichen Squeeze Outs am 22. Juni 2026

269. Auch die Analyse der historischen eigenen Betafaktoren auf Basis der Kursentwicklung vor Ankündigung der Transaktion führt zu keinen belastbaren Ergebnissen. Die Aktien der NBG AG waren ausschließlich im Börsensegment Scale innerhalb des Freiverkehrs (Open Market) der Frankfurter Wertpapierbörse einbezogen und bestanden mit 11.514.672 von 11.520.000 Stückaktien nahezu ausschließlich aus vinkulierten Namensaktien, deren Übertragung der Zustimmung der Gesellschaft bedurfte; zudem hielten vier Ankeraktionäre zusammen rund 69% des Grundkapitals. Der Handel war entsprechend von geringen Volumina geprägt. Über unterschiedliche Betrachtungszeiträume (2 Jahre auf wöchentlicher Basis sowie 5 Jahre auf monatlicher Basis) ergeben sich Betaschätzungen, die die angesetzten statistischen Signifikanzkriterien nicht erfüllen. Die ermittelten Betafaktoren können daher weder als statistisch robust noch als ökonomisch aussagekräftig eingestuft werden.
270. Gegenüber dem CDAX-Index ergibt sich zum 18. September 2026 („Kapitalmarktdaten-Stichtag“) für den Fünfjahreszeitraum auf monatlicher Basis ein verschuldeter Betafaktor von 0,08 (Bestimmtheitsmaß R^2 : 0,1%, t-Wert: 0,22) sowie für den Zweijahreszeitraum auf wöchentlicher Basis ein verschuldeter Betafaktor von -0,03 (R^2 : 0,0%, t-Wert: -0,11). Beide Schätzungen erfüllen die angesetzten statistischen Signifikanzkriterien nicht.¹²⁹ Die t-Werte liegen mit 0,22 bzw. -0,11 deutlich unterhalb des bei einem Konfidenzniveau von 95% maßgeblichen kritischen Werts von rund 1,96. Die Bestimmtheitsmaße von 0,1% bzw. 0,0% zeigen zudem, dass die Kursentwicklung der NBG AG durch die Kursentwicklung des Indexes nicht abgebildet wird.
271. Vor dem Hintergrund der fehlenden Aussagekraft der eigenen Betafaktoren wurde ergänzend auf einen Peer Group-Betafaktor zurückgegriffen, der auf Basis der abgeleiteten Peer Group ermittelt wird.
272. Die Peer Group wird mittels Scoring-Analyse zusammengestellt und soll ein dem Bewertungsobjekt möglichst vergleichbares operatives Risiko gewährleisten. Da die NBG AG in den Geschäftsfeldern Lebensversicherung, Krankenversicherung, Schaden- und Unfallversicherung sowie Finanzdienstleistungen tätig ist, wird die Vergleichbarkeit auch anhand der Spartenzusammensetzung beurteilt; die Zusammenstellung erfolgt getrennt für die Bereiche Leben/Kranken, Schaden/Unfall und Finanzdienstleistungen. Der daraus ermittelte Betafaktor bildet die Grundlage für die Kapitalkosten.
273. Wie bei der Betrachtung des Eigenbetafaktors ist auch im Zusammenhang mit der Relevanz der aus Börsenkursen der Peer Group-Unternehmen ermittelten Renditen zu prüfen, ob die zur Ermittlung des Betafaktors herangezogenen Renditen nicht durch Verzerrungen der Börsenkurse der jeweiligen Vergleichsunternehmen beeinträchtigt sind. Die Analyse stützt

¹²⁹ Bestimmtheitsmaß von mindestens 10,0 % sowie ein auf einem Konfidenzniveau von 95,0 % signifikanter t-Wert.

sich auf Liquiditätskriterien sowie den Kursverlauf der jeweiligen Aktie, einschließlich möglicher Sondersituationen und struktureller Brüche. Berücksichtigt werden nur Betafaktoren, deren t-Statistik und Bestimmtheitsmaß R^2 über die betrachteten Zeitfenster die üblichen Signifikanzschwellen erreichen.

274. Abweichend von der bei Industrie- und Handelsunternehmen üblichen Vorgehensweise wird bei der Bewertung von Versicherungsunternehmen, Kreditinstituten und Finanzdienstleistungsunternehmen in der Regel auf eine Anpassung der am Kapitalmarkt beobachtbaren Betafaktoren um Kapitalstruktureffekte verzichtet. Herangezogen werden daher unmittelbar die verschuldeten Betafaktoren („levered Betas“) der Vergleichsunternehmen; eine Ableitung unverschuldeter Betafaktoren („unlevered Betas“) und eine anschließende Anpassung an die Kapitalstruktur des Bewertungsobjekts erfolgt nicht. Maßgeblich hierfür sind die Besonderheiten der Bilanzstruktur von Versicherungsunternehmen: Die Passivseite besteht überwiegend aus versicherungstechnischen Rückstellungen, die keine Finanzverbindlichkeiten im Sinne einer Finanzierungsentscheidung darstellen, sondern das Leistungsversprechen aus dem operativen Geschäft abbilden – bei der NBG AG entspricht der Anteil der versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen an der Bilanzsumme über 92%. Die Kapitalanlagen sind ihrerseits nicht Ausdruck einer Mittelverwendung neben dem operativen Geschäft, sondern integraler Bestandteil des Geschäftsmodells und Quelle eines eigenständigen Ergebnisbeitrags. Eine sachgerechte Abgrenzung einer Nettofinanzposition und damit eines Verschuldungsgrades im Sinne der Unternehmensbewertungslehre ist folglich nicht möglich. Dem entspricht, dass der IDW Bewertungshinweis 1/2023 „Berücksichtigung des Verschuldungsgrads bei der Bewertung von Unternehmen“ die Bewertung von Unternehmen des Finanzdienstleistungssektors sowie von Versicherungsunternehmen wegen branchenspezifischer Besonderheiten ausdrücklich von seinem Anwendungsbereich ausnimmt. Die Ableitung von Debt Betas aus unternehmensspezifischen Credit Spreads, Fremdkapitalratings und durchschnittlichen Restlaufzeiten der Finanzverbindlichkeiten sowie die Anwendung der Harris-Pringle-Formel entfallen entsprechend.
275. Da eine Anpassung um Kapitalstruktureffekte unterbleibt, spiegelt der verschuldete Betafaktor eines Vergleichsunternehmens neben dem versicherungstechnischen Risiko auch das aus der Relation von Kapitalanlagen zu Eigenkapital resultierende Hebelrisiko sowie die aufsichtsrechtliche Kapitalausstattung wider. Der Auswahl der Vergleichsunternehmen kommt damit erhöhte Bedeutung zu: Neben der Vergleichbarkeit von Geschäftsmodell und Spartenzusammensetzung ist auf eine vergleichbare Bilanz- und Kapitalstruktur – insbesondere auf eine vergleichbare aufsichtsrechtliche Solvabilitätsquote – zu achten, da Unterschiede in diesen Merkmalen rechnerisch nicht eliminiert werden können.
276. Die Ableitung der Betafaktoren erfolgt getrennt für die drei Bereiche Leben/Kranken, Schaden/Unfall und Finanzdienstleistungen, um den unterschiedlichen Risikoprofilen der Geschäftsfelder Rechnung zu tragen. Für jedes Vergleichsunternehmen wurden zur Ableitung des Betafaktors die Aktienrenditen jeweils gegen die Renditen des breitesten lokalen Index des jeweiligen Heimatmarktes sowie des STOXX Europe 600 regressiert. Die Regression gegen den STOXX Europe 600 dient dabei der Plausibilisierung; für die weitere Ableitung wird auf die gegen den jeweiligen lokalen Index ermittelten Betafaktoren abgestellt. Je Bereich

wird aus den verbleibenden, die Signifikanzkriterien erfüllenden Betafaktoren der Durchschnitt über die Mittelwerte und Mediane gebildet und anschließend der Wert auf 0,05 gerundet.

277. Eine Analyse der identifizierten Vergleichsunternehmen im Hinblick auf die beobachtbaren Betafaktoren zeigt folgendes Bild:

Tabelle 5-6: Betafaktoren Peer Group Leben/Kranken – lokaler Index

Unternehmen	Index Lokal	Beta verschuldet	
		5 Jahre 2026 - 2022 monatlich	2 Jahre 2026 - 2025 wöchentlich
Swiss Life Holding AG	Swiss Performance Index (Total Return)	0,84	0,67
Aviva plc	FTSE 100 Index	1,07	1,14
Storebrand ASA	STOXX Norway Total Market (Composite)	0,56	0,45
AXA SA	Paris CAC 40 Index	0,83	0,85
Assicurazioni Generali S.p.A.	FTSE MIB INDEX	0,75	0,92
NN Group N.V.	STOXX Netherlands Total Market (Composite)	0,29 *	n.a.
ASR Nederland N.V.	STOXX Netherlands Total Market (Composite)	n.a.	0,24 *
Min		0,56	0,45
Median		0,83	0,85
Durchschnitt		0,81	0,81
Max		1,07	1,14

*Nicht repräsentativ

Quelle: Capital IQ, ValueTrust Analyse

278. Die Betafaktoren der NN Group N.V. und ASR Nederland N.V. sind durch die Zusammensetzung des zugrunde gelegten lokalen Referenzindex verzerrt. Ursache ist die Kursentwicklung und das zugleich hohe Indexgewicht von ASML Holding N.V. und ASM International N.V., bedingt durch die Entwicklung der Halbleiterindustrie, die die Indexrendite im Betrachtungszeitraum maßgeblich beeinflusst. Die auf dieser Basis ermittelten Betafaktoren weichen entsprechend deutlich von denen der übrigen Vergleichsunternehmen ab und bilden das systematische Risiko der Gesellschaften insoweit nicht sachgerecht ab. Vor diesem Hintergrund werden die NN Group N.V. und die ASR Nederland N.V. bei der Ableitung des Betafaktors nicht berücksichtigt.
279. Aufgrund der in Tz. 280 ausgeführten Verzerrungen bei den lokalen Marktindizes fließen die abgeleiteten Betafaktoren der NN Group N.V. und von ASR Nederland nicht in die Berechnung der Analyseergebnisse mit ein.
280. Unter Berücksichtigung der herangezogenen fünfjährigen (2022 – 2026) und zweijährigen (2025 – 2026) Betrachtungszeiträume im Bereich Leben/Kranken kann für die Peer Group Unternehmen der NBG AG zum 18. September 2026 („Kapitalmarktdaten-Stichtag“)¹³⁰ auf Basis der lokalen Indizes, im Durchschnitt ein verschuldeter Betafaktor von 0,81 bzw. 0,81 und im Median von 0,83 bzw. 0,85 abgeleitet werden.
281. Aus diesem Grund wurde die Entscheidung getroffen eine Plausibilisierung der Betafaktoren durch die Verwendung von STOXX Europe 600 als Referenzindex für alle Peers durchzuführen und im Rahmen der Ableitung der Betafaktoren zu präsentieren.

¹³⁰ Kapitalmarktdaten werden gemäß Vorgehen des Bewertungsgutachters immer zum Freitag abgerufen. Der Kapitalmarktdaten-Stichtag bildet den nächstmöglichen praktikablen Stichtag vor Einladung zur Hauptversammlung ab.

Tabelle 5-7: Betafaktoren Peer Group Leben/Kranken – STOXX Europe 600

Unternehmen	Index STOXX Europe 600	Beta verschuldet	
		5 Jahre 2026 - 2022 monatlich	2 Jahre 2026 - 2025 wöchentlich
Swiss Life Holding AG	STOXX Europe 600 (Composite)	0,82	0,65
Aviva plc	STOXX Europe 600 (Composite)	0,82	0,97
Storebrand ASA	STOXX Europe 600 (Composite)	1,04	0,80
AXA SA	STOXX Europe 600 (Composite)	0,79	0,97
Assicurazioni Generali S.p.A.	STOXX Europe 600 (Composite)	0,87	1,03
NN Group N.V.	STOXX Europe 600 (Composite)	0,82	0,77
ASR Nederland N.V.	STOXX Europe 600 (Composite)	0,73	0,71
Min		0,73	0,65
Median		0,82	0,80
Durchschnitt		0,84	0,84
Max		1,04	1,03

Quelle: Capital IQ, ValueTrust Analyse

282. Unter Berücksichtigung der herangezogenen fünfjährigen (2022 – 2026) und zweijährigen (2025 – 2026) Betrachtungszeiträume im Bereich Leben/Kranken kann für die Peer Group Unternehmen der NBG AG zum 18. September 2026 („Kapitalmarktdaten-Stichtag“) ¹³¹ auf Basis des STOXX Europe 600 Index, im Durchschnitt ein verschuldeter Betafaktor von 0,84 bzw. 0,84 und im Median von 0,82 bzw. 0,80 abgeleitet werden.

Tabelle 5-8: Betafaktoren Peer Group Schaden/Unfall – lokaler Index

Unternehmen	Index Lokal	Beta verschuldet	
		5 Jahre 2026 - 2022 monatlich	2 Jahre 2026 - 2025 wöchentlich
Zurich Insurance Group AG	Swiss Performance Index (Total Return)	0,61	0,79
Unipol Assicurazioni S.p.A.	FTSE MIB INDEX	0,88	1,21
Vienna Insurance Group AG	STOXX Austria Total Market (Composite)	0,70	0,81
Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA	STOXX Poland Total Market (Composite)	0,96	0,92
UNIQA Insurance Group AG	STOXX Austria Total Market (Composite)	0,77	0,69
Vaudoise Assurances Holding SA	Swiss Performance Index (Total Return)	n.a.	0,50
Min		0,61	0,50
25.Perzentil		0,70	0,72
Median		0,77	0,80
Durchschnitt		0,78	0,82
75.Perzentil		0,88	0,89
Max		0,96	1,21

Quelle: Capital IQ, ValueTrust Analyse

283. Der Bereich Schaden/Unfall weist infolge der laufenden Umstrukturierung und der Zusammenführung der NAV, NBA und GAV ein gegenüber den Vergleichsunternehmen erhöhtes unternehmensbezogenes Risiko auf. Diesem Umstand wird bei der Ableitung des Beta-Faktors dadurch Rechnung getragen, dass nicht auf dem Median, sondern auf das 75. Perzentil der abgeleiteten verschuldeten Betas abgestellt wird.
284. Unter Berücksichtigung der herangezogenen fünfjährigen (2022 – 2026) und zweijährigen (2025 – 2026) Betrachtungszeiträume im Bereich Schaden/Unfall kann für die Peer Group

¹³¹ Kapitalmarktdaten werden gemäß Vorgehen des Bewertungsgutachters immer zum Freitag abgerufen. Der Kapitalmarktdaten-Stichtag bildet den nächstmöglichen praktikablen Stichtag vor Einladung zur Hauptversammlung dar.

Unternehmen der NBG AG zum 18. September 2026 („Kapitalmarktdaten-Stichtag“)¹³² auf Basis der lokalen Indizes, im 75. Perzentil ein verschuldeter Betafaktor von 0,88 bzw. 0,89 abgeleitet werden.

Tabelle 5-9: Betafaktoren Peer Group Schaden/Unfall – STOXX Europe 600

Unternehmen	Index STOXX Europe 600	Beta verschuldet	
		5 Jahre 2026 - 2022 monatlich	2 Jahre 2026 - 2025 wöchentlich
Zurich Insurance Group AG	STOXX Europe 600 (Composite)	0,50	0,74
Unipol Assicurazioni S.p.A.	STOXX Europe 600 (Composite)	0,92	1,44
Vienna Insurance Group AG	STOXX Europe 600 (Composite)	0,65	0,96
Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA	STOXX Europe 600 (Composite)	0,85	0,97
UNIQA Insurance Group AG	STOXX Europe 600 (Composite)	0,79	0,74
Vaudoise Assurances Holding SA	STOXX Europe 600 (Composite)	n.a.	n.a.
Min		0,50	0,74
25.Perzentil		0,65	0,74
Median		0,79	0,96
Durchschnitt		0,74	0,97
75.Perzentil		0,85	0,97
Max		0,92	1,44

Quelle: Capital IQ, ValueTrust Analyse

285. Unter Berücksichtigung der herangezogenen fünfjährigen (2022 – 2026) und zweijährigen (2025 – 2026) Betrachtungszeiträume im Bereich Schaden/Unfall kann für die Peer Group-Unternehmen der NBG AG zum 18. September 2026 („Kapitalmarktdaten-Stichtag“)¹³³ auf Basis STOXX Europe 600 Index, im 75. Perzentil ein verschuldeter Betafaktor von 0,85 bzw. 0,97 abgeleitet werden.

¹³² Kapitalmarktdaten werden gemäß Vorgehen des Bewertungsgutachters immer zum Freitag abgerufen. Der Kapitalmarktdaten-Stichtag bildet den nächstmöglichen praktikablen Stichtag vor Einladung zur Hauptversammlung dar.

¹³³ Kapitalmarktdaten werden gemäß Vorgehen des Bewertungsgutachters immer zum Freitag abgerufen. Der Kapitalmarktdaten-Stichtag bildet den nächstmöglichen praktikablen Stichtag vor Einladung zur Hauptversammlung dar.

Tabelle 5-10: Betafaktoren Peer Group Finanzdienstleistungen – lokaler Index

Unternehmen	Index Lokal	Beta verschuldet	
		5 Jahre 2026 - 2022 monatlich	2 Jahre 2026 - 2025 wöchentlich
Banca Generali S.p.A.	FTSE MIB INDEX	0,88	0,94
Brooks Macdonald Group plc	FTSE 100 Index	0,99	n.a.
EFG International AG	Swiss Performance Index (Total Return)	n.a.	0,89
Rathbones Group Plc	FTSE 100 Index	1,30	1,17
Vontobel Holding AG	Swiss Performance Index (Total Return)	0,78	0,70
VZ Holding AG	Swiss Performance Index (Total Return)	n.a.	0,70
Evli Oyj	Finland OMXH Total Return Index	n.a.	0,58
Laiqon AG	CDAX Index (Total Return)	0,88	n.a.
Record plc	FTSE 100 Index	n.a.	n.a.
Skarbiec Holding S.A.	STOXX Poland Total Market (Composite)	0,83	n.a.
Titanium Oyj	Finland OMXH Total Return Index	n.a.	n.a.
DWS Group GmbH & Co. KGaA	CDAX Index (Total Return)	1,17	1,25
Jupiter Fund Management Plc	FTSE 100 Index	1,95	n.a.
Liontrust Asset Management PLC	FTSE 100 Index	1,88	1,35
Polar Capital Holdings Plc	FTSE 100 Index	1,56	1,27
Premier Miton Group plc	FTSE 100 Index	n.a.	0,98
Impax Asset Management Group Plc	FTSE 100 Index	1,86	1,37
City of London Investment Group Plc	FTSE 100 Index	n.a.	0,69
Min		0,78	0,58
Median		1,17	0,96
Durchschnitt		1,28	0,99
Max		1,95	1,37

Quelle: Capital IQ, ValueTrust Analyse

286. Unter Berücksichtigung der herangezogenen fünfjährigen (2022 – 2026) und zweijährigen (2025 – 2026) Betrachtungszeiträume im Bereich Finanzdienstleistungen kann für die Peer Group-Unternehmen der NBG AG zum 18. September 2026 („Kapitalmarktdaten-Stichtag“) ¹³⁴ auf Basis der lokalen Indizes, im Durchschnitt ein verschuldeter Betafaktor von 1,28 bzw. 0,99 und im Median von 1,17 bzw. 0,96 abgeleitet werden.

¹³⁴ Kapitalmarktdaten werden gemäß Vorgehen des Bewertungsgutachters immer zum Freitag abgerufen. Der Kapitalmarktdaten-Stichtag stellt den nächstmöglichen praktikablen Stichtag vor Einladung zur Hauptversammlung dar.

Tabelle 5-11: Betafaktoren Peer Group Finanzdienstleistungen – STOXX Europe 600

Unternehmen	Index STOXX Europe 600	Beta verschuldet	
		5 Jahre 2026 - 2022 monatlich	2 Jahre 2026 - 2025 wöchentlich
Banca Generali S.p.A.	STOXX Europe 600 (Composite)	1,02	1,10
Brooks Macdonald Group plc	STOXX Europe 600 (Composite)	0,89	n.a.
EFG International AG	STOXX Europe 600 (Composite)	n.a.	0,92
Rathbones Group Plc	STOXX Europe 600 (Composite)	1,00	1,04
Vontobel Holding AG	STOXX Europe 600 (Composite)	0,71	0,73
VZ Holding AG	STOXX Europe 600 (Composite)	n.a.	0,69
Evli Oyj	STOXX Europe 600 (Composite)	n.a.	0,62
Laiqon AG	STOXX Europe 600 (Composite)	1,05	n.a.
Record plc	STOXX Europe 600 (Composite)	0,84	n.a.
Skarbiec Holding S.A.	STOXX Europe 600 (Composite)	1,26	n.a.
Titanium Oyj	STOXX Europe 600 (Composite)	0,74	n.a.
DWS Group GmbH & Co. KGaA	STOXX Europe 600 (Composite)	1,43	1,48
Jupiter Fund Management Plc	STOXX Europe 600 (Composite)	1,55	0,91
Liontrust Asset Management PLC	STOXX Europe 600 (Composite)	2,08	1,42
Polar Capital Holdings Plc	STOXX Europe 600 (Composite)	1,43	1,53
Premier Miton Group plc	STOXX Europe 600 (Composite)	n.a.	1,14
Impax Asset Management Group Plc	STOXX Europe 600 (Composite)	1,93	1,43
City of London Investment Group Plc	STOXX Europe 600 (Composite)	n.a.	0,74
Min		0,71	0,62
Median		1,05	1,04
Durchschnitt		1,22	1,06
Max		2,08	1,53

Quelle: Capital IQ, ValueTrust Analyse

287. Unter Berücksichtigung der herangezogenen fünfjährigen (2022 – 2026) und zweijährigen (2025 – 2026) Betrachtungszeiträume im Bereich Finanzdienstleistungen kann für die Peer Group-Unternehmen der NBG AG zum 18. September 2026 („Kapitalmarktdaten-Stichtag“) ¹³⁵ auf Basis STOXX Europe 600 Index, im Durchschnitt ein verschuldeter Betafaktor von 1,22 bzw. 1,06 und im Median von 1,05 bzw. 1,04 abgeleitet werden.

Fazit

288. Im Folgenden werden verschuldeten Eigenkapitalkosten dargestellt, da die Betrachtung nach persönlichen Steuern in diesem Fall maßgeblich ist. Die Ableitung erfolgt getrennt für die Bereiche Leben/Kranken, Unfall/Schaden, Finanzdienstleistungen und Sonstige. Entsprechend den in Tz. 274 dargelegten Besonderheiten der Bilanzstruktur von Versicherungsunternehmen werden die Betafaktoren unmittelbar als verschuldete Betafaktoren angesetzt.
289. Der Basiszinssatz beläuft sich zum Bewertungsstichtag auf 3,75% vor persönlichen Steuern. Die typisierten persönlichen Ertragsteuern umfassen die Abgeltungsteuer i.H.v. 25,00% zuzüglich Solidaritätszuschlag i.H.v. 5,50% auf die Abgeltungsteuer resultieren in einem effektiven Steuersatz auf Zinsen und Dividenden i.H.v. 26,38%. Der Basiszinssatz nach persönlichen Steuern beträgt somit:

$$3,75\% \times (1 - 26,38\%) = 2,76\%.$$

¹³⁵ Kapitalmarktdaten werden gemäß Vorgehen des Bewertungsgutachters immer zum Freitag abgerufen. Der Kapitalmarktdaten-Stichtag stellt den nächstmöglichen praktikablen Stichtag vor Einladung zur Hauptversammlung dar.

290. Der Bewertung wird entsprechend Tz. 264 eine Marktrisikoprämie von 5,125% nach persönlichen Steuern zugrunde gelegt. Der Wert entspricht dem Mittelwert der vom FAUB in seiner Empfehlung vom 22. September 2025 für die Nachsteuerbetrachtung empfohlenen Bandbreite.
291. Die Betafaktoren der Bereiche Leben/Kranken, Unfall/Schaden und Finanzdienstleistungen werden entsprechend Tz. 276 aus den gegen die jeweiligen lokalen Indizes ermittelten Betafaktoren der jeweiligen Peer Group abgeleitet. Auf Grundlage der dargestellten Analyseergebnisse werden folgende verschuldete Betafaktoren angesetzt: für den Bereich Leben/Kranken 0,85, für den Bereich Schaden/Unfall 0,90 und für die FFPB aus dem Bereich Finanzdienstleistungen 1,10. Für die NAM, ebenfalls aus dem Bereich Finanzdienstleistungen, wird ein Betafaktor von 1,20 angesetzt, um dem spezifischen Risikoprofil ihrer Funktion als Vermögensverwalter Rechnung zu tragen. Für den Bereich Sonstige Beteiligungen wird der Betafaktor des Bereichs Leben/Kranken von 0,85 übernommen, da diese Gesellschaften der NBG in Konzernfunktionen dienen und ein abweichendes systematisches Risiko nicht feststellbar ist. Für die NBG in ihrer Holdingfunktion wird abweichend ein ungerundeter Betafaktor von 0,92 angesetzt, der sich aus der Gewichtung der Betafaktoren der einzelnen Bereiche auf Basis ihrer Jahresüberschüsse ergibt.
292. Auf Grundlage des Basiszinssatzes nach persönlichen Steuern von 2,76%, der Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,125% und der genannten verschuldeten Betafaktoren je Bereich ergeben sich folgende verschuldete Eigenkapitalkosten:

Tabelle 5-12: Ableitung verschuldete Eigenkapitalkosten je Bereich

Bereich	Zugeordnete Gesellschaften	Basiszins n. pers. Steuern	MRP n. pers. Steuern	Beta verschuldet	Eigenkapitalkosten verschuldet
Leben	NLV	2,76%	5,125%	0,85	7,12%
Kranken	NKV			0,85	7,12%
Schaden/Unfall	NAV, NBA, CG			0,90	7,37%
Finanzdienstleistungen	FFPB			1,10	8,40%
Finanzdienstleistungen	NAM			1,20	8,91%
Sonstige Beteiligungen	NVG, COC			0,85	7,12%
Holding	NBG AG			0,92	7,50%

Quelle: Capital IQ, ValueTrust Analyse

5.2 Wachstumsabschlag

5.2.1 Fortführungsphase

293. Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts anhand der Ertragswert- oder DCF-Methode wird bei der Diskontierung zukünftiger Zahlungsströme, bei Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens, in mindestens zwei Planungsphasen unterschieden. Die erste Phase (Detailplanungsphase) besteht aus einer endlichen Anzahl von Perioden und umfasst i.d.R. drei bis fünf Geschäftsjahre. Zwischen der Detailplanungsphase und der Fortführungsphase kann es zweckmäßig sein, eine weitere Zwischenphase (sog. Konvergenz- oder Grobplanungsphase) zu modellieren. In einer sich ggf. direkt daran anschließenden sog. Fortführungs- oder Rentenphase wird für die Ermittlung des Fortführungswerts von

einer kontinuierlichen Entwicklung der Unternehmensüberschüsse über einen unendlichen Zeitraum mit einer konstanten Wachstumsrate ausgegangen.

294. Im vorliegenden Fall wurde im Anschluss an die fünfjährige Detailplanungsphase die Fortführungsphase angeschlossen. Soweit sich das zu bewertende Unternehmen zum Ende der Detailplanungsphase noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand befindet, wurden etwaige Werteffekte barwertäquivalent bei der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses in der Fortführungsphase berücksichtigt.
295. Bei den Planungsrechnungen der Einzelgesellschaften der NBG handelt es sich jeweils um nominale Planungen. Bei der Diskussion von nachhaltigem Wachstum der finanziellen Überschüsse für den Ansatz der Fortführungsphase muss auf nominales Wachstum abgestellt werden. Dieses setzt sich ökonomisch aus Preissteigerungen bzw. inflationsbedingtem Wachstum und realem Wachstum zusammen. Reales Wachstum wiederum kann Mengenwachstum und Struktureffekte (Produktmixverschiebungen) beinhalten. In der Bewertungspraxis wird im Kontext der Abfindungsermittlung anhand der Ertragswertmethode nach persönlichen Steuern bei der Prognose der Fortführungsphase regelmäßig ausschließlich von inflationsbedingtem Wachstum ausgegangen.
296. Die Berücksichtigung von realem Wachstum über die Detailplanungsphase hinaus erfolgt häufig nicht. Da für die Schätzung der nachhaltigen Wachstumsrate jedoch die nominale Branchenwachstumsrate und die Marktposition des Unternehmens relevant ist, ist es notwendig, zur Schätzung der nachhaltigen, nominalen Wachstumsrate neben preisbedingtem Wachstum auch andere Komponenten, wie beispielsweise die Möglichkeit zur Weitergabe von Preissteigerungen an Kunden oder die Entwicklung und Zukunftsaussichten der relevanten Absatzmärkte, einzubeziehen. Im Folgenden werden für die einzelnen Unternehmensbereiche der NBG die Überlegungen für die Ableitung der nachhaltigen Wachstumsrate wiedergegeben.

Bereich Leben (NLV)

297. Für den Bereich Leben wirken sich insbesondere strukturelle Kostensteigerungen aus steigenden Provisionsaufwendungen und dem hohen Investitionsbedarf in die Digitalisierung belastend aus. Diesen stehen zwar Effizienz- und Kostensenkungsmaßnahmen gegenüber, jedoch können verbleibende Kostensteigerungen aufgrund der weitgehend festen Vertragskonditionen im Versicherungsbestand sowie des intensiven Wettbewerbs nur eingeschränkt an die Kunden weitergegeben werden. Zudem begrenzen die demographische Entwicklung, ein weitgehend gesättigter Markt und die nur eingeschränkt wirksame Beitragsdynamik die langfristigen Wachstumsperspektiven. Insgesamt sprechen die Rahmenbedingungen für eine unterdurchschnittliche nachhaltige Wachstumsfähigkeit des Lebensversicherungsgeschäfts.
298. Angesichts der vorgenannten Aspekte und unter Berücksichtigung der hohen Wettbewerbsintensität sowie der eingeschränkten Möglichkeit zur Kostenüberwälzung auf die Kunden erachten wir eine nachhaltige Wachstumsrate von 0,5% als sachgerecht.

Bereich Schaden/Unfall (NAV, NBA, CG)

299. Für den Bereich Schaden/Unfall wirken sich insbesondere die anhaltende Schadeninflation sowie steigende Reparatur-, Ersatzteil-, Bau- und Naturgefahrenkosten belastend aus. Dem stehen Effizienz- und Digitalisierungsmaßnahmen gegenüber. Gleichzeitig verfügt die Schaden-/Unfallversicherung aufgrund regelmäßiger Vertrags- und Prämienanpassungen über vergleichsweise gute Möglichkeiten, Kostensteigerungen an die Kunden weiterzugeben. Diese Preisdurchsetzungskraft ist jedoch nicht in allen Sparten gleichermaßen gegeben und wird insbesondere im Kfz- und Transportgeschäft durch intensiven Wettbewerb sowie die bewusste Fokussierung auf profitables Wachstum begrenzt.
300. Wir erachten im Rahmen einer Gesamtwürdigung der vorgenannten Faktoren eine nachhaltige Wachstumsrate von 1,0% als sachgerecht.

Bereich Kranken (NKV)

301. Für den Bereich Kranken wirken sich insbesondere die medizinische Kosteninflation, eine steigende Leistungsanspruchnahme sowie Personal- und IT-Kosten belastend aus. Diesen Effekten stehen Effizienz- und Digitalisierungsmaßnahmen gegenüber. Im Unterschied zur Lebensversicherung besteht grundsätzlich die Möglichkeit, Kostensteigerungen über den gesetzlichen Beitragsanpassungsmechanismus an die Versicherten weiterzugeben. Diese Weitergabemöglichkeit wird jedoch durch regulatorische Vorgaben, Wettbewerb und den Einsatz der Rückstellung für Beitragsrückerstattung begrenzt. Zudem schränken die demographische Entwicklung und die stagnierende Vollversicherung die langfristigen Wachstumsperspektiven ein.
302. Wir erachten im Rahmen einer Gesamtwürdigung der vorgenannten Faktoren eine nachhaltige Wachstumsrate von 1,0% als sachgerecht.

Bereich Finanzdienstleistungen (FFPB, NAM)

303. Für den Bereich Finanzdienstleistungen wirken sich insbesondere steigende Personal-, IT-, Regulatorik- und Marktdatenkosten belastend aus. Diesen Kostensteigerungen stehen zwar Skalierungs- und Effizienzpotenziale gegenüber, deren Ausmaß jedoch begrenzt ist. Die Möglichkeit zur Weitergabe von Kostensteigerungen über höhere Gebühren ist sowohl im Asset Management als auch im Private Banking aufgrund des intensiven Wettbewerbs nur eingeschränkt gegeben. Zudem hängt die Ertragsentwicklung wesentlich von der Entwicklung der verwalteten beziehungsweise vermittelten Vermögen und den daraus resultierenden Mittelzuflüssen ab. Insgesamt ergeben sich damit moderate, jedoch keine überdurchschnittlichen nachhaltigen Wachstumsperspektiven.
304. Wir erachten im Rahmen einer Gesamtwürdigung der vorgenannten Faktoren eine nachhaltige Wachstumsrate von 1,0% als sachgerecht. Zwar bestehen langfristige Wachstumspotenziale im Vermögensverwaltungsgeschäft, diese werden jedoch durch den intensiven Preiswettbewerb im externen Geschäft sowie die begrenzte wertsteigernde Wirkung konzerninterner Verrechnungspreisanpassungen relativiert.

Sonstige Beteiligungen/Unternehmen (NBG Beteiligungs AG (Holding-Funktion), NVG und COC)

305. Für die übrigen Gesellschaften wurde aufgrund ihrer jeweiligen Funktionen innerhalb der NBG-Gruppe als Holding-, Vertriebs- oder Service-Gesellschaft vereinfachend eine nachhaltige Wachstumsrate von 1,0% angesetzt.

5.2.2 Ermittlung des Wachstumsabschlags

306. Die Kapitalkosten müssen in der Fortführungsphase technisch um einen Wachstumsabschlag korrigiert werden, um die geplanten langfristigen Wachstumserwartungen zu berücksichtigen. Dieses nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse lässt sich finanzmathematisch als Wachstumsabschlag in den Kapitalkosten abbilden. Analog zur Herleitung und zum Ansatz der unter Kapitel 5.2.1 beschriebenen Wachstumsrate der nachhaltigen finanziellen Überschüsse wird in den Kapitalkosten ein Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente festgesetzt. Die für die einzelnen Geschäftsbereiche abgeleiteten Wachstumsabschläge vor und nach persönlichen Steuern sind in der nachfolgenden Tabelle dargestellt.

Tabelle 5-13: Wachstumsabschlag je Bereich vor und nach pers. Steuern

Bereich	Zugeordnete Gesellschaft(en)	Betafaktor	Wachstumsabschlag (vor pers. Steuern)	Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)
Leben	NLV	0,85	0,50%	0,43%
Kranken	NKV	0,85	1,00%	0,87%
Schaden/Unfall	NAV, NBA, CG	0,90	1,00%	0,87%
Finanzdienstleistungen	FFPB	1,10	1,00%	0,87%
Finanzdienstleistungen	NAM	1,20	1,00%	0,87%
Sonstige Beteiligungen	NVG, COC	0,85	1,00%	0,87%
Holding	NBG AG	0,92	1,00%	0,87%

Quelle: ValueTrust Analyse

5.3 Darstellung der für die Bewertung verwendeten Kapitalkosten nach persönlichen Steuern

307. Auf Basis der vorgenannten Parameter für Basiszins, Betafaktor, Marktrisikoprämie und Wachstumsabschlag ergeben sich die folgenden Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern vor bzw. nach Wachstumsabschlag. Diese Kapitalkosten werden zur Ermittlung der Ertragswerte der einzelnen Gesellschaften der NBG-Gruppe verwendet.

Tabelle 5-14: Kapitalkosten je Bereich vor und nach Wachstumsabschlag

Bereich	Zugeordnete Gesellschaft(en)	Kapitalkosten (vor Abschlag)	Wachstumsabschlag	Kapitalkosten (nach Abschlag)
Leben	NLV	7,12%	0,43%	6,68%
Kranken	NKV	7,12%	0,87%	6,25%
Schaden/Unfall	NAV, NBA, CG	7,37%	0,87%	6,51%
Finanzdienstleistungen	FFPB	8,40%	0,87%	7,53%
Finanzdienstleistungen	NAM	8,91%	0,87%	8,04%
Sonstige Beteiligungen	NVG, COC	7,12%	0,87%	6,25%
Holding	NBG AG	7,50%	0,87%	6,63%

Quelle: ValueTrust Analyse

6 PLANUNGSRECHNUNG UND WERTERMITTLUNG

6.1 Generelles Vorgehen

6.1.1 Bewertungsansatz („Sum of the Parts“)

308. Die Ermittlung des Werts des Eigenkapitals der NBG erfolgt nicht auf Basis einer Bewertung des Konzerns als Ganzem, sondern im Wege einer „Sum of the Parts“-Bewertung („SOTP-Bewertung“). Für die wesentlichen operativen Tochtergesellschaften und Beteiligungen sowie für die NBG AG als Holdinggesellschaft werden jeweils eigenständige Ertragswerte ermittelt.
309. Der Unternehmenswert des Bewertungsobjekts ergibt sich somit aus der Summe der Ertragswerte der wesentlichen operativen Tochtergesellschaften und Beteiligungen. Sofern die NBG an einzelnen Tochtergesellschaften weniger als 100% der Anteile hält, wird der quotale Ertragswert entsprechend der Beteiligungsquote der NBG bei der SOTP-Bewertung verwendet.
310. Die SOTP-Bewertung umfasst die nachfolgenden zehn Gesellschaften, die den vier Bereichen Leben/Kranken, Schaden/Unfall, Finanzdienstleistungen und übrige Gesellschaften zugeordnet werden.

Kapitel	Abkürzung	Gesellschaft	Bereich
6.2	NLV	NÜRNBERGER Lebensversicherung AG	Leben/Kranken
6.3	NKV	NÜRNBERGER Krankenversicherung AG	Leben/Kranken
6.4	NAV	NÜRNBERGER Allgemeine Versicherungs-AG	Schaden/Unfall
6.5	NBA	NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung AG	Schaden/Unfall
6.6	CG	CG Car-Garantie Versicherungs-AG	Schaden/Unfall
6.7	NAM	NÜRNBERGER Asset Management GmbH	Finanzdienstleistungen
6.8	FFPB	Fürst Fugger Privatbank AG	Finanzdienstleistungen
6.10	NVG	NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH	Sonstige Beteiligungen
6.10	COC	CodeCamp:N GmbH	Sonstige Beteiligungen
6.11	EVO	evo-X GmbH	Sonstige Beteiligungen
6.12	NBG AG	NÜRNBERGER Beteiligungs-AG (Nur Holding)	Holding

311. Die in den Kapiteln 6.2 bis 6.12 dargestellten einzelnen Unternehmensbewertungen sind identisch untergliedert. Zunächst erfolgt eine Darstellung der historischen Vermögens- und Ertragslage, anschließend werden Bereinigungen von außerordentlichen oder einmaligen Effekten vorgenommen und danach die bereinigte Historie mit der Unternehmensplanung für die Jahre 2026 bis 2030 beschrieben. Aufbauend auf diesen Beschreibungen wird die

Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses zur Ermittlung der ewigen Rente vorgenommen. Abschließend erfolgt die Darstellung der Wertermittlung.

312. Soweit bewertungsrelevante Sachverhalte nicht in den Planungsrechnungen der zuvor genannten Gesellschaften enthalten sind, haben wir diese als Sonderwert im Kapitel 6.13 dieses Gutachtens behandelt.

6.1.2 Bewertungsstichtag

313. Für die Ermittlung des Unternehmenswertes der NBG wurde der 12. November 2026 zugrunde gelegt. Das ist der Tag, an dem die außerordentliche Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre beschließen soll.
314. Als technischer Bewertungsstichtag wurde der 1. Januar 2026 festgelegt. Alle prognostizierten finanziellen Überschüsse wurden auf diesen Stichtag abgezinst. Der sich zum 1. Januar 2026 aus der Summe aller Konzernunternehmen ergebende Unternehmenswert der NBG wurde dann auf den 12. November 2026 aufgezinst.

6.1.3 Planungsprozess der NBG AG und der Einzelgesellschaften

6.1.3.1 Aufbau der Planungsrechnung

315. Die Planungsrechnung der NBG wird jährlich nach den Rechnungslegungsgrundsätzen des HGB erstellt und umfasst als Jahres- und Mehrjahresplanung einen Planungshorizont von fünf Jahren. Die Erstellung der Konzernplanung auf Ebene der NBG AG basiert auf den Planungen der einzelnen Tochtergesellschaften (Versicherungsunternehmen, Finanzdienstleistungsunternehmen, sonstige Beteiligungen).
316. Gegenstand der Planung ist im Wesentlichen die Projektion der Gewinn- und Verlustrechnungen auf Ebene der Tochtergesellschaften, der Segmente und des Konzerns sowie der in der Geschäftsstrategie verankerten Steuerungsgrößen wie zum Beispiel die Einhaltung der rechtlichen Solvabilitätsanforderungen sowie der selbst gesetzten Zielquoten.
317. Die Planungsrechnungen der einzelnen Gesellschaften werden systemseitig konsolidiert und für Zwecke der HGB-Konzernplanung im Gegenstromverfahren überarbeitet und aktualisiert. Unterjährig wird die Mehrjahresplanung nicht fortgeschrieben; aktualisiert werden allein die Prognosen für das laufende Geschäftsjahr (vgl. Rn. 322).

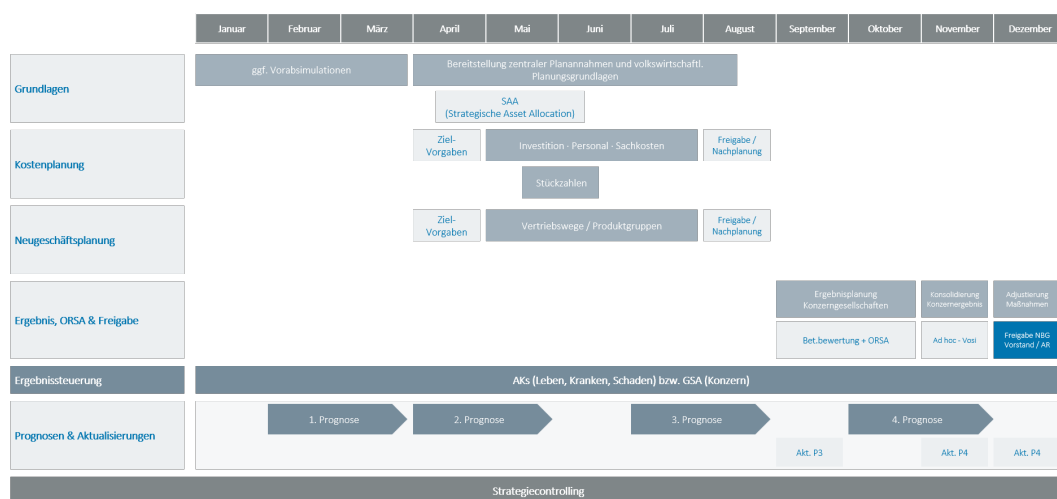
6.1.3.2 Planungsprozess

318. Ausgangspunkt sind die strategischen Hauptziele des Vorstands zu Konzernergebnis, Segmentergebnissen und Eigenkapitalrendite, die entlang der Zieldimensionen Wachstum, Ertrag und Sicherheit¹³⁶ konkretisiert und gemeinsam mit den Ergebnis- und Planungsverantwortlichen in Teilziele für Segmente, Einzelgesellschaften und Funktionsbereiche überführt und freigegeben werden. Daraus werden Kostenbudgets, Neugeschäftsvolumina, Renditeziele und Ergebnisvorgaben abgeleitet.

¹³⁶ Zielbedeckungsquoten: Gruppe, NAV, NBA und GAV jeweils 175 %, NLV 200 %, NKV 250 %.

319. Die operative Planung erfolgt anschließend dezentral auf Ebene der Einzelgesellschaften und nach Gewinnquellen; parallel werden Kosten-, Investitions- und Personalplanung, die Neugeschäftsplanung nach Vertriebswegen und Produktgruppen sowie zentrale volkswirtschaftliche und kapitalmarktbezogene Planungsgrundlagen berücksichtigt. Die Kapitalanlageplanung folgt den verabschiedeten Strategischen Asset Allokationen (SAA) der Gesellschaften; den Fixed-Income-Assetklassen liegen die Forward-Euro-Swaps zum 31. Juli 2025 zuzüglich eines Assetklassen individuellen Risikoaufschlags zugrunde. Die Planwerte werden in SAP-BPC erfasst, durch das Konzerncontrolling plausibilisiert und zu Segment- und Konzernergebnissen verdichtet, wobei konzerninterne Sachverhalte und latente Steuern/RfB einbezogen werden. Die Beteiligungsbewertungen und ORSA-Projektionsrechnungen setzen auf den Ergebnissen der Einzelgesellschaften auf.
320. Der Vorstand der NBG hat in den vergangenen Planungsrounds die auf Ebene der Einzelgesellschaften ermittelten Jahresüberschüsse nach Konsolidierung auf Konzernebene überprüft und um Planungsreserven für mögliche unvorhergesehene Entwicklungen sowie potenziell zu ambitionierte Planungsannahmen reduziert. Nach den uns erteilten Auskünften beläuft sich diese Korrektur im Planungszeitraum 2026-2030 in der im Dezember 2025 verabschiedeten Planung auf einen einstelligen bis niedrigen zweistelligen Millionenbetrag. Da diese Planungsreserven nicht auf die einzelnen Konzerngesellschaften verteilt werden können, spiegeln die von ValueTrust für die Bewertung herangezogenen Einzelplanungen ein ambitionierteres Szenario wider als die vom Vorstand auf Konzernebene verabschiedete Planung.
321. Nach Abgleich mit den strategischen Zielvorgaben, gegebenenfalls weiteren Planungsrounds und abschließender Qualitätssicherung erfolgt die Freigabe durch den Vorstand und die Beschlussfassung des Aufsichtsrats.

Abbildung 6-15: Darstellung des Planungsprozesses



Quelle: Unternehmensinformation

322. Ergänzend zur jährlichen Mehrjahresplanung werden für das laufende Geschäftsjahr vier Prognosen erstellt, die der Anpassung der Planwerte an den aktuellen Kenntnisstand und der Überwachung der Zielerreichung dienen. Der Prognoseprozess ist als verkürzter Pla-

nungsprozess ausgestaltet; die strategische Zieldefinition wird dabei nicht erneut durchlaufen. Die 1. Prognose entspricht dem im Rahmen der Mehrjahresplanung verabschiedeten Planwert des ersten Planjahres ergänzt um aktuelle Erkenntnisse, die weiteren Prognosen berücksichtigen den fortschreitenden Kenntnisstand des Geschäftsjahres.

6.1.3.3 Bewertungsrelevante Unternehmensplanungen vom Dezember 2025 und Entwicklungen bis zur Finalisierung dieses Gutachtens

323. Die Planung des NBG-Konzerns für die Geschäftsjahre 2026 bis 2030 wurde vom Konzernvorstand der NBG dem Aufsichtsrat in seiner Sitzung vom 4. Dezember 2025 präsentiert. Der Aufsichtsrat hat dieser Planung zugestimmt. Den bewertungsrelevanten Planungen der Tochtergesellschaften, welche die Grundlage der SOTP-Bewertung bilden, haben die jeweiligen Aufsichtsgremien der einzelnen Tochtergesellschaften ebenfalls im Dezember 2025 zugestimmt. Die bewertungsrelevanten Planungen wurden daher im Rahmen des regulären Planungsprozesses des NBG-Konzerns verabschiedet.
324. Der Vorstand der FFPB hat mit Datum vom 2. Juli 2026 eine Planungsrechnung für den Zeitraum 2026 bis 2031 verabschiedet. Abweichend von der in Rn. 323 erläuterten Vorgehensweise werden wir im Folgenden daher die aktuellere Planung der FFPB unserer Bewertung zu Grunde legen.
325. Die Gesellschaft hat ValueTrust darüber informiert, dass aufgrund der Integration in die VIG-Gruppe für das Geschäftsjahr 2026 keine mehrjährige Unternehmensplanung für den NBG-Konzern nach HGB erfolgen wird.
326. Bis zur Finalisierung unseres Gutachtens am 28. September 2026 lagen uns – mit Ausnahme der FFPB – keine aktuelleren verabschiedeten Unternehmensplanungen der einzelnen Konzerngesellschaften vor. Die SOTP-Bewertung basiert daher folglich mit Ausnahme der FFPB auf den Unternehmensplanungen vom Dezember 2025.
327. Wir weisen darauf hin, dass die Gesellschaft am 18. September 2026 kurz vor Finalisierung dieses Gutachtens aktuellere, aber noch nicht verabschiedete unkommentierte Entwürfe von Planungsrechnungen der weiteren NBG-Einzelgesellschaften für den Zeitraum 2026 bis 2031 bereitgestellt hat.

6.1.4 Analyse der Planungstreue

328. Im Rahmen der Plausibilisierung der Planung wird neben der Analyse des Aufbaus der Planung und des Planungsprozesses auch eine Analyse der Planungstreue in der Vergangenheit vorgenommen, um Erkenntnisse über die zukünftige Planungsgenauigkeit zu gewinnen. Zur Beurteilung der historischen Planungstreue wurde ein Zeitraum von drei Jahren betrachtet. Hierzu wurde für die Geschäftsjahre 2023 bis 2025 die Prognose für das Folgejahr (Plan-Wert) mit dem tatsächlich realisierten Betrag (Ist-Wert) für die folgenden Kennzahlen auf Segmentebene (Versicherungsunternehmen, Bankdienstleistungen) verglichen:
 - Neugeschäft
 - Gebuchte Bruttobeiträge
 - Segmentergebnis

329. Die Analyse erfolgt auf Segmentebene, da die veröffentlichten Prognosen der NBG auf dieser Ebene abgegeben werden. Vor dem Hintergrund, dass die Konzernplanung der NBG sich aus den Einzelplanungen der Versicherungsunternehmen und den weiteren Tochtergesellschaften zusammensetzt, erachten wir die Analyse der Planungstreue auch dieser Ebene auch für Zwecke der SOTP-Bewertung als sachgerecht. In der nachfolgenden Tabelle haben wir die Ergebnisse unserer Analyse zur Planungstreue zusammengefasst und werden diese im Folgenden weiter erläutern.

Tabelle 6-15: Prognosetreue der NBG im Zeitraum 2023 bis 2025

Bereich	2023		2024		2025	
	Prognose	Ist	Prognose	Ist	Prognose	Ist
Leben/Kranken						
Neugeschäft	→	x	↓	✓✓	↓	x
Gebuchte Beiträge	↗	x	↗	✓	→	x
Segmentergebnis	↗	✓	↓	✓✓✓	↑	x
Schaden/Unfall						
Neugeschäft	↑	x	↑	x	↓	x
Gebuchte Beiträge	↑	✓✓	↑	✓✓	→	✓
Segmentergebnis	↓	x	↓	x	↑	✓✓✓
Finanzdienstleistungen						
Segmentergebnis (FFPB)	↓	✓✓✓	↓	✓✓✓	↑	✓✓✓

Legende: Deutlicher Anstieg (>5%, ↑), leichtes Wachstum (<5%, ↗), leichter Rückgang (<-5%, ↘), deutlicher Rückgang (>-5%, ↓), unverändert (<1%, →), Prognose übertroffen (>5%, ✓✓✓), Prognose erfüllt in der oberen Bandbreite (<5%, ✓✓), Prognose erfüllt an der unteren Bandbreite (< 1% Abweichung, ✓), Wert unter Prognose (x)

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

6.1.4.1 Bereich Leben/Kranken

Tabelle 6-16: Plan-Ist-Vergleich Bereich Leben/Kranken

Leben/Kranken in Mio. €	2023			2024			2025		
	Ist	Plan	Δ in %	Ist	Plan	Δ in %	Ist	Plan	Δ in %
Neugeschäft	369	495	-25,4%	349	337	3,6%	280	317	-11,4%
Gebuchte Beiträge	2.540	2.670	-4,9%	2.580	2.573	0,2%	2.567	2.602	-1,3%
Segmentergebnis	52	53	-0,8%	55	47	16,7%	55	58	-6,3%

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

Plan-Ist-Vergleich 2023

330. Im Jahr 2023 belief sich das Neugeschäft in der Lebens- und Krankenversicherung auf insgesamt 369,2 Mio. € und lag damit unter dem Planwert von 494,7 Mio. €. Die Planunterschreitung ist im Wesentlichen auf die Lebensversicherung zurückzuführen, in der insbesondere die Einmalbeiträge deutlich geringer als geplant ausfielen. Demgegenüber entwickelten sich die laufenden Neubeiträge im fondsgebundenen Geschäft sowie im EKS- und Biometriegeschäft positiv. Auch in der Krankenversicherung wurde der geplante Neuzugang insbesondere aufgrund des starken Wachstums in der betrieblichen Krankenversicherung deutlich übertroffen.

331. Die gebuchten Beiträge beliefen sich auf insgesamt 2.539,6 Mio. € und lagen damit unter dem Planwert von 2.669,7 Mio. €. Auch diese Abweichung resultierte maßgeblich aus den geringeren Einmalbeiträgen in der Lebensversicherung, während die laufenden Beiträge in der Lebensversicherung sowie die gebuchten Beiträge in der Krankenversicherung eine positive Entwicklung zeigten.
332. Das zusammengefasste Segmentergebnis der Lebens- und Krankenversicherung betrug 52,2 Mio. € und lag damit nahezu auf dem Planniveau von 52,6 Mio. €. Dabei wurde der Planwert in der Lebensversicherung leicht übertroffen, insbesondere aufgrund eines höheren Kapitalanlageergebnisses. In der Krankenversicherung wurde der Planwert hingegen verfehlt. Ursächlich hierfür waren insbesondere eine höhere Leistungsquote sowie gestiegene Provisionsbelastungen infolge des starken Neugeschäfts in der Zusatzversicherung und der betrieblichen Krankenversicherung.

Plan-Ist-Vergleich 2024

333. Im Jahr 2024 belief sich das Neugeschäft in der Lebens- und Krankenversicherung auf insgesamt 349,3 Mio. € und lag damit über dem Planwert von 337,3 Mio. €. Die Planüberschreitung ist auf beide Sparten zurückzuführen. In der Lebensversicherung überkompensierten die höher als geplanten laufenden Neubeiträge die geringeren Einmalprämien. In der Krankenversicherung lagen die Neubeiträge insbesondere aufgrund des starken Wachstums in der betrieblichen Krankenversicherung über Plan. Zur Begrenzung der damit verbundenen Provisionsbelastungen wurden im Jahresverlauf Maßnahmen zur Steuerung des Neugeschäfts ergriffen.
334. Die gebuchten Beiträge beliefen sich auf insgesamt 2.579,6 Mio. € und lagen damit leicht über dem Planwert von 2.573,4 Mio. €. Während die Beitragsentwicklung in der Lebensversicherung trotz geringerer Einmalprämien insgesamt planmäßig verlief, resultierte die Planüberschreitung in der Krankenversicherung aus dem erhöhten Neugeschäft und höheren Mehrbeiträgen.
335. Das zusammengefasste Segmentergebnis der Lebens- und Krankenversicherung betrug 55,3 Mio. € und übertraf damit den Planwert von 47,4 Mio. €. Die positive Abweichung ist auf die Lebensversicherung zurückzuführen, in der insbesondere ein höheres Kapitalanlageergebnis, geringere Abschlusskostenverluste, höhere Verwaltungsvergütungen und erste Einsparmaßnahmen aus dem Programm „Fit für die Zukunft“ zu einem über Plan liegenden Ergebnis führten. Das Segmentergebnis der Krankenversicherung lag hingegen unter Plan. Die erhöhten Provisionsbelastungen infolge des starken Neugeschäfts wurden durch einen neuen Rückversicherungsvertrag ausgeglichen.

Plan-Ist-Vergleich 2025

336. Im Jahr 2025 belief sich das Neugeschäft in der Lebens- und Krankenversicherung auf insgesamt 280,4 Mio. € und lag damit unter dem Planwert von 316,5 Mio. €. Die Planunterschreitung betraf sowohl die Lebensversicherung als auch die Krankenversicherung. In der Lebensversicherung lag das Neugeschäft bei 262,8 Mio. € gegenüber einem Planwert von 296,5 Mio. €, während in der Krankenversicherung 17,6 Mio. € gegenüber geplanten 20,0 Mio. € erzielt wurden.

337. Die gebuchten Beiträge beliefen sich auf insgesamt 2.566,7 Mio. € und lagen damit leicht unter dem Planwert von 2.601,6 Mio. €. Die Abweichung ist auf die Lebensversicherung zurückzuführen, deren gebuchte Beiträge mit 2.234,2 Mio. € unter dem Planwert von 2.270,5 Mio. € lagen. In der Krankenversicherung wurde der Planwert mit gebuchten Beiträgen von 332,5 Mio. € gegenüber geplanten 331,1 Mio. € leicht übertroffen.
338. Das zusammengefasste Segmentergebnis der Lebens- und Krankenversicherung betrug 54,6 Mio. € und lag damit unter dem Planwert von 58,3 Mio. €. Dabei blieb das Segmentergebnis der Lebensversicherung mit 46,4 Mio. € unter dem Planwert von 51,3 Mio. €, während die Krankenversicherung mit 8,2 Mio. € den Planwert von 7,0 Mio. € übertraf. Das über Plan liegende Ergebnis der Krankenversicherung ging mit einem höheren versicherungstechnischen Ergebnis und einem höheren Kapitalanlageergebnis einher.

6.1.4.2 Bereich Schaden/Unfall

Tabelle 6-17: Plan-Ist-Vergleich Bereich Schaden/Unfall

Schaden/Unfall in Mio. €	2023			2024			2025		
	Ist	Plan	Δ in %	Ist	Plan	Δ in %	Ist	Plan	Δ in %
Neugeschäft	142	148	-3,9%	139	150	-7,5%	101	124	-18,5%
Gebuchte Beiträge	1.007	976	3,3%	1.086	1.064	2,0%	955	962	-0,8%
Segmentergebnis	-24	1	nm	-157	-9	nm	-38	-51	25,7%

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

Plan-Ist-Vergleich 2023

339. Im Jahr 2023 belief sich das Neugeschäft in der Schaden- und Unfallversicherung auf 142,2 Mio. € und lag damit unter dem Planwert von 147,9 Mio. €. Trotz eines spürbaren Zuwachses gegenüber dem Vorjahr wurde die Planung damit nicht erreicht.
340. Die gebuchten Beiträge lagen mit 1.007,3 Mio. € hingegen über dem Planwert von 975,5 Mio. €. Die Planüberschreitung ist insbesondere auf einen starken Zuwachs in der gewerblichen Sach- und Transportversicherung zurückzuführen.
341. Das Segmentergebnis betrug -24,0 Mio. € und lag damit deutlich unter dem geplanten Ergebnis von 1,3 Mio. €. Die negative Planabweichung stammte vollständig aus der Versicherungstechnik und war im Wesentlichen auf deutlich höhere Schadenaufwendungen vor und nach Rückversicherung zurückzuführen. Belastend wirkten insbesondere die außergewöhnlich hohe Schadeninflation in der Kfz- und Sachversicherung sowie zahlreiche Schadenereignisse die auf Unwetter (Sturm-, Hagel- und Starkregenschäden) zurückzuführen sind. Das Kapitalanlageergebnis liegt mit 29,2 Mio. € leicht über dem Plan von 27,6 Mio. €.

Plan-Ist-Vergleich 2024

342. Im Jahr 2024 belief sich das Neugeschäft in der Schaden- und Unfallversicherung auf 139,0 Mio. € und lag damit unter dem Planwert von 150,3 Mio. €. Die Planunterschreitung ist im Wesentlichen auf den nach Abschluss der Planung eingeleiteten Richtungswechsel hin zu einer stärkeren Ertragsorientierung zurückzuführen, der sich in einer restriktiveren Annahmepolitik bis hin zu Zeichnungsstopps niederschlug.

343. Die gebuchten Beiträge lagen mit 1.085,8 Mio. € hingegen über dem Planwert von 1.064,2 Mio. €. Die Planüberschreitung resultierte insbesondere aus umfangreichen Prämiennachmeldungen im Transportversicherungsgeschäft. Ohne das Transportgeschäft hätten die Prämieinnahmen unter dem Planwert gelegen.
344. Das Segmentergebnis betrug -157,4 Mio. € und lag damit deutlich unter dem geplanten Ergebnis von -8,6 Mio. €. Die negative Planabweichung stammte größtenteils aus der Versicherungstechnik und war insbesondere auf Großschäden, Belastungen aus der Abwicklung von Vorjahresschäden sowie Reservestärkungen von rund 55 Mio. € brutto zurückzuführen. Zusätzlich belastete ein erheblicher Steueraufwand das Segmentergebnis, da für neu entstandene Verluste keine latenten Steuererträge angesetzt werden konnten und bereits bilanzierte aktive latente Steuern wertberichtigt werden mussten.

Plan-Ist-Vergleich 2025

345. Im Jahr 2025 belief sich das Neugeschäft in der Schaden- und Unfallversicherung auf 100,7 Mio. € und lag damit unter dem Planwert von 123,5 Mio. €.
346. Die gebuchten Beiträge lagen mit 954,5 Mio. € leicht unter dem Planwert von 961,9 Mio. €. Die Beitragsentwicklung war durch die Sanierung des Schaden- und Unfallversicherungsgeschäfts sowie die stärkere Ertragsorientierung geprägt.
347. Das Segmentergebnis betrug -38,2 Mio. € und fiel damit besser aus als das geplante Ergebnis von -51,4 Mio. €. Die positive Planabweichung ist auf ein höheres Kapitalanlageergebnis und geringere Schadenaufwendungen zurückzuführen. Das versicherungstechnische Ergebnis lag mit -43,2 Mio. € über dem Planwert von -50,2 Mio. €, während das Kapitalanlageergebnis mit 48,1 Mio. € den Planwert von 25,9 Mio. € deutlich übertraf. Darüber hinaus lag das Sonstige Ergebnis mit -27,4 Mio. € unter dem Planwert von -25,2 Mio. € ebenso wie die Steuern mit -15,6 Mio. € gegenüber geplanten -1,9 Mio. €.

6.1.4.3 Bereich Finanzdienstleistungen¹³⁷

Tabelle 6-18: Plan-Ist-Vergleich Bereich Finanzdienstleistungen (nur FFPB)

Finanzdienstleistungen in Mio. €	2023			2024			2025		
	Ist	Plan	Δ in %	Ist	Plan	Δ in %	Ist	Plan	Δ in %
Segmentergebnis	11	7	70,8%	13	8	61,0%	11	10	13,3%

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

348. Im Jahr 2023 lag das Ergebnis für den Bereich Finanzdienstleistungen mit 11,1 Mio. € deutlich oberhalb des Planwertes von 6,5 Mio. € bedingt durch ein höheres Zins- und ein besseres Provisionsergebnis sowie durch geringere betriebliche Aufwendungen.
349. Für das Jahr 2024 fiel das Ergebnis mit 13,2 Mio. € ebenfalls deutlich positiver im Vergleich zum Plan, getrieben durch höhere Provisionserträge.

¹³⁷ Der Plan-Ist Abgleich im Bereich Finanzdienstleistungen wurde lediglich für die FFPB dargestellt.

350. Auch im Jahr 2025 wurde im Bereich Finanzdienstleistungen der Planwert übertroffen. Das Ergebnis belief sich auf 11,1 Mio. € gegenüber geplanten 9,8 Mio. €. Die Abweichung betrug somit ca. 1,3 Mio. € bzw. rund 13%.

6.1.4.4 Zusammenfassung und Fazit

351. Die dargestellte Plan-/Ist-Abweichungsanalyse zeigt eine unterschiedliche Planungstreue in den betrachteten Bereichen. Im Bereich Leben/Kranken lagen die gebuchten Beiträge und das Ergebnis insgesamt vergleichsweise nahe an den Planwerten, während das Neugeschäft insbesondere 2023 und 2025 unter Plan blieb. Im Bereich Schaden/Unfall wurde das Neugeschäft in allen drei Jahren unterschritten, während in dem Bereich Finanzdienstleistungen die Ergebnisse konstant über den Plan-Ergebnissen lag. Bei den Ergebnissen waren insbesondere in 2023 und 2024 deutliche Abweichungen zu verzeichnen. Insgesamt erwies sich die Planung der gebuchten Beiträge als vergleichsweise belastbar, während das Neugeschäft und insbesondere das Ergebnis der Schaden- und Unfallversicherung stärkeren Abweichungen unterlagen.
352. Die vorliegende Planungsrechnung der Gesellschaft ist grundsätzlich eine geeignete Ausgangsbasis für die Unternehmensbewertung. Sie berücksichtigt die Unternehmensstrategie sowie die daraus abgeleiteten Ziele und Erwartungen der Gesellschaft. Die Ergebnisse der Analyse der Planungstreue sind bei der nachfolgenden Plausibilisierung der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Planungsrechnung angemessen zu berücksichtigen. Dies betrifft insbesondere die wiederholte Unterschreitung der Neugeschäftsplanung sowie die erhöhte Schwankungsanfälligkeit des Ergebnisses der Schaden- und Unfallversicherung. Im Folgenden wird die der Unternehmensbewertung zugrunde liegende Planungsrechnung hinsichtlich ihrer Plausibilität analysiert.

Gesamtwürdigung der Planungstreue

353. Über den gesamten Beobachtungszeitraum 2023 bis 2025 zeigt sich eine insgesamt zufriedenstellende bis gute Planungstreue der Gesellschaft, wobei die Genauigkeit je nach Kennzahl und Segment unterschiedlich ausgeprägt war. Die Planung der gebuchten Beiträge erwies sich insgesamt als vergleichsweise robust und lag in den meisten Jahren nur geringfügig über oder unter den tatsächlich erzielten Werten. Auch die Ergebnisse im Bereich Leben/Kranken bewegten sich überwiegend in der Nähe der Planwerte, sodass die zugrunde liegenden Annahmen grundsätzlich als belastbar einzustufen sind. Abweichungen ergaben sich insbesondere beim Neugeschäft, das mehrfach hinter den Planungen zurückblieb, wobei einzelne Jahre auch positive Planabweichungen verzeichneten.
354. Eine geringere Planungstreue zeigte sich im Bereich Schaden/Unfall. Während die Beitragsentwicklung auch hier überwiegend nachvollziehbar prognostiziert wurde, wichen die Segmentergebnisse teilweise deutlich von den Planwerten ab. Ursache hierfür waren vor allem externe und nur eingeschränkt planbare Einflussfaktoren wie Großschäden, Schadeninflation, Wetterereignisse, Reservestärkungen und Veränderungen im Rückversicherungsumfeld. Die Ergebnisentwicklung dieses Segments erwies sich daher als deutlich volatiler als ursprünglich erwartet.

355. Insgesamt vermittelt die Analyse den Eindruck einer grundsätzlich belastbaren und für Bewertungszwecke geeigneten Planungsrechnung. Die wesentlichen Werttreiber wurden überwiegend zutreffend antizipiert, auch wenn sich einzelne Annahmen zum Neugeschäft sowie zur Ergebnisentwicklung in der Schaden- und Unfallversicherung als optimistisch erwiesen. Die festgestellten Abweichungen erscheinen dabei überwiegend durch operative und marktbedingte Faktoren erklärbar und stellen die grundsätzliche Verlässlichkeit der Unternehmensplanung nicht in Frage.

6.1.5 Steuern

356. Für die Berechnung der Ertragsteuern werden Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag nach dem am Bewertungsstichtag geltenden Steuerrecht berücksichtigt.
357. Um die Wertbeiträge der jeweiligen Tochtergesellschaften zutreffend abzubilden, wird im Rahmen des „Sum of the Parts“-Ansatzes bewertungstechnisch von den bestehenden Ergebnisabführungsverträgen abstrahiert und die Steuerbelastung auf Ebene der jeweiligen Gesellschaft berücksichtigt. Korrespondierend wird bei in der Detailplanungsphase anfallenden Verlusten eine Steuergutschrift angesetzt, so dass im Ergebnis, wie bei bestehenden Ergebnisabführungsverträgen, eine vollständige Verrechnung von Gewinnen und Verlusten erfolgt.

Persönliche Steuern und Ausschüttungsannahme

358. Die in der Planung enthaltenen Ausschüttungen der verbundenen Unternehmen sind in Höhe der jeweiligen Jahresüberschüsse eingestellt, um keine zusätzlichen Konzerneffekte zu erzeugen. Es handelt sich damit um eine Planungskonvention und nicht um eine Ausschüttungsannahme im Sinne von IDW S 1. Für Zwecke der Bewertung wird sie durch eine Ausschüttungs- und Thesaurierungsannahme ersetzt, die sich in der Detailplanungsphase am unternehmenseigenen Konzept unter Beachtung der gesellschaftsindividuellen Bedeckungsanforderungen und in der Fortführungsphase am Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage orientiert. Dividendenausschüttungen werden mit der Abgeltungsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag belastet; thesaurierungsbedingte Wertsteigerungen werden typisierend mit dem hälftigen nominellen Steuersatz zuzüglich Solidaritätszuschlag belastet. Thesaurierungen, die zur Finanzierung des Wachstums bzw. zur Erhaltung der Bedeckungsquoten erforderlich sind, werden nicht als Wertbeitrag aus unmittelbarer Zurechnung erfasst.
359. Für Zwecke der Bewertung der einzelnen NBG-Konzerngesellschaften haben wir für den Detailplanungszeitraum grundsätzlich die Ausschüttungsannahmen je Gesellschaft verwendet, die in der jeweils verabschiedeten Planungsrechnung hinterlegt waren. Für die ewige Rente im Anschluss an den Detailplanungszeitraum wurde eine Ausschüttungsquote von 50% verwendet.

6.1.6 Solvabilität und Kapitalbedarf

360. Die aufsichtsrechtliche Bedeckung ist für die Bewertung insoweit relevant, als sie die Ausschüttungsfähigkeit der einzelnen Gesellschaften begrenzt. Wir legen der Bewertung die

von den Gesellschaften definierten Zielbedeckungsquoten nach Säule 1 zugrunde: 200% für die NLV, 250% für die NKV sowie 175% für die NAV und die NBA.

6.1.7 Kapitalanlageergebnis

- 361. Die Planung der Kapitalanlagen richtet sich nach den verabschiedeten strategischen Asset Allocations (SAA) der Gesellschaften. Die geplante Neu- und Wiederanlage erfolgt in den Assetklassen, die sich gemäß dem Investmentpfad der jeweiligen SAA ergeben.
- 362. Für die Ableitung des nachhaltigen Kapitalanlageergebnisses wird je Assetklasse ein erwarteter Total Return für die nachhaltige Kapitalanlage bestimmt. In Kombination mit der gesellschaftsindividuellen SAA ergibt sich hieraus je Versicherungsgesellschaft eine erwartete nachhaltige Kapitalanlageverzinsung. Bei der Bestimmung des erwarteten Total Return je Assetklasse wird für Equity- und Fixed-Income-Assets differenziert vorgegangen.
- 363. Für Equity-Assets werden die erwartete Dividenden- bzw. Ausschüttungsrendite und die erwartete Kursrendite getrennt angesetzt. Ihre Summe stellt den erwarteten Total Return der Assetklasse dar. Der Ansatz getrennter Renditekomponenten stellt sicher, dass der bilanziell ergebniswirksame Teil (laufende Erträge) und der über Marktwertänderungen realisierbare Teil der Rendite unterscheidbar bleiben.
- 364. Für Fixed-Income-Assets bilden die aus der Euro-Swap-Zinsstrukturkurve zum 31. Juli 2025 abgeleiteten Forward-Sätze die Basis im Sinne einer risikofreien Anlage. Die Stützstelle der Forwardkurve wird nach der für die jeweilige Assetklasse typischen Restlaufzeit gewählt. Für jedes Fixed-Income-Asset wird darüber hinaus ein erwarteter Spread bestimmt, der das Kredit-, Struktur- und Liquiditätsrisiko der Assetklasse abbildet. In Kombination mit dem abgeleiteten Forward ergibt sich so je Fixed-Income-Asset ein erwarteter Total Return je Assetklasse. Die Spreads werden zwischen dem kurzfristigen Erwartungswert (Planjahr 2026) und dem langfristigen Erwartungswert (ab Planjahr 2030) linear in vier gleichen Schritten fortgeschrieben.
- 365. Hypotheken und Tages- und Termingelder werden ohne Forward-Komponente unmittelbar als absoluter Renditeerwartungswert angesetzt.
- 366. Die Gewichtung der Assetklassen-spezifischen erwarteten Rendite mit der langfristigen SAA der jeweiligen Gesellschaft führt zu der erwarteten nachhaltigen Kapitalanlageverzinsung, mit der die Kapitalanlagebestände zum Ende des Detailplanungszeitraums verzinst werden.

6.1.8 Synergien aus dem Zusammenschluss von VIG und NBG

- 367. Die der Bewertung zugrunde gelegten Planungsrechnungen wurden als Stand-alone Planungen der NBG-Einzelgesellschaften erstellt und berücksichtigen keine Synergien zwischen VIG und NBG. Die VIG hat zudem mitgeteilt, dass bis zum Vollzug des Erwerbs der NBG im Mai 2026 aufgrund wettbewerbsrechtlicher Vorgaben keine gemeinsame operative Planung zwischen NBG und VIG erlaubt war.
- 368. Gleichwohl hat die VIG im Rahmen ihrer Due Diligence vor Abgabe des öffentlichen Erwerbssangebots wertmindernde Effekte sowie wertsteigernde Potenziale mithilfe VIG-interner

Ressourcen und externer Berater identifiziert, soweit möglich quantifiziert und diese in ihrer Vorstandssitzung vom 13. Oktober 2025 diskutiert. Wir haben die Analysen des VIG-Vorstands detailliert gewürdigt.

369. Zu den wertmindernden Effekten zählen erwerbsinduzierte Steuerzahlungen, nicht bilanzierte Pensionsverpflichtungen der NBG sowie Investitionen in die IT-Landschaft der NBG von rd. 240 Mio. € zur Modernisierung der gesamten IT-Systemlandschaft. Die VIG hat im Rahmen ihrer Due Diligence die Feststellung getroffen, dass die IT-Investitionen von mindestens rd. 240 Mio. € unabhängig von der Integration der NBG in die VIG anfallen werden. Dieses Verständnis wurde vom Vorstand der NBG im Rahmen des zwischen VIG und NBG geschlossenen Business Combination Agreement mit Datum vom 16. Oktober 2025 bestätigt. Weitere rd. 15 Mio. € hat die VIG als Integrationskosten angesetzt, davon 14,0 Mio. € für die Umstellung der Rechnungslegung der NBG auf die von der VIG angewendeten International Financial Reporting Standards (IFRS) und 1,0 Mio. € für IT-Security. Nach den uns erteilten Auskünften laufen aktuell die Arbeiten zur Umstellung/Erweiterung der Rechnungslegung der NBG auf die IFRS und stellen eine wesentliche Voraussetzung für die geplante Integration der NBG in die VIG dar.
370. Die Wertsteigerungspotenziale betreffen Synergiepotenziale in Form von Kosteneinsparungen in den Bereichen Operations und Einkauf sowie mehrere überwiegend langfristige strategische Initiativen in den Bereichen Leben/Kranken und Schaden/Unfall mit dem Ziel, das Jahresergebnis der NBG bis 2030 bzw. 2035 auszuweiten. Soweit eine überschlägige Quantifizierung der Synergiepotenziale im Bereich Leben/Kranken vorgenommen wurde, erachten wir die von der VIG gewählten Annahmen und Einschätzungen als ambitioniert. Wir halten fest, dass insbesondere die von VIG identifizierten Wertsteigerungspotenziale dem Vorstand der NBG weder bekannt waren, noch eine Verifizierung dieser Potenziale bislang erfolgen konnte. Entsprechend hat der Vorstand der NBG in seiner verabschiedeten Planung für den Zeitraum 2026-2030 keinerlei Synergiepotenziale berücksichtigt. Nach den uns erteilten Auskünften wird der Vorstand der NBG auch im Rahmen des aktuell laufenden Planungsprozesses keine eigenständige Synergieplanung vornehmen, sondern für den Zeitraum 2027-2031 lediglich sowohl die o.g. Integrationskosten von rd. 15 Mio. € als auch die o.g. IT-Modernisierungskosten von 240 Mio. € berücksichtigen. Eine Investition in dieser Höhe ist nach Auskunft der NBG nur mit Unterstützung der VIG möglich. Da es sich nach dem Verständnis des NBG-Vorstands dem Grunde nach um notwendige Investitionen handelt, die auch ohne den Zusammenschluss mit der VIG angefallen wären, ist der Betrag auch bei einer Stand-alone-Bewertung der NBG (mindestens) in Höhe von 240 Mio. € anzusetzen. Bei den IT-Modernisierungskosten ist angenommen, dass rd. 70% des Gesamtaufwands durch interne Ressourcen erbracht werden kann und damit günstiger erfolgt, als wenn der Beratungsbedarf durch externe Kapazitäten gedeckt werden müsste. Da die verabschiedete Unternehmensplanung des NBG-Vorstands vom Dezember 2025 die IT-Modernisierungskosten nicht enthält, haben wir diese als Sonderwert zusätzlich berücksichtigt. Für die Ermittlung des Sonderwerts verweisen wir auf Kapitel 6.13.2 in unserem Gutachten. Ein Wertansatz für die Integrationskosten innerhalb der Stand-Alone-Planung scheidet nach unserer Auffassung grundsätzlich aus, da diese Kosten nur durch den Zusammenschluss zwischen VIG und NBG anfallen werden.

371. Es besteht die Möglichkeit, dass der Vorstand der NBG im Rahmen seiner Unternehmensplanung sowohl für den Zeitraum 2026-2030 als auch für den Planungszeitraum 2027-2031 ähnliche oder gar identische Maßnahmen wie die VIG identifiziert, um das Jahresergebnis der NBG in der Zukunft zu steigern. Unsere Analysen der vom Vorstand der VIG identifizierten Synergiepotenziale deuten auf mehrere Überschneidungen bei Initiativen im Bereich Leben/Kranken hin, sodass eine eindeutige Abgrenzung der Synergieplanung von der Stand-alone-Planung der NBG auf Basis der uns vorliegenden Unterlagen nach unserer Einschätzung nicht möglich ist. Zudem sind vom Vorstand der NBG unabhängig von den Synergiepotenzialüberlegungen der VIG in der Unternehmensplanung (sowohl für den Zeitraum 2026-2030 als auch für den Zeitraum 2027-2031) umfangreiche Maßnahmen zu kurz- und langfristigen Kosteneinsparungen aus der Fortführung des TAN-Programms vorgesehen, die teilweise mit Einsparpotenzialen aus der IT-Modernisierung in Verbindung stehen.
372. Auf Basis der uns vorliegenden Unterlagen kommen wir zu dem Ergebnis, dass die von der VIG bisher geplanten strategischen Initiativen nicht hinreichend konkretisiert sind. Zudem erachten wir eine hinreichend eindeutige Abgrenzung der Synergiepotenziale aus Sicht der VIG von den in der bewertungsrelevanten Stand-Alone-Planung der NBG berücksichtigten Maßnahmen auf Basis der vorliegenden Unterlagen als nicht möglich. Diese Einschätzung wird zusätzlich durch die Tatsache gestützt, dass die VIG-Analysen der Synergiepotenziale auf einem hinsichtlich Zeitpunkt, Format, Umfang und Detailtiefe abweichenden Planungsstand gegenüber der Planungsrechnung 2026-2030 basieren.
373. Wir weisen ergänzend darauf hin, dass neben der nicht hinreichenden Konkretisierung die Synergiepotenziale aus Sicht der VIG nicht durch den Vorstand der NBG validiert oder verabschiedet worden sind. In diesem Zusammenhang verweisen wir auf unsere allgemeinen Ausführungen in Kapitel 4.7 dieses Gutachtens.
374. Abschließend weisen wir darauf hin, dass wir zusätzlich die von der VIG erstellte Entscheidungsvorlage mit Datum vom 13. Oktober 2025 auch vor dem Hintergrund der Entscheidung zur Abgabe eines Erwerbsangebots vom 16. Oktober 2025 analysiert haben. Die aus Sicht der VIG dem Grunde nach realistisch quantifizierbaren positiven und negativen Synergiepotenziale, Kosten und weitere Risiken wurden mit nach unserer Einschätzung ambitionierten bzw. herausfordernden Annahmen ermittelt. Dennoch wird durch das öffentliche Erwerbsangebot von 120,0 € je NBG-Aktie dieses Synergiepotenzial nahezu vollständig abgebildet. Das bedeutet, dass im Preis des öffentlichen Erwerbsangebots von 120,0 € je NBG-Aktie jegliche Unsicherheit bzgl. der tatsächlichen Erzielung der Synergiepotenziale ausgeschlossen wird, die im vorliegenden Fall von der Integration der NBG in die VIG-Gruppe bei gleichzeitiger Modernisierung der gesamten IT-Infrastruktur und dem Vorantreiben neuer strategischer Initiativen erfolgt. Wir gehen daher davon aus, dass diese Synergiepotenziale abschließend und angemessen im öffentlichen Erwerbsangebot von 120,0 € je NBG-Aktie reflektiert wurden.

6.2 NÜRNBERGER Lebensversicherung AG (NLV)

Bereich Leben/Kranken

375. Die NLV ist eine 100-prozentige Tochtergesellschaft der NBG AG und betreibt das selbst abgeschlossene Lebensversicherungsgeschäft der Gruppe mit den Schwerpunkten Einkommensschutz und Biometrie sowie fondsgebundene und konventionelle Altersvorsorge. Bei der Betrachtung der NLV wurden unter anderem folgende verbundene Unternehmen über deren Beiträge zum Kapitalanlageergebnis berücksichtigt: ADN Immo-Direkt Core Invest GmbH & Co. Geschl. InvKG, ADN Immo-Direkt Value Add Invest GmbH & Co. Geschl. InvKG, NÜRNBERGER Pensionskasse AG, Vega Invest Fund plc., Vega Invest (Guernsey) Ltd. Zwischen der NBG AG und der NLV besteht ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag; maßgeblich für die Beurteilung der Ertragskraft ist daher das Ergebnis vor Gewinnabführung. Neugeschäfte sind klassifiziert entsprechend folgender Vertriebswege (Bruttobeitragsanteil in % 2025): Makler (78,2%), Ausschließlichkeit (15,5%), Autohaus (5,9%) und Sonstige (0,5%). Die NLV betreibt seit Ende 2024 ausschließlich passives Rückversicherungsgeschäft.

6.2.1 Vermögens- und Ertragslage

376. Die historische Ertragslage der NLV stellt sich gemäß den Jahresabschlüssen 2023 bis 2025 wie folgt dar:

Tabelle 6-19: Historische Ertragslage der NLV¹³⁸

NLV - Ertragslage in Mio. €	Unbereinigte Historie		
	2023	2024	2025
Gebuchte Bruttobeiträge	2.162	2.221	2.211
Wachstum in %		2,7%	-0,5%
Abgegebene RV-Beiträge	-54	-62	-74
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-2,5%	-2,8%	-3,3%
Gebuchte Netto-Beiträge	2.108	2.159	2.137
in % der gebuchten Bruttobeiträge	97,5%	97,2%	96,7%
Δ Netto-Beitragsüberträge	2	2	2
Verdiente Beiträge f.e.R.	2.110	2.161	2.139
Beiträge aus der Rst für Beitragsrückerst.	91	127	184
Erträge aus KA	561	555	611
Nicht realisierte Gewinne aus KA der FLV	978	1.148	972
Sonstige vers. techn. Erträge f.e.R.	51	23	2
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-1.811	-1.872	-1.922
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-85,8%	-86,6%	-89,8%
Δ der übrigen vers. techn. netto-Rst	-1.036	-1.259	-835
Aufwendungen für Beitragsrückerst. f.e.R.	-335	-358	-386
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-399	-366	-219
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-18,9%	-17,0%	-10,3%
Aufwendungen für KA	-75	-87	-218
Nicht realisierte Verluste KA der FLV	-49	-8	-182
Sonstige vers. techn. Aufwendungen f.e.R.	-22	-20	-38
Vers. techn. Ergebnis f.e.R.	64	42	110
in % der gebuchten Bruttobeiträge	3,0%	1,9%	5,0%
Sonstige Erträge	141	158	143
Sonstige Aufwendungen	-118	-121	-120
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	88	80	132
in % der gebuchten Bruttobeiträge	4,0%	3,6%	6,0%
Außerordentliches Ergebnis	–	-2	-10
Ergebnis vor Steuern	88	77	122
Steuern	-42	-30	-75
Ergebnis nach Steuern	46	47	48
in % der gebuchten Bruttobeiträge	2,1%	2,1%	2,1%

Quelle: Unternehmensinformationen

¹³⁸ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; eigene Darstellung.

377. Die historische Vermögenslage der NLV stellt sich gemäß den Jahresabschlüssen 2023 bis 2025 wie folgt dar:

Tabelle 6-20: Historische Vermögenslage der NLV

NLV - Vermögenslage in Mio. €	Historie		
	2023	2024	2025
Immaterielle Vermögensgegenstände	69	68	68
KA	19.196	19.375	19.407
KA fondsgebundener Versicherungen	8.989	10.462	11.164
Forderungen aus dem s.a.G.	275	292	274
Abrechnungsforderungen aus dem RV-Geschäft	0	0	62
Sonstige Forderungen	28	34	32
Übrige Aktiva	326	304	416
Summe Aktiva	28.881	30.536	31.424
Eigenkapital	300	300	315
Vers. techn. Rst	18.818	18.993	19.151
Vers. techn. Rst fondsgebundener Versicherungen	8.989	10.462	11.164
Andere Rst	39	42	41
Depotverbindlichkeiten	136	152	166
Verbindlichkeiten aus dem s.a.G.	496	488	474
Übrige Passiva	105	98	113
Summe Passiva	28.881	30.536	31.424

Quelle: Unternehmensinformationen

378. Die Kapitalanlage fondsgebundener Versicherungen erfolgt gemäß § 341d HGB und stieg in 2025 um insgesamt 6,7% auf 11,2 Mrd. €. Der Anstieg erfolgte vorwiegend aufgrund von Zuschreibungen nicht realisierter Gewinne i.H.v. 1,0 Mrd. €, da sich die Zu- und Abgänge im Ergebnis gegenseitig nahezu aufheben (Saldo: Abgänge i.H.v. 79,2 Mio. €).
379. Die Abrechnungsforderungen aus dem Rückversicherungsgeschäft betreffen im Wesentlichen die Forderungen aus dem in 2025 abgeschlossenen Rückversicherungsvertrag mit einem Rückversicherer i.H.v. 62,0 Mio. €. Die im Rahmen des Vertrags vereinnahmte Rückversicherungsprovision wurde unter den Abrechnungsforderungen erfasst und wird mit künftigen Zahlungsverpflichtungen verrechnet.
380. Das Eigenkapital wurde in 2025 von 300 Mio. € auf 315 Mio. € erhöht, um dieses im Einklang mit der strategischen Planung zu stärken und die zukünftige Gewinnabführung an die NBG unter Beachtung des Gewinnabführungsvertrages sicherzustellen.
381. Den versicherungstechnischen Rückstellungen fondsgebundener Versicherungen stehen auf der Aktivseite Kapitalanlagen fondsgebundener Versicherungen in gleicher Höhe gegenüber. Der Anstieg in 2025 um 0,7 Mrd. € resultiert im Wesentlichen aus der positiven Fondsentwicklung im Berichtsjahr.

6.2.2 Bereinigungen

382. Für die Herstellung einer vergleichbaren historischen Zeitreihe sind die folgenden Sachverhalte zu berücksichtigen:

Tabelle 6-21: Übersicht Bereinigungen NLV¹³⁹

NLV - Ertragslage	Unbereinigte Historie			Bereinigungen			Bereinigte Historie		
in Mio. €	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Gebuchte Bruttobeiträge	2.162	2.221	2.211				2.162	2.221	2.211
Wachstum in %		2,7%	-0,5%					2,7%	-0,5%
Abgegebene RV-Beiträge	-54	-62	-74				-54	-62	-74
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-2,5%	-2,8%	-3,3%				-2,5%	-2,8%	-3,3%
Gebuchte Netto-Beiträge	2.108	2.159	2.137				2.108	2.159	2.137
in % der gebuchten Bruttobeiträge	97,5%	97,2%	96,7%				97,5%	97,2%	96,7%
Δ Netto-Beitragsüberträge	2	2	2				2	2	2
Verdiente Beiträge f.e.R.	2.110	2.161	2.139				2.110	2.161	2.139
Beiträge aus der Rst für Beitragsrückerst.	91	127	184				91	127	184
Erträge aus KA	561	555	611				561	555	611
Nicht realisierte Gewinne aus KA der FLV	978	1.148	972				978	1.148	972
Sonstige vers. techn. Erträge f.e.R.	51	23	2				51	23	2
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-1.811	-1.872	-1.922				-1.811	-1.872	-1.922
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-85,8%	-86,6%	-89,8%				-85,8%	-86,6%	-89,8%
Δ der übrigen vers. techn. netto-Rst	-1.036	-1.259	-835				-1.036	-1.259	-835
Aufwendungen für Beitragsrückerst. f.e.R.	-335	-358	-386				-335	-358	-386
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-399	-366	-219				-399	-366	-219
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-18,9%	-17,0%	-10,3%				-18,9%	-17,0%	-10,3%
Aufwendungen für KA	-75	-87	-218				-75	-87	-218
Nicht realisierte Verluste KA der FLV	-49	-8	-182				-49	-8	-182
Sonstige vers. techn. Aufwendungen f.e.R.	-22	-20	-38				-22	-20	-38
Vers. techn. Ergebnis f.e.R.	64	42	110				64	42	110
in % der gebuchten Bruttobeiträge	3,0%	1,9%	5,0%				3,0%	1,9%	5,0%
Sonstige Erträge	141	158	143				141	158	143
Sonstige Aufwendungen	-118	-121	-120	1	6		-118	-120	-114
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	88	80	132				88	80	139
in % der gebuchten Bruttobeiträge	4,0%	3,6%	6,0%				4,0%	3,6%	6,3%
Außerordentliches Ergebnis	–	-2	-10				–	-2	-10
Ergebnis vor Steuern	88	77	122				88	78	129
Steuern	-42	-30	-75	-1	1	36	-43	-29	-38
Ergebnis nach Steuern	46	47	48				45	49	90
in % der gebuchten Bruttobeiträge	2,1%	2,1%	2,1%				2,1%	2,2%	4,1%

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

383. Im sonstigen Ergebnis werden periodenfremde Zinsen aus Konzernumlagen für 2024 in Höhe von 0,8 Mio. € und für 2025 in Höhe von 6,5 Mio. € eliminiert. Da es sich um periodenfremde, zahlungswirksame Aufwendungen handelt, werden die Aufwandseliminierungen mit positivem Vorzeichen erfasst.
384. Die Steuerbereinigung 2023 beträgt -1,07 Mio. € und betrifft periodenfremde Erträge aus Ertragsteuern aus Vorjahren. Die Ertragseeliminierung wird mit negativem Vorzeichen erfasst.
385. Die Steuerbereinigung 2024 beträgt insgesamt +1,1 Mio. €. Sie umfasst die erfolgswirksame Auflösung aktiver latenter Steuern der NÜRNBERGER Beamten Lebensversicherung AG im Zuge der Verschmelzung in Höhe von +0,2 Mio. €, periodenfremde Erträge aus Ertragsteuern von -1,3 Mio. € sowie periodenfremde Aufwendungen aus Ertragsteuern von +2,2 Mio. €.

¹³⁹ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; eigene Darstellung.

386. Die Steuerbereinigung 2025 beträgt insgesamt +36,4 Mio. €. Sie setzt sich aus der Eliminierung periodenfremder Erträge aus Ertragsteuern von -7,0 Mio. €, periodenfremder Aufwendungen aus Ertragsteuern von +3,6 Mio. € sowie periodenfremder Aufwendungen aus sonstigen Steuern aus Vorjahren von +39,9 Mio. € zusammen, wobei es sich dabei um eine einmalige Steuernachbelastung einschließlich Zinsen aus der geänderten umsatz- und ertragsteuerlichen Behandlung von Verwaltungskostenrückvergütungen handelt.

6.2.3 Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft

387. Die Planungsrechnung der NLV stellt sich unter Berücksichtigung der bereinigten historischen Ertragslage wie folgt dar:

Tabelle 6-22: Bereinigte Ertragslage und Planung der NLV¹⁴⁰

NLV - Ertragslage	Bereinigte Historie			Planung				
in Mio. €	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Gebuchte Bruttobeiträge	2.162	2.221	2.211	2.188	2.191	2.199	2.211	2.227
Wachstum in %		2,7%	-0,5%	-1,0%	0,1%	0,4%	0,6%	0,7%
Abgegebene RV-Beiträge	-54	-62	-74	-71	-75	-79	-82	-85
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-2,5%	-2,8%	-3,3%	-3,3%	-3,4%	-3,6%	-3,7%	-3,8%
Gebuchte Netto-Beiträge	2.108	2.159	2.137	2.117	2.115	2.120	2.129	2.142
in % der gebuchten Bruttobeiträge	97,5%	97,2%	96,7%	96,7%	96,6%	96,4%	96,3%	96,2%
Δ Netto-Beitragsüberträge	2	2	2	0	-0	-0	-0	-0
Verdiente Beiträge f.e.R.	2.110	2.161	2.139	2.117	2.115	2.120	2.129	2.142
Beiträge aus der Rst für Beitragsrückerst.	91	127	184	156	158	160	162	164
Erträge aus KA	561	555	611	513	542	605	626	600
Nicht realisierte Gewinne aus KA der FLV	978	1.148	972	518	472	488	504	518
Sonstige vers. techn. Erträge f.e.R.	51	23	2	1	1	1	7	10
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-1.811	-1.872	-1.922	-1.873	-1.809	-1.852	-1.907	-1.917
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-85,8%	-86,6%	-89,8%	-88,5%	-85,5%	-87,4%	-89,6%	-89,5%
Δ der übrigen vers. techn. netto-Rst	-1.036	-1.259	-835	-573	-399	-406	-411	-445
Aufwendungen für Beitragsrückerst. f.e.R.	-335	-358	-386	-349	-478	-504	-500	-477
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-399	-366	-219	-331	-348	-349	-350	-352
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-18,9%	-17,0%	-10,3%	-15,6%	-16,5%	-16,5%	-16,4%	-16,4%
Aufwendungen für KA	-75	-87	-218	-77	-169	-188	-188	-169
Nicht realisierte Verluste KA der FLV	-49	-8	-182	-	-	-	-	-
Sonstige vers. techn. Aufwendungen f.e.R.	-22	-20	-38	-33	-25	-19	-19	-19
Vers. techn. Ergebnis f.e.R.	64	42	110	70	60	54	53	57
in % der gebuchten Bruttobeiträge	3,0%	1,9%	5,0%	3,2%	2,8%	2,4%	2,4%	2,5%
Sonstige Erträge	141	158	143	138	139	138	137	135
Sonstige Aufwendungen	-118	-120	-114	-114	-114	-114	-112	-111
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	88	80	139	94	85	78	78	81
in % der gebuchten Bruttobeiträge	4,0%	3,6%	6,3%	4,3%	3,9%	3,5%	3,5%	3,6%
Außerordentliches Ergebnis	-	-2	-10	-7	-7	-	-	-
Ergebnis vor Steuern	88	78	129	87	78	78	78	81
Steuern	-43	-29	-38	-38	-29	-28	-26	-27
Ergebnis nach Steuern	45	49	90	49	49	50	52	53
in % der gebuchten Bruttobeiträge	2,1%	2,2%	4,1%	2,2%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%

Quelle: Unternehmensinformationen; ValueTrust Analyse

Beiträge und Neugeschäft

388. Die gebuchten Bruttobeiträge stiegen von 2.162,1 Mio. € (2023) auf 2.220,9 Mio. € (2024) und gingen 2025 auf 2.210,6 Mio. € zurück. Der Anstieg 2024 beruhte wesentlich auf der

¹⁴⁰ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; Planung gemäß Aufsichtsratssitzung 2025; eigene Darstellung.

rückwirkend zum 1. Januar 2024 vollzogenen Verschmelzung der NBL auf die NLV (übernommener laufender Jahresbeitrag 28,6 Mio. €). 2025 ging der Neubeitrag um 15,8% auf 261,4 Mio. € und die Beitragssumme des Neugeschäfts um 22,7% auf 4.681,6 Mio. € zurück, die Stornoquote nach laufenden Beiträgen stieg von 5,0% (2024) auf 5,2%.

389. In der Planung gehen die Beiträge 2026 auf 2.188,3 Mio. € zurück und steigen bis 2030 auf 2.227,2 Mio. € (+0,4% p.a.). 2026 kompensiert der laufende Neubeitrag den Beitragsabrieb aus Ablauf und Rückkauf nicht vollständig. Ab 2027 unterstellt die NLV ein Anstieg des Neugeschäfts aus den Mitte 2026 eingeführten Berufsunfähigkeits- und den ab 2027 vorgesehenen Altersvorsorgeprodukten sowie eine auf 4,5% (2030) sinkende Stornoquote. Der laufende Neubeitrag steigt entsprechend von 167,4 Mio. € auf 196,2 Mio. € und erreicht wieder das Niveau des Jahres 2024, während die Einmalbeiträge unter anderem infolge sinkender Riesterzulagen auf 90,7 Mio. € zurückgehen.

Rückversicherung

390. Die abgegebenen Rückversicherungsbeiträge stiegen von 54,2 Mio. € (2023) auf 73,7 Mio. € (2025). Aus einem zum 31. Dezember 2025 mit einem Rückversicherer abgeschlossenen Finanzrückversicherungsvertrag erhöhten sich die erhaltenen Provisionen und Gewinnbeteiligungen auf 86,6 Mio. € (Vorjahr: 16,4 Mio. €) und das Ergebnis aus dem passiven Rückversicherungsgeschäft auf 53,1 Mio. € (Vorjahr: -3,0 Mio. €). In der Planung steigen die abgegebenen Beiträge auf 84,7 Mio. € (2030) beziehungsweise 3,8% der gebuchten Bruttobeiträge.

Verdiente Beiträge für eigene Rechnung

391. Die gebuchten Nettobeiträge beliefen sich auf 2.107,9 Mio. € (2023), 2.159,1 Mio. € (2024) und 2.137,0 Mio. € (2025). Zusammen mit der Veränderung der Netto-Beitragsüberträge von 2,1 Mio. €, 1,8 Mio. € und 2,3 Mio. € ergaben sich verdiente Beiträge für eigene Rechnung von 2.110,0 Mio. €, 2.160,9 Mio. € und 2.139,3 Mio. €. Der Rückgang 2025 fällt mit 1,0% stärker aus als jener der gebuchten Bruttobeiträge von 0,5%, weil die abgegebenen Rückversicherungsbeiträge um 12,0 Mio. € zunahmen. In der Planung gehen die verdienten Beiträge 2026 auf 2.117,3 Mio. € zurück, verbleiben 2027 bei 2.115,2 Mio. € und steigen bis 2030 auf 2.142,2 Mio. €. Die Veränderung der Beitragsüberträge ist mit 0,3 Mio. € bis -0,3 Mio. € annähernd null geplant, sodass die Entwicklung dem gebuchten Beitrag und der steigenden Rückversicherungsabgabe folgt.

Aufwendungen für Versicherungsfälle

392. Die Aufwendungen für Versicherungsfälle für eigene Rechnung erhöhten sich von 1.810,9 Mio. € (2023) über 1.872,4 Mio. € (2024) auf 1.921,6 Mio. € (2025). Ursachen waren 2025 die Rentenleistungen (+6,7%, darin Berufsunfähigkeitsleistungen +18,0 Mio. €) und Rückkäufe (+4,0%). Die Schadenquote der Berufsunfähigkeitsversicherung lag 2023 bei 52,6% und 2024 bei 50,2%, für 2025 wird vorläufig eine Quote von 55,3% ausgewiesen. In der Planung bewegen sich die Aufwendungen zwischen 1.809,0 Mio. € (2027) und 1.916,8 Mio. € (2030). Die Schadenquoten für Berufsunfähigkeit sowie für Sterblichkeit werden konstant fortgeschrieben, sodass der Anstieg des Risikoergebnisses von 293,7 Mio. € auf 323,5 Mio. € maßgeblich auf dem Bestandswachstum beruht.

Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Rückstellungen

393. Die Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Rückstellungen netto belastete das Ergebnis mit 1.036,4 Mio. € (2023), 1.258,6 Mio. € (2024) und 834,8 Mio. € (2025). Der Verlauf folgt überwiegend der fonds- und indexgebundenen Deckungsrückstellung, die 2024 um 1.473,1 Mio. € und 2025 um 702,4 Mio. € zunahm. Gegenläufig wirkte die Auflösung der ZZR von 60,9 Mio. €, 57,6 Mio. € und 54,0 Mio. € (Stand 31. Dezember 2025: 1.307,0 Mio. €). In der Planung sinkt die Belastung auf 573,4 Mio. € (2026) und anschließend auf 398,6 Mio. € (2027) bis 445,3 Mio. € (2030). Neben niedrigeren Zuführungen zur fondsgebundenen Deckungsrückstellung wirkt dabei die aus dem unterstellten Referenzzinsanstieg resultierende Auflösung der ZZR, die nach einem zwischenzeitlichen Anstieg im Jahr 2030 einen Wert von 132,8 Mio. € erreicht.
394. Die nicht realisierten Gewinne aus den Kapitalanlagen der fondsgebundenen Lebensversicherung betrugen 978,2 Mio. € (2023), 1.147,5 Mio. € (2024) und 971,9 Mio. € (2025) bei nicht realisierten Verlusten von 49,1 Mio. €, 7,7 Mio. € und 181,7 Mio. €. Die Ergebniswirkung ist weitgehend neutral, da ihnen die Veränderung der fondsgebundenen Deckungsrückstellung in gleicher Richtung gegenübersteht. In der Planung gehen die nicht realisierten Gewinne aus den Kapitalanlagen auf 517,5 Mio. € (2026) zurück und liegen bis 2030 zwischen 471,8 Mio. € und 518,4 Mio. €, Verluste sind keine vorgesehen.

Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb

395. Die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb für eigene Rechnung gingen von 399,5 Mio. € (2023) über 366,5 Mio. € (2024) auf 219,4 Mio. € (2025) zurück. Die Abschlussaufwendungen sanken von 334,9 Mio. € (2023) auf 222,2 Mio. € (2025) und die Abschlusskostenquote von 5,2% in 2023 auf 4,7% in 2025, während die Verwaltungsaufwendungen bei 83,7 Mio. € bis 89,1 Mio. € seitwärts liefen (Verwaltungskostensatz 3,9% bis 3,8%).
396. In der Planung steigen die Aufwendungen von 330,6 Mio. € (2026) auf 351,8 Mio. € (2030). Die Abschlusskostenquote sinkt bei einer von 5.066,4 Mio. € auf 5.793,2 Mio. € steigenden Beitragssumme des Neugeschäfts von 4,8% auf 4,7%. Der Provisionsanteil nimmt infolge des wachsenden Berufsunfähigkeitsanteils von 3,4% auf 3,6% zu, die sonstigen Abschlusskosten gehen von 1,4% auf 1,1% zurück. Die Verwaltungskostenquote liegt 2026 bei 3,9%, steigt investitionsbedingt 2028 auf 4,0% und geht bis 2030 auf 3,8% zurück. Da die Provisionen mit den Beiträgen wachsen, beruht der Rückgang auf sinkenden sonstigen Verwaltungsaufwendungen und nicht auf Beitragswachstum.

Kapitalanlageergebnis

397. Die Erträge aus Kapitalanlagen beliefen sich auf 561,1 Mio. € (2023), 555,2 Mio. € (2024) und 611,2 Mio. € (2025), die Aufwendungen auf 75,4 Mio. €, 87,5 Mio. € und 217,9 Mio. €. Das Nettoergebnis einschließlich der fondsgebundenen Versicherung resultiert folglich ein einem Rückgang von 485,7 Mio. € auf 393,3 Mio. € zurück, während auf die konventionelle Kapitalanlage 426,1 Mio. €, 396,1 Mio. € und 418,4 Mio. € bei einer Nettoverzinsung von 2,2%, 2,1% und 2,2% entfielen. Dem Anstieg der laufenden Bruttoerträge 2025 um

59,3 Mio. € standen Verluste aus dem Abgang von Kapitalanlagen von 178,1 Mio. € gegenüber, davon 82,4 Mio. € aus der fondsgebundenen Versicherung.

398. In der Planung steigen die Erträge von 513,5 Mio. € (2026) auf 541,7 Mio. € (2027) und liegen danach zwischen 600,3 Mio. € und 626,1 Mio. €. Die Aufwendungen erhöhen sich von 76,5 Mio. € auf 168,6 Mio. € bis 188,2 Mio. €. Ursache ist die planmäßige Realisierung stiller Lasten aus festverzinslichen Wertpapieren, die durch die in Tz.394 dargestellte Auflösung der ZZR ermöglicht wird. Die resultierenden Verluste aus dem Abgang von Kapitalanlagen steigen ab dem Jahr 2027 an und führen zu einem vorübergehenden Rückgang der Nettoverzinsung, die im weiteren Planungszeitraum konstant bei 2,0% liegt. Gegenläufig wirken der Anstieg des Kapitalanlagenbestands auf 33,2 Mrd. €, die Erhöhung des Bestandskupons auf 2,70% sowie höhere Ausschüttungen verbundener Unternehmen. Die Steuerung der Kapitalanlage erfolgt auf Basis des Kapitalanlageergebnisses nach rechenschaftsmäßigen Zinsen und Veränderung der ZZR. Das Ergebnis aus Kapitalanlagen steigt ausgehend von 139,5 Mio. € im Jahr 2026 zunächst an und beträgt im Jahr 2030 226,0 Mio. €.

Sonstiges versicherungstechnisches Ergebnis

399. Die sonstigen versicherungstechnischen Erträge für eigene Rechnung gingen von 51,3 Mio. € (2023) auf 2,0 Mio. € (2025) zurück, die Aufwendungen stiegen von 21,8 Mio. € auf 37,6 Mio. €. Ursache ist das rückläufige Neugeschäft, da die Erträge aus Ansprüchen für rechnungsmäßig gedeckte Abschlusskosten 2025 entfielen (Vorjahr: 21,9 Mio. €) und stattdessen Aufwendungen von 17,3 Mio. € anfielen. In der Planung liegen die Erträge zwischen 1,0 Mio. € und 10,1 Mio. €, die Aufwendungen gehen von 33,2 Mio. € (2026) auf 18,5 Mio. € (2030) zurück. Eine Erläuterung ist in den Planungsunterlagen nicht enthalten.

Aufwendungen für Beitragsrückerstattung

400. Der Rohüberschuss¹⁴¹ stieg von 380,8 Mio. € (2023) über 405,6 Mio. € (2024) auf 433,6 Mio. € (2025), die Zuführung zur Rückstellung für Beitragsrückerstattung entsprechend von 334,6 Mio. € auf 385,9 Mio. € und damit jeweils über die geschätzte Mindestzuführung hinaus (2025: 339,1 Mio. €). Die Überschussverwendungsquote, der den Versicherungsnehmern gutgeschriebene Anteil des Rohüberschusses nach Steuern, betrug 87,9%, 88,4% und 89,0%. Die Beiträge aus der Rückstellung für Beitragsrückerstattung stiegen von 90,9 Mio. € auf 184,2 Mio. €.
401. In der Planung steigen die Aufwendungen für Beitragsrückerstattung von 348,7 Mio. € (2026) auf 478,0 Mio. € (2027) und betragen 2030 477,3 Mio. €. Die Zuführungsquote¹⁴², bezogen auf die gebuchten Bruttobeiträge, erhöht sich von 15,9% auf 21,4%. Ursächlich ist neben dem geringen Wachstum der Bruttobeiträge im gesamten Planungszeitraum der ab 2027 durch die ZZR-Auflösung erhöhte Rohüberschuss, an dem die Versicherungsnehmer gemäß MindZV am Kapitalanlage- und Risikoergebnis mit mindestens 90% zu beteiligen sind. Die freie Rückstellung für Beitragsrückerstattung steigt bis 2030 auf 883,6 Mio. €.

¹⁴¹ Entsprechend der Prüfung des Jahresabschlusses der NLV.

¹⁴² Zuführungsquote = Aufwendungen für Beitragsrückerstattung f. e. R. / gebuchte Bruttobeiträge.

Versicherungstechnisches Ergebnis für eigene Rechnung

402. Das versicherungstechnische Ergebnis für eigene Rechnung betrug 63,9 Mio. € (2023), 42,2 Mio. € (2024) und 109,6 Mio. € (2025). Der Rückgang 2024 beruhte auf den gestiegenen Aufwendungen für Versicherungsfälle und dem gesunkenen sonstigen versicherungstechnischen Ergebnis. In der Planung geht das versicherungstechnische Ergebnis für eigene Rechnung auf 69,7 Mio. € (2026) zurück und liegt danach zwischen 53,0 Mio. € und 60,3 Mio. €. Diese Entwicklung ist Folge eines Rückversicherungsvertrags zur Vorfinanzierung von Rückvergütungen aus den fondsgebundenen Versicherungen.

Sonstiges Ergebnis und Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit

403. Das sonstige Ergebnis besteht unter anderem aus Dienstleistungen und Kostenerstattungen, die die Gesellschaft im Rahmen der Konzernkostenverteilung gegenüber Gesellschaften der NBG erbringt und weiterbelastet. Erträge und Aufwendungen gleichen sich weitgehend aus. Die sonstigen Erträge bewegten sich in den Jahren 2023 bis 2025 zwischen 141,3 Mio. € und 158,5 Mio. €, die sonstigen Aufwendungen zwischen 113,9 Mio. € und 120,3 Mio. €, sodass ein Saldo von 23,6 Mio. €, 38,2 Mio. € und 29,2 Mio. € verblieb. In der Planung bleibt dieser Saldo mit rund 24 Mio. € p. a. nahezu unverändert. Das Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit folgt damit im Wesentlichen dem versicherungstechnischen Ergebnis: Es betrug 87,5 Mio. € (2023), 80,4 Mio. € (2024) und 138,9 Mio. € (2025) und bewegt sich in der Planung zwischen 94,1 Mio. € (2026) und 77,6 Mio. € (2029).

Außerordentliches Ergebnis, Steuern und Ergebnis nach Steuern

404. Das außerordentliche Ergebnis betrifft die Restrukturierungsprogramme der Gesellschaft. In 2024 stand dem Verschmelzungsgewinn von 15,8 Mio. € ein Aufwand für das Programm „Fit für die Zukunft“ von 18,0 Mio. € gegenüber. 2025 entfielen auf dieses Programm und die Maßnahme TAN zusammen 10,3 Mio. €, für 2026 und 2027 sind jeweils 7,1 Mio. € vorgesehen; danach sind keine außerordentlichen Posten mehr geplant.
405. Das Ergebnis vor Steuern erreichte 128,6 Mio. € (2025) nach 78,1 Mio. € (2024) und liegt in der Planung zwischen 77,6 Mio. € und 87,0 Mio. €. Nach einem Steueraufwand, der von 42,6 Mio. € (2023) auf 27,2 Mio. € (2030) zurückgeht, verbleibt ein Ergebnis von 44,9 Mio. €, 48,9 Mio. € und 90,4 Mio. € in den Jahren 2023 bis 2025. In der Planung beträgt es 48,9 Mio. € (2026 und 2027) und steigt bis 2030 auf 53,5 Mio. €.

Fazit

406. Die Planungsrechnung der NLV wird insgesamt als plausibel, aufgrund ihres hohen Ambitionsgrades jedoch als anspruchsvoll beurteilt. Das geplante Wachstum der gebuchten Nettobeiträge im Detailplanungszeitraum 2026 bis 2030 liegt leicht unter dem langfristig erwarteten Wachstum des deutschen Lebensversicherungsmarktes. Die Kapitalanlageplanung basiert auf den am Kapitalmarkt beobachtbaren Renditen der jeweiligen Asset-Klassen.
407. Der wesentliche Ambitionsgrad der Planung betrifft das angestrebte Kostenniveau. Auf Konzernebene wurde eine Kostenlücke von 44,5 Mio. € jährlich identifiziert, sodass bis zum

Jahr 2030 entsprechende Kosteneinsparungen realisiert werden müssen, um die langfristigen Konzernziele zu erreichen. Für rund 40 % dieses Einsparpotenzials bestehen bislang keine konkret entwickelten Maßnahmen; diese werden erst August 2026 erarbeitet. Neben der Kostenlücke betreffend TAN müssen konzernweit auch noch weitere Kosteneinsparungen erzielt werden, um inflationsbedingte Kostensteigerungen zu mitigieren. Nach unserem Verständnis dürfte ein signifikanter Teil der erforderlichen Kosteneinsparungen auf die NLV entfallen. Vor diesem Hintergrund erachten wir die Planung für den Zeitraum 2026 bis 2030 als sehr ambitioniert, insgesamt jedoch als vertretbar.

6.2.4 Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses

408. Das nachhaltige Ergebnis wird auf Basis des letzten Planjahres 2030 unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate abgeleitet. Dabei werden folgende Modifikationen vorgenommen:
409. Das **nachhaltige Kapitalanlageergebnis** wurde unter Berücksichtigung der geplanten Wiederanlagerendite für den Altbestand der Portfolios abgeleitet, der bis zum Jahr 2031 noch nicht endfällig wird. Bei der NLV betraf dies rund 57% des Portfolios. Hierzu wurden die einzelnen Anlagebestandteile analysiert und extrapoliert, wobei bei Endfälligkeit eine sukzessive Wiederanlage zu den geplanten langfristigen Zielrenditen unterstellt wurde; hieraus ergibt sich ein Verzinsungspfad, der erst über mehrere Jahrzehnte gegen das Zielniveau konvergiert. Zur Ermittlung eines effektiven, auf das Jahr 2031 (Beginn der TV-Periode) bezogenen Kapitalanlagesatzes wird dieser Konvergenzpfad ab dem TV-Jahr mit den Kapitalkosten diskontiert und zu einem barwertäquivalenten konstanten Renditezins umgewandelt. Die daraus resultierende barwertgewichtete nachhaltige Kapitalanlageverzinsung beläuft sich auf rd. 3,5%. Bei der Ermittlung des nachhaltigen Kapitalanlageergebnisses wurde die erwartete Gewichtung der Asset-Klassen im Jahr 2030 berücksichtigt, welche nahezu der Ziel-Gewichtung der Assetklassen aus der SAA 2030 entspricht. Diese Gewichtung wurde mit den Wiederanlagerenditen per 31. Juli 2026 gemäß der SAA 2031 kombiniert, um den zwischenzeitlichen Anstieg der Anleiherenditen seit dem 31. Juli 2025 zu berücksichtigen. Diese Kombination von Annahmen führt zu Gunsten der Minderheitsaktionäre zu einer geringfügig höheren nachhaltigen Wiederanlagerendite gegenüber der langfristigen SAA 2031. Bei der Ableitung des nachhaltigen Kapitalanlageergebnisses wurden auf Basis der Analysen der NAM Aufwendungen für Kapitalanlagen in Höhe von 0,09%-Punkten (9 Basispunkten) bezogen auf den nachhaltigen Kapitalanlagebestand zu Buchwerten angesetzt, da die Kosten der Kapitalanlage nicht in der o.g. nachhaltigen Kapitalanlageverzinsung enthalten sind.
410. Die Entwicklung der **nicht realisierten Gewinne aus Kapitalanlagen der fondsgebundenen Versicherung** wurde ausgehend vom korrespondierenden nachhaltigen Kapitalanlagebestand fortgeschrieben, ist jedoch für das auf die NLV entfallende Ergebnis vor Steuern ohne Auswirkung.
411. Die **Veränderung der übrigen versicherungstechnischen Netto-Rückstellungen** in der ewigen Rente beruht auf einer Fortschreibung des Betrags aus dem Jahr 2030, wobei keine Annahmen über eine Auflösung der im Planjahr 2030 bestehenden ZZR für die ewige Rente

getroffen wurde, da diese bereits implizit im nachhaltigen Kapitalanlageergebnis berücksichtigt wurden.

412. Die nachhaltigen **Aufwendungen für Beitragsrückerstattungen f.e.R.** steigen aufgrund der Erhöhung des nachhaltigen Kapitalanlageergebnisses gegenüber dem Detailplanungszeitraum, da das höhere Kapitalanlageergebnis überwiegend auf die Versicherungsnehmer entfällt. Für Zwecke der Auswirkungen auf das Ergebnis vor Steuern der NLV haben wir eine nachhaltige Überschussverwendungsquote von rd. 90,7% unterstellt, die dem Durchschnitt, der im Planungszeitraum 2028 bis 2029 angesetzten Überschussverwendungsquoten entspricht.
413. Im **sonstigen Ergebnis** haben wir Zuführungen zu Rückstellungen auf bisher nicht bilanzierte Pensionsverpflichtungen in der ewigen Rente nicht berücksichtigt, da im Sonderwert für Pensionsverpflichtungen lediglich Zuführungen bis einschließlich 2030 enthalten sind. Folglich erhöht sich das sonstige Ergebnis gegenüber dem letzten Planjahr 2030.

Tabelle 6-23: Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der NLV

NLV - Planungsrechnung und Terminal Period	Planung					TV
in Mio. €	2026	2027	2028	2029	2030	
Gebuchte Bruttobeiträge	2.188	2.191	2.199	2.211	2.227	2.238
Wachstum in %		0,1%	0,4%	0,6%	0,7%	0,5%
Abgegebene RV-Beiträge	-71	-75	-79	-82	-85	-85
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-3,3%	-3,4%	-3,6%	-3,7%	-3,8%	-3,8%
Gebuchte Netto-Beiträge	2.117	2.115	2.120	2.129	2.142	2.153
in % der gebuchten Bruttobeiträge	96,7%	96,6%	96,4%	96,3%	96,2%	96,2%
Δ 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 Rst für Beitragsrückerst.	156	158	160	162	164	165
Erträge aus KA	513	542	605	626	600	902
Nicht realisierte Gewinne aus KA der FLV	518	472	488	504	518	545
Sonstige vers. techn. 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
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-88,5%	-85,5%	-87,4%	-89,6%	-89,5%	-89,5%
Δ der übrigen vers. techn. netto-Rst	-573	-399	-406	-411	-445	-582
Aufwendungen für Beitragsrückerst. f.e.R.	-349	-478	-504	-500	-477	-663
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-331	-348	-349	-350	-352	-354
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-15,6%	-16,5%	-16,5%	-16,4%	-16,4%	-16,4%
Aufwendungen für KA	-77	-169	-188	-188	-169	-169
Nicht realisierte Verluste KA der FLV	-	-	-	-	-	-
Sonstige vers. techn. Aufwendungen f.e.R.	-33	-25	-19	-19	-19	-19
Vers. techn. Ergebnis f.e.R.	70	60	54	53	57	61
in % der gebuchten Bruttobeiträge	3,2%	2,8%	2,4%	2,4%	2,5%	2,7%
Sonstige Erträge	138	139	138	137	135	136
Sonstige Aufwendungen	-114	-114	-114	-112	-111	-108
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	94	85	78	78	81	89
in % der gebuchten Bruttobeiträge	4,3%	3,9%	3,5%	3,5%	3,6%	4,0%
Außerordentliches Ergebnis	-7	-7	-	-	-	-
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
in % der gebuchten Bruttobeiträge	2,2%	2,2%	2,3%	2,4%	2,4%	2,9%

Quelle: ValueTrust Analyse

6.2.5 Wertermittlung

414. Die von der NLV aufgestellte Unternehmensplanung führt mit den vorstehend beschriebenen Anpassungen zu folgenden Ausschüttungserwartungen und damit zum Ertragswert zum 12. November 2026:

Tabelle 6-24: Wertermittlung der NLV

NLV - NÜRNBERGER Lebensversicherung AG in Mio. €	Planung					TV
	2026	2027	2028	2029	2030	
Jahresergebnis	49	49	51	52	53	65
Gewinnthesaurierung	-10	-10	-10	-10	-10	-2
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	39	39	41	42	43	63
Ausschüttungsquote	100%	100%	100%	100%	100%	50%
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)	-	-	-	-	-	32
Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung (13,19%)	-	-	-	-	-	-4
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	27
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	29	29	30	31	32	51
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern)	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	0,43%
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	6,68%
Barwertfaktor	0,93	0,87	0,81	0,76	0,71	10,61
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	27	25	24	23	23	537
Ertragswert zum 31. Dezember 2025	659					
Aufzinsungsfaktor	1,06					
Wert des Eigenkapitals zum Bewertungsstichtag (100%)	700					
Beteiligungsquote	100%					
Anteiliger Wert des Eigenkapitals zum 12. November 2026	700					

Quelle: ValueTrust Analyse

415. Im Planungszeitraum werden abweichend vom bestehenden Beherrschungs- und Gewinn- und Verlustabführungsvertrag zwischen der NBG und der NLV zur Erhaltung des Eigenkapitals in jedem Planjahr gemäß den Annahmen des Vorstands der NLV 10,0 Mio. € thesauriert und der verbleibende Betrag ausgeschüttet.
416. Da das Geschäftsvolumen in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate wächst, steigt auch Eigenkapitalbedarf entsprechend mit. Um die geplante Eigenkapitalquote dauerhaft zu erhalten, wurde eine wachstumsbedingte nachhaltige Thesaurierung i.H.v. 0,5% angesetzt, die das ausschüttungsfähige Ergebnis in der ewigen Rente reduziert.
417. In der ewigen Rente wurde eine nachhaltige Ausschüttungsquote von 50% bezogen auf das ausschüttungsfähige Ergebnis angenommen.

6.3 NÜRNBERGER Krankenversicherung AG (NKV)

Bereich Leben/Kranken

418. Die NKV betreibt die private Kranken- und Pflegeversicherung der NBG. Die Ergebnisentwicklung wird wesentlich durch Beitragseinnahmen, Leistungsausgaben, periodische Beitragsanpassungen, Abschluss- und Verwaltungskosten, das Kapitalanlageergebnis und die Zuführung zur Rückstellung für Beitragsrückerstattung (RfB) bestimmt. Für 2026 wird ein Neu- und Mehrbeitrag von 49,2 Mio. € erwartet (19,2 Mio. € Neueiträge, 30,0 Mio. € Mehrbeiträge).

6.3.1 Vermögens- und Ertragslage

419. Die historische Ertragslage der NKV stellt sich gemäß den Jahresabschlüssen 2023 bis 2025 wie folgt dar:

Tabelle 6-25: Historische Ertragslage der NKV¹⁴³

NKV - Ertragslage in Mio. €	Historie		
	2023	2024	2025
Gebuchte Bruttobeiträge	301	319	333
Wachstum in %		5,8%	4,4%
Abgegebene RV-Beiträge	-1	-10	-12
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-0,2%	-3,3%	-3,6%
Gebuchte Netto-Beiträge	301	308	320
in % der gebuchten Bruttobeiträge	99,8%	96,7%	96,4%
Δ Netto-Beitragsüberträge	-1	-0	-0
Verdiente Beiträge f.e.R.	300	308	320
Beiträge aus der Rst für Beitragsrückerst.	25	10	6
Erträge aus KA	42	51	54
Sonstige vers. techn. Erträge f.e.R.	2	1	2
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-180	-193	-205
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-60,2%	-62,6%	-64,0%
Δ der übrigen vers. techn. netto-Rst	-107	-99	-101
Aufwendungen für Beitragsrückerst. f.e.R.	-17	-18	-17
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-40	-34	-29
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-13,2%	-11,1%	-9,0%
Aufwendungen für KA	-6	-6	-9
Sonstige vers. techn. Aufwendungen f.e.R.	-6	-4	-3
Vers. techn. Ergebnis f.e.R.	12	16	18
in % der gebuchten Bruttobeiträge	4,1%	4,9%	5,5%
Sonstige Erträge	1	5	1
Sonstige Aufwendungen	-5	-11	-6
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	8	9	14
in % der gebuchten Bruttobeiträge	2,5%	2,7%	4,1%
Außerordentliches Ergebnis	-	-	-
Ergebnis vor Steuern	8	9	14
Steuern	-2	-2	-6
Ergebnis nach Steuern	6	7	8
in % der gebuchten Bruttobeiträge	1,9%	2,0%	2,4%

Quelle: Unternehmensinformationen

420. Die historische Vermögenslage der NKV stellt sich gemäß den Jahresabschlüssen 2023 bis 2025 wie folgt dar:

¹⁴³ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; eigene Darstellung.

Tabelle 6-26: Historische Vermögenslage der NKV

NKV - Vermögenslage in Mio. €	Historie		
	2023	2024	2025
Immaterielle Vermögensgegenstände	5	0	1
KA	1.764	1.863	1.960
Forderungen aus dem s.a.G.	5	6	6
Aktive latente Steuern	6	7	6
Übrige Aktiva	25	28	42
Summe Aktiva	1.805	1.903	2.015
Eigenkapital	36	38	40
Vers. techn. Rst	1.745	1.842	1.949
Andere Rst	10	9	9
Verbindlichkeiten aus dem s.a.G.	6	7	8
Übrige Passiva	8	7	8
Summe Passiva	1.805	1.903	2.015

Quelle: Unternehmensinformationen

421. Die Vermögenslage der NKV ist geprägt von der Entwicklung der Kapitalanlagen (2025: 97,2% der Bilanzsumme) und der auf der Passivseite aufgebauten versicherungstechnischen Rückstellungen (96,7% der Bilanzsumme). Die Bewertung der Aktien, Anteile oder Aktien an Investmentvermögen und andere nicht festverzinsliche Wertpapiere erfolgt gemäß dem strengen Niederstwertprinzip, sofern sie nicht dazu bestimmt sind, dauernd dem Geschäftsbetrieb zu dienen. Wertpapiere, die dazu bestimmt sind, dauernd dem Geschäftsbetrieb zu dienen, wurden gemäß § 341b Abs. 2 zweiter Halbsatz HGB nach den für das Anlagevermögen geltenden Vorschriften bewertet.
422. Vom Jahresüberschuss des Vorjahres i.H.v. 6,5 Mio. € wurden gemäß Beschluss der Hauptversammlung vom 11. April 2025 5,5 Mio. € an die NBG ausgeschüttet und 1,0 Mio. € den anderen Gewinnrücklagen zugeführt. Die gesetzliche Rücklage erreicht den gemäß § 150 Abs. 2 AktG geforderten Anteil in Höhe von 10,0% des Grundkapitals.

6.3.2 Bereinigungen

423. Es wurden keine rechnerischen Bereinigungen der historischen Ist-Werte vorgenommen. Die historische Ertragslage wird daher unverändert auf Grundlage der in den Jahresabschlüssen ausgewiesenen Werte dargestellt.

6.3.3 Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft

424. Die Planungsrechnung der NKV stellt sich unter Berücksichtigung der historischen Ertragslage wie folgt dar:

Tabelle 6-27: Historische Vermögenslage und Planung der NKV¹⁴⁴

NKV - Ertragslage	Historie			Planung				
in Mio. €	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Gebuchte Bruttobeiträge	301	319	333	362	373	386	405	414
Wachstum in %		5,8%	4,4%	8,8%	3,0%	3,6%	5,0%	2,2%
Abgegebene RV-Beiträge	-1	-10	-12	-13	-14	-15	-16	-17
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-0,2%	-3,3%	-3,6%	-3,7%	-3,9%	-4,0%	-4,0%	-4,1%
Gebuchte Netto-Beiträge	301	308	320	348	358	370	389	397
in % der gebuchten Bruttobeiträge	99,8%	96,7%	96,4%	96,3%	96,1%	96,0%	96,0%	95,9%
Δ Netto-Beitragsüberträge	-1	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Verdiente Beiträge f.e.R.	300	308	320	348	358	370	389	397
Beiträge aus der Rst für Beitragsrückerst.	25	10	6	25	10	11	15	15
Erträge aus KA	42	51	54	51	54	58	62	67
Sonstige vers. techn. Erträge f.e.R.	2	1	2	1	1	1	1	1
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-180	-193	-205	-216	-228	-240	-253	-266
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-60,2%	-62,6%	-64,0%	-62,1%	-63,7%	-64,8%	-65,0%	-67,1%
Δ der übrigen vers. techn. netto-Rst	-107	-99	-101	-123	-108	-111	-116	-118
Aufwendungen für Beitragsrückerst. f.e.R.	-17	-18	-17	-27	-28	-30	-38	-35
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-40	-34	-29	-37	-37	-38	-39	-39
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-13,2%	-11,1%	-9,0%	-10,6%	-10,4%	-10,2%	-9,9%	-9,7%
Aufwendungen für KA	-6	-6	-9	-2	-2	-2	-2	-2
Sonstige vers. techn. Aufwendungen f.e.R.	-6	-4	-3	-4	-4	-4	-4	-4
Vers. techn. Ergebnis f.e.R.	12	16	18	16	17	16	16	16
in % der gebuchten Bruttobeiträge	4,1%	4,9%	5,5%	4,5%	4,5%	4,1%	3,9%	3,8%
Sonstige Erträge	1	5	1	0	0	0	0	0
Sonstige Aufwendungen	-5	-11	-6	-5	-5	-5	-5	-5
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	8	9	14	12	12	11	11	11
in % der gebuchten Bruttobeiträge	2,5%	2,7%	4,1%	3,2%	3,2%	2,9%	2,8%	2,7%
Außerordentliches Ergebnis	–	–	–	-1	-1	–	–	–
Ergebnis vor Steuern	8	9	14	11	11	11	11	11
Steuern	-2	-2	-6	-3	-4	-3	-3	-3
Ergebnis nach Steuern	6	7	8	7	7	8	8	8
in % der gebuchten Bruttobeiträge	1,9%	2,0%	2,4%	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%

Quelle: Unternehmensinformationen

425. Nachfolgende Übersicht stellt die Entwicklung der Schadenquote, der Kostenquote sowie der hieraus resultierenden Schaden-Kosten-Quote (Combined Ratio) für 2023 bis 2030 dar:

¹⁴⁴ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; Planung gemäß Aufsichtsratssitzung 2025; eigene Darstellung.

Tabelle 6 21: Ableitung Quoten NKV¹⁴⁵

NKV – Quoten in %	Historie			Planung				
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Schadenquote (nachrichtlich)	60,2%	62,6%	64,0%	62,1%	63,7%	64,8%	65,0%	67,1%
Kostenquote (nachrichtlich)	13,2%	11,1%	9,0%	10,6%	10,4%	10,2%	9,9%	9,7%
Schaden-Kosten-Quote (nachrichtlich)	73,4%	73,7%	73,1%	72,7%	74,0%	75,0%	74,9%	76,8%
GDV – Schadenquote	73,3%	77,5%	77,4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Peer Group Ø – Schadenquote	65,0%	62,9%	61,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Peer Group Ø – Kostenquote	29,5%	29,6%	30,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Peer Group Ø – Schaden-Kosten-Quote	94,9%	92,6%	91,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Quelle: Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

Beiträge und Neugeschäft

426. Die historische Beitragsentwicklung wurde maßgeblich durch den Ausbau des Versicherungsbestands und durch Beitragsanpassungen getragen. Die gebuchten Bruttobeiträge stiegen von 318,6 Mio. € im Jahr 2024 auf 332,5 Mio. € im Jahr 2025 (2025: +4,4%). Gleichzeitig entwickelte sich das Neugeschäft zuletzt deutlich schwächer und blieb hinter der Planung für 2025 von 20,0 Mio. € zurück (Neubeitrag 2025: 17,6 Mio. €; -20,4% im Vergleich zum Vorjahr).
427. Der Rückgang des Neubeitrags zeigte sich über nahezu alle Vertriebswege (Neugeschäft nach Vertriebswegesystematik: Makler 9,9 Mio. €, -19,1%; Ausschließlichkeit 3,4 Mio. €, -22,9%; Autohaus 2,0 Mio. €, -13,6%). Die gebuchten Bruttobeiträge stiegen demgegenüber in allen wesentlichen Vertriebswegen (Makler +5,8%, Ausschließlichkeit +3,6%, Autohaus +3,3%), sodass der Bestand der Vorjahre die Beitragsbasis auch bei schwachem Neuzugang trug.
428. Für die weitere Entwicklung stellen die zum 1. Januar 2026 vorgenommenen Beitragsanpassungen einen zentralen Planungstreiber dar (erwarteter Neu- und Mehrbeitrag i.H.v. 49,2 Mio. € in 2026). Die Planung sieht einen Anstieg der gebuchten Beiträge von 361,7 Mio. € im Jahr 2026 auf 414,0 Mio. € im Jahr 2030 vor (+14,5%). Gleichzeitig wird eine schrittweise Erholung des Neugeschäfts unterstellt (Anstieg des Neubeitrags von 19,2 Mio. € im Jahr 2026 auf 22,0 Mio. € im Jahr 2030; +14,5%).
429. Der Jahresbeginn 2026 verlief gegenläufig zur unterstellten Erholung. Der Neubeitrag der Monate Januar und Februar 2026 lag mit 3,7 Mio. € um 22,8% unter dem Vorjahreswert, wobei der Vergleich dadurch beeinflusst ist, dass ein Großteil des Jahresendgeschäfts 2024 erst im Januar 2025 poliziert wurde. Isoliert betrachtet lag das Neugeschäft der betrieblichen Krankenversicherung im Februar 2026 rund 35% über dem Vorjahreswert. Die wesentlichen Steuerungsgrößen der Planung wurden im Rahmen der 1. Prognose 2026 bestätigt und die gebuchten Beiträge stiegen über Vergleichszeitraum (Januar und Februar) um 10,4% auf 61,3 Mio. €.

¹⁴⁵ Ableitung der Quoten je Gesellschaft aus Planungsunterlagen: Schadenquote = Verdiente Beiträge f.e.R. / Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.; Kostenquote = Verdiente Beiträge f.e.R. / Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.; Schaden-Kosten-Quote = Schadenquote + Kostenquote; Peer Group Quoten auf jeweiliger Konzernebene.

Bestandsentwicklung

430. Der Versicherungsbestand entwickelte sich im historischen Zeitraum kontinuierlich positiv. Die Zahl der versicherten Personen erhöhte sich von 423.153 im Jahr 2023 auf 464.248 im Jahr 2025 (+9,7%). Der Produktmix blieb dabei weitgehend stabil und wurde weiterhin von der Kranken-Vollversicherung geprägt (Anteil an den gebuchten Bruttobeiträgen 2025: 66,2%). Der Anteil liegt unter dem Marktwert von 76,4%, während die sonstige Zusatzversicherung einschließlich betrieblicher Krankenversicherung mit 26,2% über dem Marktwert von 14,9% liegt. Dem Bestandsaufbau steht ein leicht steigendes Storno gegenüber. Die Stornoquote lag 2025 bei 4,4% nach 4,0% im Vorjahr aus Kündigungen durch Versicherungsnehmer.
431. In der Planung bleibt der vorhandene Versicherungsbestand die zentrale Grundlage der laufenden Beitragseinnahmen. Kurzfristig wird die Bestandsentwicklung insbesondere durch Beitragsanpassungen unterstützt; für den nachhaltigen Ausbau der Bestandsbasis bleibt zudem die Gewinnung von Neugeschäft relevant (geplanter Neubeitrag in 2030: 22,0 Mio. €).

Leistungs- und Schadenentwicklung

432. Der Leistungsaufwand erhöhte sich im historischen Zeitraum stärker als die maßgebliche Beitragsbasis (Aufwendungen für Versicherungsfälle für eigene Rechnung 2025: +6,4%). Dies führte zu einer Verschlechterung der Schadenrelation, zugleich stieg die nachrichtliche Schadenquote von 60,2% im Jahr 2023 auf 64,0% im Jahr 2025 (+3,8 Prozentpunkte). Als wesentliche Belastungsfaktoren werden insbesondere steigende Ausgaben für Arzneimittel und Krankenhausbehandlungen genannt.
433. Die Planung geht von einem fortbestehenden Ausgabendruck im Gesundheitswesen aus. Die zum Jahresbeginn 2026 vorgenommenen Beitragsanpassungen sollen der Entwicklung entgegenwirken und führen zu einer Verbesserung der nachrichtlichen Schadenquote in 2026 auf 62,1% (-1,9 Prozentpunkte gegenüber 2025). Im weiteren Planungsverlauf steigt die nachrichtliche Schadenquote jedoch sukzessive bis auf 67,1% im Jahr 2030 an (+5,0 Prozentpunkte).

Kostenentwicklung

434. Die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb reduzierten sich im Jahr 2025 auf 29,0 Mio. € (-15,2% im Vergleich zum Vorjahr). Wesentliche Ursache waren niedrigere Provisions- und Abschlussaufwendungen infolge des schwächeren Neugeschäfts, das durch den Rückgang der Abschlusskostenquote verdeutlicht wird (von 9,4% in 2024 auf 6,5% in 2025). Die Verwaltungskosten entwickelten sich demgegenüber im Wesentlichen entsprechend der Beitragseinnahmen (Verwaltungskostenquote 2024 und 2025: jeweils 4,2%).
435. Für den Planungszeitraum wird erwartet, dass die historischen Kostenentlastungen aus niedrigeren Abschluss- und Provisionsaufwendungen unmittelbar mit dem rückläufigen Neugeschäft verbunden waren und daher nur eingeschränkt fortgeschrieben werden können. Eine gesonderte Quantifizierung struktureller Kostensenkungen oder von Skaleneffekten ist in den vorliegenden Angaben nicht enthalten.

Kapitalanlagen

- 436. Die Kapitalanlagevolumina entwickeln sich gemäß der historischen und geplanten Geschäftsentwicklung. Die Entwicklung der Marktwerte korrespondiert zu den Erwartungen in den Kapitalmarktszenarien. Der Bestand weist aufgrund des gestiegenen Zinsniveaus saldierte stille Lasten auf, die sich im Planungszeitraum teilweise abbauen.
- 437. Die Gesellschaft plant mit einem geringen Aktienanteil; der Bestand ist ganz überwiegend in Rentenpapieren angelegt.
- 438. Unter Berücksichtigung des Auslaufens höher verzinslicher Kapitalanlagen sowie der getroffenen Wiederanlageprämissen entwickelt sich die geplante Nettoverzinsung von 2,4% in 2026 auf 2,6% in 2030.
- 439. Für die Beurteilung des Kapitalanlageergebnisses der Krankenversicherung ist zu berücksichtigen, dass die Erträge oberhalb des rechnungsmäßigen Zinses nach § 150 Abs. 1 VAG zu 90% den Versicherungsnehmern zuzuführen sind. Eine Verbesserung der Nettoverzinsung wirkt sich daher nur zu einem geringen Teil auf das den Anteilseignern zurechenbare Ergebnis aus.

Regulatorik

- 440. Die NKV verfügte im Jahr 2025 über eine solide Kapital- und Solvenzposition. Die Solvenzquote betrug zum Jahresende 275,2% und lag damit deutlich oberhalb der gesetzlich erforderlichen Bedeckung. Zudem erhöhte sich das Eigenkapital per 31. Dezember 2025 auf 40,4 Mio. € (+6,6%).
- 441. Während des Planungszeitraumes bis 2030 gewinnen regulatorische und technische Anforderungen an Bedeutung. Hierzu zählen insbesondere die Reform der Gebührenordnung für Ärzte, die Weiterentwicklung der elektronischen Patientenakte, die Anforderungen des European Health Data Space sowie die verpflichtende Anerkennung der europäischen digitalen Identität. Die hieraus resultierenden Investitionen, laufenden Kosten und Auswirkungen auf die Leistungsausgaben sind in den vorliegenden Angaben nicht spezifisch quantifiziert, aber es wurden bereits Arbeitsgruppen zur Überwachung der Auswirkungen eingerichtet. Die Solvenzquote soll sich nach der Planung von 239,0% im Jahr 2026 auf 281,5% im Jahr 2030 erhöhen (+42,5 Prozentpunkte) und liegt damit am Ende des Planungszeitraums oberhalb der Zielbedeckungsquote von 250,0% (die ab Planjahr 2028 übertroffen wird).

Fazit

- 442. Die historische Entwicklung der NKV war durch einen wachsenden Versicherungsbestand und steigende Beitragseinnahmen bei teilweise rückläufigem Neugeschäft geprägt. Die Ergebnisverbesserung wurde durch niedrigere Abschluss- und Provisionsaufwendungen sowie ein stabiles Kapitalanlageergebnis unterstützt, wurde aber durch einen gestiegenen Leistungsaufwand reduziert. Insgesamt verfügt die NKV über solide hohe Kapital- und Solvenzposition.

443. Die Planung basiert auf einer weiteren Steigerung der Beitragseinnahmen, die kurzfristig insbesondere durch Beitragsanpassungen getragen wird. Gleichzeitig wird eine schrittweise Erholung des Neugeschäfts unterstellt, während der Ausgabendruck im Gesundheitswesen fortbesteht. Die künftige Entwicklung hängt daher vom Ausbau des Leistungsmanagements ab und inwiefern die Beitragsanpassungen den weiteren Anstieg der Leistungsausgaben hinreichend ausgleichen können. Ergänzend wirken steigende regulatorische und technische Umsetzungsanforderungen, deren Ergebnisauswirkungen nicht separat quantifiziert sind. Die geplante Solvenzquote bleibt über den Planungszeitraum auf einem hohen Niveau.
444. Wir erachten die Planungsrechnung sowie die Planannahmen für die NKV auf Basis unserer Analysen des Markt- und Wettbewerbsumfelds und der Situation der Gesellschaft grundsätzlich als plausibel, jedoch hinsichtlich der Entwicklung der angenommenen Kostenquote im Planungszeitraum bis 2030 als ambitioniert.

6.3.4 Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses

445. Das nachhaltige Ergebnis wird auf Basis des letzten Planjahres 2030 unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate abgeleitet. Dabei werden folgende Modifikationen vorgenommen:
446. Die **Kostenquote** des letzten Planjahres wird angesichts der hohen realisierten Kostenquoten im Vergangenheitszeitraum (2023 bis 2025) sowie der geplanten Verbesserungen der Kostenquote von 10,6% im Planjahr 2026 auf 9,7% im Planjahr 2030 als zu ambitioniert angesehen. Wir erachten es als sachgerecht, die durchschnittliche nachrichtliche Kostenquote von rd. 10,2% in der ewigen Rente anzusetzen.
447. Das **nachhaltige Kapitalanlageergebnis** wurde unter Berücksichtigung der geplanten Wiederanlagerendite für den Altbestand der Portfolios abgeleitet, der bis zum Jahr 2031 noch nicht endfällig wird. Bei der NKV betrifft dies rund 61% des Portfolios. Hierzu wurden die einzelnen Anlagebestandteile analysiert und extrapoliert, wobei bei Endfälligkeit eine sukzessive Wiederanlage zu den geplanten langfristigen Zielrenditen unterstellt wurde; hieraus ergibt sich ein Verzinsungspfad, der erst über mehrere Jahrzehnte gegen das Zielniveau konvergiert. Zur Ermittlung eines effektiven, auf das Jahr 2031 (Beginn der TV-Periode) bezogenen Kapitalanlagesatzes wird dieser Konvergenzpfad ab dem TV-Jahr mit den Kapitalkosten diskontiert und zu einem barwertäquivalenten konstanten Renditezins umgewandelt. Die daraus resultierende barwertgewichtete nachhaltige Kapitalanlageverzinsung beläuft sich auf rd. 3,8%. Bei der Ermittlung des nachhaltigen Kapitalanlageergebnisses wurde die erwartete Gewichtung der Asset-Klassen im Jahr 2030 berücksichtigt, welche nahezu der Ziel-Gewichtung der Assetklassen aus der SAA 2030 entspricht. Diese Gewichtung wurde mit den Wiederanlagerenditen per 31. Juli 2026 gemäß der SAA 2031 kombiniert, um den zwischenzeitlichen Anstieg der Anleiherenditen seit dem 31. Juli 2025 zu berücksichtigen. Diese Kombination von Annahmen führt zu Gunsten der Minderheitsaktionäre zu einer geringfügig höheren nachhaltigen Wiederanlagerendite gegenüber der langfristigen SAA 2031. Bei der Ableitung des nachhaltigen Kapitalanlageergebnisses wurden auf Basis der Analysen der NAM Aufwendungen für Kapitalanlagen in Höhe von 0,09%-

Punkten (9 Basispunkten) bezogen auf den nachhaltigen Kapitalanlagebestand zu Buchwerten angesetzt, da die Kosten der Kapitalanlage nicht in der o.g. nachhaltigen Kapitalanlageverzinsung enthalten sind.

448. Die **nachhaltige Steuerquote** für die Ableitung der ewigen Rente setzt sich aus einem Gewerbesteuersatz von 16,35% und einem nachhaltigen Körperschaftsteuersatz von 10,70% (inkl. Solidaritätszuschlag i.H.v. 5,5%) zusammen.

Tabelle 6-28: Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der NKV

NKV - Planungsrechnung und Terminal Period in Mio. €	Planung					TV
	2026	2027	2028	2029	2030	
Gebuchte Bruttobeiträge	362	373	386	405	414	418
Wachstum in %		3,0%	3,6%	5,0%	2,2%	1,0%
Abgegebene RV-Beiträge	-13	-14	-15	-16	-17	-17
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-3,7%	-3,9%	-4,0%	-4,0%	-4,1%	-4,1%
Gebuchte Netto-Beiträge	348	358	370	389	397	401
in % der gebuchten Bruttobeiträge	96,3%	96,1%	96,0%	96,0%	95,9%	95,9%
Δ Netto-Beitragsüberträge	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Verdiente Beiträge f.e.R.	348	358	370	389	397	401
Beiträge aus der Rst für Beitragsrückerst.	25	10	11	15	15	15
Erträge aus KA	51	54	58	62	67	95
Sonstige vers. techn. Erträge f.e.R.	1	1	1	1	1	2
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-216	-228	-240	-253	-266	-269
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-62,1%	-63,7%	-64,8%	-65,0%	-67,1%	-67,1%
Δ der übrigen vers. techn. netto-Rst	-123	-108	-111	-116	-118	-140
Aufwendungen für Beitragsrückerst. f.e.R.	-27	-28	-30	-38	-35	-41
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-37	-37	-38	-39	-39	-41
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-10,6%	-10,4%	-10,2%	-9,9%	-9,7%	-10,2%
Aufwendungen für KA	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Sonstige vers. techn. Aufwendungen f.e.R.	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Vers. techn. Ergebnis f.e.R.	16	17	16	16	16	16
in % der gebuchten Bruttobeiträge	4,5%	4,5%	4,1%	3,9%	3,8%	3,8%
Sonstige Erträge	0	0	0	0	0	0
Sonstige Aufwendungen	-5	-5	-5	-5	-5	-5
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	12	12	11	11	11	11
in % der gebuchten Bruttobeiträge	3,2%	3,2%	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%
Außerordentliches Ergebnis	-1	-1	-	-	-	-
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
in % der gebuchten Bruttobeiträge	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%

Quelle: ValueTrust Analyse

6.3.5 Wertermittlung

449. Die von der NKV aufgestellte Unternehmensplanung führt mit den vorstehend beschriebenen Anpassungen zu folgenden Ausschüttungserwartungen und damit zum Ertragswert zum 12. November 2026:

Tabelle 6-29: Wertermittlung der NKV

NKV - NÜRNBERGER Krankenversicherung AG		Planung					TV
in Mio. €		2026	2027	2028	2029	2030	
Jahresergebnis		7	7	8	8	8	8
Gewinnthesaurierung		-1	-1	-1	-1	-1	-0
Ausschüttungsfähiges Ergebnis		6	6	6	7	7	8
Ausschüttungsquote		100%	100%	100%	100%	100%	50%
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)		-	-	-	-	-	4
Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung (13,19%)		-	-	-	-	-	-1
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)		-	-	-	-	-	3
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse		4	5	5	5	5	6
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern)		7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)		-	-	-	-	-	0,87%
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag		7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	6,25%
Barwertfaktor		0,93	0,87	0,81	0,76	0,71	11,35
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern		4	4	4	4	4	69
Ertragswert zum 31. Dezember 2025		88					
Aufzinsungsfaktor		1,06					
Wert des Eigenkapitals zum Bewertungsstichtag (100%)		94					
Beteiligungsquote		100%					
Anteiliger Wert des Eigenkapitals zum 12. November 2026		94					

Quelle: ValueTrust Analyse

450. Da das Geschäftsvolumen in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate wächst, steigt auch Eigenkapitalbedarf entsprechend mit. Um die geplante Eigenkapitalquote dauerhaft zu erhalten, wurde eine wachstumsbedingte nachhaltige Thesaurierung i.H.v. 1,0% angesetzt, die das ausschüttungsfähige Ergebnis in der ewigen Rente reduziert.
451. In der ewigen Rente wurde eine nachhaltige Ausschüttungsquote von 50% bezogen auf das ausschüttungsfähige Ergebnis angenommen.

6.4 NÜRNBERGER Allgemeine Versicherungs-AG (NAV)

Bereich: Schaden/Unfall

452. Die NAV betreibt die Schaden- und Unfallversicherung des Konzerns. Das selbst abgeschlossene Geschäft umfasst Unfall-, Haftpflicht-, Kraftfahrt-, Feuer- und Sachversicherung, Transport- und Luftfahrtversicherung sowie sonstige Versicherungen. Bei der Betrachtung der NAV wurden auch die verbundenen Unternehmen GAV und die Neue Rechtsschutz-Versicherungsgesellschaft AG („NRV“) über die in das Kapitalanlageergebnis einfließenden Ausschüttungen beider Gesellschaften berücksichtigt. Die NAV übernimmt über interne Rückversicherungsverträge Teile des Versicherungsgeschäfts der GAV und der NBA. Im Zuge der rückwirkend zum 1. Januar 2026 vorgesehenen Verschmelzung der NBA und der GAV auf die NAV erfolgt die Planung des Schaden- und Unfallversicherungsgeschäfts künftig auf zusammengefasster Basis. Im Geschäftsjahr 2025 entfielen 539,6 Mio. € der gebuchten Bruttobeiträge auf das selbst abgeschlossene und 113,1 Mio. € (17,3%) auf das übernommene Geschäft. Zwischen der NAV und der NBG besteht kein Ergebnisabführungsverhältnis; der Jahresfehlbetrag 2025 von 22,6 Mio. € wurde durch eine Entnahme aus der

Kapitalrücklage ausgeglichen. Für die Beurteilung der Ertragskraft ist das Ergebnis vor Kapitalrücklagenbewegungen maßgeblich.

6.4.1 Vermögens- und Ertragslage

453. Die historische Ertragslage der NAV stellt sich gemäß den Jahresabschlüssen 2023 bis 2025 wie folgt dar:

Tabelle 6-30: Historische Ertragslage der NAV¹⁴⁶

NAV - Ertragslage in Mio. €	Unbereinigte Historie		
	2023	2024	2025
Gebuchte Bruttobeiträge	837	901	653
Wachstum in %		7,6%	-27,5%
Abgegebene RV-Beiträge	-220	-220	-167
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-26,3%	-24,4%	-25,6%
Gebuchte Netto-Beiträge	617	681	486
in % der gebuchten Bruttobeiträge	73,7%	75,6%	74,4%
Δ Netto-Beitragsüberträge	-8	-11	24
Verdiente Beiträge f.e.R.	609	670	509
Techn. Zinsertrag aus SU	1	1	1
Sonstige vers. techn. Erträge f.e.R.	1	1	1
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-463	-573	-318
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-76,1%	-85,5%	-62,5%
Δ der übrigen vers. techn. netto-Rst	1	-23	-9
Aufwendungen für Beitragsrückerst. f.e.R.	-2	-2	-2
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-237	-256	-201
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-38,9%	-38,2%	-39,5%
Sonstige vers. techn. Aufwendungen f.e.R.	-6	-7	-7
Δ der Schwankungsrst und ähnlicher Rst	35	64	-41
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	-62	-126	-67
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-7,4%	-13,9%	-10,2%
Ergebnis aus KA	17	-10	47
Techn. Zinsertrag s.a. VG	-1	-1	-1
Ergebnis KA nach techn. Zinsertrag	16	-10	47
Sonstige Erträge	70	86	76
Sonstige Aufwendungen	-69	-82	-73
Außerordentliches Ergebnis	-	-16	-6
Ergebnis vor Steuern	-44	-147	-23
Steuern	-0	-0	-0
Ergebnis nach Steuern	-45	-147	-23
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-5,3%	-16,3%	-3,5%

Quelle: Unternehmensinformationen

454. Die historische Vermögenslage der NAV stellt sich gemäß den Jahresabschlüssen 2023 bis 2025 wie folgt dar:

¹⁴⁶ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; eigene Darstellung.

Tabelle 6-31: Historische Vermögenslage der NAV

NAV - Vermögenslage in Mio. €	Historie		
	2023	2024	2025
Immaterielle Vermögensgegenstände	20	22	22
KA	1.068	1.128	1.187
KA fondsgebundener Unfallversicherungen	9	10	11
Forderungen aus dem s.a.G.	36	43	32
Übrige Aktiva	74	82	53
Summe Aktiva	1.208	1.286	1.305
Eigenkapital	239	234	212
Vers. techn. Rst	863	950	878
Vers. techn. Rst fondsgebundener Unfallversicherungen	9	10	11
Andere Rst	38	45	35
Verbindlichkeiten aus dem s.a.G.	28	20	18
Übrige Passiva	30	26	150
Summe Passiva	1.208	1.286	1.305

Quelle: Unternehmensinformationen

455. Im Berichtsjahr 2025 ist der Kapitalanlagenbestand von 1.1 Mrd. € auf 1.2 Mrd. € angestiegen (91,0% der Bilanzsumme) und besteht zu 76,9% aus festverzinslichen Wertpapieren. Die Bewertungsreserven der gesamten Kapitalanlagen (Saldo aus stillen Reserven und stillen Lasten) betragen im Jahr 2025 51,0 Mio. € (Vorjahr 49,6 Mio. €).
456. Die versicherungstechnischen Rückstellungen reduzieren sich im Jahr 2025 auf insgesamt 878,4 Mio. € um -71,7 Mio. €. Der stärkste Treiber hierfür war eine Reduktion der Rückstellung für noch nicht abgewickelte Versicherungsfälle. Diese werden in 2025 mit einer Nettoposition i.H.v. 639,1 Mio. € ausgewiesen (-97,2 Mio. € im Vergleich zum Vorjahr). Weiterer Treiber war eine Reduktion der Beitragsüberträge i.H.v. -23,6 Mio. €, die sich auf die im Berichtsjahr fällig gewordenen Beiträge oder Beitragsraten beziehen. Gegenläufig wirkten insbesondere die Effekte aus einer Erhöhung der Schwankungs- und ähnlichen Rückstellungen i.H.v. 41,3 Mio. € und einer Erhöhung aus sonstigen versicherungstechnischen Rückstellungen i.H.v. 7,9 Mio. €.
457. Im Geschäftsjahr 2025 ergab sich ein Jahresfehlbetrag i.H.v. -22,6 Mio. € (Vorjahr -147,0 Mio. €). Zur Deckung dieses Fehlbetrags wurde eine Entnahme aus der Kapitalrücklage i.H.v. 22,6 Mio. € vorgenommen.

6.4.2 Bereinigungen

458. Für die Herstellung einer vergleichbaren historischen Zeitreihe sind die folgenden Sachverhalte zu berücksichtigen:

Tabelle 6-32: Übersicht Bereinigungen NAV¹⁴⁷

NAV - Ertragslage	Unbereinigte Historie			Bereinigungen			Bereinigte Historie		
in Mio. €	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Gebuchte Bruttobeiträge	837	901	653				837	901	653
Wachstum in %		7,6%	-27,5%					7,6%	-27,5%
Abgegebene RV-Beiträge	-220	-220	-167				-220	-220	-167
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-26,3%	-24,4%	-25,6%				-26,3%	-24,4%	-25,6%
Gebuchte Netto-Beiträge	617	681	486				617	681	486
in % der gebuchten Bruttobeiträge	73,7%	75,6%	74,4%				73,7%	75,6%	74,4%
Δ Netto-Beitragsüberträge	-8	-11	24				-8	-11	24
Verdiente Beiträge f.e.R.	609	670	509				609	670	509
Techn. Zinsertrag aus SU	1	1	1				1	1	1
Sonstige vers. techn. Erträge f.e.R.	1	1	1				1	1	1
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-463	-573	-318				-463	-573	-318
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-76,1%	-85,5%	-62,5%				-76,1%	-85,5%	-62,5%
Δ der übrigen vers. techn. netto-Rst	1	-23	-9				1	-23	-9
Aufwendungen für Beitragsrückerst. f.e.R.	-2	-2	-2				-2	-2	-2
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-237	-256	-201				-237	-256	-201
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-38,9%	-38,2%	-39,5%				-38,9%	-38,2%	-39,5%
Sonstige vers. techn. Aufwendungen f.e.R.	-6	-7	-7				-6	-7	-7
Δ der Schwankungsrst und ähnlicher Rst	35	64	-41				35	64	-41
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	-62	-126	-67				-62	-126	-67
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-7,4%	-13,9%	-10,2%				-7,4%	-13,9%	-10,2%
Ergebnis aus KA	17	-10	47	40	1		17	30	48
Techn. Zinsertrag s.a. VG	-1	-1	-1				-1	-1	-1
Ergebnis KA nach techn. Zinsertrag	16	-10	47				16	30	48
Sonstige Erträge	70	86	76				70	86	76
Sonstige Aufwendungen	-69	-82	-73				-69	-82	-73
Außerordentliches Ergebnis	–	-16	-6				–	-16	-6
Ergebnis vor Steuern	-44	-147	-23				-44	-107	-21
Steuern	-0	-0	-0				-0	-0	-0
Ergebnis nach Steuern	-45	-147	-23				-45	-107	-21
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-5,3%	-16,3%	-3,5%				-5,3%	-11,9%	-3,3%

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

459. Im Geschäftsjahr 2024 werden außerplanmäßige Abschreibungen auf Beteiligungen i.H.v. 39,9 Mio. € bereinigt. Davon entfallen 39,2 Mio. € auf verbundene Unternehmen und Beteiligungen und 0,7 Mio. € auf Anteile am Investmentvermögen und anderen festverzinslichen Wertpapieren.
460. Im Geschäftsjahr 2025 werden außerplanmäßige Abschreibungen auf Anteile an verbundenen Unternehmen und Beteiligungen i.H.v. 1,1 Mio. € bereinigt. Der Betrag setzt sich zusammen aus 1,0 Mio. € auf Anteilen an Investmentvermögen und anderen festverzinslichen Wertpapieren.

¹⁴⁷ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; eigene Darstellung.

6.4.3 Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft

Tabelle 6-33: Historische Vermögenslage und Planung der NAV¹⁴⁸

NAV - Ertragslage in Mio. €	Bereinigte Historie			Planung				
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Gebuchte Bruttobeiträge	837	901	653	660	652	678	711	740
Wachstum in %		7,6%	-27,5%	1,1%	-1,2%	4,0%	4,8%	4,2%
Abgegebene RV-Beiträge	-220	-220	-167	-154	-156	-64	-84	-86
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-26,3%	-24,4%	-25,6%	-23,4%	-23,9%	-9,4%	-11,8%	-11,7%
Gebuchte Netto-Beiträge	617	681	486	506	496	614	627	654
in % der gebuchten Bruttobeiträge	73,7%	75,6%	74,4%	76,6%	76,1%	90,6%	88,2%	88,3%
Δ Netto-Beitragsüberträge	-8	-11	24	-3	5	-16	-0	-0
Verdiente Beiträge f.e.R.	609	670	509	503	501	598	627	654
Techn. Zinsertrag aus SU	1	1	1	1	1	1	1	1
Sonstige vers. techn. Erträge f.e.R.	1	1	1	1	1	1	1	1
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-463	-573	-318	-323	-330	-421	-420	-441
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-76,1%	-85,5%	-62,5%	-64,2%	-65,8%	-70,3%	-67,0%	-67,4%
Δ der übrigen vers. techn. netto-Rst	1	-23	-9	2	-0	26	0	-0
Aufwendungen für Beitragsrückerst. f.e.R.	-2	-2	-2	-	-	-	-	-
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-237	-256	-201	-176	-171	-192	-195	-195
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-38,9%	-38,2%	-39,5%	-35,0%	-34,1%	-32,1%	-31,1%	-29,8%
Sonstige vers. techn. Aufwendungen f.e.R.	-6	-7	-7	-6	-6	-6	-6	-6
Δ der Schwankungsrst und ähnlicher Rst	35	64	-41	-16	-1	-19	-21	-15
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	-62	-126	-67	-15	-5	-12	-13	-1
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-7,4%	-13,9%	-10,2%	-2,2%	-0,8%	-1,8%	-1,8%	-0,2%
Ergebnis aus KA	17	30	48	33	31	36	37	39
Techn. Zinsertrag s.a. VG	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Ergebnis KA nach techn. Zinsertrag	16	30	48	32	30	35	36	38
Sonstige Erträge	70	86	76	76	77	77	78	79
Sonstige Aufwendungen	-69	-82	-73	-88	-89	-87	-87	-87
Außerordentliches Ergebnis	-	-16	-6	-6	-6	-	-	-
Ergebnis vor Steuern	-44	-107	-21	-1	7	13	14	29
Steuern	-0	-0	-0	-	-0	-	-0	-6
Ergebnis nach Steuern	-45	-107	-21	-1	6	13	14	23
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-5,3%	-11,9%	-3,3%	-0,1%	1,0%	1,9%	1,9%	3,0%

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

461. Nachfolgende Übersicht stellt die Entwicklung der Schadenquote, der Kostenquote sowie der hieraus resultierenden Schaden-Kosten-Quote (Combined Ratio) für 2023 bis 2030 dar:

¹⁴⁸ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; Planung gemäß Aufsichtsratssitzung 2025; eigene Darstellung.

Tabelle 6 21: Ableitung Quoten NAV¹⁴⁹

NAV – Quoten in %	Historie			Planung				
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Schadenquote (nachrichtlich)	76,1%	85,5%	62,5%	64,2%	65,8%	70,3%	67,0%	67,4%
Kostenquote (nachrichtlich)	38,9%	38,2%	39,5%	35,0%	34,1%	32,1%	31,1%	29,8%
Schaden-Kosten-Quote (nachrichtlich)	115,0%	123,7%	102,0%	99,2%	99,9%	102,4%	98,1%	97,1%
GDV – Schadenquote	77,2%	74,5%	69,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
GDV – Kostenquote	38,6%	33,5%	27,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
GDV – Schaden-Kosten-Quote	98,8%	96,1%	91,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Peer Group Ø – Schadenquote	65,0%	62,9%	61,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Peer Group Ø – Kostenquote	29,5%	29,6%	30,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Peer Group Ø – Schaden-Kosten-Quote	94,9%	92,6%	91,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Quelle: Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

Beiträge und Neugeschäft

462. Die historische Beitragsentwicklung wurde wesentlich durch die Sanierungsstrategie sowie die damit verbundenen Preisanpassungen und Bestandsbereinigungen geprägt. Die gebuchten Bruttobeiträge stiegen von 836,9 Mio. € im Jahr 2023 auf 900,6 Mio. € im Jahr 2024 und gingen im Jahr 2025 um 27,5% auf 652,7 Mio. € zurück. Das selbst abgeschlossene Geschäft entwickelte sich mit Beiträgen von 610,2 Mio. €, 606,7 Mio. € und 539,6 Mio. € leicht rückläufig, während das in Rückdeckung übernommene Geschäft mit 226,7 Mio. €, 293,8 Mio. € und 113,1 Mio. € stärkere Schwankungen aufwies. Der Anstieg des übernommenen Geschäfts im Jahr 2024 ist unter anderem auf die Umgliederung eines Teils des Transportversicherungsgeschäfts vom selbst abgeschlossenen in das übernommene Geschäft zurückzuführen. Gleichzeitig gingen die Neu- und Mehrbeiträge kontinuierlich von 86,1 Mio. € über 73,7 Mio. € auf 49,5 Mio. € zurück. Die Vergleichbarkeit des Neugeschäfts ist dabei eingeschränkt, da die Neu- und Mehrbeiträge der Schaden- und Unfallgesellschaften im Jahr 2024 einen Sondereffekt aus der Umstellung auf die Produktlinie „Private Line“ in Höhe von 9,5 Mio. € enthielten.
463. Die Planung für die NAV sieht gebuchte Bruttobeiträge von 660,2 Mio. € im Jahr 2026 vor. Nach einem Rückgang auf 652,1 Mio. € im Jahr 2027 sollen die Beiträge bis zum Jahr 2030 auf 740,4 Mio. € steigen, was gegenüber 2026 einem Wachstum von 12,1% entspricht. Die Neu- und Mehrbeiträge sind für 2026 mit 45,3 Mio. € geplant. Auf Ebene der Schaden- und Unfallgesellschaften einschließlich des an die Neue Rechtsschutz vermittelten Geschäfts beläuft sich der Planwert der gebuchten Bruttobeiträge für 2026 auf 772,7 Mio. €, während die Neu- und Mehrbeiträge 79,1 Mio. € erreichen und bis 2030 auf 93,5 Mio. € ansteigen sollen. Der zunächst rückläufige Beitragsverlauf ist insbesondere auf die Fortsetzung der Sanierungsmaßnahmen sowie den Wegfall der österreichischen Zweigniederlassung GARANTA Österreich zum 1. Juli 2026 zurückzuführen. Das anschließende Wachstum soll vor allem durch die Einführung neuer Produkte im Privat- und Gewerbekundengeschäft sowie durch Vertriebsinitiativen im Rahmen von „back2black“ erzielt werden.

¹⁴⁹ Ableitung der Quoten je Gesellschaft aus Planungsunterlagen: Schadenquote = Verdiente Beiträge f.e.R. / Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.; Kostenquote = Verdiente Beiträge f.e.R. / Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.; Schaden-Kosten-Quote = Schadenquote + Kostenquote; Peer Group Quoten auf jeweiliger Konzernebene.

Bestandsentwicklung

464. Der Versicherungsbestand verringerte sich von 1,49 Mio. Verträgen im Jahr 2023 auf 1,42 Mio. Verträge im Jahr 2024 und ging im Jahr 2025 weiter auf 1,27 Mio. Verträge zurück. Dies entspricht einem Rückgang von 4,5% im Jahr 2024 und von 10,8% im Jahr 2025. Besonders deutlich fiel der Bestandsabbau im Jahr 2025 in der Kraftfahrzeug-Haftpflichtversicherung und der sonstigen Kraftfahrtversicherung aus, deren Vertragsbestände um 23,6% bzw. 24,4% zurückgingen. In der Transport- und Luftfahrtversicherung betrug der Rückgang 34,7%, während die Unfallversicherung und die Haftpflichtversicherung mit 7,8% bzw. 2,6% geringere Bestandsverluste verzeichneten. Die Entwicklung ist das Ergebnis der auf Preisanpassungen und Bestandsbereinigungen ausgerichteten Sanierungsstrategie. Das hierdurch erhöhte Stornoaufkommen konnte durch das rückläufige Neugeschäft nicht kompensiert werden.
465. Für die Schaden- und Unfallgesellschaften werden sanierungs- und stornobedingte Beitragsverluste von 64 Mio. € im Jahr 2026 und 11 Mio. € im Jahr 2027 erwartet. Zusätzlich wirkt sich die Herausnahme von GARANTA Österreich aus, deren Beitragsvolumen 65,7 Mio. € beträgt. Aufgrund der Veräußerung zum 30. Juni 2026 enthält die Planung für das Jahr 2026 noch rund 21 Mio. € Beiträge der GARANTA Österreich. Vor diesem Hintergrund sollen die gebuchten Bruttobeiträge der Schadenversicherer von 702,0 Mio. € im Jahr 2027 bis auf 789,6 Mio. € im Jahr 2030 ansteigen. Für das Jahr 2026 ist bei den Schaden- und Unfallgesellschaften ein Bestand von 1,88 Mio. Verträgen geplant.

Schadenentwicklung und versicherungstechnische Profitabilität

466. Die nachrichtliche Schaden-Kosten-Quote lag bei 115,0% im Jahr 2023, verschlechterte sich auf 123,7% im Jahr 2024 und verbesserte sich im Jahr 2025 auf 102,0%. Die nachrichtliche Schadenquote stieg im gleichen Zeitraum zunächst von 76,1% auf 85,5% und verringerte sich im Jahr 2025 auf 62,5%, während sich die rechnerische Kostenquote mit 38,9%, 38,2% und 39,5% in einer engen Bandbreite bewegte. Nach Rückversicherung und vor Veränderung der Schwankungsrückstellung ergaben sich versicherungstechnische Verluste von 83,2 Mio. €, 175,6 Mio. € und 11,5 Mio. €. Die Ergebnisverschlechterung des Jahres 2024 war insbesondere auf einen erhöhten Nachreservierungsbedarf für Vorjahresschäden in der Haftpflicht- und Kraftfahrzeug-Haftpflichtversicherung sowie auf Großschäden im Feuergeschäft zurückzuführen. Die Verbesserung im Jahr 2025 resultierte neben den Effekten der Sanierung vor allem aus der Entwicklung des Abwicklungsergebnisses, das sich im Wesentlichen aufgrund des Abschlusses eines kapitalstützenden Rückversicherungsvertrags von einem Verlust von 56,2 Mio. € auf einen Ertrag von 152,6 Mio. € verbesserte.
467. Die Planung für die NAV sieht vor Veränderung der Schwankungsrückstellung ein versicherungstechnisches Ergebnis von 1,6 Mio. € im Jahr 2026 vor. Nach einem Fehlbetrag von 4,3 Mio. € im Jahr 2027 soll das Ergebnis bis zum Jahr 2030 auf 13,7 Mio. € steigen. Aufgrund geplanter Zuführungen zur Schwankungsrückstellung zwischen 1,1 Mio. € und 21,0 Mio. € bleibt das ausgewiesene versicherungstechnische Ergebnis jedoch über den gesamten Planungszeitraum negativ und bewegt sich zwischen -14,8 Mio. € und -1,3 Mio. €. Auf Ebene der NAV sinkt die nachrichtliche Schaden-Kosten-Quote von 99,2% im Jahr 2026 auf 97,1% im Jahr 2030 (-2,1 Prozentpunkte). Der Verlauf ist nicht durchgehend positiv, da

die Quote im Jahr 2027 auf 99,9% und 2028 auf 102,4% ansteigt. Das Jahr 2026 enthält dabei einen Abwicklungsertrag von rund 12 Mio. € aus der Reserve-Ablösung im Zusammenhang mit der Veräußerung des österreichischen Bestands. Für den gesamten Planungszeitraum wird eine Schadeninflation von 3,5% pro Jahr unterstellt.

Kostenentwicklung

468. Die Bruttoaufwendungen für den Versicherungsbetrieb stiegen zunächst von 267,2 Mio. € im Jahr 2023 auf 285,3 Mio. € im Jahr 2024 und gingen im Jahr 2025 auf 220,9 Mio. € zurück. Die Abschlussaufwendungen beliefen sich auf 130,7 Mio. €, 129,9 Mio. € und 109,3 Mio. €, während die Verwaltungsaufwendungen einschließlich Inkasso- und Bestandsprovisionen 136,5 Mio. €, 155,4 Mio. € und 111,6 Mio. € betrugen. Parallel dazu verringerte sich die durchschnittliche Mitarbeiterzahl von 1.213 im Jahr 2023 über 1.158 im Jahr 2024 auf 996 im Jahr 2025. Die rückläufigen Abschlussaufwendungen spiegeln das gesunkene Neugeschäft wider. Die Verwaltungsaufwendungen gingen insbesondere im Jahr 2025 stärker zurück. Dies steht nach dem Lagebericht im Zusammenhang mit dem rückläufigen Bestand sowie den Maßnahmen des Effizienzprogramms „Fit für die Zukunft“. Trotz sinkender Kosten stieg die nachrichtliche Kostenquote im Jahr 2025 auf 39,5%, da die verdienten Beiträge stärker zurückgingen als die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb.
469. In der Planung verbessert sich die nachrichtliche Kostenquote von 35,0% im Jahr 2026 auf 29,8% im Jahr 2030 (-5,2 Prozentpunkte). Für die Zwischenjahre sind Quoten von 34,1%, 32,1% und 31,1% geplant. Als wesentliche Treiber gelten Restrukturierungsmaßnahmen und das daraus resultierende niedrigere Kostenniveau. Für die NAV erhöhen sich die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb für eigene Rechnung von 176,0 Mio. € im Jahr 2026 auf 194,7 Mio. € im Jahr 2030. Der Verlauf ist nicht durchgehend steigend, da die Aufwendungen im Jahr 2027 zunächst auf 170,9 Mio. € zurückgehen.

Kapitalanlagen

470. Die Kapitalanlagevolumina entwickeln sich gemäß der historischen und geplanten Geschäftsentwicklung. Die Entwicklung der Marktwerte korrespondiert zu den Erwartungen in den Kapitalmarktszenarien. Der Kapitalanlagenbestand erhöhte sich von 1.068,3 Mio. € (2023) über 1.128,5 Mio. € (2024) auf 1.187,3 Mio. € (2025) und steigt planmäßig weiter von 1.205,3 Mio. € (2026) auf 1.422,4 Mio. € (2030). Der Bestand weist aufgrund des gestiegenen Zinsniveaus saldierte stille Lasten auf, die sich im Planungszeitraum teilweise abbauen.
471. Das Kapitalanlageergebnis nach technischem Zinsertrag entwickelte sich von 16,2 Mio. € (2023) über -10,2 Mio. € (2024) auf 46,7 Mio. € (2025); die Nettoverzinsung betrug 1,6%, -0,9% und 4,1%, die laufende Durchschnittsverzinsung 1,4%, 1,7% und 1,5%. Beide Randjahre sind durch Sondereffekte geprägt und für sich nicht aussagekräftig: Das negative Ergebnis des Jahres 2024 beruht im Wesentlichen auf außerplanmäßigen Abschreibungen und Abgangsverlusten von 44,1 Mio. €, die Verbesserung des Jahres 2025 auf Abgangsgewinnen von 33,0 Mio. €, von denen 26,3 Mio. € auf die mit Wirkung zum 18. Juni 2025 vollzogene Veräußerung der Beteiligung an der Bene Assicurazioni S.p.A. entfielen. Bereinigt

um diese Effekte liegt die Nettoverzinsung der Jahre 2023 bis 2025 in der Größenordnung der laufenden Durchschnittsverzinsung von rund 1,5%.

472. Die Planung sieht ein Kapitalanlageergebnis nach technischem Zinsertrag von 32,0 Mio. € (2026) vor; nach einem Rückgang auf 30,0 Mio. € (2027) steigt es bis 2030 auf 38,0 Mio. €. Getragen wird die Entwicklung von den laufenden Erträgen, die von 26,4 Mio. € auf 38,4 Mio. € zunehmen, sowie von der Neu- und Wiederanlagerendite, die von 3,2% auf 3,8% steigt. Das Planjahr 2026 enthält mit dem vorgesehenen Verkauf einer Minderheitsbeteiligung einen Abgangsgewinn von 7,7 Mio. €; für die Folgejahre sind weder Zuschreibungen noch Abgangsverluste eingeplant, und die geplanten Abgangsgewinne gehen bis 2030 auf 1,3 Mio. € zurück. Der ErgebnISRückgang von 2026 auf 2027 ist damit nicht Ausdruck einer Verschlechterung der laufenden Ertragskraft, sondern des Wegfalls dieses Einmaleffekts.
473. Aufgrund der begrenzten Solvenzausstattung verfolgt die Gesellschaft eine sicherheitsorientierte Kapitalanlagestrategie mit Schwerpunkt auf festverzinslichen Wertpapieren guter bis sehr guter Bonität. Ab 2027 baut sie die Aktienquote schrittweise auf 2,5% im Jahr 2030 aus. Die langfristige strategische Asset Allocation sieht daneben Anteile an Immobilien, Beteiligungen und alternativen Assets vor; der Schwerpunkt liegt unverändert auf Rentenpapieren.
474. Die Ausschüttung aus dem Spezialfonds Minerva richtet sich nach den Ergebnisanforderungen der Gesellschaft und wird mit 1,8 Mio. € je Planjahr angesetzt.
475. Ausgehend von dem vorstehend dargestellten Asset Mix und unter Berücksichtigung des Auslaufens höher verzinslicher Kapitalanlagen sowie der getroffenen Wiederanlageprämissen steigt die laufende Verzinsung von 2,1% (2026) auf 2,7% (2030), während die Nettoverzinsung mit rund 2,8% über den Planungszeitraum weitgehend konstant bleibt.
476. In der Schaden- und Unfallversicherung besteht keine gesetzliche Überschussbeteiligung der Versicherungsnehmer. Eine Veränderung der Nettoverzinsung schlägt sich daher grundsätzlich unmittelbar und in voller Höhe in dem den Anteilseignern zurechenbaren Ergebnis nieder.

Rückversicherung, Kapitalausstattung und Solvabilität

477. Der Selbstbehalt betrug 73,7% im Jahr 2023, 75,6% im Jahr 2024 und 74,4% im Jahr 2025. Das Eigenkapital verringerte sich von 239,3 Mio. € über 234,3 Mio. € auf 211,7 Mio. € und entsprach damit 19,8%, 18,2% und 16,2% der Bilanzsumme. Gleichzeitig stieg das Sicherheitskapital aus Eigenkapital, Schwankungsrückstellung und Bewertungsreserven von 328,3 Mio. € auf 348,4 Mio. €, während sich die Solvenzquote von 115,7% im Jahr 2024 auf 152,8% im Jahr 2025 erhöhte. Gestützt wurde die Kapitalausstattung im Jahr 2024 durch Einzahlungen in die Kapitalrücklage von 142,0 Mio. € und im Jahr 2025 durch einen rückwirkend zum 1. Januar 2025 abgeschlossenen kapitalstützenden Rückversicherungsvertrag mit einem Rückversicherer, aus dem eine Depotverbindlichkeit resultiert und dessen vereinbarte Provision zugunsten der Gesellschaft mit den dem Depot zufließenden Prämien verrechnet wird.

478. Die Planung sieht einen Anstieg der Solvenzquote von 136,1% im Jahr 2026 auf 174,2% im Jahr 2030 vor. Grundlage hierfür sind anrechnungsfähige Eigenmittel, die von 394,0 Mio. € auf 535,0 Mio. € steigen sollen, während die Solvenzkapitalanforderung mit Werten zwischen 289,5 Mio. € und 313,3 Mio. € weitgehend konstant bleibt. Die Bedeckungsquoten der Säulen 1 und 2 liegen über den gesamten Planungshorizont oberhalb der Mindestbedeckungsquote von 130%; die Zielbedeckungsquote von 175% wird erst gegen Ende des Planungszeitraums nahezu erreicht. Die ausgewiesene Solvenzentwicklung berücksichtigt eine kapitalentlastende Rückversicherungstransaktion (Capital Relief Transaction, „CRT“), deren Fortführung bis Ende 2027 unterstellt wird. Der hieraus resultierende temporäre Entlastungseffekt ist bei der Würdigung der Kapitalausstattung gesondert zu berücksichtigen.

Fazit

479. Die historische Entwicklung der NAV war in den Geschäftsjahren 2023 bis 2025 wesentlich durch die Umsetzung von Sanierungsmaßnahmen geprägt. Diese führten zu einem Rückgang des Bestands- und Beitragsvolumens, gingen jedoch mit einer Verbesserung nachrichtlichen Schaden- und Schaden-Kosten-Quote im Jahr 2025 einher. Gleichzeitig reduzierte sich der Jahresfehlbetrag deutlich gegenüber dem Vorjahr. Die Kapitalanlagebestände entwickelten sich stabil, während sich die Solvenzquote auf Basis verschiedener kapitalstützender Maßnahmen erhöhte.
480. Die Unternehmensplanung geht nach Abschluss der wesentlichen Sanierungsmaßnahmen von einer sukzessiven Verbesserung der Ertragslage aus. Grundlage hierfür sind steigende Beitragseinnahmen nach einer Übergangsphase, Verbesserungen der Schaden- und Kostenquoten sowie stabile Kapitalanlageergebnisse. Die geplante Entwicklung der Solvabilität weist auf eine höhere Kapitalausstattung im Planungszeitraum hin.
481. Wir erachten die Planungsrechnung sowie die Planannahmen für die NAV auf Basis unserer Analysen des Markt- und Wettbewerbsumfelds und der Situation der Gesellschaft grundsätzlich als plausibel, jedoch hinsichtlich der geplanten Entwicklung im Detailplanungszeitraum als sehr ambitioniert. Die Schadenquote zum Ende des Planungszeitraums soll sich in einem Bereich bewegen, den die Gesellschaft im Planungszeitraum bis 2028 nur unter Nutzung eines Rückversicherungsvertrags erzielen kann. Darüber hinaus betrifft die bereits bei der NLV beschriebene Kostenlücke in nicht unwesentlichem Umfang auch die NAV.

6.4.4 Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses

482. Das nachhaltige Ergebnis wird auf Basis des letzten Planjahres 2030 unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate abgeleitet. Dabei werden folgende Modifikationen vorgenommen:
483. **Schaden-Kosten-Quote:** Aufgrund des zum Jahresende 2027 auslaufenden Rückversicherungsvertrags steigt die nachrichtliche Schadenquote 2028 auf 70,3%, bevor sie planmäßig bis 2030 auf 67,4% zurückgehen soll. Zugleich soll die Kostenquote im selben Zeitraum um 2,3 Prozentpunkte sinken. Da vor dem Hintergrund des kurzen Zeitraums zwischen Vertragsende und geplanter Verbesserung gewisse Unsicherheiten hinsichtlich der Erreichbarkeit der Planwerte bestehen, wird für die Schadenquote das Niveau des Jahres 2030 und

für die Kostenquote der Durchschnitt der Jahre 2026 bis 2030 als Normalisierungsgrundlage für sachgerecht erachtet. Im Rahmen der Wertermittlung ergibt sich hieraus eine nachhaltige Schaden-Kosten-Quote von 99,8%.

484. Im Detailplanungszeitraum wird eine erhöhte **Zuführung zur Schwankungsrückstellung** geplant, die als nicht nachhaltig erachtet wird, da die zugrunde liegende Auflösung bzw. Einstellung zeitlich begrenzt ist und mit Blick auf die ewige Rente zu eliminieren ist. Langfristig wird von einer Schwankungsrückstellung i.H.v. 60% des gemäß Berechnung erreichten bzw. einzustellenden Sollbetrags ausgegangen. Die Veränderung der Schwankungsrückstellung wird in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0% fortgeschrieben.
485. Das **nachhaltige Kapitalanlageergebnis** wurde unter Berücksichtigung der geplanten Wiederanlagerendite für den Altbestand der Portfolios abgeleitet, der bis zum Jahr 2031 noch nicht endfällig wird. Bei der NAV betraf dies rund 50% des Portfolios. Hierzu wurden die einzelnen Anlagebestandteile analysiert und extrapoliert, wobei bei Endfälligkeit eine sukzessive Wiederanlage zu den geplanten langfristigen Zielrenditen unterstellt wurde; hieraus ergibt sich ein Verzinsungspfad, der erst über mehrere Jahrzehnte gegen das Zielniveau konvergiert. Zur Ermittlung eines effektiven, auf das Jahr 2031 (Beginn der TV-Periode) bezogenen Kapitalanlagesatzes wird dieser Konvergenzpfad ab dem TV-Jahr mit den Kapitalkosten diskontiert und zu einem barwertäquivalenten konstanten Renditezins umgewandelt. Die daraus resultierende barwertgewichtete nachhaltige Kapitalanlageverzinsung beläuft sich auf 3,5%. Bei der Ermittlung des nachhaltigen Kapitalanlageergebnisses wurde die erwartete Gewichtung der Asset-Klassen im Jahr 2030 berücksichtigt, welche nahezu der Ziel-Gewichtung der Assetklassen aus der SAA 2030 entspricht. Diese Gewichtung wurde mit den Wiederanlagerenditen per 31. Juli 2026 gemäß der SAA 2031 kombiniert, um den zwischenzeitlichen Anstieg der Anleiherenditen seit dem 31. Juli 2025 zu berücksichtigen. Diese Kombination von Annahmen führt der Höhe nach zur gleichen nachhaltigen Wiederanlagerendite wie bei Annahme der langfristigen SAA 2031. Bei der Ableitung des nachhaltigen Kapitalanlageergebnisses wurden auf Basis der Analysen der NAM Aufwendungen für Kapitalanlagen in Höhe von 0,09%-Punkten (9 Basispunkten) bezogen auf den nachhaltigen Kapitalanlagebestand zu Buchwerten angesetzt, da die Kosten der Kapitalanlage nicht in der o.g. nachhaltigen Kapitalanlageverzinsung enthalten sind.
486. Im **sonstigen Ergebnis** haben wir Zuführungen zu Rückstellungen auf bisher nicht bilanzierte Pensionsverpflichtungen in der ewigen Rente nicht berücksichtigt, da im Sonderwert für Pensionsverpflichtungen lediglich Zuführungen bis einschließlich 2030 enthalten sind. Folglich erhöht sich das sonstige Ergebnis gegenüber dem letzten Planjahr 2030.
487. Die **nachhaltige Steuerquote** für die Ableitung der ewigen Rente setzt sich aus einem Gewerbesteuersatz von 16,35% und einem nachhaltigen Körperschaftsteuersatz von 10,70% (inkl. Solidaritätszuschlag i.H.v. 5,5%) zusammen und beträgt rd. 27,0%.

Tabelle 6-34: Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der NAV

NAV - Planungsrechnung und Terminal Period	Planung					TV
in Mio. €	2026	2027	2028	2029	2030	
Gebuchte Bruttobeiträge	660	652	678	711	740	748
Wachstum in %		-1,2%	4,0%	4,8%	4,2%	1,0%
Abgegebene RV-Beiträge	-154	-156	-64	-84	-86	-87
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-23,4%	-23,9%	-9,4%	-11,8%	-11,7%	-11,7%
Gebuchte Netto-Beiträge	506	496	614	627	654	661
in % der gebuchten Bruttobeiträge	76,6%	76,1%	90,6%	88,2%	88,3%	88,3%
Δ Netto-Beitragsüberträge	-3	5	-16	-0	-0	-0
Verdiente Beiträge f.e.R.	503	501	598	627	654	660
Techn. Zinsertrag aus SU	1	1	1	1	1	1
Sonstige vers. techn. Erträge f.e.R.	1	1	1	1	1	1
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-323	-330	-421	-420	-441	-445
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-64,2%	-65,8%	-70,3%	-67,0%	-67,4%	-67,4%
Δ der übrigen vers. techn. netto-Rst	2	-0	26	0	-0	-0
Aufwendungen für Beitragsrückerst. f.e.R.	-	-	-	-	-	-
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-176	-171	-192	-195	-195	-214
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-35,0%	-34,1%	-32,1%	-31,1%	-29,8%	-32,4%
Sonstige vers. techn. Aufwendungen f.e.R.	-6	-6	-6	-6	-6	-6
Δ der Schwankungsrst und ähnlicher Rst	-16	-1	-19	-21	-15	-4
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	-15	-5	-12	-13	-1	-7
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-2,2%	-0,8%	-1,8%	-1,8%	-0,2%	-1,0%
Ergebnis aus KA	33	31	36	37	39	53
Techn. Zinsertrag s.a. VG	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Ergebnis KA 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	-	-	-	-
Ergebnis vor Steuern	-1	7	13	14	29	39
Steuern	-	-0	-	-0	-6	-10
Ergebnis nach Steuern	-1	6	13	14	23	28
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-0,1%	1,0%	1,9%	1,9%	3,0%	3,8%

Quelle: ValueTrust Analyse

6.4.5 Wertermittlung

488. Die von der NAV aufgestellte Unternehmensplanung führt mit den vorstehend beschriebenen Anpassungen zu folgenden Ausschüttungserwartungen und damit zum Ertragswert zum 12. November 2026:

Tabelle 6-35: Wertermittlung der NAV

NAV - NÜRNBERGER Allgemeine Versicherungs-AG in Mio. €	Planung					TV
	2026	2027	2028	2029	2030	
Jahresergebnis	-1	6	13	14	23	28
Gewinnthesaurierung	1	-6	-13	-14	-23	-3
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	-	-	-	-	-	26
Ausschüttungsquote	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	50%
Dividende (vor pers. Steuern)	-	-	-	-	-	13
Pers. Steuern auf Dividende	-	-	-	-	-	-3
Dividende nach pers. Steuern	-	-	-	-	-	9
Fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)	-	-	-	-	-	13
Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung (13,19%)	-	-	-	-	-	-2
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	11
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	-	-	-	-	-	21
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern)	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	0,87%
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	6,51%
Barwertfaktor	0,93	0,87	0,81	0,75	0,70	10,77
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	-	-	-	-	-	221
Ertragswert zum 31. Dezember 2025	221					
Aufzinsungsfaktor	1,06					
Wert des Eigenkapitals zum Bewertungsstichtag (100%)	235					
Beteiligungsquote	100%					
Anteiliger Wert des Eigenkapitals zum 12. November 2026	235					

Quelle: ValueTrust Analyse

489. Im Planungszeitraum werden aufgrund der auf neue Rechnung vorgetragenen Jahresfehlbeträge der Vorjahre die Gewinne vollständig thesauriert und zur Stärkung des Eigenkapitals verwendet.
490. Da das Geschäftsvolumen in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate wächst, steigt auch Eigenkapitalbedarf entsprechend mit. Um die geplante Eigenkapitalquote dauerhaft zu erhalten, wurde eine wachstumsbedingte nachhaltige Thesaurierung i.H.v. 1,0% angesetzt, die das ausschüttungsfähige Ergebnis in der ewigen Rente reduziert.
491. In der ewigen Rente wurde eine nachhaltige Ausschüttungsquote von 50% bezogen auf das ausschüttungsfähige Ergebnis angenommen.

6.5 NÜRNBERGER Beamten Allgemeine Versicherung AG (NBA)

Bereich: Schaden/Unfall

492. Die NBA betreibt das Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft mit Spezialtarifen für den öffentlichen Dienst, ausschließlich im direkten Geschäft und nur im deutschen Markt. Sie beschäftigt keine eigenen Mitarbeiter; Bestandsverwaltung, Leistungsbearbeitung, Produktentwicklung, Informatik und Teile des Vertriebs sind auf die NAV übertragen, die Vermögensanlage auf die NAM sowie Revision, Risikomanagement, Recht, Compliance, Planung und Controlling auf die NBG. Die Vergütung erfolgt nach dem Vollkostenprinzip. Die NAV ist zugleich führender Rückversicherer. Seit dem 3. Juli 2025 besteht ein Beherrschungsvertrag mit der NBG.

6.5.1 Vermögens- und Ertragslage

493. Die historische Ertragslage der NBA stellt sich gemäß den Jahresabschlüssen 2023 bis 2025 wie folgt dar:

Tabelle 6-36: Historische Ertragslage der NBA¹⁵⁰

NBA - Ertragslage in Mio. €	Historie		
	2023	2024	2025
Gebuchte Bruttobeiträge	56	55	49
Wachstum in %		-2,8%	-9,9%
Abgegebene RV-Beiträge	-39	-34	-23
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-69,3%	-61,4%	-45,7%
Gebuchte Netto-Beiträge	17	21	27
in % der gebuchten Bruttobeiträge	30,7%	38,6%	54,3%
Δ Netto-Beitragsüberträge	-0	-0	-0
Verdiente Beiträge f.e.R.	17	21	27
Techn. Zinsertrag f.e.R. SU	0	0	0
Sonstige vers. techn. Erträge f.e.R.	0	0	0
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-12	-14	-16
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-69,2%	-67,5%	-59,9%
Δ der übrigen vers. techn. netto-Rst	-0	-0	-0
Aufwendungen für Beitragsrückerst. f.e.R.	-0	-0	0
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-2	-3	-8
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-10,0%	-16,1%	-31,1%
Sonstige vers. techn. Aufwendungen f.e.R.	-0	-0	-0
Δ der Schwankungsrst und ähnlicher Rst	1	1	-1
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	5	4	1
in % der gebuchten Bruttobeiträge	8,3%	7,1%	1,5%
Ergebnis aus KA	1	1	1
Techn. Zinsertrag s.a. VG	-0	-0	-0
Ergebnis KA nach techn. Zinsertrag	1	1	1
Sonstige Erträge	0	1	0
Sonstige Aufwendungen	-3	-4	-3
Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert	–	–	–
Außerordentliches Ergebnis	–	–	–
Ergebnis vor Steuern	3	1	-0
Steuern	-1	-1	0
Ergebnis nach Steuern	2	-0	-0
in % der gebuchten Bruttobeiträge	3,6%	-0,1%	-0,6%

Quelle: Unternehmensinformationen

- 494.

¹⁵⁰ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; eigene Darstellung.

495. Die historische Vermögenslage der NBA stellt sich gemäß den Jahresabschlüssen 2023 bis 2025 wie folgt dar:

Tabelle 6-37: Historische Vermögenslage der NBA

NBA - Vermögenslage in Mio. €	Historie		
	2023	2024	2025
KA	42	43	48
Forderungen aus dem s.a.G.	2	2	2
Aktive latente Steuern	1	–	–
Übrige Aktiva	2	3	3
Summe Aktiva	47	48	53
Eigenkapital	18	15	15
Vers. techn. Rst	26	27	31
Andere Rst	1	1	0
Verbindlichkeiten aus dem s.a.G.	0	1	1
Übrige Passiva	1	4	6
Summe Passiva	47	48	53

Quelle: Unternehmensinformationen

496. Im Berichtsjahr 2025 sind die Kapitalanlagen von 42,8 Mio. € um 5,0 Mio. € auf 47,8 Mio. € gestiegen. Vom Gesamtbestand der Kapitalanlagen sind 5,1 Mio. € (Vorjahr: 6,2 Mio. €) bzw. 10,8% (Vorjahr: 14,4%) in sonstigen Ausleihungen und 36,3 Mio. € (Vorjahr: 33,8 Mio. €) bzw. 76,0% (Vorjahr: 79,1%) in Inhaberschuldverschreibungen investiert.
497. Das Eigenkapital der NBA beträgt 15,5 Mio. € (Vorjahr: 15,5 Mio. €), dies entspricht 29,4% (Vorjahr: 32,4%) der Bilanzsumme. Der Vorjahresbilanzgewinn i.H.v. 10,0 Tsd € wurde gemäß Beschluss der Hauptversammlung vom 23. Mai 2025 auf neue Rechnung vorgetragen.
498. Die versicherungstechnischen Rückstellungen i.H.v. 31,4 Mio. € (Vorjahr: 27,3 Mio. €) machen 59,5% (Vorjahr: 57,1%) der Bilanzsumme aus. Die Berechnung der spezifischen erforderlichen Rückstellung erfolgt auf Basis der geltenden gesetzlichen Vorschriften und Regelungen.

6.5.2 Bereinigungen

499. Es wurden keine rechnerischen Bereinigungen der historischen Ist-Werte vorgenommen. Die historische Ertragslage wird daher unverändert auf Grundlage der in den Jahresabschlüssen ausgewiesenen Werte dargestellt.

6.5.3 Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft

500. Die Planungsrechnung der NBA stellt sich unter Berücksichtigung der bereinigten historischen Ertragslage wie folgt dar:

Tabelle 6-38: Historische Vermögenslage und Planung der NBA¹⁵¹

NBA - Ertragslage	Historie			Planung				
in Mio. €	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Gebuchte Bruttobeiträge	56	55	49	44	35	30	28	27
Wachstum in %		-2,8%	-9,9%	-10,8%	-21,2%	-13,3%	-7,1%	-2,1%
Abgegebene RV-Beiträge	-39	-34	-23	-21	-18	-17	-16	-15
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-69,3%	-61,4%	-45,7%	-48,1%	-51,8%	-54,8%	-56,1%	-55,5%
Gebuchte Netto-Beiträge	17	21	27	23	17	14	12	12
in % der gebuchten Bruttobeiträge	30,7%	38,6%	54,3%	51,9%	48,2%	45,2%	43,9%	44,5%
Δ Netto-Beitragsüberträge	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-
Verdiente Beiträge f.e.R.	17	21	27	23	17	14	12	12
Techn. Zinsertrag f.e.R. SU	0	0	0	0	0	0	0	0
Sonstige vers. techn. Erträge f.e.R.	0	0	0	0	0	0	0	0
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-12	-14	-16	-15	-9	-7	-6	-7
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-69,2%	-67,5%	-59,9%	-63,5%	-51,2%	-51,8%	-52,5%	-54,8%
Δ der übrigen vers. techn. netto-Rst	-0	-0	-0	-	-	-	-	-
Aufwendungen für Beitragsrückerst. f.e.R.	-0	-0	0	-	-	-	-	-
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-2	-3	-8	-7	-5	-4	-4	-3
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-10,0%	-16,1%	-31,1%	-30,0%	-32,2%	-32,6%	-30,5%	-27,7%
Sonstige vers. techn. Aufwendungen f.e.R.	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Δ der Schwankungsrst und ähnlicher Rst	1	1	-1	1	-1	-1	0	0
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	5	4	1	3	1	1	2	2
in % der gebuchten Bruttobeiträge	8,3%	7,1%	1,5%	6,1%	3,6%	3,1%	8,8%	7,6%
Ergebnis aus KA	1	1	1	1	1	1	1	1
Techn. Zinsertrag s.a. VG	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Ergebnis KA nach techn. Zinsertrag	1	1	1	1	1	1	1	1
Sonstige Erträge	0	1	0	0	0	0	0	0
Sonstige Aufwendungen	-3	-4	-3	-3	-3	-2	-2	-2
Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert	-	-	-	-	-	-	-	-
Außerordentliches Ergebnis	-	-	-	-	-	-	-	-
Ergebnis vor Steuern	3	1	-0	1	-1	-0	1	1
Steuern	-1	-1	0	-0	0	0	-0	-0
Ergebnis nach Steuern	2	-0	-0	0	-1	-0	1	1
in % der gebuchten Bruttobeiträge	3,6%	-0,1%	-0,6%	0,7%	-2,2%	-1,2%	3,5%	2,7%

Quelle: Unternehmensinformationen

501. Nachfolgende Übersicht stellt die Entwicklung der Schadenquote, der Kostenquote sowie der hieraus resultierenden Schaden-Kosten-Quote (Combined Ratio) für 2023 bis 2030 dar:

¹⁵¹ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; Planung gemäß Aufsichtsratssitzung 2025; eigene Darstellung.

Tabelle 6 21: Ableitung Quoten NBA¹⁵²

NBA – Quoten in %	Historie			Planung				
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Schadenquote (nachrichtlich)	69,2%	67,5%	59,9%	63,5%	51,2%	51,8%	52,5%	54,8%
Kostenquote (nachrichtlich)	10,0%	16,1%	31,1%	30,0%	32,2%	32,6%	30,5%	27,7%
Schaden-Kosten-Quote (nachrichtlich)	79,2%	83,6%	91,0%	93,5%	83,4%	84,4%	83,0%	82,5%
GDV – Schadenquote	77,2%	74,5%	69,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
GDV – Kostenquote	38,6%	33,5%	27,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
GDV – Schaden-Kosten-Quote	98,8%	96,1%	91,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Peer Group Ø – Schadenquote	65,0%	62,9%	61,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Peer Group Ø – Kostenquote	29,5%	29,6%	30,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Peer Group Ø – Schaden-Kosten-Quote	94,9%	92,6%	91,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Quelle: Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

Beiträge und Neugeschäft

502. Die historische Beitragsentwicklung war maßgeblich durch die Sanierungsstrategie und die damit verbundenen Preiserhöhungen und Bestandsbereinigungen geprägt. Die gebuchten Bruttobeiträge gingen im Jahr 2025 auf 49,5 Mio. € zurück (-9,9% im Vergleich zum Vorjahr). Gleichzeitig reduzierte sich das Neugeschäft insbesondere im Sach-, Haftpflicht- und Unfallversicherungs („SHU“-)Bereich infolge der eingeschränkten Vertriebssituation der Umdeckungen in die neue Bestandsführung. (Gesamt Neu- und Mehrbeiträge 2025: 1,3 Mio. €; -62,9%).
503. Für 2026 wird der Sanierungskurs fortgesetzt. Die Planung sieht gebuchte Bruttobeiträge i.H.v. 44,2 Mio. € und Neu- und Mehrbeiträge i.H.v. 1,6 Mio. € vor. Im weiteren Planungsverlauf wird aufgrund der eingeschränkten Vertriebsoptionen im SHU-Bereich zur Generierung von neuem Geschäft ein fortgesetzter Rückgang der gebuchten Bruttobeiträge auf 27,4 Mio. € im Jahr 2030 unterstellt (-38,0% gegenüber 2026). Demgegenüber sollen geplantes Neugeschäft und erforderliche Tarifanpassungen in der Kraftfahrtversicherung stabilisierend wirken (gebuchte Bruttobeiträge Kraftfahrt: Anstieg von 22,0 Mio. € im Jahr 2026 auf 24,9 Mio. € im Jahr 2030; +13,2%). Ergänzend sollen Rahmenverträge und der Ausbau des Geschäfts mit Gewerkschaften und Verbänden des öffentlichen Dienstes zusätzliche Beitragsquellen erschließen.

Bestandsentwicklung

504. Der Versicherungsbestand verringerte sich im Zuge der gezielten Portfoliobereinigung. Die Zahl der Versicherungsverträge ging von 310,6 Tsd. im Jahr 2023 auf 227,1 Tsd. im Jahr 2025 zurück (-26,9%). Der Rückgang ist im Zusammenhang mit Preisanpassungen und der kontinuierlichen Bestandsbereinigung nicht erwünschter Risiken zu betrachten.
505. Die Bestands- und Portfoliosanierung bleibt auch in der Planung der zentrale Steuerungsansatz. Aufgrund der eingeschränkten Neugeschäftsmöglichkeiten und der Umdeckung der SHU-Privatsparten in die neue Bestandsführung wird insbesondere für die SHU-Sparten ein weiterer deutlicher Rückgang der Bruttobeiträge erwartet (Rückgang von 22,2 Mio. € im

¹⁵² Ableitung der Quoten je Gesellschaft aus Planungsunterlagen: Schadenquote = Verdiente Beiträge f.e.R. / Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.; Kostenquote = Verdiente Beiträge f.e.R. / Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.; Schaden-Kosten-Quote = Schadenquote + Kostenquote; Peer Group Quoten auf jeweiliger Konzernebene.

Jahr 2026 auf 2,5 Mio. € im Jahr 2030; -88,7%). Dadurch gewinnt die Kraftfahrtversicherung innerhalb des Gesamtportfolios weiter an Bedeutung. Dieser zunehmenden Kfz-Lastigkeit soll durch die Aktualisierung bestehender Gruppenverträge und neuer Angebote für Gewerkschaften entgegengewirkt werden.

Schadenentwicklung und versicherungstechnische Profitabilität

506. Die Schadenentwicklung verbesserte sich im Jahr 2025 durch eine Verringerung der nachrichtlichen Schadenquote von 67,5% in 2024 auf 59,9% um 7,6 Prozentpunkte. Begünstigt wurde die Entwicklung insbesondere durch das Ausbleiben größerer Naturgefahrenereignisse und ein positives Abwicklungsergebnis im Gesamtgeschäft (Abwicklungsgewinn 2025: 2,7%).
507. Die Planung unterstellt eine zunehmende Schadenbelastung aufgrund einer durchschnittlichen Schadeninflation von 3,5% und rückläufiger positiver Abwicklungseffekte aus früheren Schadenjahren. Insgesamt soll die nachrichtliche Schaden-Kosten-Quote laut Planung von 93,5% im Jahr 2026 auf 82,5% im Jahr 2030 um insgesamt 11,0 Prozentpunkte sinken. Das versicherungstechnische Ergebnis vor Schwankungsrückstellung bleibt im Planungszeitraum positiv und wächst von 1,4 Mio. € im Jahr 2026 auf 2,0 Mio. € im Jahr 2030 (+42,9%).

Kostenentwicklung

508. Die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb gingen im Jahr 2025 auf 11,9 Mio. € zurück (-9,3% im Vergleich zum Vorjahr). Die nachrichtliche Kostenquote erhöhte sich von 16,1% im Jahr 2024 auf 31,1% im Jahr 2025 um 15,0 Prozentpunkte, da die verdienten Beiträge stärker zurückgingen als die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb.
509. Für 2026 wird mit einer rechnerischen Kostenquote i.H.v. 30,0% geplant. Die Provisionen sollen sich entsprechend der rückläufigen Neugeschäfts- und Bestandsentwicklung vermindern und auch die Abschluss- und Verwaltungskosten werden bei geringerem Geschäftsvolumen rückläufig geplant. Nach einem Anstieg der Kostenquote auf 32,2% im Jahr 2027 und 32,6% im Jahr 2028 wird mit einem Rückgang dieser bis 2030 auf 27,7% geplant. Die Auswirkungen der „back2black“-Maßnahmen wurden bereits bei der Planung der rechnerischen Schaden-Kosten-Quoten berücksichtigt.

Kapitalanlagen

510. Die Kapitalanlagevolumina entwickeln sich gemäß der historischen und geplanten Geschäftsentwicklung. Die Entwicklung der Marktwerte korrespondiert zu den Erwartungen in den Kapitalmarktszenarien. Der Bestand weist aufgrund des gestiegenen Zinsniveaus saldierte stille Lasten auf; für den Planungsverlauf wird ein Übergang zu positiven saldierten Bewertungsreserven unterstellt (Anstieg von -0,5 Mio. € in 2026 auf 1,1 Mio. € in 2030).
511. Der Bestand ist mit rund 89% ganz überwiegend in Rentenpapieren angelegt. Die langfristige SAA sieht einen Aktienanteil von 7,0% und einen Immobilienanteil von 1,0% vor; alternative Assets sind nicht vorgesehen. Nach einem Bestandsabbau im ersten Planjahr steigen die Kapitalanlagen von 38,0 Mio. € in 2026 auf 39,1 Mio. € in 2030.

512. Das Kapitalanlageergebnis wurde in 2025 maßgeblich durch die Entwicklung der Nettoverzinsung geprägt, die sich von 1,6% auf 2,9% erhöhte, während die laufende Durchschnittsverzinsung unverändert bei 1,6% lag. Die Bewertungsreserven blieben mit -0,9 Mio. € zum Jahresende 2025 negativ.
513. Ausgehend von dem vorstehend dargestellten Asset Mix und unter Berücksichtigung des Auslaufens höher verzinslicher Kapitalanlagen sowie der getroffenen Wiederanlageprämissen sinkt die geplante Nettoverzinsung zunächst auf 2,0% in 2026 und steigt im weiteren Planungsverlauf, da Wiederanlagen mit höheren Kupons zu steigenden laufenden Erträgen beitragen; der Bestandskupon nimmt von 2,1% in 2026 auf 2,7% in 2030 zu.

Regulatorik, Eigenkapital und Solvabilität

514. Die aufsichtsrechtlichen Solvabilitätsanforderungen wurden weiterhin erfüllt. Die Solvenzquote erhöhte sich von 181,8% im Jahr 2024 auf 186,8% im Jahr 2025 (+5,0 Prozentpunkte). Die bilanzielle Eigenkapitalausstattung war zuvor durch eine Einzahlung der NAV in die Kapitalrücklage gestärkt worden (2023: 6,0 Mio. €).
515. Für 2026 wird eine aufsichtsrechtliche Bedeckungsquote von 192,5% prognostiziert. Bis 2030 sieht die Planung insbesondere aufgrund höherer Bewertungsreserven und einer steigenden Steuerpufferung einen Anstieg auf 276,0% vor (+83,5 Prozentpunkte gegenüber 2026). Damit liegen die geplanten Bedeckungsquoten oberhalb der internen Zielbedeckungsquote von 175% sowie der Mindestbedeckungsquote von 130%.

Fazit

516. Die historische Entwicklung der NBA war durch die Fortführung der Sanierungsstrategie, rückläufige Beiträge und ein deutlich reduziertes Neugeschäft geprägt. Preiserhöhungen, Bestandsbereinigungen und Umdeckungen in die neue Bestandsführung führten zu einem Rückgang der gebuchten Bruttobeiträge (-9,9%) und des Versicherungsbestands (-26,9% von 2023 auf 2025) und verbesserten in Verbindung mit dem günstigen Schadenverlauf die rechnerische Schadenquote 59,9% im Jahr 2025 (-7,6 Prozentpunkte gegenüber 2024). Die rechnerische Schaden-Kosten-Quote erhöhte sich demgegenüber auf 91,0% (+7,4 Prozentpunkte gegenüber 2024), da der Rückgang der verdienten Beiträge den Rückgang der Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb überstieg.
517. Die Planung setzt den Sanierungskurs fort und unterstellt eine weitere strukturelle Anpassung des SHU-Geschäfts. Wesentliche Faktoren der zukünftigen Entwicklung sind die Stabilisierung des Kraftfahrtgeschäfts, der Ausbau von Rahmen-, Gruppen- und Sondergeschäft im öffentlichen Dienst, die Anpassung der Kostenbasis sowie die Entwicklung von Schadeninflation, Abwicklungsergebnissen und Rückversicherung. Während das versicherungstechnische Ergebnis vor Schwankungsrückstellung im gesamten Planungszeitraum positiv bleibt, führen erhöhte Zuführungen zur Schwankungsrückstellung in den Jahren 2027 und 2028 zu Jahresfehlbeträgen (2028: -0,4 Mio. €). Ab 2029 werden wieder positive und bis 2030 auf 0,8 Mio. € steigende Jahresergebnisse geplant.
518. Wir erachten die Planungsrechnung sowie die Planannahmen für die NBA auf Basis unserer Analysen des Markt- und Wettbewerbsumfelds und der Situation der Gesellschaft grundsätzlich als plausibel.

6.5.4 Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses

519. Das nachhaltige Ergebnis wird auf Basis des letzten Planjahres 2030 unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate abgeleitet. Dabei werden folgende Modifikationen vorgenommen:

Schaden-Kosten-Quote

520. Die nachhaltige Schaden-Kosten-Quote i.H.v. 83,2% wurde aus dem Durchschnitt der jeweiligen Quoten der Jahre 2027 bis 2030 abgeleitet. Das Jahr 2026 wurde dabei aufgrund der erhöhten nachrichtlichen Schadenquote als nicht in vollem Umfang repräsentativ für die Durchschnittsbildung erachtet und entsprechend nicht berücksichtigt.

Schwankungsrückstellungen

521. Im Detailplanungszeitraum wird eine erhöhte Zuführung zur Schwankungsrückstellung geplant, die als nicht nachhaltig erachtet wird, da die zugrunde liegende Auflösung bzw. Einstellung zeitlich begrenzt ist und mit Blick auf die ewige Rente zu eliminieren ist. Langfristig wird von einer Schwankungsrückstellung i.H.v. 60% des gemäß Berechnung erreichten bzw. einzustellenden Sollbetrags ausgegangen. Die Veränderung der Schwankungsrückstellung wird in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0% fortgeschrieben.

Nachhaltiges Kapitalanlageergebnis

522. Das nachhaltige Kapitalanlageergebnis wurde unter Berücksichtigung der geplanten Wiederanlagerendite für den Altbestand der Portfolios abgeleitet, der bis zum Jahr 2031 noch nicht endfällig wird. Bei der NBA betraf dies rund 46% des Portfolios. Hierzu wurden die einzelnen Anlagebestandteile analysiert und extrapoliert, wobei bei Endfälligkeit eine sukzessive Wiederanlage zu den geplanten langfristigen Zielrenditen unterstellt wurde; hieraus ergibt sich ein Verzinsungspfad, der erst über mehrere Jahrzehnte gegen das Zielniveau konvergiert. Zur Ermittlung eines effektiven, auf das Jahr 2031 (Beginn der TV-Periode) bezogenen Kapitalanlagesatzes wird dieser Konvergenzpfad ab dem TV-Jahr mit den Kapitalkosten diskontiert und zu einem barwertäquivalenten konstanten Renditezins umgewandelt. Die daraus resultierende barwertgewichtete nachhaltige Kapitalanlageverzinsung beläuft sich auf 3,3%.
523. Bei der Ermittlung des nachhaltigen Kapitalanlageergebnisses wurde die erwartete Gewichtung der Asset-Klassen im Jahr 2030 berücksichtigt, welche nahezu der Ziel-Gewichtung der Assetklassen aus der SAA 2030 entspricht. Diese Gewichtung wurde mit den Wiederanlagerenditen per 31. Juli 2026 gemäß der SAA 2031 kombiniert, um den zwischenzeitlichen Anstieg der Anleiherenditen seit dem 31. Juli 2025 zu berücksichtigen. Diese Kombination von Annahmen führt zu einer geringfügig niedrigeren nachhaltigen Wiederanlagerendite gegenüber der langfristigen SAA 2031.¹⁵³

¹⁵³ Vor dem Hintergrund der rückwirkenden Verschmelzung der NBA auf die NAV zum 1. Januar 2026 wurde bei der Ermittlung des nachhaltigen Kapitalanlageergebnisses die SAA 2031 der NAV verwendet, da für die NBA keine separate SAA 2031 verabschiedet wurde.

524. Bei der Ableitung des nachhaltigen Kapitalanlageergebnisses wurden auf Basis der Analysen der NAM Aufwendungen für Kapitalanlagen in Höhe von 0,09%-Punkten (9 Basispunkten) bezogen auf den nachhaltigen Kapitalanlagebestand zu Buchwerten angesetzt, da die Kosten der Kapitalanlage nicht in der o.g. nachhaltigen Kapitalanlageverzinsung enthalten sind.

Nachhaltige Steuerquote

525. Die nachhaltige Steuerquote für die Ableitung der ewigen Rente setzt sich aus einem Gewerbesteuersatz von 16,35% und einem nachhaltigen Körperschaftsteuersatz von 10,70% (inkl. Solidaritätszuschlag i.H.v. 5,5%) zusammen.

Tabelle 6-39: Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der NBA

NBA - Planungsrechnung und Terminal Period	Planung					TV
in Mio. €	2026	2027	2028	2029	2030	
Gebuchte Bruttobeiträge	44	35	30	28	27	28
Wachstum in %		-21,2%	-13,3%	-7,1%	-2,1%	1,0%
Abgegebene RV-Beiträge	-21	-18	-17	-16	-15	-15
in % der gebuchten Bruttobeiträge	-48,1%	-51,8%	-54,8%	-56,1%	-55,5%	-55,5%
Gebuchte Netto-Beiträge	23	17	14	12	12	12
in % der gebuchten Bruttobeiträge	51,9%	48,2%	45,2%	43,9%	44,5%	44,5%
Δ Netto-Beitragsüberträge	-0	-0	-0	-0	-	-
Verdiente Beiträge f.e.R.	23	17	14	12	12	12
Techn. Zinsertrag f.e.R. SU	0	0	0	0	0	0
Sonstige vers. techn. Erträge f.e.R.	0	0	0	0	0	0
Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.	-15	-9	-7	-6	-7	-6
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-63,5%	-51,2%	-51,8%	-52,5%	-54,8%	-52,6%
Δ der übrigen vers. techn. netto-Rst	-	-	-	-	-	-
Aufwendungen für Beitragsrückerst. f.e.R.	-	-	-	-	-	-
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.	-7	-5	-4	-4	-3	-4
in % der Verdienten Beiträge f.e.R.	-30,0%	-32,2%	-32,6%	-30,5%	-27,7%	-30,6%
Sonstige vers. techn. Aufwendungen f.e.R.	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Δ der Schwankungsrst und ähnlicher Rst	1	-1	-1	0	0	0
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	3	1	1	2	2	2
in % der gebuchten Bruttobeiträge	6,1%	3,6%	3,1%	8,8%	7,6%	8,0%
Ergebnis aus KA	1	1	1	1	1	1
Techn. Zinsertrag s.a. VG	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Ergebnis KA 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
Abschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert	-	-	-	-	-	-
Außerordentliches Ergebnis	-	-	-	-	-	-
Ergebnis vor Steuern	1	-1	-0	1	1	2
Steuern	-0	0	0	-0	-0	-0
Ergebnis nach Steuern	0	-1	-0	1	1	1
in % der gebuchten Bruttobeiträge	0,7%	-2,2%	-1,2%	3,5%	2,7%	4,2%

Quelle: ValueTrust Analyse

6.5.5 Wertermittlung

526. Die von der NBA aufgestellte Unternehmensplanung führt mit den vorstehend beschriebenen Anpassungen zu folgenden Ausschüttungserwartungen und damit zum Ertragswert zum 12. November 2026:

Tabelle 6-40: Wertermittlung der NBA

NBA - NÜRNBERGER Beamten Allg. Vers. AG in Mio. €	Planung					TV
	2026	2027	2028	2029	2030	
Jahresergebnis	0	-1	-0	1	1	1
Gewinnthesaurierung	0	-1	-0	1	1	-0
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	-	-	-	-	-	1
Ausschüttungsquote	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	50%
Dividende (vor pers. Steuern)	-	-	-	-	-	0
Pers. Steuern auf Dividende	-	-	-	-	-	-0
Dividende nach pers. Steuern	-	-	-	-	-	0
Fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)	-	-	-	-	-	0
Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung (13,19%)	-	-	-	-	-	-0
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	0
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	-	-	-	-	-	1
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern)	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	0,87%
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	6,51%
Barwertfaktor	0,93	0,87	0,81	0,75	0,70	10,77
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	-	-	-	-	-	9
Ertragswert zum 31. Dezember 2025	9					
Aufzinsungsfaktor	1,06					
Wert des Eigenkapitals zum Bewertungsstichtag (100%)	9					
Beteiligungquote	100%					
Anteiliger Wert des Eigenkapitals zum 12. November 2026	9					

Quelle: ValueTrust Analyse

527. Da das Geschäftsvolumen in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate wächst, steigt auch Eigenkapitalbedarf entsprechend mit. Um die geplante Eigenkapitalquote dauerhaft zu erhalten, wurde eine wachstumsbedingte nachhaltige Thesaurierung i.H.v. 1,0% angesetzt, die das ausschüttungsfähige Ergebnis in der ewigen Rente reduziert.
528. In der ewigen Rente wurde eine nachhaltige Ausschüttungsquote von 50% bezogen auf das ausschüttungsfähige Ergebnis angenommen.

6.6 CG Car-Garantie Versicherungs-AG (CG)

Bereich Schaden/Unfall

529. Die CG AG ist eine 33-prozentige Tochter der NBG AG und betreibt als Versicherer eine Sonstige Sach- und Schadenversicherung für Kraftfahrzeuge in Deutschland und weiteren europäischen Märkten. Neben dem selbst abgeschlossenen Versicherungsgeschäft übernimmt die Gesellschaft auch aktives Rückversicherungsgeschäft. Das Geschäftsmodell basiert auf einem europaweiten Netz von 17.879 Vertragspartnern; im Geschäftsjahr 2025 wurden rund 2,67 Mio. Neuverträge abgeschlossen, der Vertragsbestand belief sich zum Jahresende auf rund 6,62 Mio. Verträge. Die gebuchten Bruttobeiträge erreichten 352,7 Mio. €. Für die Beurteilung der Ertragskraft sind insbesondere das Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit von 22,1 Mio. € sowie der Jahresüberschuss von 21,4 Mio. € relevant. Die CG AG betreibt sowohl passives als auch aktives Rückversicherungsgeschäft.
530. Für die CG liegen nur begrenzte Informationen zur Planungsrechnung vor, da die NBG lediglich einen Minderheitenanteil an der Gesellschaft hält.

6.6.1 Vermögens- und Ertragslage

531. Die historische Ertragslage der CG stellt sich gemäß den Jahresabschlüssen 2023 bis 2025 wie folgt dar:

Tabelle 6-41: Historische Ertragslage der CG¹⁵⁴

CG - Ertragslage in Mio. €	Historie		
	2023	2024	2025
Gebuchte Bruttobeiträge	297	335	353
Veränderung der Brutto-Beitragsüberträge	-30	-33	-34
Verdiente Bruttobeiträge	266	301	318
Wachstum in %		13,1%	5,7%
Aufwendungen für Versicherungsfälle (brutto)	-165	-196	-205
in % der verdienten Bruttobeiträge	-61,8%	-65,0%	-64,2%
Δ der sonstigen vers. techn. Rst	-8	-10	-6
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb (brutto)	-97	-107	-107
in % der verdienten Bruttobeiträge	-36,4%	-35,4%	-33,7%
Sonstiges vers. techn. Ergebnis	0	0	0
Versicherungstechnisches Bruttoergebnis	-3	-11	1
in % der verdienten Bruttobeiträge	-1,2%	-3,5%	0,3%
Rückversicherungsergebnis	-4	-0	-4
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	-7	-11	-3
in % der verdienten Bruttobeiträge	-2,7%	-3,6%	-1,1%
Ergebnis aus KA	20	23	27
Sonstiges Ergebnis	-2	-1	-1
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	12	10	22
in % der verdienten Bruttobeiträge	4,4%	3,4%	6,9%
Ergebnis vor Steuern	12	10	22
Steuern	-1	-0	-1
Jahresüberschuss	11	10	21
in % der verdienten Bruttobeiträge	4,2%	3,4%	6,7%

Quelle: Unternehmensinformationen

532. Die historische Vermögenslage der CG stellt sich gemäß den Jahresabschlüssen 2023 bis 2025 wie folgt dar:

Tabelle 6-42: Historische Vermögenslage der CG

CG - Vermögenslage - Aktualisierter Plan in Mio. €	Historie		
	2023	2024	2025
KA	336	363	413
Forderungen aus dem s.a.G.	16	22	22
Übrige Aktiva	73	84	81
Summe Aktiva	425	468	515
Eigenkapital	58	57	68
Vers. techn. Rst	218	232	241
Andere Rst	20	22	21
Verbindlichkeiten aus dem s.a.G.	3	3	4
Übrige Passiva	126	155	181
Summe Passiva	425	468	515

Quelle: Unternehmensinformationen

533. Die Kapitalanlagen haben sich von 2024 auf 2025 um 13,9% auf 412,8 Mio. € erhöht. Insgesamt wurden im Jahr 2025 mögliche Abschreibungen auf Kapitalanlagen i.H.v. 14,7 Mio. € nicht vorgenommen, da aus Sicht der CG nicht von einer dauerhaften Wertminderung auszugehen ist.

¹⁵⁴ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; eigene Darstellung.

534. Der Anstieg des Eigenkapitals im Jahr 2025 auf 68,1 Mio. € resultiert aus dem Delta des Bilanzgewinnes i.H.v. 11,4 Mio. €, der die alleinige Änderung im Eigenkapital gegenüber 2024 darstellt.
535. Die versicherungstechnischen Rückstellungen erhöhten sich von 232,0 Mio. € auf 241,0 Mio. € in 2025. In den versicherungstechnischen Rückstellungen sind sonstige versicherungstechnische Rückstellungen für nachträgliche Provisionen an die Vertragspartner i.H.v. 17,8 Mio. € (Vorjahr: 19,7 Mio. €) enthalten.

6.6.2 Bereinigungen

536. Es wurden keine rechnerischen Bereinigungen der historischen Ist-Werte vorgenommen. Die historische Ertragslage wird daher unverändert auf Grundlage der in den Jahresabschlüssen ausgewiesenen Werte dargestellt.

6.6.3 Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft

Tabelle 6-43: Historische Vermögenslage und Planung der CG¹⁵⁵

CG - Ertragslage in Mio. €	Historie			Planung				
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Gebuchte Bruttobeiträge	297	335	353	346	356	367	378	389
Veränderung der Brutto-Beitragsüberträge	-30	-33	-34	-6	-5	-6	-10	-11
Verdiente Bruttobeiträge	266	301	318	340	351	360	368	378
Wachstum in %		13,1%	5,7%	6,7%	3,3%	2,7%	2,1%	2,6%
Aufwendungen für Versicherungsfälle (brutto)	-165	-196	-205	-215	-220	-222	-226	-232
in % der verdienten Bruttobeiträge	-61,8%	-65,0%	-64,2%	-63,2%	-62,7%	-61,7%	-61,4%	-61,4%
Δ der sonstigen vers. techn. Rst	-8	-10	-6	-8	-8	-8	-9	-9
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb (brutto)	-97	-107	-107	-112	-114	-117	-119	-123
in % der verdienten Bruttobeiträge	-36,4%	-35,4%	-33,7%	-32,9%	-32,5%	-32,5%	-32,4%	-32,4%
Sonstiges vers. techn. Ergebnis	0	0	0	0	0	0	0	0
Versicherungstechnisches Bruttoergebnis	-3	-11	1	5	9	13	14	14
in % der verdienten Bruttobeiträge	-1,2%	-3,5%	0,3%	1,6%	2,5%	3,6%	3,8%	3,8%
Rückversicherungsergebnis	-4	-0	-4	-11	-12	-14	-14	-15
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	-7	-11	-3	-5	-3	-1	-0	-0
in % der verdienten Bruttobeiträge	-2,7%	-3,6%	-1,1%	-1,6%	-1,0%	-0,3%	-0,1%	0,0%
Ergebnis aus KA	20	23	27	24	24	25	26	27
Sonstiges Ergebnis	-2	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	12	10	22	18	19	23	24	26
in % der verdienten Bruttobeiträge	4,4%	3,4%	6,9%	5,2%	5,4%	6,3%	6,6%	6,8%
Ergebnis vor Steuern	12	10	22	18	19	23	24	26
Steuern	-1	-0	-1	2	3	4	5	5
Jahresüberschuss	11	10	21	15	16	18	20	21
in % der verdienten Bruttobeiträge	4,2%	3,4%	6,7%	4,5%	4,5%	5,1%	5,3%	5,5%

Quelle: Unternehmensinformationen

537. Nachfolgende Übersicht stellt die Entwicklung der Schadenquote, der Kostenquote sowie der hieraus resultierenden Schaden-Kosten-Quote (Combined Ratio) für 2023 bis 2030 dar:

¹⁵⁵ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; eigene Darstellung.

Tabelle 6 21: Ableitung Quoten CG¹⁵⁶

CG – Quoten in %	Historie			Planung				
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Schadenquote (nachrichtlich)	61,8%	65,0%	64,2%	63,2%	62,7%	61,7%	61,4%	61,4%
Kostenquote (nachrichtlich)	36,4%	35,4%	33,7%	32,9%	32,5%	32,5%	32,4%	32,4%
Schaden-Kosten-Quote (nachrichtlich)	98,2%	100,3%	98,0%	96,1%	95,2%	94,1%	93,8%	93,8%
GDV – Schadenquote	77,2%	74,5%	69,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
GDV – Kostenquote	38,6%	33,5%	27,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
GDV – Schaden-Kosten-Quote	98,8%	96,1%	91,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Peer Group Ø – Schadenquote	65,0%	62,9%	61,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Peer Group Ø – Kostenquote	29,5%	29,6%	30,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Peer Group Ø – Schaden-Kosten-Quote	94,9%	92,6%	91,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Quelle: Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

Beiträge und Neugeschäft

538. Die historische Entwicklung war durch Beitragswachstum bei gering steigenden Neuvertragsstückzahlen geprägt. Die gebuchten Bruttobeiträge stiegen 2025 auf 352,7 Mio. € (+5,4%), während die Neuverträge (ohne Reifengarantien) um 0,2% zunahmen.
539. Für 2026 wird ein Rückgang der gebuchten Bruttobeiträge um 1,9% auf 345,9 Mio. € erwartet. Wesentliche Ursachen sind der Wettbewerbsdruck im europäischen Ausland, der Wegfall von Herstellerprogrammen sowie rückläufige Neuvertragsstückzahlen infolge von Preis- und Sanierungsmaßnahmen. Ab 2027 wird wieder ein durchschnittliches Beitragswachstum von 3,0% p.a. bis auf 389,3 Mio. € im Jahr 2030 geplant, das ausschließlich auf Prämienanpassungen beruht. Zusätzlich belasten ab 2026 geringere Erträge aus dem TPA-Geschäft mit der Mercedes-Benz Versicherungs-AG sowie das Auslaufen des PSA-Geschäfts zum 31. Dezember 2026.

Bestandsentwicklung

540. Der Vertragsbestand ging im Jahr 2025 um 1,8% auf 6,6 Mio. Verträge zurück. Der Rückgang entfiel mit 9,8% im Wesentlichen auf die Sonstige Sachversicherung, während die Sonstige Schadenversicherung nahezu stabil blieb.
541. Die Planung enthält über den gesamten Planungszeitraum keine quantitativen Annahmen zur Bestandsentwicklung.

Leistungs- und Schadenentwicklung

542. Die Schadenentwicklung war durch steigende Reparaturkosten infolge höherer Lohn- und Materialkosten sowie komplexerer Fahrzeugtechnik geprägt. Insgesamt verbesserte sich die nachrichtliche Schadenquote um 0,8 Prozentpunkte von 65,0% in 2024 auf 64,2% in 2025, da die Schadenaufwendungen mit 4,3% weniger stark stiegen als die verdienten Beiträge. Der versicherungstechnische Verlust verringerte sich um 7,5 Mio. € auf -3,5 Mio. €, unterstützt durch einen höheren Rückversicherungssaldo.

¹⁵⁶ Ableitung der Quoten je Gesellschaft aus Planungsunterlagen: Schadenquote = Verdiente Beiträge f.e.R. / Aufwendungen für Versicherungsfälle f.e.R.; Kostenquote = Verdiente Beiträge f.e.R. / Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb f.e.R.; Schaden-Kosten-Quote = Schadenquote + Kostenquote; Peer Group Quoten auf jeweiliger Konzernebene.

543. Für das Jahr 2026 ist eine Verbesserung der nachrichtlichen Schadenquote um 1,0 Prozentpunkte auf 63,2% geplant. Der Planung liegen hierbei ein Anstieg des Schadendurchschnitts um 7,6% bei unveränderter Schadenhäufigkeit zugrunde. Das versicherungstechnische Ergebnis für eigene Rechnung reduziert sich in 2026 auf -5,4 Mio. €. Für die Jahre 2027 bis 2030 werden eine rückläufige Schadenhäufigkeit sowie steigende Schadendurchschnitte von 4,5% bis 5,0% p.a. unterstellt, wodurch sich das versicherungstechnische Bruttoergebnis von 5,4 Mio. € im Jahr 2026 auf 14,4 Mio. € im Jahr 2030 erhöht. Aufgrund der Veränderungen des Rückversicherungsergebnisses über den Planungszeitraum verbleibt das versicherungstechnische Ergebnis für eigene Rechnung über den gesamten Planungszeitraum negativ, zwischen -5,4 Mio. € in 2026 und -0,1 Mio. € in 2030.

Kostenentwicklung

544. Die Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb erhöhten sich im Jahr 2025 um 4,5% auf 204,6 Mio. €. Aufgrund der gestiegenen verdienten Beiträge sank die nachrichtliche Kostenquote um 1,7 Prozentpunkte von 35,4% in 2024 auf 33,7% in 2025. Die Verbesserung der Quote resultierte folglich aus den gestiegenen Beiträgen und nicht aus einer Reduzierung der Kosten.
545. Für die Jahre 2027 bis 2030 wird gemäß Planungsunterlagen von einem konstanten Provisionssatz von durchschnittlich 21,7% sowie von einer insgesamt rückläufigen Kostenquote ausgegangen. Die nachrichtliche Kostenquote sinkt von 32,9% im Jahr 2026 auf 32,4% im Jahr 2030 um 0,5 Prozentpunkte. Die geplanten Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb steigen von 111,8 Mio. € im Jahr 2026 auf 122,6 Mio. € im Jahr 2030 um durchschnittlich 2,3% p.a., während die verdienten Bruttobeiträge im selben Zeitraum um durchschnittlich 3,0% zunehmen. Die geplante Verbesserung der Kostenquote resultiert folglich unter anderem aus den unterstellten Prämienanpassungen.

Entwicklung der kombinierten Schaden-Kosten-Quote

546. Die nachrichtliche Schaden-Kosten-Quote reduzierte sich im Jahr 2025 auf 98,0% nach 100,3% im Vorjahr und lag damit in 2025 oberhalb der Rentabilitätsschwelle. Der Rückgang resultierte sowohl aus einer niedrigeren Bruttoschadenquote als auch aus einer niedrigeren Kostenquote.
547. Für den Planungszeitraum ist eine Reduzierung der nachrichtlichen Schaden-Kosten-Quote um 2,3 Prozentpunkte von 96,1% im Jahr 2026 auf 93,8% im Jahr 2030 vorgesehen. Der Rückgang erfolgt bis 2029 und resultiert aus der Verbesserung der nachrichtlichen Schadenquote, die von 63,2% auf 61,4% sinkt, während die nachrichtliche Kostenquote von 32,9% auf 32,4% in geringerem Umfang zurückgeht.

Kapitalanlagen und Kapitalanlageergebnis

548. Das Kapitalanlageergebnis stieg im Jahr 2025 um 17,7% auf 26,6 Mio. €. Die laufende Durchschnittsverzinsung der Kapitalanlagen erhöhte sich von 6,4% auf 6,8%. Die Beteiligungserträge stellen damit weiterhin einen wesentlichen Ergebnisbestandteil dar.

549. Für das Jahr 2026 ist ein Rückgang des Kapitalanlageergebnisses um 9,0% auf 24,2 Mio. € geplant. Für die Jahre 2027 bis 2030 wird ein Anstieg der Nettoverzinsung auf 2,7% unterstellt, wodurch das Kapitalanlageergebnis bis 2030 auf 26,9 Mio. € zunimmt. Das Kapitalanlageergebnis bleibt damit über den gesamten Planungszeitraum ein positiver Ergebnisbeitrag. Die Planung sieht einen Jahresüberschuss von 15,3 Mio. € im Jahr 2026 und 15,8 Mio. € im Jahr 2027 sowie einen anschließend kontinuierlichen Anstieg auf 20,8 Mio. € im Jahr 2030 vor.

Regulatorik, Eigenkapital und Solvabilität

550. Die Solvenzquoten lagen im Jahr 2025 nach Angaben der CG deutlich über den internen und regulatorischen Anforderungen. Ziel ist eine dauerhafte Übererfüllung der Solvabilitätsanforderungen um mindestens 20%. Das Eigenkapital erhöhte sich im Geschäftsjahr 2025 um 20,2% auf 68,1 Mio. €, während der Gewinnverwendungsvorschlag eine Ausschüttung von 21,4 Mio. € vorsieht.
551. Für den Planungszeitraum werden weiterhin stabile Bedeckungsquoten unterstellt. Die Planung weist Jahresüberschüsse zwischen 15,8 Mio. € und 20,8 Mio. € aus. Als wesentliche Risiken werden eine über den Kalkulationsannahmen liegende Inflationsentwicklung, ein stärkerer Anstieg der Schadenhäufigkeiten als geplant sowie eine ausbleibende Verlängerung des TPA-Geschäfts mit der Versicherungsgesellschaft eines führenden deutschen Automobilherstellers angeführt.

Fazit

552. Die historische Entwicklung war durch steigende Beiträge trotz rückläufiger Bestände sowie eine Verbesserung der nachrichtlichen Schaden-Kosten-Quote geprägt. Das versicherungstechnische Ergebnis blieb negativ, während die Beteiligungserträge das Gesamtergebnis positiv unterstützten
553. Für das Jahr 2026 werden rückläufige Beiträge und ein sinkendes versicherungstechnisches Ergebnis erwartet, bevor die Planung ab dem Jahr 2027 eine sukzessive Verbesserung der versicherungstechnischen Profitabilität unterstellt. Diese beruht auf Prämienanpassungen und Sanierungsmaßnahmen im Bestandsgeschäft. Da die Verbesserung des Bruttoergebnisses durch das steigende Rückversicherung reduziert wird, bleibt das Ergebnis für eigene Rechnung über den gesamten Planungszeitraum negativ und das Kapitalanlageergebnis ein positiver Effekt für das Vorsteuerergebnis.
554. Wir erachten die Planungsrechnung sowie die Planannahmen für die CG auf Basis unserer Analysen des Markt- und Wettbewerbsumfelds und der Situation der Gesellschaft als plausibel.

6.6.4 Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses

555. Das nachhaltige Ergebnis wird auf Basis des letzten Planjahres 2030 unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate abgeleitet. Dabei werden folgende Modifikationen vorgenommen:

556. **Schaden-Kosten-Quote:** Die nachrichtliche Schadenquote soll über den Planungszeitraum 2026 bis 2030 planmäßig von 63,2% auf 61,4% zurückgehen. Diese Entwicklung wird durch einen etablierten Produktcontrolling-Prozess gestützt, der durch frühzeitiges Reagieren auf Marktveränderungen und Qualitätsverschlechterungen zu einer nachhaltigen Verbesserung der Schadenquote beitragen soll. Zugleich wird von einer konstanten nachrichtlichen Kostenquote zwischen 32,4% und 32,9% im selben Zeitraum ausgegangen, die insgesamt um 0,5 Prozentpunkte sinken soll. Vor diesem Hintergrund wurden keine Normalisierungsanpassungen für die Ableitung der nachhaltigen Schaden-Kosten-Quote vorgenommen. Im Rahmen der Wertermittlung ergibt sich hieraus eine nachhaltige Schaden-Kosten-Quote von 93,3%.
557. **Veränderung der Beitragsüberträge:** Für die Ableitung der ewigen Rente wurde die Beitragsübertragsquote (Veränderung der Beitragsüberträge) nicht angesetzt. In den Planjahren lag diese durchschnittlich bei -2,11% und minderte die verdienten Brutto-Beiträge entsprechend. Diese Entwicklung wird als Ausdruck der im Detailplanungszeitraum unterstellten Portfoliodynamik gesehen und nicht als eine sich nachhaltig fortsetzende Größe erachtet. Der in der Detailplanung beobachtete Effekt wurde daher im Rahmen der Ableitung der ewigen Rente nicht berücksichtigt.
558. **Nachhaltiges Kapitalanlageergebnis:** Die Ableitung des nachhaltigen Kapitalanlageergebnisses der CG erfolgte auf Basis der Quote zu den verdienten Beiträgen des letzten Planjahres 2030. Diese Quote wurde ohne weitere Anpassungen in die ewige Rente überführt.
559. **Nachhaltige Steuerquote:** Die nachhaltige Steuerquote für die Ableitung der ewigen Rente setzt sich grundsätzlich aus einem Gewerbesteuersatz von 16,35% und einem nachhaltigen Körperschaftsteuersatz von 10,70% (inkl. Solidaritätszuschlag i.H.v. 5,5%) zusammen. Die tatsächliche Steuerquote der CG AG wird in der Planungsrechnung jedoch durch den bereits auf Ebene der CG GmbH versteuerten Beteiligungsertrag gemindert. Mit der positiven Entwicklung der Planungsrechnung sowie dem Wegfall der Verlustvorträge im Planungszeitraum steigt die Steuerquote wieder an. Die nachhaltige Steuerquote der CG AG liegt auskunftsgemäß bei 22,0%.

Tabelle 6-44: Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der CG

CG - Planungsrechnung und Terminal Period	Planung					TV
in Mio. €	2026	2027	2028	2029	2030	
Gebuchte Bruttobeiträge	346	356	367	378	389	393
Veränderung der Brutto-Beitragsüberträge	-6	-5	-6	-10	-11	-
Verdiente Bruttobeiträge	340	351	360	368	378	393
Wachstum in %		3,3%	2,7%	2,1%	2,6%	4,1%
Aufwendungen für Versicherungsfälle (brutto)	-215	-220	-222	-226	-232	-244
in % der verdienten Bruttobeiträge	-63,2%	-62,7%	-61,7%	-61,4%	-61,4%	-62,1%
Δ der sonstigen vers. techn. Rst	-8	-8	-8	-9	-9	-9
Aufwendungen für den Versicherungsbetrieb (brutto)	-112	-114	-117	-119	-123	-128
in % der verdienten Bruttobeiträge	-32,9%	-32,5%	-32,5%	-32,4%	-32,4%	-32,6%
Sonstiges vers. techn. Ergebnis	0	0	0	0	0	0
Versicherungstechnisches Bruttoergebnis	5	9	13	14	14	12
in % der verdienten Bruttobeiträge	1,6%	2,5%	3,6%	3,8%	3,8%	3,0%
Rückversicherungsergebnis	-11	-12	-14	-14	-15	-15
Versicherungstechnisches Ergebnis f.e.R.	-5	-3	-1	-0	-0	-3
in % der verdienten Bruttobeiträge	-1,6%	-1,0%	-0,3%	-0,1%	0,0%	-0,7%
Ergebnis aus KA	24	24	25	26	27	28
Sonstiges Ergebnis	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	18	19	23	24	26	24
in % der verdienten Bruttobeiträge	5,2%	5,4%	6,3%	6,6%	6,8%	6,1%
Ergebnis vor Steuern	18	19	23	24	26	24
Steuern	2	3	4	5	5	5
Jahresüberschuss	15	16	18	20	21	19
in % der verdienten Bruttobeiträge	4,5%	4,5%	5,1%	5,3%	5,5%	4,8%

Quelle: ValueTrust Analyse

6.6.5 Wertermittlung

560. Die von der CG aufgestellte Unternehmensplanung führt mit den vorstehend beschriebenen Anpassungen zu folgenden Ausschüttungserwartungen und damit zum Ertragswert zum 12. November 2026:

Tabelle 6-45: Wertermittlung der CG

CG - CG Car-Garantie Versicherungs-AG (inkl. GmbH) in Mio. €	Planung					TV
	2026	2027	2028	2029	2030	
Jahresergebnis	15	16	18	20	21	19
Gewinnthesaurierung	-0	-0	-3	-1	-1	-1
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	15	15	16	18	20	18
Ausschüttungsquote	100%	100%	100%	100%	100%	50%
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)	-	-	-	-	-	9
Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung (13,19%)	-	-	-	-	-	-1
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	8
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	11	11	12	13	14	14
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern)	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	0,87%
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	7,37%	6,51%
Barwertfaktor	0,93	0,87	0,81	0,75	0,70	10,77
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	10	10	9	10	10	155
Ertragswert zum 31. Dezember 2025	205					
Aufzinsungsfaktor	1,06					
Wert des Eigenkapitals zum Bewertungsstichtag (100%)	218					
Beteiligungsquote	33%					
Anteiliger Wert des Eigenkapitals zum 12. November 2026	72					

Quelle: ValueTrust Analyse

561. Da das Geschäftsvolumen in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate wächst, steigt auch Eigenkapitalbedarf entsprechend mit. Um die geplante Eigenkapitalquote dauerhaft zu erhalten, wurde eine wachstumsbedingte nachhaltige Thesaurierung i.H.v. 1,0% angesetzt, die das ausschüttungsfähige Ergebnis in der ewigen Rente reduziert.
562. In der ewigen Rente wurde eine nachhaltige Ausschüttungsquote von 50% bezogen auf das ausschüttungsfähige Ergebnis angenommen.

6.7 NÜRNBERGER Asset Management GmbH (NAM) Bereich Finanzdienstleistungen

563. Die NAM ist eine 100-prozentige Tochter NBG AG und agiert als Asset-Management-Gesellschaft durch die Verwaltung wesentlicher Kapitalanlagebestände von Konzernunternehmen sowie weiterer Mandate und Spezialfonds. Die Erträge stammen überwiegend aus Provisionserlösen für Kapitalanlage- und Vermögensmanagementleistungen. AuM beliefen sich zum Jahresende 2025 auf rund 23,9 Mrd. €. Zu den wesentlichen Mandanten zählen unter anderem die NLV, NKV und NAV sowie verschiedene Fonds- und Immobilienvehikel. Die Provisionserträge erreichten im Geschäftsjahr 2025 34,2 Mio. €; das Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit lag bei 28,3 Mio. € und der Jahresüberschuss bei 19,2 Mio. €. Die Bilanzsumme belief sich auf 56,4 Mio. € bei einem Eigenkapital von 53,0 Mio. €. Die NAM betreibt weder Versicherungs- noch Rückversicherungsgeschäft.

6.7.1 Vermögens- und Ertragslage

564. Die historische Ertragslage der NAM stellt sich gemäß den Jahresabschlüssen 2023 bis 2025 wie folgt dar:

Tabelle 6-46: Historische Ertragslage der NAM¹⁵⁷

NAM - Ertragslage in Mio. €	Historie		
	2023	2024	2025
Zinserträge	0	0	0
Zinsaufwendungen	-0	-0	-0
Zinsergebnis	0	0	0
Wachstum in %		48,8%	23,6%
Provisionsergebnis	30	32	34
Wachstum in %		6,8%	5,4%
Rohertrag	31	33	35
Wachstum in %		7,1%	5,6%
Gewinne aus dem Abgang von KA	0	0	0
Verluste aus dem Abgang von KA	-	-0	-0
Sonstige Erträge	0	1	0
Sonstige Aufwendungen	-6	-6	-6
Ergebnis vor Steuern	25	27	28
in % des Rohertrags	81,7%	83,7%	82,0%
Steuern	-8	-9	-9
Jahresüberschuss	17	19	19
in % des Rohertrags	55,3%	57,1%	55,6%

Quelle: Unternehmensinformationen

565. Die historische Vermögenslage der NAM stellt sich gemäß den Jahresabschlüssen 2023 bis 2025 wie folgt dar:

¹⁵⁷ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; eigene Darstellung.

Tabelle 6-47: Historische Vermögenslage der NAM

NAM - Vermögenslage in Mio. €	Historie		
	2023	2024	2025
Festverz. WP	42	34	41
Nicht festverz. WP	5	–	9
Kapitalanlagen	47	34	50
Forderungen an Kreditinstitute	2	2	4
Forderungen an Kunden	2	2	2
Übrige Aktiva	0	0	0
Summe Aktiva	52	39	56
Gezeichnetes Kapital und Rücklagen	31	32	32
Bilanzgewinn	17	6	21
Eigenkapital	48	37	53
Rst	3	1	3
Übrige Passiva	0	0	0
Summe Passiva	52	39	56

Quelle: Unternehmensinformationen

566. Die Zunahme der Aktivseite um 17,4 Mio. € von 2024 auf 2025 resultiert hauptsächlich aus dem Anstieg von festverzinslichen Wertpapiere um 7,3 Mio. € auf 41,3 Mio. € (Vorjahr: 34,0 Mio. €) sowie einem Aufbau der kurzfristigen Anlagen in Geldmarktfonds unter den Aktien und anderen nicht festverzinslichen Wertpapieren um 9,0 Mio. €. Der Saldo aus stillen Lasten und Reserven des zinsbasierten Wertpapierbestands betrug zum 31. Dezember 2025 -1,3 Mio. €.
567. Die Forderungen an Kreditinstitute liegen mit 4,0 Mio. € in 2025 über dem Vorjahresniveau i.H.v. 2,1 Mio. €. Die Forderungen an Kunden in 2025 auf 1,8 Mio. € (Vorjahr: 2,4 Mio. €) insgesamt zurück.
568. Auf der Passivseite spiegelt sich die Erhöhung der Bilanzsumme in 2025 um 17,4 Mio. € zu großen Anteilen im Anstieg des Eigenkapitals auf 53,0 Mio. € (Vorjahr: 37,3 Mio. €) wider. Aus dem Bilanzgewinn des Vorjahres i.H.v. 5,8 Mio. € wurde eine Ausschüttung an die NBG i.H.v. 3,5 Mio. € geleistet und 2,3 Mio. € auf neue Rechnung vorgetragen. Summiert mit dem in 2025 erzielten Jahresüberschuss ergibt sich der Bilanzgewinn in 2025 i.H.v. 21,5 Mio. €.

6.7.2 Bereinigungen

569. Es wurden keine rechnerischen Bereinigungen der historischen Ist-Werte vorgenommen. Die historische Ertragslage wird daher unverändert auf Grundlage der in den Jahresabschlüssen ausgewiesenen Werte dargestellt.

6.7.3 Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft

Tabelle 6-48: Historische Ertragslage und Planung der NAM¹⁵⁸

NAM - Ertragslage in Mio. €	Historie			Planung				
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Zinserträge	0	0	0	1	1	1	1	1
Zinsaufwendungen	-0	-0	-0	-	-	-	-	-
Zinsergebnis	0	0	0	1	1	1	1	1
Wachstum in %		48,8%	23,6%	82,5%	0,2%	1,3%	1,4%	1,3%
Provisionsergebnis	30	32	34	34	34	35	34	35
Wachstum in %		6,8%	5,4%	0,7%	-0,1%	0,7%	-0,8%	0,7%
Rohertrag	31	33	35	35	35	35	35	35
Wachstum in %		7,1%	5,6%	1,7%	-0,1%	0,7%	-0,7%	0,7%
Gewinne aus dem Abgang von KA	0	0	0	-	-	-	-	-
Verluste aus dem Abgang von KA	-	-0	-0	-	-	-	-	-
Sonstige Erträge	0	1	0	-	-	-	-	-
Sonstige Aufwendungen	-6	-6	-6	-7	-8	-8	-8	-9
Ergebnis vor Steuern	25	27	28	28	27	27	27	27
in % des Rohertrags	81,7%	83,7%	82,0%	79,6%	78,2%	77,4%	76,2%	75,3%
Steuern	-8	-9	-9	-9	-9	-9	-8	-8
Jahresüberschuss	17	19	19	19	19	19	19	19
in % des Rohertrags	55,3%	57,1%	55,6%	53,8%	52,9%	53,2%	53,2%	53,3%

Quelle: Unternehmensinformationen

Verwaltetes Vermögen und Assetmix

570. Die historische Entwicklung der verwalteten Vermögen wurde durch gegenläufige Volumen-, Markt- und Struktureffekte geprägt. Zum 31. Dezember 2025 beliefen sich die vergüteten AuM auf 23,9 Mrd. € (+0,61% gegenüber dem Vorjahr). Innerhalb der Mandatsstruktur kam der NLV mit direkt verwalteten AuM i.H.v. 11,4 Mrd. € bzw. 55,1% des verwalteten Volumens als Finanzportfolioverwalter eine besondere Bedeutung zu.
571. In der Planung bleibt die Entwicklung der vergüteten AuM an die Kapitalanlagesumme der konzernbezogenen Versicherungsmandate und deren strategische Asset Allocation gebunden. Für das NLV-Geschäft wird ein jährliches Wachstum von 1,3% bis 2,5% für den Planungszeitraum bis 2030 erwartet. Zusätzliche Wachstumsansätze bestehen in neuen Fonds und der stärkeren Nutzung bestehender Produkte, konkrete Volumenbeiträge sind nicht dokumentiert.

Provisionserträge

572. Die Provisionserträge fielen 2025 auf 34,2 Mio. € (ausgehend von 32,4 Mio. €). Ergänzend wirkten einzelne Preisanpassungen, insbesondere die Erhöhung der Vergütung für den Euroland-Fonds um 10 Basispunkte. Der zeitlich spätere Abzug von NPF-Assets verbesserte die Entwicklung gegenüber der Planung, stellte jedoch keinen nachhaltigen Wachstumstreiber dar.
573. Für die Planung wird eine weitgehend stabile Erlösentwicklung unterstellt. Die Provisionserträge steigen von 34,4 Mio. € im Jahr 2026 auf 34,6 Mio. € im Jahr 2030 (+0,1% p.a.).

¹⁵⁸ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; Planung gemäß Verwaltungsratssitzung 2025; eigene Darstellung.

Moderates Wachstum der Versicherungsmandate stehen dabei den Abflüssen aus Lebensversicherungsbeständen gegenüber. Gebührenverhandlungen sowie neue und intensiver genutzte Fonds sollen dieser Entwicklung entgegenwirken. Konkrete quantitative Erlösbeiträge dieser Maßnahmen werden nicht definiert

Kostenentwicklung

574. Die Kostenbasis wurde historisch im Wesentlichen durch Personalaufwendungen, Daten- und Researchkosten, externe Dienstleistungen sowie regulatorische Umlagen und Prüfungskosten bestimmt. Die allgemeinen Verwaltungsaufwendungen stiegen 2025 auf 6,4 Mio. € (+4,9%). Zeitweise Entlastungen ergaben sich aus nicht beanspruchten Beratungsmitteln und geringeren Personalaufwendungen infolge von Mutterschutz und Elternzeiten. Diese Effekte waren zeitlich begrenzt und stellen keine nachhaltige Verbesserung der Kostenbasis dar.
575. Für den Planungszeitraum werden steigende Personal-, Research-, Dienstleistungs- und regulatorische Aufwendungen erwartet. Die sonstigen Aufwendungen erhöhen sich von 7,2 Mio. € im Jahr 2026 auf 8,8 Mio. € im Jahr 2030 (+5,1% p.a.). Belastungen entstehen insbesondere aus dem IFRS-, Compliance- und DORA-Projekt sowie wiederkehrenden WpHG-Prüfungen.

Ergebnisentwicklung

576. Die historische Ergebnisentwicklung wurde durch steigende Provisionserträge und unter Plan liegenden Aufwendungen getragen. Der Jahresüberschuss erhöhte sich 2025 auf 19,2 Mio. € (+2,7%).
577. In der Planung wird die Ergebnisentwicklung durch weitgehend stabile Provisionserträge bei gleichzeitig steigender Kostenbasis begrenzt. Während die Provisionserträge bis 2030 um 0,1% p.a. zunehmen, steigen die sonstigen Aufwendungen mit 5,1% p.a. Ergänzend wird ein Anstieg der Erträge aus Eigenanlagen von 0,77 Mio. € im Jahr 2026 auf 0,80 Mio. € im Jahr 2030 (+1.0% p.a.) geplant. Für 2026 bis 2030 sind zudem jährliche Ausschüttungen i.H.v. 17,0 Mio. € geplant, soweit die regulatorisch notwendige Kapitalausstattung erhalten bleibt.

Fazit

578. Die historische Entwicklung der NAM war durch ein bestandsabhängiges Provisionsmodell, den Ausbau höher bepreister Private-Market-Mandate und einzelne Gebührenanpassungen geprägt. Dies führte 2025 zu einem Anstieg der Provisionserträge um 5,5%. Zugleich wurde die Ergebnisentwicklung durch temporäre Kostenentlastungen begünstigt, die für die Beurteilung der nachhaltigen Ertragskraft von den strukturellen Erlöstreibern zu trennen sind.
579. Die Planung basiert auf moderat wachsenden Versicherungsmandaten, unterstellt zugleich jedoch strukturelle Abflüsse aus Lebensversicherungsbeständen und steigende Personal- sowie regulatorische Kosten. Entsprechend erhöhen sich die Provisionserträge zwischen 2026 und 2030 um insgesamt 0,6%, während die sonstigen Aufwendungen um insgesamt

22,2% zunehmen. Gebührenverhandlungen, neue Fonds und die stärkere Nutzung bestehender Produkte bilden potenzielle Gegenmaßnahmen, deren wirtschaftlichen Potentiale nicht quantifiziert sind.

580. Wir erachten die Planungsrechnung sowie die Planannahmen für die NAM auf Basis unserer Analysen des Markt- und Wettbewerbsumfelds und der Situation der Gesellschaft als plausibel.

6.7.4 Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses

581. An den Detailplanungszeitraum 2026 bis 2030 schließt sich unmittelbar die Phase der ewigen Rente an. Für Zwecke der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses wurden die GuV-Posten sowie etwaige Bilanzposten sowie die Assets under Management grundsätzlich unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate abgeleitet.
582. Gegenüber dem letzten Planjahr wurde die nachhaltige Steuerquote von rd. 27,0% aus einem Gewerbesteuersatz von 16,35% und einem nachhaltigen Körperschaftsteuersatz von 10,70% (inkl. Solidaritätszuschlag i.H.v. 5,5%) abgeleitet.

Tabelle 6-49: Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der NAM

NAM - Planungsrechnung und Terminal Period in Mio. €	Planung					TV
	2026	2027	2028	2029	2030	
Zinserträge	1	1	1	1	1	1
Zinsaufwendungen	–	–	–	–	–	–
Zinsergebnis	1	1	1	1	1	1
Wachstum in %		0,2%	1,3%	1,4%	1,3%	1,0%
Provisionsergebnis	34	34	35	34	35	35
Wachstum in %		-0,1%	0,7%	-0,8%	0,7%	1,0%
Rohrertrag	35	35	35	35	35	36
Wachstum in %		-0,1%	0,7%	-0,7%	0,7%	1,0%
Gewinne aus dem Abgang von KA	–	–	–	–	–	–
Verluste aus dem Abgang von KA	–	–	–	–	–	–
Sonstige Erträge	–	–	–	–	–	–
Sonstige Aufwendungen	-7	-8	-8	-8	-9	-9
Ergebnis vor Steuern	28	27	27	27	27	27
in % des Rohertrags	79,6%	78,2%	77,4%	76,2%	75,3%	75,3%
Steuern	-9	-9	-9	-8	-8	-7
Jahresüberschuss	19	19	19	19	19	20
in % des Rohertrags	53,8%	52,9%	53,2%	53,2%	53,3%	54,9%

Quelle: ValueTrust Analyse

6.7.5 Wertermittlung

583. Die von der NAM aufgestellte Unternehmensplanung führt mit den vorstehend beschriebenen Anpassungen zu folgenden Ausschüttungserwartungen und damit zum Ertragswert zum 12. November 2026:

Tabelle 6-50: Wertermittlung der NAM

NAM - NÜRNBERGER Asset Management GmbH in Mio. €	Planung					TV
	2026	2027	2028	2029	2030	
Jahresergebnis	19	19	19	19	19	20
Gewinnthesaurierung	-2	-2	-2	-2	-2	-1
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	17	17	17	17	17	19
Ausschüttungsquote	100%	100%	100%	100%	100%	50%
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)	-	-	-	-	-	10
Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung (13,19%)	-	-	-	-	-	-1
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	8
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	13	13	13	13	13	15
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern)	8,91%	8,91%	8,91%	8,91%	8,91%	8,91%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	0,87%
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	8,91%	8,91%	8,91%	8,91%	8,91%	8,04%
Barwertfaktor	0,92	0,84	0,77	0,71	0,65	8,11
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	11	11	10	9	8	124
Ertragswert zum 31. Dezember 2025	173					
Aufzinsungsfaktor	1,08					
Wert des Eigenkapitals zum Bewertungsstichtag (100%)	186					
Beteiligungsquote	100%					
Anteiliger Wert des Eigenkapitals zum 12. November 2026	186					

Quelle: ValueTrust Analyse

584. Da das Geschäftsvolumen in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate wächst, steigt auch Eigenkapitalbedarf entsprechend mit. Um die geplante Eigenkapitalquote dauerhaft zu erhalten, wurde eine wachstumsbedingte nachhaltige Thesaurierung i.H.v. 1,0% angesetzt, die das ausschüttungsfähige Ergebnis in der ewigen Rente reduziert.
585. In der ewigen Rente wurde eine nachhaltige Ausschüttungsquote von 50% bezogen auf das ausschüttungsfähige Ergebnis angenommen.

6.8 Fürst Fugger Privatbank AG (FFPB) Bereich Finanzdienstleistungen

586. Die FFPB ist eine 99-prozentige Tochter der NBG AG und agiert als Privatbank mit den Schwerpunkten Private Banking, Vermögensverwaltung sowie Einlagen- und Kreditgeschäft. Die wirtschaftliche Entwicklung wird maßgeblich durch das Zins- und Provisionsergebnis bestimmt. Zum 31. Dezember 2025 betrug die Bilanzsumme 623,0 Mio. €; die Forderungen an Kunden beliefen sich auf 260,6 Mio. € und die Verbindlichkeiten gegenüber Kunden auf 506,7 Mio. €. Im Geschäftsjahr 2025 erzielte die Gesellschaft ein Zinsergebnis von 9,9 Mio. € und ein Provisionsergebnis von 41,4 Mio. €. Das Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit lag bei 20,3 Mio. €, der Jahresüberschuss bei 10,9 Mio. €. Als Kreditinstitut betreibt die Gesellschaft weder Versicherungs- noch Rückversicherungsgeschäft.

6.8.1 Vermögens- und Ertragslage

587. Die historische Ertragslage der FFPB stellt sich gemäß den Jahresabschlüssen 2023 bis 2025 wie folgt dar:

Tabelle 6-51: Historische Ertragslage der FFPB¹⁵⁹

FFPB - Ertragslage in Mio. €	Historie		
	2023	2024	2025
Zinsergebnis	7	7	10
Provisionsergebnis	36	39	41
Rohrertrag (Zins- und Provisionsüberschuss)	43	46	51
Wachstum in %		7,2%	11,5%
Allgemeine Verwaltungsaufwendungen	-27	-27	-28
in % des Rohertrags	-62,0%	-59,6%	-53,6%
Abschreibungen (Sachanlagen/immat. Werte)	-1	-1	-1
Sonstiges betriebliches Ergebnis	0	0	0
Betriebsergebnis vor Risikovorsorge	16	18	24
in % des Rohertrags	37,8%	39,1%	46,0%
Risikovorsorge (Forderungen und Wertpapiere)	0	2	-3
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	17	20	20
in % des Rohertrags	38,7%	42,6%	39,8%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-6	-6	-7
Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankrisiken	–	–	-2
Jahresüberschuss	11	14	11
in % des Rohertrags	25,9%	29,6%	21,2%

Quelle: Unternehmensinformationen

¹⁵⁹ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; eigene Darstellung.

588. Die historische Vermögenslage der FFPB stellt sich gemäß den Jahresabschlüssen 2023 bis 2025 wie folgt dar:

Tabelle 6-52: Historische Vermögenslage der FFPB

FFPB - Vermögenslage in Mio. €	Historie		
	2023	2024	2025
Barreserve und Forderungen an Kreditinstitute	151	195	146
Forderungen an Kunden	247	252	261
Wertpapiere und Beteiligungen	174	169	194
Übrige Aktiva	23	21	22
Summe Aktiva	594	636	623
Eigenkapital	65	72	74
Verbindlichkeiten gegenüber Kunden	488	523	507
Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	13	13	10
Rückstellungen	19	20	23
Übrige Passiva	9	8	9
Summe Passiva	594	636	623

Quelle: Unternehmensinformationen

589. Wertpapiere und andere Beteiligungen sind aufgrund von Zukäufen in 2025 im Vergleich zum Vorjahr um 24,7 Mio. € auf 193,9 Mio. € gestiegen und setzen sich im Wesentlichen aus Pfandbriefen (62,6%), Staatsanleihen (14,2%) und Unternehmensanleihen (4,8%) zusammen. Zum 31. Dezember 2025 weist das Portfolio eine durchschnittliche Restlaufzeit von 2,8 Jahren auf (Vorjahr: 2,5 Jahre).
590. In der Hauptversammlung am 30. April 2025 wurde über den Bilanzgewinn 2024 eine Dividendenausschüttung i.H.v. 9,0 Mio. € sowie eine Zuführung zu den Gewinnrücklagen i.H.v. 5,0 Mio. € beschlossen. Der verbleibende Bilanzgewinn von 9,5 Mio. € aus dem Geschäftsjahr 2024 wurde auf neue Rechnung vorgetragen. Der Jahresüberschuss 2025 i.H.v. 10,9 Mio. € erhöht das Eigenkapital auf insgesamt 74,1 Mio. €. Für das Geschäftsjahr 2025 wurde in der Hauptversammlung vom 7. Mai 2026 eine Dividendenausschüttung i.H.v. 9,3 Mio. € sowie eine Zuführung zu den Gewinnrücklagen i.H.v. 6 Mio. € aus dem Bilanzgewinn 2025 beschlossen.

6.8.2 Bereinigungen

591. Es wurden keine rechnerischen Bereinigungen der historischen Ist-Werte vorgenommen. Die historische Ertragslage wird daher unverändert auf Grundlage der in den Jahresabschlüssen ausgewiesenen Werte dargestellt.

6.8.3 Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft

Tabelle 6-53: Historische Ertragslage und Planung der FFPB¹⁶⁰

FFPB - Ertragslage in Mio. €	Historie			Planung					
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Zinsergebnis	7	7	10	10	10	10	10	11	11
Provisionsergebnis	36	39	41	39	41	42	44	46	49
Rohrertrag (Zins- und Provisionsüberschuss)	43	46	51	49	51	52	54	57	60
Wachstum in %		7,2%	11,5%	-5,3%	4,5%	2,3%	4,7%	5,1%	4,9%
Allgemeine Verwaltungsaufwendungen	-27	-27	-28	-28	-30	-30	-31	-31	-31
in % des Rohertrags	-62,0%	-59,6%	-53,6%	-58,0%	-58,8%	-58,3%	-56,2%	-53,9%	-52,1%
Abschreibungen (Sachanlagen/immat. Werte)	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-0	-0	-0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	0	0	0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Betriebsergebnis vor Risikovorsorge	16	18	24	19	20	21	23	26	28
in % des Rohertrags	37,8%	39,1%	46,0%	39,9%	39,6%	39,9%	42,5%	44,9%	46,9%
Risikovorsorge (Forderungen und Wertpapiere)	0	2	-3	-0	-1	-2	-3	-4	-0
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	17	20	20	19	19	19	20	21	28
in % des Rohertrags	38,7%	42,5%	39,6%	38,9%	37,8%	36,9%	37,3%	37,4%	46,4%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-6	-6	-7	-6	-6	-6	-7	-7	-8
Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankrisiken	-	-	-2	-	-	-	-	-	-
Jahresüberschuss	11	14	11	13	13	13	14	14	20
in % des Rohertrags	25,9%	29,5%	21,3%	26,2%	25,9%	25,4%	25,3%	25,1%	34,2%

Quelle: Unternehmensinformationen

Rohrertrag

592. Der Rohrertrag, bestehend aus Zins- und Provisionsergebnis, stieg von 42,9 Mio. € im Jahr 2023 auf 45,9 Mio. € im Jahr 2024 und erreichte im Geschäftsjahr 2025 51,3 Mio. €. Das Provisionsergebnis stellte über den gesamten Betrachtungszeitraum die wesentliche Ertragsquelle dar und trug zwischen 80,7% und 84,1% zum Rohrertrag bei. Die positive Entwicklung des Rohertrags war vor allem auf das Wachstum des Provisionsergebnisses infolge steigender betreuter Vermögen, Nettomittelzuflüsse und positiver Kapitalmarktentwicklungen zurückzuführen. Darüber hinaus wirkte im Geschäftsjahr 2025 ein höheres Zinsergebnis, insbesondere aufgrund gestiegener Erträge aus dem Eigenanlagegeschäft und rückläufiger Zinsaufwendungen, unterstützend.
593. Im Planungszeitraum wird ein durchschnittliches Wachstum des Rohertrags von 5,2% von 46,6 Mio. € im Jahr 2026 auf 59,9 Mio. € im Jahr 2031 geplant. Treiber dieser Entwicklung sind das erwartete Wachstum der betreuten Vermögen im Private Banking und die daraus resultierenden höheren Provisionserträge sowie der Ausbau des Eigenanlagegeschäfts. Gegenläufig wirken rückläufige Margen im Kundengeschäft und konservative Annahmen hinsichtlich der Entwicklung der Kapitalmärkte sowie das sukzessive Abschmelzen der ertragsstarken FLV-Bestände.

Allgemeine Verwaltungsaufwendungen

594. Die allgemeinen Verwaltungsaufwendungen stiegen von 26,6 Mio. € im Jahr 2023 auf 27,5 Mio. € im Jahr 2025. Ursächlich war insbesondere der Anstieg des Personalaufwands von 17,9 Mio. € auf 18,8 Mio. €, während sich die anderen Verwaltungsaufwendungen mit

¹⁶⁰ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; Planung gemäß Vorstandssitzung 2025; eigene Darstellung.

8,7 Mio. € auf dem Niveau des Jahres 2023 bewegten. Der weitgehend konstante Sachaufwand ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass geplante Aufwendungen für EDV-Projekte in den Jahren 2024 und 2025 teilweise nicht angefallen sind.

595. Im Planungszeitraum wird ein Anstieg der allgemeinen Verwaltungsaufwendungen von 28,1 Mio. € im Jahr 2026 auf 31,2 Mio. € im Jahr 2031 erwartet. Dieser resultiert aus höheren Personalaufwendungen infolge von geplanten Gehaltssteigerungen sowie personeller Verstärkungen im Vertrieb und Backoffice und einem Anstieg der Sachaufwendungen. Insgesamt ist jedoch festzuhalten, dass das Wachstum der Personalaufwendungen im Verhältnis zum Rohertragswachstum geringer ausfällt.

Betriebsergebnis vor Risikovorsorge

596. Das Betriebsergebnis vor Risikovorsorge erhöhte sich von 16,2 Mio. € im Jahr 2023 auf 23,6 Mio. € im Jahr 2025. Ursächlich hierfür war im Wesentlichen der Anstieg des Rohertrags, während die Verwaltungsaufwendungen nur moderat zunahmen. Abschreibungen und das sonstige betriebliche Ergebnis hatten insgesamt lediglich geringe Auswirkungen auf die Ergebnisentwicklung.
597. Für das Betriebsergebnis vor Risikovorsorge wird mit einem Anstieg von 17,6 Mio. € im Jahr 2026 auf 28,1 Mio. € im Jahr 2031 gerechnet. Treiber sind die erwarteten Steigerungen im Zins- und Provisionsergebnis, die im Saldo den Anstieg der Verwaltungsaufwendungen übersteigen. Das Verhältnis von Erträgen zu Aufwendungen (Cost/Income-Ratio) verbessert sich im Planungszeitraum von rd. 60% auf rd. 53%.

Risikovorsorge

598. In den Jahren 2024 und 2025 war die Risikovorsorge durch Ab- und Zuschreibungen bei Wertpapieren der Liquiditätsreserve sowie die Einstellung von neuen Vorsorgereserven nach § 340f HGB geprägt.
599. Die Risikovorsorge wird im Planungszeitraum nur geringfügig durch das operative Kreditgeschäft beeinflusst (ab 2026 jährlich rund 0,2 Mio. €). Der wesentliche Ergebniseffekt resultiert aus den geplanten Zuführungen zur Vorsorgereserve nach § 340f HGB, die von 1,0 Mio. € im Jahr 2027 auf 4,0 Mio. € im Jahr 2030 ansteigen; für 2031 ist keine weitere Zuführung vorgesehen.

Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit

600. Das Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit stieg von 16,6 Mio. € (2023) auf 19,5 Mio. € (2024) und auf 20,3 Mio. € im Jahr 2025. Ursache hierfür waren neben den im GuV-Posten Risikovorsorge beschriebenen Entwicklungen, die Zuführungen zum Fonds für allgemeine Bankrisiken gemäß § 340g HGB.
601. Im Planungszeitraum wird mit einem Anstieg des Ergebnisses der normalen Geschäftstätigkeit von 17,5 Mio. € in 2026 auf 27,8 Mio. € in 2031 gerechnet. Die Entwicklungen resultieren im Wesentlichen aus den zuvor beschriebenen Schwankungen der Risikovorsorge bzw. der Vorsorgereserve nach § 340f HGB. Weitere Zuführungen zum Fonds für allgemeine Bankrisiken sind nicht geplant.

Unternehmensteuern

602. Der Steueraufwand in den Jahren 2023 bis 2025 führt zu effektiven Steuerquoten von 30% (2024) bis 36% (2025). Im Planungszeitraum ab 2026 bis 2031 ist eine sukzessive Verringerung der effektiven Steuerquote von ca. 33-34% bis zum Jahr 2030 auf rd. 28% im Jahr 2031 zu beobachten. Die Planungsrechnung enthält die stufenweise Absenkung des Körperschaftsteuersatzes auf 11% im Jahr 2031. Der starke Rückgang der effektiven Steuerquote im Jahr 2031 ist jedoch nicht auf den Rückgang der Körperschaftsteuer zurückzuführen, sondern steht im Zusammenhang mit dem Wegfall weiterer Zuführungen zur Vorsorgereserve nach § 340f HGB, die steuerlich nicht abzugsfähig sind.

Jahresüberschuss

603. Der Jahresüberschuss stieg von 11,1 Mio. € im Jahr 2023 auf 13,6 Mio. € im Jahr 2024 und ging im Geschäftsjahr 2025 auf 10,9 Mio. € zurück. Der Rückgang des Jahres 2025 resultierte aus einem Anstieg des Steueraufwands von 5,9 Mio. € in 2024 auf 7,4 Mio. € in 2025 sowie den weiteren oben aufgeführten Effekten.
604. In der Planung wird mit einem Anstieg des Jahresüberschusses von 11,7 Mio. € im Jahr 2026 auf 20,0 Mio. € im Jahr 2031 gerechnet, was einem Wachstum von 11,3% p.a. entspricht.

Fazit

605. Wir erachten die Planungsrechnung sowie die Planannahmen für die FFPB auf Basis unserer Analysen des Markt- und Wettbewerbsumfelds und der Situation der Gesellschaft sowie der Planübererfüllung der Vergangenheit grundsätzlich als plausibel, aber ambitioniert. Dennoch enthält die Planung ein Wachstum des Jahresüberschusses von 11,3%, der aus einem stark steigenden Provisionsgeschäft bei gleichzeitig sinkenden Kosten resultiert.

6.8.4 Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses

606. Für Zwecke der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses wurde grundsätzlich unterstellt, dass die Posten der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz gegenüber dem letzten Planjahr 2031 mit der nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0% wachsen. Dabei wurde die stark verbesserte Kosten-/Ertragsquote der FFPB in der ewigen Rente ohne Anpassungen übernommen.
607. Unter Berücksichtigung der im Planungsverlauf ansteigenden Zuführungen zu Vorsorgereserven nach § 340f HGB wurde in der ewigen Rente der Durchschnittswert der Planjahre 2026-2028 in Höhe von 0,8 Mio. € angesetzt. Die nominale Steuerquote von 27,0% wurde unter Berücksichtigung des ab 2032 anzuwendenden Körperschaftsteuersatzes von 10% des Gewerbesteuerhebesatzes für Augsburg ermittelt. Die effektive Steuerquote beträgt aufgrund der Nichtabzugsfähigkeit der Vorsorgereserven 27,8%.
608. Der nachhaltige Jahresüberschuss beträgt auf Basis dieser Anpassungen 19,7 Mio. € und entspricht nahezu dem Jahresüberschuss des letzten Planjahres von 20,0 Mio. €.

Tabelle 6-54: Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der FFPB

FFPB - Ertragslage	Planung						TV
in Mio. €	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
Zinsergebnis	10	10	10	10	11	11	11
Provisionsergebnis	39	41	42	44	46	49	49
Rohrertrag (Zins- und Provisionsüberschuss)	49	51	52	54	57	60	61
Wachstum in %		4,5%	2,3%	4,7%	5,1%	4,9%	1,0%
Allgemeine Verwaltungsaufwendungen	-28	-30	-30	-31	-31	-31	-32
in % des Rohertrags	-58,0%	-58,8%	-58,3%	-56,2%	-53,9%	-52,1%	-52,1%
Abschreibungen (Sachanlagen/immat. Werte)	-1	-1	-1	-0	-0	-0	-0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Betriebsergebnis vor Risikovorsorge	19	20	21	23	26	28	28
in % des Rohertrags	39,9%	39,6%	39,9%	42,5%	44,9%	46,9%	46,7%
Risikovorsorge (Forderungen und Wertpapiere)	-0	-1	-2	-3	-4	-0	-0
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	19	19	19	20	21	28	28
in % des Rohertrags	38,9%	37,8%	36,9%	37,3%	37,4%	46,4%	46,4%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-6	-6	-6	-7	-7	-8	-8
Zuführung zum Fonds für allgemeine Bankrisiken	-	-	-	-	-	-	-
Jahresüberschuss	13	13	13	14	14	20	20
in % des Rohertrags	26,2%	25,9%	25,4%	25,3%	25,1%	34,2%	33,4%

Quelle: ValueTrust Analyse

6.8.5 Wertermittlung

609. Die von der FFBP aufgestellte Unternehmensplanung führt zu folgenden Ausschüttungserwartungen und damit zum Ertragswert zum 12. November 2026:

Tabelle 6-55: Wertermittlung der FFPB

FFPB - Fürst Fugger Privatbank AG	Planung						TV
in Mio. €	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
Jahresergebnis	13	13	13	13	14	20	20
Gewinnthesaurierung	-3	-1	-4	-4	-5	-11	-1
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	9	11	9	9	9	9	19
Ausschüttungsquote	100%	100%	100%	100%	100%	100%	50%
Dividende (vor pers. Steuern)	9	11	9	9	9	9	9
Pers. Steuern auf Dividende	-2	-3	-2	-2	-2	-2	-2
Dividende nach pers. Steuern	7	8	7	7	7	7	7
Fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)	-	-	-	-	-	-	9
Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung (13,19%)	-	-	-	-	-	-	-1
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	-	8
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	7	8	7	7	7	7	15
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern)	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	-	0,87%
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	8,40%	7,53%
Barwertfaktor	0,92	0,85	0,79	0,72	0,67	0,62	8,19
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	6	7	5	5	4	4	122
Ertragswert zum 31. Dezember 2025	155						
Aufzinsungsfaktor	1,07						
Wert des Eigenkapitals zum Bewertungsstichtag (100%)	166						
Beteiligungsquote	99%						
Anteiliger Wert des Eigenkapitals zum 12. November 2026	164						

Quelle: ValueTrust Analyse

610. Da das Geschäftsvolumen in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate wächst, steigt auch Eigenkapitalbedarf entsprechend mit. Um die geplante Eigenkapitalquote dauerhaft zu erhalten, wurde eine wachstumsbedingte nachhaltige Thesaurierung i.H.v. 1,0% angesetzt, die das ausschüttungsfähige Ergebnis in der ewigen Rente reduziert.

611. In der ewigen Rente wurde eine nachhaltige Ausschüttungsquote von 50% bezogen auf das ausschüttungsfähige Ergebnis angenommen.

6.9 NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH (NVG)

Bereich Sonstige Beteiligungen

- 612. Die NVG ist eine 100-prozentige Tochtergesellschaft der NBG und übernimmt im Konzern vor allem Beteiligungs-, Finanzierungs-, Immobilien- und Verwaltungsfunktionen und erzielt ihre Erträge überwiegend aus Beteiligungen, Kapitalanlagen und konzerninternen Dienstleistungen.
- 613. Die NÜRNBERGER Verwaltungs-AG (NVG) fungiert als zentrale Holdinggesellschaft des NBG-Konzerns. Neben der Verwaltung eigener Finanzanlagen, insbesondere von Nachrangdarlehen und einer Bankbeteiligung, übernahm sie bis 2025 konzernweite Einkaufs- und Werbedienstleistungen, die inzwischen eingestellt wurden.
- 614. Die NÜRNBERGER Vertriebsgesellschaft mbH (NVB) ist die zentrale Vermittlungs- und Holdinggesellschaft für den Vertrieb von Versicherungs-, Finanzierungs- und Vorsorgeprodukten. Unter ihrem Dach befinden sich die Vertriebstöchter NAU und NBB. Die NAU ist auf den automobilen Vertriebsweg spezialisiert und vertreibt über ein Netzwerk von mehr als 2.300 Autohäusern sowie automobilnahen Finanzinstituten Kfz-Versicherungen und weitere Versicherungs- und Finanzprodukte des Konzerns. Die NBB konzentriert sich auf die betriebliche Altersversorgung und Personalberatung. Sie betreut insbesondere die NÜRNBERGER überbetriebliche Versorgungskasse und entwickelt Versorgungslösungen für Unternehmen und Verbände. Die GVD unterstützt das Allfinanzgeschäft ihrer Gesellschafter durch die Vermittlung von Versicherungs- und Finanzprodukten und betreut darüber hinaus die Versorgungswerke der Verbände des Kraftfahrzeuggewerbes.
- 615. Die NÜRNBERGER Immobilien-Holding (NIG) bündelt und verwaltet das Immobilieninvestmentportfolio des Konzerns. Sie hält zahlreiche Fonds- und Direktbeteiligungen, verwaltet Immobilienfonds und führt die verbliebenen Immobilien-Kommanditgesellschaften im Rahmen eines bis 2028 geplanten Abwicklungsprozesses.
- 616. Die NÜRNBERGER Immobilienfonds Vierzehnte KG ist ein geschlossener Immobilienfonds innerhalb der Immobiliengruppe, an dem die NIG beteiligt ist und der dem Halten und Verwalten von Immobilieninvestitionen dient.
- 617. Zusammengefasst besteht die Struktur aus einer Holdingebene (NVG), einer Vertriebsgruppe (NVB mit NAU und NBB), einer spezialisierten Allfinanzgesellschaft (GVD) sowie einer Immobiliengruppe (NIG einschließlich der Immobilienfonds-KGs), die jeweils unterschiedliche Kernfunktionen innerhalb der NÜRNBERGER Versicherungsgruppe wahrnehmen.

6.9.1 Vermögens- und Ertragslage

618. Die historische Ertragslage der NVG stellt sich gemäß den Jahresabschlüssen 2023 bis 2025 wie folgt dar:

Tabelle 6-56: Historische Ertragslage der NVG¹⁶¹

NVG - Ertragslage in Mio. €	Historie		
	2023	2024	2025
Beteiligungserträge verbundene Unternehmen	1	1	1
Wachstum in %		0,0%	-15,4%
Beteiligungserträge sonstige Beteiligungen	0	0	0
Erträge aus anderen KA	1	1	1
Erträge aus Zuschreibungen	0	0	–
Gewinne aus dem Abgang von KA	–	2	0
Aufwendungen für Verwaltung KA, Zinsaufwendungen	-0	-0	-0
Außerplanmäßige Abschreibungen auf KA	-0	-1	-1
Ergebnis aus Kapitalanlagen	2	3	1
Wachstum in %		66,9%	-62,3%
Sonstiges Ergebnis	-1	-0	-0
Ergebnis vor Steuern	1	3	1
in % des Ergebnisses aus Kapitalanlagen	62,5%	94,3%	91,3%
Steuern	-0	-1	-0
Jahresüberschuss	1	2	1
in % des Ergebnisses aus Kapitalanlagen	45,1%	77,1%	55,7%

Quelle: Unternehmensinformationen

619. Bei der Darstellung der historischen Ertragslage der NVG sowie der Planungsrechnung haben wir abweichend vom handelsrechtlichen Jahresabschluss ein einheitliches Gliederungsschema verwendet und die entsprechenden GuV-Posten zugeordnet, sodass die Bezeichnung der einzelnen GuV-Posten im Bewertungsgutachten von der Bezeichnung im Jahresabschluss der NVG abweicht.
620. Die historische Vermögenslage der NVG stellt sich gemäß den Jahresabschlüssen 2023 bis 2025 wie folgt dar:

Tabelle 6-57: Historische Vermögenslage der NVG

NVG - Vermögenslage in Mio. €	Historie		
	2023	2024	2025
Beteiligungen	29	29	33
Ausleihungen	24	24	24
Wertpapiere	19	12	3
Liquide Mittel	12	3	6
Übrige Aktiva	1	1	0
Summe Aktiva	84	69	66
Eigenkapital	84	69	66
Rst	0	0	0
Verbindlichkeiten	0	0	0
Summe Passiva	84	69	66

Quelle: Unternehmensinformationen

621. Die Beteiligungen erhöhten sich um 4,0 Mio. € auf 33,1 Mio. € in 2025 getrieben durch eine Einzahlung in die NÜRNBERGER Versicherungs- und Bauspar-Vermittlungs-GmbH i.H.v. 4,0 Mio. €.

¹⁶¹ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; eigene Darstellung.

622. Die Ausleihungen enthalten ein Darlehen i.H.v. 1,0 Mio. € an die TECHNO Versicherungsdienst GmbH, das zum Jahresende auf 1,0 € wertberichtigt wurde. Hieraus entstand der NVG ein Aufwand i.H.v. 0,9 Mio. €.
623. Aus den Gewinnrücklagen wurden im Jahresverlauf Entnahmen i.H.v. 1,9 Mio. € durchgeführt.

6.9.2 Bereinigungen

624. Es wurden keine rechnerischen Bereinigungen der historischen Ist-Werte vorgenommen. Die historische Ertragslage wird daher unverändert auf Grundlage der in den Jahresabschlüssen ausgewiesenen Werte dargestellt.

6.9.3 Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft

Tabelle 6-58: Historische Ertragslage und Planung der NVG¹⁶²

NVG - Ertragslage in Mio. €	Historie			Planung				
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Beteiligungserträge verbundene Unternehmen	1	1	1	2	2	2	2	4
Wachstum in %		0,0%	-15,4%	272,7%	-12,2%	2,8%	0,0%	89,2%
Beteiligungserträge sonstige Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	0	0
Erträge aus anderen KA	1	1	1	1	0	0	0	0
Erträge aus Zuschreibungen	0	0	–	–	–	–	–	–
Gewinne aus dem Abgang von KA	–	2	0	–	–	–	–	–
Aufwendungen für Verwaltung KA, Zinsaufwendungen	-0	-0	-0	–	–	–	–	–
Außerplanmäßige Abschreibungen auf KA	-0	-1	-1	–	–	–	–	–
Ergebnis aus Kapitalanlagen	2	3	1	3	2	2	2	4
Wachstum in %		66,9%	-62,3%	193,9%	-38,9%	2,8%	0,3%	80,6%
Sonstiges Ergebnis	-1	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Ergebnis vor Steuern	1	3	1	3	2	2	2	3
in % des Ergebnisses aus Kapitalanlagen	62,5%	94,3%	91,3%	91,9%	86,4%	86,4%	86,5%	92,5%
Steuern	-0	-1	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Jahresüberschuss	1	2	1	3	2	2	2	3
in % des Ergebnisses aus Kapitalanlagen	45,1%	77,1%	55,7%	81,7%	86,3%	86,3%	86,3%	91,7%

Quelle: Unternehmensinformationen

Ergebnis aus Kapitalanlagen

625. Das Ergebnis aus Kapitalanlagen erhöhte sich von 1,8 Mio. € im Jahr 2023 auf 2,9 Mio. € im Jahr 2024 und reduzierte sich im Jahr 2025 auf 1,1 Mio. €. Die Erträge resultierten im Wesentlichen aus Darlehen an die Bayerische Beamten Lebensversicherung a.G. sowie Dividenden aus den Oberbank-Aktien. Zusätzlich entstanden im Jahr 2024 Gewinne aus dem Abgang von Aktien einer börsennotierten Bankgesellschaft und Geldmarktfonds i.H.v. 1,7 Mio. € sowie im Jahr 2025 aus der vollständigen Veräußerung der Geldmarktfonds i.H.v. 0,4 Mio. €. Gegenläufig wirkten außerplanmäßige Abschreibungen auf Darlehen an die TECHNO Versicherungsdienst GmbH i.H.v. 0,5 Mio. € im Jahr 2024 und 1,0 Mio. € im Jahr 2025.
626. Für 2026 wird ein Ergebnis aus Kapitalanlagen i.H.v. 3,3 Mio. € geplant. Der Anstieg gegenüber 2025 resultiert insbesondere aus Beteiligungserträgen verbundener Unternehmen

¹⁶² Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; eigene Darstellung.

i.H.v. 2,1 Mio. € und Erträgen aus anderen Kapitalanlagen i.H.v. 1,2 Mio. €. Das Ergebnis aus Kapitalanlagen, bestehend aus Beteiligungserträgen aus der NVB, NIG und Sonstigen Erträgen, sinkt im Jahr 2027 auf 2,0 Mio. € und steigt anschließend über den Planungszeitraum aufgrund höherer Erträge aus Beteiligungen auf 3,7 Mio. € im Jahr 2030. Mit dem Auslaufen des Darlehens an die Bayrische Beamten Lebensversicherung a.G. nach 2026 reduzieren sich die Erträge aus anderen Kapitalanlagen ab 2027 auf 0,2 Mio. €.

Jahresüberschuss

- 627. Der Jahresüberschuss reduzierte sich auf 0,6 Mio. € nach 2,3 Mio. € in 2024 und 0,8 Mio. € in 2023. Die Ergebnisvolatilität resultierte im Wesentlichen aus den Gewinnen aus dem Abgang von Kapitalanlagen in 2024 i.H.v. 1,7 Mio. € und den außerplanmäßigen Abschreibungen auf die TECHNO-Darlehen.
- 628. Für 2026 wird ein Jahresüberschuss i.H.v. 2,7 Mio. € erwartet. Infolge des Wegfalls der Zinserträge aus dem Darlehen reduziert sich der Jahresüberschuss im Jahr 2027 auf 1,7 Mio. €. Anschließend steigt der Jahresüberschuss auf jeweils 1,8 Mio. € in den Jahren 2028 und 2029 sowie auf 3,4 Mio. € im Jahr 2030 getrieben durch ein steigendes Ergebnis aus Kapitalanlagen.

6.9.4 Anpassung der Planungsrechnung für Bewertungszwecke

- 629. Für Zwecke der Bewertung wurden ausgehend vom Ergebnis vor Steuern der Planungsrechnung Anpassungen vorgenommen. Die Anpassungen betreffen die Höhe der berücksichtigten Beteiligungserträge sowie die daraus resultierenden steuerlichen Effekte.
- 630. Ein Teil der Anpassungen ist darauf ausgerichtet, die Planungsrechnung so anzupassen, als ob jährlich eine Vollausschüttung der Jahresergebnisse der Tochtergesellschaften der NVG erfolgt. Zunächst wurden die Beteiligungserträge der NVB bereinigt und anstelle dessen der Jahresüberschuss der NVB für den Planungszeitraum hinzugerechnet. Dieselbe Vorgehensweise wurde für die Beteiligung an der NAU gewählt. Die von der NVB im Planungszeitraum vereinnahmten Dividenden wurden bereinigt und anstelle dessen die Jahresüberschüsse der NAU für den Planungszeitraum angesetzt. Für den Mehrertrag zwischen dem von der NVG geplanten Ergebnis vor Steuern und dem angepassten Ergebnis vor Steuern wurde zum von der NVG geplanten Steueraufwand ein zusätzlicher Steueraufwand entsprechend der Regelungen des § 8b Abs. 5 KStG angesetzt.
- 631. Vor dem Hintergrund von bestehenden stillen Reserven und Lasten wurden die Zinserträge aus den ausgereichten Darlehen für das Jahr 2026, die geplanten Dividenden aus dem Halten von Aktien einer börsennotierten Bankgesellschaft sowie die geplanten Dividenden der Tochtergesellschaft NIG bereinigt. Die mit den Zins- und Dividendenerträgen korrespondierenden Buchwerte wurden zzgl. stiller Reserven als Sonderwert dem Ertragswert der NVG hinzugerechnet.
- 632. Nach Durchführung der zuvor beschriebenen Anpassungen ergibt sich die folgende Planungsrechnung, die ansteigende Jahresüberschüsse von 2,6 Mio. € im Jahr 2026 auf 6,8 Mio. € im Jahr 2030 ausweist:

Tabelle 6-59: Plananpassungen der NVG

NVG - NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH - Planungsanpassungen	Planung					TV
	2026	2027	2028	2029	2030	
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit - NVG	3	2	2	2	3	
Beteiligungsertrag - NVB	-2	-2	-2	-2	-3	
Angepasstes Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit - NVG	1	0	0	0	0	
Jahresüberschuss NVB (einschl. NBB, GVD, NAU-Dividende)	2	2	2	3	7	
Jahresüberschuss NAU	1	3	4	5	5	
NAU-Dividende, in der NVB bereits enthalten	-	-	-	-2	-5	
Teilkonzern-Ergebnis vor NVG-Steuern	4	5	6	7	7	
Bewertungsrelevante Anpassungen	-1	-0	-0	-0	-0	
Bewertungsrelevantes Ergebnis vor Steuern	3	4	5	7	7	
Steuern NVG laut Planung	-0	-0	-0	-0	-0	
Zusatzsteuer auf den Mehrertrag	-0	-0	-0	-0	-0	
Jahresergebnis	3	4	5	7	7	7

Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

Fazit zur für Bewertungszwecke angepassten Planungsrechnung

633. Wir erachten die Planungsrechnung sowie die Planannahmen für die NVG auf Basis unserer Analysen des Markt- und Wettbewerbsumfelds und der Situation der Gesellschaft als plausibel. Wir weisen jedoch darauf hin, dass die NAU, welche wesentliche Ergebnisbeiträge zum Jahresüberschuss der NVG leistet, in der Vergangenheit Jahresfehlbeträge erzielt hat und im Jahr 2030 deutlich positive Jahresergebnisse erzielt.

6.9.5 Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses

634. Für Zwecke der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses wurde unterstellt, dass der für Zwecke der Unternehmensbewertung angepasste Jahresüberschuss der NVG aus dem Planjahr 2030 in der sich unmittelbar anschließenden Periode der ewigen Rente mit einer nachhaltigen Wachstumsrate von 1,0% wächst.

Tabelle 6-60: Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der NVG

NVG - Planungsrechnung und Terminal Period	Planung					TV
in Mio. €	2026	2027	2028	2029	2030	
Beteiligungserträge verbundene Unternehmen	2	2	2	2	4	7
Wachstum in %		-12,2%	2,8%	0,0%	89,2%	101,6%
Beteiligungserträge sonstige Beteiligungen	0	0	0	0	0	0
Erträge aus anderen KA	1	0	0	0	0	0
Erträge aus Zuschreibungen	–	–	–	–	–	–
Gewinne aus dem Abgang von KA	–	–	–	–	–	–
Aufwendungen für Verwaltung KA, Zinsaufwendungen	–	–	–	–	–	–
Außerplanmäßige Abschreibungen auf KA	–	–	–	–	–	–
Ergebnis aus Kapitalanlagen	3	2	2	2	4	7
Wachstum in %		-38,9%	2,8%	0,3%	80,6%	95,9%
Sonstiges Ergebnis	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Ergebnis vor Steuern	3	2	2	2	3	7
in % des Ergebnisses aus Kapitalanlagen	91,9%	86,4%	86,4%	86,5%	92,5%	96,1%
Steuern	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Jahresüberschuss	3	2	2	2	3	7
in % des Ergebnisses aus Kapitalanlagen	81,7%	86,3%	86,3%	86,3%	91,7%	95,0%

Quelle: ValueTrust Analyse

6.9.6 Wertermittlung

635. Die von der NVG aufgestellte Unternehmensplanung führt mit den vorstehend beschriebenen Anpassungen zu folgenden Ausschüttungserwartungen und damit zum Ertragswert zum 12. November 2026.
636. Für Zwecke der Wertermittlung wurde dabei die Ausschüttungsplanung der NVG für den Detailplanungszeitraum 2026 bis 2030 unverändert übernommen. In der ewigen Rente wurde die wachstumsbedingte Thesaurierung auf das Eigenkapital zu Buchwerten, korrigiert um die als Sonderwert angesetzten Beteiligungsbuchwerte, ermittelt.
637. In der ewigen Rente wurde zudem eine nachhaltige Ausschüttungsquote von 50% angenommen.
638. Der zusätzlich zum Ertragswert ermittelte Sonderwert der NVG umfasst die Buchwerte an der NIG, diversen von der NIG gehaltenen Immobilienfonds, Darlehen und Aktien in Höhe von rd. 31,0 Mio.€ zzgl. der jeweiligen stillen Reserven und Lasten von 4,3 Mio. €.

Tabelle 6-61: Wertermittlung der NVG

NVG - NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH in Mio. €	Planung					TV
	2026	2027	2028	2029	2030	
Jahresergebnis	3	4	5	7	7	7
Gewinnthesaurierung	-0	-2	-3	-4	-4	-0
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	3	3	3	3	3	6
Ausschüttungsquote	100%	100%	100%	100%	100%	50%
Dividende (vor pers. Steuern)	3	3	3	3	3	3
Pers. Steuern auf Dividende	-1	-1	-1	-1	-1	-1
Dividende nach pers. Steuern	2	2	2	2	2	2
Fiktive Hinzurechnung (vor pers. Steuern)	-	-	-	-	-	3
Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung (13,19%)	-	-	-	-	-	-0
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	3
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	2	2	2	2	2	5
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern)	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	0,87%
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	6,25%
Barwertfaktor	0,93	0,87	0,81	0,76	0,71	11,35
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	2	2	1	1	1	58
Ertragswert zum 31. Dezember 2025	66					
Sonderwert	35					
Ertragswert inkl. Sonderwerte zum 31. Dezember 2025	101					
Aufzinsungsfaktor	1,06					
Wert des Eigenkapitals zum Bewertungsstichtag (100%)	107					
Beteiligungsquote	100%					
Anteiliger Wert des Eigenkapitals zum 12. November 2026	107					

Quelle: ValueTrust Analyse

6.10 CodeCamp:N GmbH (COC)

Bereich Sonstige Beteiligungen

639. Die COC ist eine 100-prozentige Tochtergesellschaft der NBG und fungiert als konzerninterner Digitalisierungs- und IT-Dienstleister und erbringt Beratungs-, Entwicklungs- und Umsetzungsleistungen mit Schwerpunkt auf digitale Lösungen für die Versicherungs- und Finanzdienstleistungsbranche. Zwischen der COC und der NBG AG besteht ein Beherrschungs- und Ergebnisabführungsvertrag, sodass für die wirtschaftliche Beurteilung insbesondere das Ergebnis vor Gewinnabführung maßgeblich ist.

6.10.1 Vermögens- und Ertragslage

640. Die historische Ertragslage der COC stellt sich gemäß den Jahresabschlüssen 2023 bis 2025 wie folgt dar:

Tabelle 6-62: Historische Ertragslage der COC¹⁶³

COC - Ertragslage	Historie		
in Mio. €	2023	2024	2025
Umsatzerlöse	8	8	7
Wachstum in %		3,3%	-6,3%
Abschreibungen			
Personalaufwand			
Sonstige betriebliche Aufwendungen			
Summe Aufwendungen	-9	-7	-6
in % der Umsatzerlöse	-112,5%	-87,8%	-87,3%
Sonstige betriebliche Erträge			
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	-1	1	1
in % der Umsatzerlöse	-12,5%	12,2%	12,7%
Zinserträge			
Steuern	0	0	0
Gesamtergebnis	-1	1	1
in % der Umsatzerlöse	-12,0%	12,4%	12,9%

Quelle: Unternehmensinformationen

641. Die historische Vermögenslage der COC stellt sich gemäß den Jahresabschlüssen 2023 bis 2025 wie folgt dar:

Tabelle 6-63: Historische Vermögenslage der COC

COC - Vermögenslage	Historie		
in Mio. €	2023	2024	2025
Anlagevermögen	0	0	0
Forderungen aus LuL	0	0	0
Forderungen gegen verb Unternehmen	1	0	0
Übrige Aktiva	0	0	0
Liquide Mittel	1	3	3
Summe Aktiva	3	4	4
Eigenkapital	2	2	2
Rst	0	0	0
Verbindlichkeiten	0	1	1
Übrige Passiva	0	0	0
Summe Passiva	3	4	4

Quelle: Unternehmensinformationen

642. Die Zunahme der Aktivseite um 1,3 Mio. € auf 4,0 Mio. € im Jahr 2024 resultiert nahezu vollständig aus dem Aufbau der liquiden Mittel um 1,6 Mio. € auf 3,0 Mio. € (2023: 1,4 Mio. €). Die Bilanzsumme blieb 2025 mit 4,0 Mio. € unverändert. Hintergrund ist der Ergebnisumschwung: Der Verrechnungssaldo mit der NBG kehrte sich von einer Forderung aus Verlustübernahme (2023: -0,9 Mio. €) in eine Verbindlichkeit aus Gewinnabführung um.
643. Auf der Passivseite spiegelt sich die Ausweitung der Bilanzsumme im Anstieg der Verbindlichkeiten von 0,2 Mio. € (2023) auf 1,5 Mio. € (2024 und 2025) wider, die nahezu vollständig gegenüber verbundenen Unternehmen bestehen. Das Eigenkapital ist mit 2,4 Mio. € über alle drei Jahre unverändert, da aufgrund des Beherrschungs- und Ergebnisabführungsvertrags Gewinne abgeführt und Verluste ausgeglichen werden.

¹⁶³ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; eigene Darstellung.

6.10.2 Bereinigungen

644. Es wurden keine rechnerischen Bereinigungen der historischen Ist-Werte vorgenommen. Die historische Ertragslage wird daher unverändert auf Grundlage der in den Jahresabschlüssen ausgewiesenen Werte dargestellt.

6.10.3 Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft

Tabelle 6-64: Historische Ertragslage und Planung der COC¹⁶⁴

COC - Ertragslage	Historie			Planung				
in Mio. €	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Umsatzerlöse	8	8	7	8	9	9	10	10
Wachstum in %		3,3%	-6,3%	7,2%	9,9%	6,6%	6,2%	5,8%
Abschreibungen				-0	-0	-0	-0	-0
Personalaufwand				-6	-6	-7	-7	-8
Sonstige betriebliche Aufwendungen				-1	-1	-2	-2	-2
Summe Aufwendungen	-9	-7	-6	-7	-8	-8	-9	-9
in % der Umsatzerlöse	-112,5%	-87,8%	-87,3%	-89,8%	-89,6%	-89,1%	-89,4%	-89,3%
Sonstige betriebliche Erträge	-	-	-	0	0	0	0	0
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	-1	1	1	1	1	1	1	1
in % der Umsatzerlöse	-12,5%	12,2%	12,7%	12,7%	12,7%	13,0%	12,6%	12,6%
Zinserträge	-	-	-	0	0	0	0	0
Steuern	0	0	0	0	0	0	0	0
Gesamtergebnis	-1	1	1	1	1	1	1	1
in % der Umsatzerlöse	-12,0%	12,4%	12,9%	13,9%	13,8%	14,1%	13,7%	13,6%

Quelle: Unternehmensinformationen

Umsatzerlöse

645. Die Umsatzerlöse lagen mit 7,3 Mio. € (2023), 7,8 Mio. € (2024) und 7,3 Mio. € (2025) auf vergleichbarem Niveau und stammten nahezu vollständig aus Beratungsleistungen (2025: 7,0 Mio. €; 2024: 7,5 Mio. €). Der Rückgang im Jahr 2025 ging mit einer Verringerung der Mitarbeiterzahl auf durchschnittlich 59 (2024: 68; 2023: 89) einher.
646. In der Planung steigen die Umsatzerlöse von 7,9 Mio. € (2026) auf 10,4 Mio. € (2030) mit durchschnittlich 7,1% p.a. Der Anstieg beruht auf dem Drittgeschäft: Die Erlöse aus Projektarbeit mit Fremden steigen von 4,3 Mio. € (2026) auf 8,0 Mio. € (2030), während die Erlöse aus Projektarbeit mit verbundenen Unternehmen von 3,6 Mio. € (2026) auf 2,3 Mio. € (2030) zurückgehen. Den Rest bilden Assistance Erlöse mit verbundenen Unternehmen, die von 78,0 Tsd. € (2026) auf 102,0 Tsd. € (2030) ansteigen und nur einen geringen Anteil ausmachen.

Aufwendungen

647. Die Aufwendungen gingen von 8,6 Mio. € (2023) auf 6,5 Mio. € (2025) zurück. Ursache war überwiegend der Personalaufwand, der dem Personalabbau folgend sank.
648. In der Planung steigen die Aufwendungen von 7,1 Mio. € (2026) auf 9,3 Mio. € (2030). Wesentlicher Treiber ist der Personalaufwand mit einem Anstieg von 5,6 Mio. € auf 7,7 Mio. €,

¹⁶⁴ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht; eigene Darstellung.

der den zur Umsatzausweitung vorgesehenen moderaten Personalaufbau sowie eine Steigerung der Personalkosten von jährlich 3% abbildet. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen bleiben mit 1,5 Mio. € bis 1,6 Mio. € nahezu konstant und sind ab 2027 mit einer Inflationsrate von 3% auf die Sachkosten fortgeschrieben, die Abschreibungen steigen von 70,0 Tsd. € auf 78,8 Tsd. €.

Gesamtergebnis

649. Dem Verlust des Jahres 2023 von 0,9 Mio. €, der von der NBG ausgeglichen wurde, standen in den Jahren 2024 und 2025 abzuführende Gewinne von 1,0 Mio. € gegenüber.
650. Auf Basis der beschriebenen Planung steigt das Gesamtergebnis von 1,1 Mio. € (2026) auf 1,4 Mio. € (2030), unterstützt durch sonstige betriebliche Erträge von konstant rund 0,2 Mio. € und Zinserträge von 30,0 Tsd. € bis 33,8 Tsd. € in 2030.

Fazit

651. Die COC erzielt im Planungsverlauf stabile positive Jahresüberschüsse. Wir erachten die Planungsrechnung der Gesellschaft sowie die zugrundeliegenden Planannahmen auf Basis unserer Analysen des Markt- und Wettbewerbsumfelds und der Situation der Gesellschaft als plausibel.

6.10.4Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses

652. Das nachhaltige Ergebnis wird auf Basis des letzten Planjahres 2030 unter Berücksichtigung der nachhaltigen Wachstumsrate abgeleitet. Es wurden keine weiteren Anpassungen für die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der COC vorgenommen.

Tabelle 6-65: Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der COC

COC - Planungsrechnung und Terminal Period in Mio. €	Planung					TV
	2026	2027	2028	2029	2030	
Umsatzerlöse	8	9	9	10	10	11
Wachstum in %		9,9%	6,6%	6,2%	5,8%	1,0%
Abschreibungen	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Personalaufwand	-6	-6	-7	-7	-8	-8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-1	-1	-2	-2	-2	-2
Summe Aufwendungen	-7	-8	-8	-9	-9	-9
in % der Umsatzerlöse	-89,8%	-89,6%	-89,1%	-89,4%	-89,3%	-89,3%
Sonstige betriebliche Erträge	0	0	0	0	0	0
Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit	1	1	1	1	1	1
in % der Umsatzerlöse	12,7%	12,7%	13,0%	12,6%	12,6%	12,6%
Zinserträge	0	0	0	0	0	0
Steuern	0	0	0	0	0	0
Gesamtergebnis	1	1	1	1	1	1
in % der Umsatzerlöse	13,9%	13,8%	14,1%	13,7%	13,6%	13,6%

Quelle: ValueTrust Analyse

6.10.5Wertermittlung

653. Die von der COC aufgestellte Unternehmensplanung führt mit den vorstehend beschriebenen Anpassungen zu folgenden Ausschüttungserwartungen und damit zum Ertragswert zum 12. November 2026:

Tabelle 6-66: Wertermittlung der COC

COC - CodeCamp:N GmbH in Mio. €	Planung					TV
	2026	2027	2028	2029	2030	
Jahresergebnis	1	1	1	1	1	1
Gewinnthesaurierung	-	-	-	-	-	-0
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	1	1	1	1	1	1
Ausschüttungsquote	100%	100%	100%	100%	100%	50%
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)	-	-	-	-	-	1
Pers. Steuern auf fiktive Hinzurechnung (13,19%)	-	-	-	-	-	-0
Fiktive Hinzurechnung (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	0
Zu diskontierende finanzielle Überschüsse	1	1	1	1	1	1
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern)	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%
Wachstumsabschlag (nach pers. Steuern)	-	-	-	-	-	0,87%
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern) nach Wachstumsabschlag	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	7,12%	6,25%
Barwertfaktor	0,93	0,87	0,81	0,76	0,71	11,35
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	1	1	1	1	1	9
Ertragswert zum 31. Dezember 2025	12					
Aufzinsungsfaktor	1,06					
Wert des Eigenkapitals zum Bewertungsstichtag (100%)	13					
Beteiligungsquote	100%					
Anteiliger Wert des Eigenkapitals zum 12. November 2026	13					

Quelle: ValueTrust Analyse

654. Da das Geschäftsvolumen in der ewigen Rente mit der nachhaltigen Wachstumsrate wächst, steigt auch Eigenkapitalbedarf entsprechend mit. Um die geplante Eigenkapitalquote dauerhaft zu erhalten, wurde eine wachstumsbedingte nachhaltige Thesaurierung i.H.v. 1,0% angesetzt, die das ausschüttungsfähige Ergebnis in der ewigen Rente reduziert.
655. In der ewigen Rente wurde eine nachhaltige Ausschüttungsquote von 50% bezogen auf das ausschüttungsfähige Ergebnis angenommen.

6.11 evo-X GmbH (EVO)

Bereich Sonstige Beteiligungen

656. Die EVO ist eine 100-prozentige Tochter der NBG (20% unmittelbar über die NBG AG, 80% mittelbar über die NLV). Sie wurde ursprünglich zur Entwicklung digitaler Versicherungsprodukte und digitaler Abschlussstrecken gegründet, befindet sich inzwischen jedoch im Run-off. Das Neugeschäft wurde eingestellt und die verbleibenden Bestände werden auf andere Konzernplattformen migriert. Aufgrund des laufenden Abwicklungs- und Migrationsprozesses sowie der daraus erwarteten Belastungen wird derzeit nicht mehr mit positiven Ergebnisbeiträgen gerechnet. Die Gesellschaft weist aktuell durch Einzahlungen ins Eigenkapital einen Eigenkapitalstand i.H.v. 4,9 Mio. € auf. Dies ist vor dem Hintergrund des bestehenden Ergebnisabführungsvertrages zu beurteilen, der in den letzten 6 Jahren zu Verlustübernahmen von 21,9 Mio. € geführt hat. Durch laufende Kosten und Aufwendungen im Rahmen der Migration wird nicht mit positiven Ergebnisbeiträgen aus der Gesellschaft gerechnet.
657. Daher wird die EVO trotz bestehender Kapitalrücklage aufgrund von nachlaufenden Kosten, die die Werte aufzehren aufgrund des Run-offs mit einem Wert von 0,0 € bewertet.

6.12 NÜRNBERGER Beteiligungs-AG (NBG AG, Einzelgesellschaft) Bereich Holding

658. Die NBG AG übernimmt die Holding-Funktion für das Versicherungs- und Nicht-Versicherungsgeschäft der Einzelgesellschaften und erbringt darüber hinaus konzernweite Funktionen für ihre Tochterunternehmen. Die NBG AG vereinnahmt die die Jahresergebnisse der Einzelgesellschaften, welche in Form von Ausschüttungen bzw. Ergebnisabführungen als Beteiligungserträge bzw. Erträge aus Kapitalanlagen ausgewiesen werden. Vor dem Hintergrund der SOTP-Bewertung haben wir diese konzerninternen Sachverhalte eliminiert, so dass ausschließlich die Kosten für die Holding-Funktion und sonstige, nicht auf die Tochtergesellschaften allokierten Aufwendungen auf Ebene der NBG Beteiligungs AG verbleiben.
659. Die Steuern vom Einkommen und Ertrag werden hierbei als Saldo der Steuerumlage (Ertrag, resultiert aus dem Beherrschungs- und Ergebnisabführungsvertrag zwischen NBG AG und NLV) und dem tatsächlichen Steueraufwand auf Ebene der NBG AG dargestellt.

6.12.1 Vermögens- und Ertragslage

660. Die historische Ertragslage der NBG ohne Beteiligungserträge stellt sich gemäß den Jahresabschlüssen 2023 bis 2025 wie folgt dar:

Tabelle 6-67: Historische Ertragslage der Holding

Holding - Ertragslage ohne Steuerumlage in Mio. €	Historie		
	2023	2024	2025
Erträge aus Kapitalanlagen	1	3	36
Wachstum in %		504,7%	1005,4%
Aufwendungen aus Kapitalanlagen	-1	-262	-0
Sonstiges Ergebnis	-14	-9	-22
Außerordentliches Ergebnis	–	-3	-1
Zwischensumme	-14	-271	14
Wachstum in %		1835,9%	-105,0%
Tatsächliche Steuern (Holding)	11	2	7
Jahresüberschuss	-3	-269	20
Wachstum in %		8191,0%	-107,5%

Quelle: Unternehmensinformationen

6.12.2 Bereinigungen

661. Es wurden keine rechnerischen Bereinigungen der historischen Ist-Werte vorgenommen. Die historische Ertragslage wird daher unverändert auf Grundlage der in den Jahresabschlüssen ausgewiesenen Werte dargestellt.

6.12.3 Historische Ertragslage und Planungsrechnung der Gesellschaft

Tabelle 6-68: Historische Ertragslage und Planung der Holding¹⁶⁵

Holding - Ertragslage ohne Steuerumlage in Mio. €	Historie			Planung				
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Erträge aus Kapitalanlagen	1	3	36	2	2	2	2	2
Wachstum in %		504,7%	1005,4%	-94,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
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
Wachstum in %		1835,9%	-105,0%	-184,9%	19,4%	-6,3%	4,1%	6,3%
Tatsächliche Steuern (Holding)	11	2	7	2	3	4	3	3
Jahresüberschuss	-3	-269	20	-9	-11	-9	-10	-11
Wachstum in %		8191,0%	-107,5%	-144,9%	15,6%	-16,2%	13,9%	10,7%

Quelle: Unternehmensinformationen

Ergebnis aus Kapitalanlagen

662. Die Erträge aus Kapitalanlagen resultieren in 2024 im Wesentlichen aus Veräußerungserlösen (2,9 Mio. €) und Zuschreibungen auf Kapitalanlagen in 2025 (35,6 Mio. €). Im Planungszeitraum 2026 bis 2030 werden Erträge aus Geldmarktfonds sowie weitere Erlöse aus Aktienverkäufen und Zinserträgen von rd. 2,0 Mio. € p.a. angenommen.
663. Die Aufwendungen aus Kapitalanlagen entfallen in der Vergangenheit im Wesentlichen auf außerplanmäßige Abschreibungen (259,7 Mio. €) Im Planungszeitraum werden vereinfachend konstant Aufwendungen unter 0,1 Mio. € p.a. fortgeschrieben.

Sonstiges Ergebnis

664. Das sonstige Ergebnis enthält den Saldo aus Erträgen aus Konzernumlagen sowie die Aufwendungen für die weiteren Konzernfunktionen, die von der NBG AG selbst getragen und nicht auf die Tochtergesellschaften umgelegt werden In der Vergangenheit bewegte sich das sonstige Ergebnis zwischen -9,3 Mio. € (2024) und -21,6 Mio. € (2025). Der Anstieg der sonstigen Aufwendungen von -38,9 Mio. € (2024) auf -64,5 Mio. € (2025) resultiert u.a. aus den folgenden Effekten: höhere Beratungskosten von 11,8 Mio. € (Vorjahr: 3,7 Mio. €) im Zusammenhang mit Zusammenhang mit der Übernahme durch die VIG, höhere Aufwendungen für von Tochterunternehmen erbrachte Dienstleistungen von 12,0 Mio. € (Vorjahr: 4,7 Mio. €) und Zinsaufwendungen aus Steuern von 8,3 Mio. € (Vorjahr: 0,7 Mio. €)
665. In der Planung verschlechtert sich das sonstige Ergebnis von -13,4 Mio. € (2026) auf -16,2 Mio. € (2030).

Steuern

666. Der Saldo aus tatsächlich gezahlten Steuern der NBG AG und den Steuererstattungen aus der Steuerumlage der NLV führt auf Ebene der NBG AG im Planungszeitraum zu einem Ertrag zwischen 2,5 Mio. € und 3,2 Mio. €. Die Ertragsteuern werden unter Berücksichtigung der verminderten Körperschaftsteuersatzes im Planungszeitraum geplant. Darüber hinaus

¹⁶⁵ Entsprechend der vom Unternehmen gelieferten Übersicht als Excel-Datei; Planung gemäß Aufsichtsratssitzung 2025; eigene Darstellung.

werden in der Steuerplanung die Effekte aus dem Abbau von Bewertungsunterschieden zwischen Handels- und Steuerbilanz betreffend Pensionsrückstellungen berücksichtigt. Die effektive Steuerquote bezogen auf das Ergebnis vor Steuern schwankt zwischen 21,4% und 31,9%.

Jahresergebnis

667. Im Planungszeitraum ergibt sich ein Jahresfehlbetrag zwischen 8,8 Mio. € und 11,1 Mio. €.

6.12.4 Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses

668. Für Zwecke des nachhaltigen Ergebnisses sind die Erträge aus Kapitalanlagen des letzten Planjahres nicht wiederholbar, da im Planungszeitraum stille Reserven aus Geldmarktfonds annahmegemäß vollständig realisiert werden. In der ewigen Rente können daher nachhaltig nur 0,4 Mio. € Erträge aus Kapitalanlagen erwartet werden. Die (geringfügigen) Aufwendungen aus Kapitalanlagen sowie das sonstige Ergebnis wurden ausgehend vom Jahr 2030 mit der nachhaltigen Wachstumsrate vereinfachend fortgeschrieben.
669. Die nachhaltigen Steueraufwendungen wurden unter Berücksichtigung der weiteren Verminderung des Körperschaftsteuersatzes auf 10% sowie unter Berücksichtigung des vollständigen Abbaus zwischen Differenzen in den Wertansätzen für Pensionsrückstellungen in Steuer- und Handelsbilanz ermittelt und in eine nachhaltige effektive Steuerquote barwertäquivalent umgerechnet.
670. Auf Basis dieser Ableitungen des nachhaltigen Ergebnisses ergibt sich ein negatives Jahresergebnis von rd. 12,5 Mio. €.

Tabelle 6-69: Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses der Holding

Holding - Planungsrechnung und Terminal Period	Planung					TV
in Mio. €	2026	2027	2028	2029	2030	
Erträge aus Kapitalanlagen	2	2	2	2	2	0
Wachstum in %		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-76,8%
Aufwendungen aus Kapitalanlagen	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Sonstiges Ergebnis	-13	-16	-15	-15	-16	-16
Außerordentliches Ergebnis	-	-	-	-	-	-
Zwischensumme	-12	-14	-13	-13	-14	-16
Wachstum in %		19,4%	-6,3%	4,1%	6,3%	11,0%
Tatsächliche Steuern (Holding)	2	3	4	3	3	3
Jahresüberschuss	-9	-11	-9	-10	-11	-12
Wachstum in %		15,6%	-16,2%	13,9%	10,7%	12,5%

Quelle: ValueTrust Analyse

6.12.5 Wertermittlung

671. Die von der NBG aufgestellte Unternehmensplanung (ohne den Beteiligungserträgen) führt mit den vorstehend beschriebenen Anpassungen zu folgenden Ausschüttungserwartungen und damit zum Ertragswert zum 12. November 2026:

Tabelle 6-70: Wertermittlung der Holding

Wertableitung - Holdingkosten	Planung					TV
in Mio. €	2026	2027	2028	2029	2030	
Jahresüberschuss	-9	-11	-9	-10	-11	-12
Ausschüttungsquote	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Finanzieller Überschuss vor pers. Steuern	-9	-11	-9	-10	-11	-12
Pers. Steuern	2	3	2	3	3	3
Finanzieller Überschuss nach pers. Steuern	-7	-8	-6	-7	-8	-9
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern)	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Nachhaltige Wachstumsrate						0,87%
Barwertfaktor	0,93	0,87	0,81	0,75	0,70	10,51
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	-6	-7	-5	-6	-6	-97
Wert zum 31. Dezember 2025	-126					
Aufzinsungsfaktor	1,06					
Wert zum 12. November 2026	-134					

Quelle: ValueTrust Analyse

672. Vor dem Hintergrund, dass im Rahmen der SOTP-Bewertung keine Verrechnung mit anderen Gesellschaften erfolgt, haben wir unterstellt, dass die negativen Jahresergebnisse vollständig mit auszuschüttenden finanziellen Überschüssen verrechnet werden.

6.13 Sonderwerte

6.13.1 Negativer Sonderwert aus der Unterdeckung mittelbarer Pensionszusagen im NBG-Konzern

673. Im Rahmen unserer Analyse der bilanziellen und ökonomischen Verpflichtungen der Gesellschaft haben wir die Behandlung der mittelbaren Pensionsverpflichtungen untersucht. Nach unserem Verständnis resultiert die Differenz zwischen den handelsrechtlich ausgewiesenen Pensionsverpflichtungen und den für aufsichtsrechtliche Zwecke erfassten Verpflichtungen insbesondere aus der unterschiedlichen bilanziellen Behandlung von Unterdeckungen mittelbarer Pensionszusagen.
674. Mittelbare Pensionsverpflichtungen im Sinne des Art. 28 EGHGB liegen vor, wenn die Versorgungsleistungen nicht unmittelbar durch den Arbeitgeber erbracht werden, sondern über einen externen Versorgungsträger abgewickelt werden. Solange das Vermögen des Versorgungsträgers ausreicht, die zugesagten Leistungen vollständig zu erfüllen, ergibt sich für den Arbeitgeber grundsätzlich keine bilanzielle Verpflichtung. Eine wirtschaftliche Verpflichtung des Arbeitgebers entsteht jedoch insoweit, als das Vermögen des Versorgungsträgers den Erfüllungsbetrag der Versorgungszusagen nicht deckt. In Höhe einer solchen Unterdeckung besteht ein unmittelbarer Anspruch der Versorgungsberechtigten gegenüber dem Arbeitgeber.
675. Für derartige Unterdeckungen besteht nach Art. 28 Abs. 1 Satz 2 EGHGB handelsrechtlich kein Passivierungsgebot, sondern lediglich ein Passivierungswahlrecht. Die Gesellschaft hat vom Passivierungswahlrecht Gebrauch gemacht und bilanziert teilweise die mittelbaren Pensionsverpflichtungen. In ihrem Konzernabschluss hat die NBG größtenteils das Passivierungswahlrecht nicht in Anspruch genommen. Ausnahmen bestehen bei der NBG AG sowie

für einen Teilbestand der NAV, für den entsprechende Pensionsrückstellungen in der Handelsbilanz angesetzt werden. Entsprechend werden die betreffenden Verpflichtungen beim Großteil der NBG nicht in der Handelsbilanz ausgewiesen, sondern gemäß Art. 28 Abs. 2 EGHGB lediglich im Anhang erläutert.

676. Demgegenüber sind die entsprechenden Verpflichtungen für Solvabilitätszwecke vollständig zu erfassen. Die Solvabilitätsbilanz folgt insoweit einem ökonomischen Ansatz, der hinsichtlich der Erfassung von Pensionsverpflichtungen weitgehend den Grundsätzen der internationalen Rechnungslegung entspricht. Daher werden bestehende Unterdeckungen mittelbarer Pensionsverpflichtungen unabhängig von ihrer handelsrechtlichen Bilanzierung als wirtschaftliche Verpflichtungen berücksichtigt.
677. Zur Ermittlung des Sonderwerts wird zunächst die Differenz zwischen dem handelsrechtlichen Wertansatz (HGB) und dem für Zwecke der Solvabilitätsbilanz bzw. nach IFRS-Grundsätzen ermittelten Wertansatz bestimmt. Da beide Werte vor Unternehmensteuern ermittelt werden, ist zu berücksichtigen, dass die aus der Unterdeckung resultierenden zukünftigen Ausgleichszahlungen bei ihrer wirtschaftlichen Realisation grundsätzlich steuerlich abzugsfähig sind und damit die steuerliche Bemessungsgrundlage der Gesellschaft mindern. Die wirtschaftliche Belastung der Gesellschaft entspricht folglich nicht der Brutto-Unterdeckung, sondern lediglich dem um den hierauf entfallenden Steuervorteil reduzierten Betrag.
678. Nach den uns vorliegenden Unterlagen erwartet die NBG eine Unterdeckung der mittelbaren Verpflichtungen von 182,0 Mio. € per 30. Juni 2026. Für Zwecke der Unternehmensbewertung haben wir zur Ableitung des Steuereffekts unterstellt, dass die wirtschaftliche Realisation der Ausgleichszahlungen über alle Planperioden zu gleichen Beträgen erfolgt. Es ergibt sich somit eine effektiver Unternehmenssteuersatz von rd. 28,0%. Der IFRS-Wert der nicht bilanzierten Pensionsverpflichtung beträgt nach Unternehmensteuern -130,0 Mio. € und unter Berücksichtigung persönlicher Steuern -104,0 Mio. €. Die Höhe der persönlichen Steuern wurde aus dem Mittelwert der Abgeltungssteuer zzgl. SolZ von 26,38% und dem hälftigen effektiven Steuersatz auf Dividenden zzgl. SolZ abgeleitet und beträgt rd. 19,8%.¹⁶⁶ Die Verwendung dieses Steuersatzes berücksichtigt, dass die ungedeckten Pensionsverpflichtungen über einen längeren Zeitraum realisiert bzw. vermindert werden.
679. Die Planungsrechnungen der NAV und der NLV enthalten im Planungszeitraum 2026 bis 2030 Aufwendungen aus der Zuführung zu Pensionsrückstellungen, um die bestehende Unterdeckung in den kommenden Jahren zu verringern. Wir haben diese Aufwendungen für den Zeitraum 1. Juli 2026 bis 31. Dezember 2030 werterhöhend unter Berücksichtigung von Unternehmensteuern und persönlichen Steuern i.H.v 14,0 Mio. € ermittelt. Per 30. Juni 2026 ergibt sich damit ein Sonderwert von -90,0 Mio. €, der auf den Bewertungsstichtag aufgezinst wird.

¹⁶⁶ Rechenweg: $19,8\% = (26,38\% + 26,38\% \div 2) \div 2$

Tabelle 6-71: Wertermittlung Sonderwert ungedeckte Pensionsverpflichtung

Werteffect Zuführungen und Veränderung Pensionsverpflichtung in Mio. €	Wert
Pensionsverpflichtung (netto)	-182
Unternehmensteuern	53
Pensionsverpflichtung (netto) nach Unternehmensteuern	-129
Persönliche Steuern	26
Negativer Wertbeitrag	-104
Werteffect Zuführungen und Veränderung Pensionsverpflichtung	14
Aufzinsungsfaktor	1,03
Sonderwert Pensionsverpflichtung per Bewertungsstichtag	-92

Quelle: ValueTrust Analyse

680. Der Sonderwert aus der Unterdeckung der Pensionsverpflichtungen beträgt zum Bewertungsstichtag -92,6 Mio. €.

6.13.2 Negativer Sonderwert für zukünftige IT-Aufwendungen

681. Bei der Ermittlung der Synergiepotenziale aus dem Zusammenschluss zwischen VIG und NBG haben VIG und NBG gemeinsam festgestellt, dass unabhängig von der Integration der NBG in die VIG-Gruppe IT-Modernisierungskosten von mindestens 240 Mio. € anfallen werden. Diese IT-Modernisierungskosten sind daher kein wertminderndes Synergiepotenzial, sondern müssen bei der Ermittlung des Ertragswerts der NBG AG berücksichtigt werden.
682. Die Unternehmensplanung der NBG für den Zeitraum 2026-2030 enthält die IT-Modernisierungskosten nicht. Nach den uns erteilten Auskünften wird die Unternehmensplanung auf Ebene der NBG AG als Einzelgesellschaft die IT-Modernisierungskosten von 240 Mio. € über den Zeitraum von 2027 bis 2031 enthalten. Eine Allokation der IT-Modernisierungskosten auf Einzelgesellschaften ist nach den uns erteilten Auskünften zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht möglich. Wir haben daher bei der Ermittlung des Sonderwerts von der Perspektive einer bestimmten Einzelgesellschaft des NBG-Konzerns abstrahiert. Wir haben vereinfachend angenommen, dass die IT-Modernisierung vollständig im Zeitpunkt der Entstehung des Aufwands steuerlich abgesetzt werden kann.
683. Bei der Ermittlung des Budgets für IT-Modernisierung von 240 Mio. € wurde angenommen, dass rd. 70% des Beratungs- und Integrationsaufwands durch interne Ressourcen der VIG erfolgen können und insoweit die Mandatierung externer Berater vermieden werden kann. Die internen Ressourcen wurden dabei mit einem deutlich niedrigeren Kostensatz als externe Leistungen angesetzt. Eine Ermittlung der Kosten für eine eigenständige Umsetzung ohne Beteiligung der VIG wurde nach Auskunft der VIG nicht vorgenommen. Eine Investition in dieser Höhe ist nach Auskunft der NBG nur mit Unterstützung der VIG möglich. Wir haben diese Aufwandsschätzung zu Gunsten der Minderheitsaktionäre übernommen, da die IT-Modernisierung auch ohne Integration in die VIG-Gruppe angefallen wäre, aber dann ein größerer Teil des Integrations- und Beratungsaufwands voraussichtlich durch externes Personal erfolgt wäre.
684. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich der nachfolgende Sonderwert:

Tabelle 6-72: Wertermittlung Sonderwert IT-Modernisierungskosten

Wertableitung - IT-Kosten in Mio. €	Planung					
	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ergebnis nach Steuern	0	-34	-34	-35	-35	-29
Ausschüttungsquote	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Finanzieller Überschuss vor pers. Steuern	0	-34	-34	-35	-35	-29
Pers. Steuern	0	9	9	9	9	8
Finanzieller Überschuss nach pers. Steuern	0	-25	-25	-26	-26	-21
Verschuldete EK-Kosten (nach pers. Steuern)	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Nachhaltige Wachstumsrate						–
Barwertfaktor	0,93	0,87	0,81	0,75	0,70	0,65
Barwert des finanziellen Überschusses nach pers. Steuern	0	-22	-20	-19	-18	-14
Wert zum 31. Dezember 2025	-93					
Aufzinsungsfaktor	1,06					
Wert zum 12. November 2026	-99					

Quelle: ValueTrust Analyse

685. Wir weisen darauf hin, dass wir für die IFRS-Einführung und die IT-Security bei der NBG keinen Sonderwert angesetzt haben, da diese Aufwendungen ohne das Erfordernis der Integration der NBG in die VIG-Gruppe nicht notwendig gewesen wären. Nach den uns erteilten Auskünften werden die bei der NBG anfallenden IFRS-Einführungskosten in der Planungsrechnung 2027-2031 enthalten sein.

6.14 Ertragswert der NBG auf Basis der SOTP-Bewertung

686. Auf Basis der Bewertungen der einzelnen NBG-Konzerngesellschaft sowie der Sonderwerte in den Kapiteln 6.2 bis 6.13 ergibt sich der folgende Ertragswert der NBG AG.

Tabelle 6-73: Unternehmenswert je NBG-Aktie

Ertragswert der NBG AG auf Basis der SOTP-Bewertung		
in Mio. € (Wert je Aktie in €)	Wert	je Aktie
NLV - NÜRNBERGER Lebensversicherung AG	700	60,74
NKV - NÜRNBERGER Krankenversicherung AG	94	8,14
NAV - NÜRNBERGER Allgemeine Versicherungs-AG	235	20,39
NBA - NÜRNBERGER Beamten Allg. Vers. AG	9	0,79
CG - CG Car-Garantie Versicherungs-AG (inkl. GmbH)	72	6,23
NAM - NÜRNBERGER Asset Management GmbH	186	16,13
FFPB - Fürst Fugger Privatbank AG	164	14,25
NVG - NÜRNBERGER Verwaltungsgesellschaft mbH	107	9,33
COC - CodeCamp:N GmbH	13	1,12
EVO - evo-X GmbH	-	-
Ertragswert der NBG Konzerngesellschaften zum 12. November 2026	1.579	
- Barwert der nicht gedeckten Pensionsverpflichtungen	-92	
- Barwert der Holdingkosten	-134	
- Barwert der IT-Modernisierungskosten	-99	
Ertragswert der NBG AG	1.254	
Anzahl der Aktien (in Mio.)	11,52	
Wert je Aktie zum 12. November 2026	108,82	
Umsatzgewichteter Dreimonatsdurchschnittskurs je Aktie	119,95	

Quelle: ValueTrust Analyse

6.15 Vergleichsorientierte Bewertung anhand der Multiplikator Methode

687. Zusätzlich zur Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf Basis der im Rahmen aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen üblichen Ertragswertmethode nach persönlichen Steuern gemäß IDW S 1 werden zur Plausibilisierung Wertbandbreiten basierend auf der Multiplikator-Methode ermittelt. Die Multiplikator-Methode stellt eine vergleichende Marktbewertung dar. Demnach ergibt sich der Wert des Unternehmens als Produkt einer Bezugsgröße des Unternehmens und dem entsprechenden Multiplikator, welcher regelmäßig von börsennotierten Vergleichsunternehmen (Börsenmultiplikatoren) sowie aus vergleichbaren Transaktionen (Transaktionsmultiplikatoren) abgeleitet wird.
688. Im Konzept des IDW S 1 dient die vergleichende Bewertung anhand von Multiplikatoren der Plausibilisierung des Werts des Eigenkapitals. Insofern sind die abgeleiteten Multiplikatoren nicht als eigenständige Bewertung zu betrachten.

6.15.1 Bewertung anhand vergleichbarer notierter Unternehmen

689. Zur Bewertung der NBG kommen zunächst die bei vergleichbaren Unternehmen am Kapitalmarkt beobachtbaren Börsenkurse und daraus abgeleitete Multiplikatoren in Betracht. Im Gegensatz zur Ableitung des Betafaktors anhand einer Peer Group ist bei einer vergleichenden Marktbewertung anhand von Börsenmultiplikatoren nicht die Länge der historischen Börsennotierung, sondern vielmehr die Güte der zukunftsgerichteten Analystenschätzungen der Bezugsgrößen der Vergleichsunternehmen entscheidend. Daher können zunächst alle in der Peer Group-Auswahl¹⁶⁷ identifizierten Vergleichsunternehmen in die Bewertung einbezogen werden. Die nachfolgenden Analysen basieren auf Multiplikatoren des Jahres 2026.
690. Als standardmäßiges Vorgehen wird bei der Durchführung von Multiplikator-Bewertungen regelmäßig auf Umsatz-, EBITDA- oder EBIT-Multiplikatoren abgestellt. Da diese Multiplikatoren auf einer Ergebnisgröße vor Zinsen und Steuern basieren, bewerten sie den gesamten Unternehmenswert einschließlich des Fremdkapitals. Wie in Tz. 274 bereits beschrieben ist das Fremdkapital von Versicherungen Teil des operativen Geschäftes und kann daher bei einer Multiplikator-Bewertung, die in einem Gesamtunternehmenswert resultiert, nicht in Abzug gebracht werden. Aus diesem Grund wird in diesem Gutachten lediglich auf Multiplikatoren zurückgegriffen, die den Marktwert des Eigenkapitals direkt ableiten. Entsprechend wurde der Kurs/Gewinn-Multiplikator (KGV) verwendet.
691. Da die NBG nach HGB bilanziert, die Vergleichsunternehmen hingegen überwiegend nach IFRS und US GAAP, sind die ausgewiesenen Buchwerte des Eigenkapitals nur eingeschränkt vergleichbar. Das Kurs/Buchwert-Verhältnis (KBV) wurde daher für die Bewertung anhand von Börsenmultiplikatoren nicht verwendet.

¹⁶⁷ Vgl. Kapitel 3.3.

692. Die Kapitalmarktdaten, die der Bewertung anhand der Multiplikator-Methode zugrunde liegen, wurden zum Kapitalmarktdatenstichtag 18. September 2026 berücksichtigt.
693. Für die Ableitung von Multiplikatoren für die NBG wird zunächst die Planungsrechnung des Bewertungsobjekts mit den Schätzungen für die Peer Group-Unternehmen verglichen (vgl. Kapitel 3.3). Um angemessene KGV-Multiplikatoren aus der Peer Group abzuleiten, wird auf die maßgeblich wertbeeinflussende Profitabilität abgestellt.
694. Für die Bewertung mit Börsenmultiplikatoren wird das durchschnittliche Konzernergebnis der Planjahre 2026 bis einschließlich 2030 gemäß der Konzernplanung der NBG für die Planjahre 2026-2030 vom Dezember 2025 als Referenzgröße herangezogen. Da sich das Konzernergebnis der NBG derzeit in einer Aufholphase befindet und das nachhaltige Ergebnissniveau im Jahr 2026 noch nicht vollständig erreicht wird, ist der Durchschnitt über die Planjahre für das KGV die sachgerechte Bezugsgröße. Auf diese Weise wird die erwartete Ergebnisentwicklung in der Bewertung angemessen berücksichtigt.
695. Für die Bewertung haben wir im Folgenden auf die Bandbreite zwischen Durchschnitt und Median der Peer Group aus den Bereichen Leben/Kranken und Schaden/Unfall abgestellt. Die ausgewählten Vergleichsunternehmen bilden die Geschäftsbereiche Leben/Kranken und Schaden/Unfall der NBG ab. Anzumerken ist, dass die Vergleichsunternehmen im Durchschnitt eine höhere Eigenkapitalrentabilität als die NBG aufweisen, insbesondere in der Vergangenheit, aber auch im Planungszeitraum.

Ableitung KGV -Multiplikatoren

696. Zur Einordnung der Entwicklung des geplanten Jahresüberschusses wird zunächst die geplante Eigenkapitalrentabilität der NBG den zukunftsgerichteten Schätzungen für die Peer-Group-Unternehmen gegenübergestellt. Hierzu werden die auf Analystenschätzungen basierenden Eigenkapitalrentabilitäten der Vergleichsunternehmen sowie die daraus abgeleiteten KGV herangezogen:

Tabelle 6-74: Übersicht Finanzkennzahlen und Multiplikatoren

Unternehmen	Eigenkapitalrentabilität						KGV
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2026
NN Group N.V.	5,6%	7,4%	5,6%	10,2%	10,2%	10,1%	10,1x
Swiss Life Holding AG	12,5%	15,3%	16,3%	18,5%	19,4%	19,8%	19,6x
Aviva plc	11,0%	7,5%	9,4%	12,7%	17,9%	19,3%	17,3x
ASR Nederland N.V.	12,9%	11,2%	5,5%	15,6%	14,6%	14,6%	10,7x
Storebrand ASA	11,4%	17,9%	15,4%	14,1%	15,2%	15,8%	17,1x
Assicurazioni Generali S.p.A.	12,2%	11,7%	12,2%	14,0%	14,0%	13,9%	14,3x
AXA SA	11,9%	12,2%	13,1%	17,3%	17,9%	18,8%	10,8x
Zurich Insurance Group AG	16,4%	21,9%	23,8%	22,0%	22,6%	23,2%	15,3x
Sampo Oyj	12,0%	16,0%	26,4%	15,4%	18,9%	18,9%	20,8x
Unipol Assicurazioni S.p.A.	12,0%	11,1%	14,6%	15,1%	14,4%	14,8%	12,4x
Alm. Brand A/S	3,3%	5,8%	9,1%	8,7%	13,4%	14,8%	24,4x
Vienna Insurance Group AG	9,5%	10,0%	12,0%	11,8%	12,2%	14,7%	9,6x
Helvetia Baloise Holding AG	6,8%	11,3%	6,1%	-0,1%	7,6%	9,6%	NM
Powszechny Zaklad Ubezpieczen SA	10,6%	8,5%	9,7%	16,4%	16,4%	15,8%	10,2x
Tryg A/S	9,3%	12,2%	13,8%	12,0%	14,8%	15,9%	19,9x
Gjensidige Forsikring ASA	17,0%	20,6%	23,6%	28,5%	30,1%	30,3%	17,8x
UNIQA Insurance Group AG	13,9%	12,2%	13,9%	13,6%	12,8%	13,0%	12,6x
NBG	4,4%	-8,5%	5,4%	8,8%	9,0%	9,1%	
Min	3,3%	5,8%	5,5%	-0,1%	7,6%	9,6%	9,6x
25% Perzentil	9,5%	10,0%	9,4%	12,0%	13,4%	14,6%	10,8x
Median	11,9%	11,7%	13,1%	14,1%	14,8%	15,8%	14,8x
Durchschnitt	11,1%	12,5%	13,6%	14,5%	16,0%	16,7%	15,2x
75% Perzentil	12,5%	15,3%	15,4%	16,4%	17,9%	18,9%	18,2x
Max	17,0%	21,9%	26,4%	28,5%	30,1%	30,3%	24,4x

Quelle: Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

697. Für den KGV-Multiplikator wird auf das Jahr 2026 abgestellt. Die Bandbreite wurde aus Durchschnitt und Median der Peer Group abgeleitet. Die für die Bewertung verwendeten Multiplikatoren für das Jahr 2026 betragen 15,2x (Durchschnitt) und 14,8x (Median).

Wert des Eigenkapitals auf Basis der Börsenmultiplikatoren

698. Die Bandbreite des Eigenkapitals wird als Durchschnitt der aus den KGV-Multiplikatoren abgeleiteten Wertbandbreiten ermittelt. Analog zum Ertragswertverfahren wird der so ermittelte Eigenkapitalwert um Sonderwerte angepasst.
699. Bei der Bewertung anhand der Multiplikator-Methode werden nach gängiger Bewertungspraxis Prämien und Abschläge (zum Beispiel Liquiditätsabschlag) auf die mit Börsenmultiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals berücksichtigt.
700. Konzeptionell liegt der Übernahmeprämie die Annahme zugrunde, dass Börsenmultiplikatoren lediglich die Preise von nicht-beherrschenden Anteilen widerspiegeln und Kontrolle an einem Unternehmen einen Wert hat, da dadurch eine suboptimale Geschäftspolitik verändert und Synergien mit dem Erwerber gehoben werden können. Konzeptionell muss die Übernahmeprämie in den sog. finanziellen Kontrollwert und den sog. strategischen Kontrollwert untergliedert werden,¹⁶⁸ wobei letzterer Rationalisierungs- und Synergieeffekte abbildet. Dementsprechend müssen bei der Betrachtung von Börsenmultiplikatoren die abgeleiteten Unternehmenswerte um eine finanzielle Kontrollprämie adjustiert werden.
701. Eichner (2017) hingegen untersucht in seiner Studie, inwiefern sich die in Europa beobachtbaren Übernahmeprämien in verschiedene Komponenten zerlegen lassen. Die Ergebnisse

¹⁶⁸ Vgl. Grbenic/Zunk, The Value of Control: Transaktionsorientierte Kontrollprämien für Europa, 2015, S. 16 ff; Eichner, Übernahmeprämien bei M&A, 2017, S. 191.

deuten darauf hin, dass in etwa ein Viertel bis ein Drittel der gesamten Übernahmeprämie auf die finanzielle Kontrollprämie zurückzuführen ist.

702. Auch wenn sich die oben genannten Studien nicht explizit mit der Bewertung von Versicherungsunternehmen und den hier verwendeten Multiplikatoren auseinandersetzen, so ist trotzdem der Ansatz einer finanziellen Kontrollprämie von 10,0% angemessen.
703. Wie bereits in Tz. 694 dargestellt, wurde das durchschnittliche Konzernergebnis der Planjahre 2026 bis einschließlich 2030 gemäß der Konzernplanung der NBG als Referenzgrößen herangezogen.

Tabelle 6-75: Wertableitung anhand von Börsenmultiplikatoren

Börsenmultiplikatoren	Multiplikatoren Bandbreite		NBG Bezugsgröße	Wertbandbreite	
	Median	Durchschnitt		Min	Max
KGV 2026 / NBG Ø JÜ (2026 - 2030)	14,8x	15,2x	90,2	1.336,3	1.370,0
Wert des Eigenkapitals vor Sonderwerten (Ø) (in Mio. €)				1.336,3	1.370,0
- Barwert der nicht gedeckten Pensionsverpflichtungen				-92,6	-92,6
- Barwert der IT Kosten (nicht im Plan berücksichtigt)				-99,3	-99,3
Wert des Eigenkapitals (Ø) (in Mio. €)				1.144,4	1.178,1
+ Kontrollprämie (10%)				114,4	117,8
Wert des Eigenkapitals nach Anpassungen (Ø) (in Mio. €)				1.258,9	1.296,0
Anzahl Aktien (in Mio.)				11,5	11,5
Wert je Aktie (in €)				109,28	112,50

Quelle: Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

704. Die Bandbreite des Wertes des Eigenkapitals vor Sonderwerten beträgt 1.336,3 Mio. € bis 1.370,0 Mio. €.
705. Unter Berücksichtigung einer finanziellen Kontrollprämie i.H.v. 10,0% und Sonderwerten i.H.v. insgesamt -191,8 Mio. € beträgt die Bandbreite des Werts des Eigenkapitals auf Basis der Multiplikator-Methode nach Anpassungen 1.258,9 Mio. € bis 1.296,0 Mio. €.
706. Dies entspricht bei einer Anzahl ausstehender NBG-Aktien von rd. 11,5 Mio. einem Wert von 109,28 € bis 112,50 € je NBG-Aktie.

6.15.2 Bewertung anhand vergleichbarer Transaktionen

707. Neben der Bewertung anhand von Börsenmultiplikatoren können alternativ Transaktionsmultiplikatoren verwendet werden. Der Unternehmenswert wird hierbei mithilfe beobachtbarer Transaktionen von Vergleichsunternehmen bestimmt, welche nicht zwingend börsennotiert sein müssen. Zur Ableitung dieser Multiplikatoren wird der gezahlte Kaufpreis der Vergleichsunternehmen ins Verhältnis zu einer Bezugsgröße gesetzt. Transaktionsmultiplikatoren weisen gegenüber Börsenmultiplikatoren den Unterschied auf, dass sie regelmäßig für Anteilspakete und Mehrheitserwerbe beobachtbar sind.
708. Bei den auf Basis von Transaktionspreisen abgeleiteten Multiplikatoren ist zu beachten, dass tatsächlich gezahlte Kaufpreise durch die subjektiven Interessenslagen der Transaktionspartner beeinflusst werden. Die Transaktionspreise berücksichtigen beispielsweise Synergieeffekte und andere subjektive Erwartungshaltungen, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion realisierbar werden. Ferner sind Interdependenzen zwischen gezahlten

Preisen und der Kaufvertragsgestaltung (zum Beispiel Garantien etc.) vorhanden. So können gezahlte Kaufpreise für Mehrheitsanteile Zuschläge enthalten. Insgesamt wird in diesem Zusammenhang regelmäßig von sog. Übernahmeprämien gesprochen, die diese Effekte berücksichtigen. Im Gegensatz dazu enthalten Börsenmultiplikatoren solche Prämien nicht, sofern vorher keine Übernahmegerüchte existieren. Die angesprochenen Effekte sind in der Praxis häufig beobachtbar, lassen sich jedoch i.d.R. nicht einzeln quantifizieren oder separieren. Teilweise können auch negative Prämien bzw. Abschläge beobachtet werden.

709. Es ist darauf hinzuweisen, dass entsprechend der Rechtsprechung keine individuellen Synergien, die erst aufgrund der beabsichtigten Transaktion entstehen (sog. echte Synergien) berücksichtigt werden. Somit kommt den Transaktions-Multiplikatoren nur eine geringe Bedeutung zu. Sie werden im Sinne des IDW S 1 zur Plausibilisierung herangezogen. Es kommt den Transaktions-Multiplikatoren keine eigenständige wertbestimmende Funktion zu.
710. Darüber hinaus ist bei Transaktionsmultiplikatoren auf den Zeitbezug der Transaktion zum Bewertungsstichtag zu achten. Transaktionspreise mit zeitlich großem Abstand zum Bewertungsstichtag sind nur eingeschränkt übertragbar, da sie zum Teil großen (Markt-)Schwankungen unterliegen können.¹⁶⁹ Insofern wird die Aussagekraft dieses Ansatzes – v.a. gegenüber aus Börsenpreisen abgeleiteten Multiplikatoren – für die Unternehmensbewertung eingeschränkt. Zudem besteht, wie auch bei den Börsenmultiplikatoren, die Möglichkeit von Marktverzerrungen, die zu nicht aussagekräftigen Transaktionspreisen führen können, sodass ggf. das Kriterium des Zeitbezugs zum Bewertungsstichtag zugunsten der Vermeidung der Fortschreibung temporärer Verzerrungen abgeschwächt werden muss.
711. Neben diesen Beschränkungen ist zudem regelmäßig die Datenbasis vergleichbarer Transaktionen eingeschränkt, da sie auf öffentlich verfügbaren Informationen beruht, für welche im Unterschied zu Börseninformationen keine vergleichbaren Veröffentlichungspflichten bestehen.
712. Aus M&A-Transaktionen vergleichbarer Unternehmen wurden diejenigen ausgewählt, für die entsprechende Informationen und Kennzahlen öffentlich zugänglich sind.¹⁷⁰ Der Analysezeitraum umfasst die Jahre ab 2020 bis zum Bewertungsstichtag. Bei der Auswahl an vergleichbaren Unternehmen wurde analog zur Peer Group-Auswahl¹⁷¹ vorgegangen und Transaktionen in der Versicherungsbranche identifiziert. In einem weiteren Schritt haben wir ausschließlich Mehrheitstransaktionen ausgewählt, die ein Transaktionsvolumen von über 100,0 Mio. € aufwiesen, bei denen das Zielunternehmen den Sitz in Europa oder Nordamerika hat, die zum Zeitpunkt der Erstellung des Gutachtens bereits vollzogen waren und auf Basis qualitativer Kriterien eine Vergleichbarkeit zur NBG darstellen.
713. Auf Basis ausschließlich öffentlich verfügbarer Informationen ist eine abschließende, fundierte Beurteilung der jeweiligen Transaktionen regelmäßig nicht umfassend möglich. So-

¹⁶⁹ Vgl. Ballwieser/Hachmeister, 2013, S. 218, neben ihrer Kritik auch an Börsenmultiplikatoren.

¹⁷⁰ Zugang der Informationen und Kennzahlen über die Datenbank S&P Global Market Intelligence.

¹⁷¹ Vgl. Kapitel 3.3.

mit könnten die ausgewählten Transaktionen nicht bzw. nur sehr eingeschränkt vergleichbar sein. Insbesondere können gezahlte Prämien oder Abschläge in direktem Zusammenhang mit gewährten Garantien oder sonstigen Verpflichtungen im Rahmen des Kaufvertrags stehen. Trotz dieser Einschränkungen wurden folgende 11 Transaktionen identifiziert und in Abhängigkeit der Datenverfügbarkeit Multiplikatoren daraus abgeleitet.

Tabelle 6-76: Übersicht über die ausgewählten vergleichbaren Transaktionen

Transaktions Details			Finanzkennzahlen (LTM)			Transaktionsmultiplikatoren
Käuferunternehmen	Zielunternehmen	Land	Reingewinnmarge	Eigenkapitalrendite	Eigenkapitalwert	KGV
The Doctors Company	ProAssurance Corporation	United States	4,6%	4,4%	1.307,8	24,8x
Helvetia Patria Holding AG	Baloise Holding AG	Switzerland	6,8%	11,9%	8.332,1	20,2x
Aviva plc	Direct Line Insurance Group plc	United Kingdom	5,2%	9,0%	3.606,5	16,1x
Standard Insurance Company	American Heritage Life Insurance Company	United States	9,0%	n/a	2.000,0	22,7x
AXA Assicurazioni S.p.A.	Nobis Compagnia di Assicurazioni S.p.A.	Italy	n/a	n/a	423,0	13,3x
AXA SA	GACM España SA	Spain	n/a	n/a	310,0	21,3x
Vienna Insurance Group AG	Segments of business of Aegon N.V.	Hungary	n/a	n/a	830,0	18,3x
Poste Vita S.p.A. et al.	Net Insurance S.p.A.	Italy	10,5%	9,4%	156,9	18,7x
Brookfield Asset Management	American National Group, Inc.	United States	19,6%	12,9%	5.110,5	5,8x
Intact Financial Corporation; Tryg A	RSA Insurance Group Plc	United Kingdom	4,8%	7,2%	7.087,4	22,2x
Sampo Oyj et al.	Hastings Group Holdings plc	United Kingdom	11,3%	13,0%	1.661,5	19,3x
Min			3,9%	2,3%	156,9	5,8x
Median			6,8%	9,2%	2.000,0	19,3x
Durchschnitt			8,4%	8,8%	2.882,7	18,4x
Max			19,6%	13,0%	8.332,1	24,8x

Quelle: Capital IQ, ValueTrust Analyse

714. Bei fünf der gezeigten Transaktionen handelte es sich bei dem Zielunternehmen um nicht börsennotierte Gesellschaften. Mangels Börsennotierung sind die Anteile dieser Unternehmen nicht frei handelbar und unterliegen daher im Vergleich zu einem börsennotierten Unternehmen mit ausreichender Liquidität wie der NBG tendenziell einem Liquiditätsabschlag. Zur Herstellung einer besseren Vergleichbarkeit hinsichtlich der Liquidität wurde daher bei den nicht börsennotierten Gesellschaften ein pauschaler Liquiditätsaufschlag i.H.v. 10% auf den impliziten Unternehmenswert vorgenommen.
715. Ausgehend von den zuvor durchgeführten Analysen der Börsenmultiplikatoren wird für die Bewertung mit Transaktionsmultiplikatoren auf die impliziten KGVs abgestellt.
716. Die am Markt beobachtbaren KGV-Multiplikatoren befinden sich in einer Bandbreite von 5,8x bis 24,8x. Demgegenüber befindet sich der Durchschnitt bzw. der Median bei 18,4x bzw. 19,3x für die KGV-Multiplikatoren und damit in etwa im Bereich der oben verwendeten Börsenmultiplikatoren.
717. Analog zum Vorgehen bei den Börsenmultiplikatoren wurde auf die Bandbreite zwischen Durchschnitt und Median aller identifizierten Transaktionen abgestellt. Da das Konzernergebnis des Jahres 2025 deutlich unter dem nachhaltig erwarteten Ergebnissniveau liegt, wurde als Referenzgröße für das KGV nicht das historische Ergebnis, sondern das geplante Konzernergebnis für das Jahr 2026 herangezogen.

Wert des Eigenkapitals auf Basis von Transaktionsmultiplikatoren

718. Basierend auf den beobachteten Multiplikatoren ergibt sich für die NBG die im Folgenden dargestellte Wertbandbreite für den Wert des Eigenkapitals analog zur Ableitung des Werts des Eigenkapitals auf Basis von Transaktionsmultiplikatoren:

Tabelle 6-77: Wertableitung anhand von Transaktionsmultiplikatoren

Transaktionsmultiplikatoren	Multiplikatoren Bandbreite		NBG Bezugsgröße	Wertbandbreite	
	Median	Durchschnitt		Min	Max
KGV	19,3x	18,4x	80,0	1.474,1	1.540,5
Wert des Eigenkapitals (Ø) (in Mio. €)				1.474,1	1.540,5
- Barwert der nicht gedeckten Pensionsverpflichtungen				-92,6	-92,6
- Barwert der IT Kosten (nicht im Plan berücksichtigt)				-99,3	-99,3
Wert des Eigenkapitals nach Anpassungen (Ø) (in Mio. €)				1.282,2	1.348,6
Anzahl Aktien (in Mio.)				11,5	11,5
Wert je Aktie (in €)				111,30	117,07

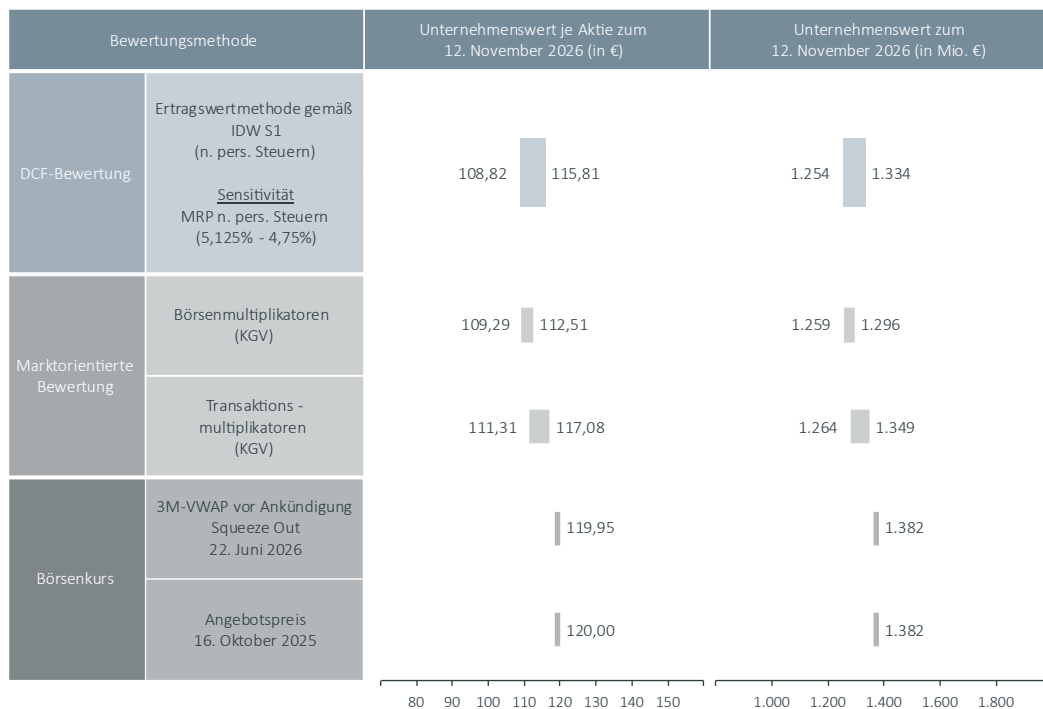
Quelle: Capital IQ, ValueTrust Analyse

719. Zudem sind die im Rahmen der Börsenmultiplikatoren als Sonderwerte berücksichtigten Positionen i.H.v. insgesamt 191,8 Mio. € auch hier angewendet worden.
720. Zum Bewertungsstichtag liegt die Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals nach Anpassungen der Sondereffekte auf Basis der von vergleichbaren Transaktionen abgeleiteten KGV-Multiplikatoren mit der ausgewählten Bandbreite zwischen 1.282,2 Mio. € und 1.348,6 Mio. €
721. Dies entspricht bei einer Aktienanzahl von rd. 11,5 Mio. ausstehenden Aktien einem Wert von 111,30 € bis 117,07 € je NBG-Aktie.

6.16 Fazit zum Wert des Eigenkapitals

722. Die aus den verschiedenen Bewertungsmethoden und -parametern ermittelten Werte des Eigenkapitals der NBG stellen sich zum 12. November 2026 wie folgt dar:

Tabelle 6-78: Eigenkapitalwert der NBG zum 12. November 2026



Quelle: Unternehmensinformationen, ValueTrust Analyse

723. Der Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern (objektivierter Unternehmenswert nach IDW S 1) wird in der Praxis zur Bestimmung der angemessenen Abfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen herangezogen, sofern nicht auf den 3M-VWAP abgestellt werden kann. Dieser ermittelte Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern beträgt zum 12. November 2026 unter Verwendung einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,125% und einer nachhaltigen Wachstumsrate nach persönlichen Steuern für die jeweiligen Bereiche (0,43% für Leben und 0,87% für alle Weiteren) 1.253,6 Mio. € bzw. 108,82 € je Aktie. In der Sensitivätsberechnung beträgt der Wert unter Verwendung einer Marktrisikoprämie von 4,75% nach persönlichen Steuern 1.334,2 Mio. € bzw. 115,81 € je Aktie. Der Ertragswert der NBG beruht auf der von der NBG getroffenen Planungen der jeweiligen Gesellschaften, sowie den in Kapitel 6.13 beschriebenen Sonderwerten.
724. Der ermittelte 3M-VWAP auf Basis der Handelsdaten im Freiverkehr beträgt zum Zeitpunkt der Ankündigung des Squeeze Out am 22. Juni 2026 119,95 € je NBG-Aktie, was einer Marktkapitalisierung von 1.381,8 Mio. € entspricht. Vor dem Hintergrund der rechtlichen Anforderungen und der ökonomischen Betrachtung stellt der 3M VWAP der NBG-Aktie jedoch keine alleinige Grundlage für die Ermittlung des Verkehrswerts der NBG-Aktien und der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG dar. Aufgrund der erkennbaren Reaktion des Börsenkurses auf unternehmensspezifische Ereignisse wird er jedoch nicht nur

als Wertuntergrenze angesetzt, sondern als Referenzgröße in die Gesamtwürdigung der angemessenen Barabfindung einbezogen (vgl. Kapitel 2).

725. Die Werte des Eigenkapitals der NBG wurden zudem anhand der Börsen- und Transaktionsmultiplikator-Methode ermittelt. Die anhand der Börsenmultiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals beträgt 1.259,0 Mio. € bis 1.296,1 Mio. € bzw. 109,29 € bis 112,51 € je Aktie. Die anhand der Transaktionsmultiplikatoren ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals beträgt 1.282,3 Mio. € bis 1.348,7 Mio. € bzw. 111,31 € bis 117,08 € je Aktie. Die ermittelte Bandbreite des Werts des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern liegt knapp außerhalb der Bandbreiten, die sich aus den Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren ergeben.

7 WÜRDIGUNG DER BEWERTUNGSERGEBNISSE

726. Die VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe als Hauptaktionärin der NBG Beteiligungs-AG beabsichtigt, gemäß §327a ff AktG die Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf sie gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung übertragen zu lassen (Squeeze Out). Die Beschlussfassung soll im Rahmen einer außerordentlichen Hauptversammlung der NBG AG am 12. November 2026 erfolgen. Die angemessene Abfindung wird vom Vorstand der VIG festgelegt.
727. Zur Beurteilung des Unternehmenswerts der NBG AG haben wir auftragsgemäß Unternehmenswerte auf Basis der in der Praxis der Unternehmensbewertung und Rechtsprechung weiterer anerkannter Bewertungsmethoden ermittelt. Hiernach haben wir den objektivierten Unternehmenswert nach dem IDW S 1 in der Funktion eines neutralen Gutachters abgeleitet. Entsprechend der einschlägigen Rechtsprechung zur Ermittlung von angemessenen Abfindungen für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen und der angewandten Bewertungsstandards haben wir eine umfassende Plausibilisierung der Unternehmensplanung vorgenommen. Auf dieser Basis haben wir Werte des Eigenkapitals gemäß IDW S 1 ermittelt. Zudem wurden vergleichende Bewertungsverfahren in Form von Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren angewandt sowie der Börsenkurs der NBG AG gemäß höchstrichterlicher Rechtsprechung berücksichtigt.
728. Bei Anwendung einer Marktrisikoprämie von 5,125% nach persönlichen Steuern ergibt sich ein Wert des Eigenkapitals nach persönlichen Steuern der NBG AG i.H.v. 1.253,6 Mio. € bzw. 108,82 € je NBG-Aktie.
729. Bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung für Aktien an einer börsennotierten Gesellschaft kann der Börsenkurs als alleiniger Indikator für den Verkehrswert der Aktie nach höchstrichterlicher Rechtsprechung berücksichtigt werden. Der 3M VWAP im Referenzzeitraum vor Ankündigung am 22. Juni 2026 beträgt 119,95 € je NBG-Aktie. Dies entspricht einem Eigenkapitalwert von 1.381,8 Mio. €.
730. Die VIG hat sich in Kenntnis der Werte dazu entschlossen, die Abfindung auf den Wert von 120,00 € je NBG-Aktie festzulegen. Die Abfindung liegt damit oberhalb des 3M VWAP vor Ankündigung des Squeeze Out und entspricht dem gezahlten Vorerwerbspreis für den Erwerb der NBG-Aktien durch VIG.
731. Besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung im Sinne von § 293a Abs. 1 S. 2 AktG sind nicht aufgetreten.

732. Sollten sich in der Zeit zwischen dem Abschluss unserer Arbeiten am 28. September 2026 und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung der außerordentlichen Hauptversammlung der NBG AG am 12. November 2026 wesentliche Veränderungen ergeben, die sich auf die angemessene Abfindung auswirken, wären diese nachträglich zu berücksichtigen.
733. Wir erstatten dieses Gutachten nach bestem Wissen und Gewissen aufgrund unserer sorgfältigen Analysen sowie unter Bezugnahme auf die uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte.

München und Frankfurt am Main, den 28. September 2026



Prof. Dr. Christian Aders
Senior Managing Director
ValueTrust Financial Advisors
Deutschland GmbH



Benno Jacke
Managing Director
ValueTrust Financial Advisors
Deutschland GmbH

8 ANLAGEN

8.1 Verzeichnis der wesentlichen verwendeten Unterlagen und Informationen

734. Für die Erstellung dieses Gutachtens wurden uns von der NBG AG verschiedene Unterlagen zur Verfügung gestellt:

- Planungsrechnung der Geschäftsjahre 2026 bis 2030 der NBG, NLV, NKV, NAV, NBA, CG, NAM, NVG, COC, EVO
- Planungspräsentationen aus den Aufsichtsratssitzungen der NBG, NLV, NKV, NAV, NBA, NAM, NVG von Dezember 2025
- Planungsrechnung der Geschäftsjahre 2026 bis 2031 der FFPB
- Geschäftsberichte von 2023 bis 2025 der NBG, NLV, NKV, NAV, NBA, CG, NAM, NVG, COC und FFPB
- ORSA-Berichte der NBG AG der Jahre 2023 bis 2025
- Kapitalanlagestrategie und Planungsannahmen für Kapitalanlagen der Jahre 2026 bis 2030
- Informationen zum Prozessablauf der Planungserstellung
- Organigramm der NBG AG vom 30. Juni 2026
- Protokolle der Vorstand- bzw. Aufsichtsratssitzungen für die Jahre 2024 bis 2026 der NBG, NLV, NKV, NAV, NBA, NAM, FFPB
- Unterzeichnete Zusammenschlussvereinbarung zwischen der NBG AG und der VIG vom 16. Oktober 2025

8.2 Ansprechpartner

735. Im Rahmen unserer Tätigkeit standen uns im Wesentlichen folgende Personen als Ansprechpartner seitens der NBG AG zur Verfügung:

- Dr. Peter Ott, Mitglied des Vorstands
- Katja Briones-Schulz, Mitglied des Vorstands
- Andreas Lauth, Leiter Governance
- Stefan Bonauer, Leiter Compliance
- Dr. Andreas Voth, Leiter Recht
- Markus Sturm, Leiter Konzernsteuerung
- Jochen Hagen, Mitglied des Vorstands (Fürst Fugger Privatbank AG)

8.3 Peer Gruppen Darstellung per Bereich

736. Im Folgenden werden die insgesamt 31 identifizierten Peer Gruppen für die jeweiligen Bereiche beschrieben

8.3.1 Peer Group-Übersicht Bereich Leben/Kranken

737. Die nachfolgend beschriebenen Unternehmen weisen ihren Geschäftsschwerpunkt im Lebens- und Krankenversicherungsgeschäft auf und wurden diesem Bereich der Peer Group entsprechend zugeordnet. Ihre jeweilige Geschäftstätigkeit lässt sich im Einzelnen wie folgt knapp zusammenfassen:

Tabelle 8-79: Peer Group-Auswahl Bereich Leben/Kranken

Vergleichsunternehmen	Land	Operative Vergleichbarkeit	Regionale Vergleichbarkeit	Gesamtumsatz	Reingewinnmarge	Eigenkapital	Eigenkapitalrendite
ASR Nederland N.V.	Niederlande	Hoch	Hoch	17.124	3,2%	10.124	5,5%
NN Group N.V.	Niederlande	Sehr hoch	Hoch	14.344	8,3%	21.155	5,6%
Swiss Life Holding AG	Schweiz	Sehr hoch	Sehr hoch	11.711	10,5%	7.479	16,3%
Aviva plc	Großbritannien	Hoch	Hoch	28.677	3,2%	11.089	9,4%
Assicurazioni Generali S.p.A.	Italien	Hoch	Hoch	57.803	7,2%	34.788	12,2%
Storebrand ASA	Norwegen	Hoch	Hoch	59.377	8,5%	33.588	15,4%
AXA SA	Frankreich	Hoch	Hoch	94.691	7,87%	53.157	13,1%

Quelle: Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

ASR Nederland N.V.

738. ASR Nederland N.V. („ASR“) mit Sitz in Utrecht, Niederlande, wurde 1720 als N.V. Maatschappij van Assurantie, Discontering en Beleening der Stad Rotterdam gegründet. Die heutige Konzernstruktur entstand im Jahr 2000 und ist seit 2016 börsennotiert. Das Unternehmen ist sowohl in der Schaden- und Unfallversicherung als auch in der Lebensversicherung tätig und betreibt ergänzend Vermögensverwaltung sowie Vertriebs- und Dienstleistungsaktivitäten. Die Berichterstattung erfolgt in den Segmenten Non-life, Life, Asset Management, Distribution and Services sowie Holding and Other. Das Nichtlebensgeschäft umfasst Sach- und Haftpflichtversicherungen (Kfz, Feuer, Haftpflicht, Rechtsschutz, Reise, Transport), das niederländische Berufsunfähigkeits- und Krankentagegeldgeschäft sowie die Krankenversicherung. Das Lebensgeschäft besteht aus betrieblicher Altersvorsorge, Renten, Risiko- und Sterbegeldversicherungen. Ergänzend bietet ASR Hypothekendarlehen, Immobilien- und Wertpapierfonds sowie Dienstleistungen im Bereich betriebliches Gesundheitsmanagement an. Vom Prämien- und DC-Zufluss in 2025 entfallen rund 57% auf Nichtleben und rund 43% auf Leben. Die Combined Ratio im Nichtlebensgeschäft lag im Jahr 2025 bei 92,2%, die Solvabilitätsquote bei 218%. Geografisch erzielt ASR seine Erträge nahezu ausschließlich in den Niederlanden; das Unternehmen ist der zweitgrößte Versicherer des Landes. Die Integration der 2023 erworbenen niederländischen Aegon-Aktivitäten wurde in Mitte 2026 abgeschlossen. Das Unternehmen beschäftigt 9.718 Mitarbeitende.

Assicurazioni Generali S.p.A.

739. Assicurazioni Generali S.p.A. („Generali“) mit Sitz in Triest, Italien, wurde im Jahr 1831 gegründet und ist ein international tätiger Versicherungs- und Vermögensverwaltungskon-

zern. Das Unternehmen ist in der Lebensversicherung, in der Schaden- und Unfallversicherung sowie im Asset- und Wealth Management tätig. Die Berichterstattung erfolgt in den Segmenten Life, P&C, Asset & Wealth Management sowie Holding and other businesses. Das Lebengeschäft umfasst klassische Sparprodukte, hybride und fondsgebundene Lösungen sowie Protection- und Health-Deckungen. Im Schaden- und Unfallgeschäft bietet Generali Kfz- und Nicht-Kfz-Sparten für Privat-, Gewerbe- und Industriekunden an. Das Asset & Wealth Management umfasst die Vermögensverwaltungsgesellschaften der Gruppe sowie die Banca Generali. Von den gebuchten Bruttoprämien entfallen in 2025 rund 63% auf die Lebensversicherung und rund 37% auf die Schaden- und Unfallversicherung. Geografisch gesehen entfallen rund 31% auf Italien, rund 20% auf Frankreich, rund 16% auf Deutschland, rund 9% auf Asien und der verbleibende Anteil auf übrige europäische Länder. Die Combined Ratio lag bei 92,6% und die Solvabilitätsquote bei 219%. Das Unternehmen beschäftigt über 88.000 Mitarbeitende, arbeitet mit rund 163.000 Vertriebspartnern zusammen und betreut rund 75 Mio. Kunden.

Aviva plc

740. Aviva plc („Aviva“) mit Sitz in London, Vereinigtes Königreich, entstand aus der Fusion von Commercial Union/General Accident und Norwich Union im Jahr 2000. Das Unternehmen ist sowohl in der Schaden- und Unfallversicherung als auch im Bereich Lebensversicherung, sowie im Vorsorge- und Vermögensverwaltungsgeschäft tätig. Das Nichtlebengeschäft umfasst Kfz-, Sach- und Haftpflichtversicherungen für Privat- und Gewerbekunden sowie das über Probitas geführte Lloyd's-Geschäft. Dem Bereich der Lebensversicherung werden Geschäfte der Kategorie long-term business zugeordnet. Mit dieser Aufteilung entfallen im Jahr 2025 rund 64% des Versicherungsumsatzes auf das Nichtlebengeschäft und rund 36% auf das Lebengeschäft. Geografisch stammen rund 83% des Umsatzes aus dem Vereinigten Königreich und Irland und rund 17% aus Kanada. Die Combined Ratio liegt bei 94,6% und die Solvency-II-Quote bei 180%. Aviva betreut rund 25,2 Mio. Kunden, hält daneben Beteiligungen in Indien und China und beschäftigt rund 35.000 Mitarbeitende.

AXA SA

741. AXA SA („AXA“) mit Sitz in Paris, Frankreich, im Jahr 1852 gegründet, ist ein international tätiger Versicherungskonzern und in der Schaden- und Unfallversicherung, in der Lebens- und Krankenversicherung sowie ergänzend im Assistance- und Bankgeschäft tätig. Die Berichterstattung erfolgt in den Segmenten France, Europe, AXA XL, Asia, Africa & EME-LATAM sowie Transversal & Other. Das Nichtlebengeschäft umfasst Kfz-, Sach-, Haftpflicht- und Spezialversicherungen für Privat- und Gewerbekunden sowie das über AXA XL geführte Industrie-, Spezial- und Rückversicherungsgeschäft. Das Lebens- und Krankenversicherungsgeschäft besteht aus Risiko- und Berufsunfähigkeitsdeckungen, fondsgebundenen Produkten sowie der Einzel- und Gruppenkrankenversicherung. Von den gebuchten Bruttoprämien und sonstigen Erträgen entfallen in 2025 rund 50% auf die Schaden- und Unfallversicherung, rund 49% auf die Lebens- und Krankenversicherung und rund 1% auf die Vermögensverwaltung. Geografisch entfallen rund 37% auf das übrige Europa, rund 26% auf Frankreich, rund 17% auf AXA XL und rund 17% auf Asien, Afrika sowie EME-LATAM; der verbleibende Anteil betrifft übergreifende Aktivitäten. Die Combined Ratio lag im Jahr 2025

bei 90,6% (Vorjahr: 91,0%) und die Solvency-II-Quote bei 224% (Vorjahr: 216%). Das Unternehmen ist in 52 Ländern tätig, betreut mehr als 92 Mio. Kunden und beschäftigt rund 156.000 Mitarbeitende.

NN Group N.V.

742. NN Group N.V. („NN Group“) mit Sitz in Den Haag, Niederlande, wurde 1845 gegründet und ist seit dem Börsengang im Jahr 2014 eigenständig notiert. Das Unternehmen ist in der Lebens- und Pensionsversicherung, in der Schaden- und Unfallversicherung sowie im Bankgeschäft tätig und berichtet in den Segmenten Netherlands Life, Netherlands Non-life, Insurance Europe, Japan Life, Banking und Other. Das Lebengeschäft in den Niederlanden umfasst beitragsorientierte und leistungsorientierte betriebliche Altersvorsorge, Renten und individuelle Lebensversicherungen sowie die Pensionsverwaltung über AZL und Be-Frank; das Nichtlebengeschäft besteht aus Berufsunfähigkeits- und Einkommensschutzprodukten sowie Kfz-, Feuer-, Transport- und Haftpflichtversicherungen. Insurance Europe bündelt Lebens-, Nichtleben- und Pensionsaktivitäten in acht weiteren europäischen Märkten, Japan Life das Geschäft mit firmeneigenen Lebensversicherungen für Unternehmer. Über die NN Bank werden Hypotheken, Spar- und Konsumentenkreditprodukte angeboten. Von den gebuchten Bruttoprämien in 2025 entfallen rund 66% auf das Lebensversicherungsgeschäft und rund 34% auf das Nichtlebensversicherungsgeschäft. Nach Regionen entfielen rund 57% der gebuchten Bruttoprämien auf die Niederlande, rund 29% auf das übrige Europa und rund 13% auf Japan. Die Combined Ratio des niederländischen Nichtlebengeschäfts lag bei 92,9% und die Solvency-II-Quote bei 220%. NN Group ist in zehn Ländern tätig, betreut rund 18 Mio. Kunden und beschäftigt rund 16.000 Mitarbeitende.

Storebrand ASA

743. Storebrand ASA („Storebrand“) mit Sitz in Lysaker bei Oslo, Norwegen, wurde im Jahr 1767 gegründet. Das Unternehmen ist in der Lebens- und Pensionsversicherung, in der Schaden- und Unfallversicherung sowie im Asset Management und im Retailbankgeschäft tätig; die Berichterstattung erfolgt in den Segmenten Savings (non-guaranteed), Insurance, Guaranteed pension und Other. Das Segment Savings umfasst beitragsorientierte betriebliche Altersvorsorge, das Vermögensverwaltungsgeschäft sowie Bankprodukte für Privatkunden. Das Segment Insurance bietet Sach- und Unfallversicherungen sowie einjährige Risikoprodukte. Das Segment Guaranteed pension enthält die zins- und leistungsgarantierten Altbestände in Norwegen und Schweden. Vom Gesamtumsatz entfallen in 2025 rund 31% auf die Sach-, Unfall- und Einzellebensversicherung, rund 14% auf die Personenrisikoversicherung mit Gruppenlebens- und Invaliditätsdeckungen, rund 14% auf das garantierte Lebens- und Pensionsgeschäft, rund 12% auf das fondsgebundene Vorsorgegeschäft, rund 21% auf die Vermögensverwaltung, rund 7% auf das Bankgeschäft sowie rund 2% auf sonstige Erträge. Eine Aufteilung der Sach-, Unfall- und Einzellebensversicherung nach Leben und Nichtleben wird nicht veröffentlicht. Geografisch entfallen rund 75% des Umsatzes auf Norwegen und rund 25% auf Schweden. Das Nichtlebens- und das Bankgeschäft werden nahezu ausschließlich in Norwegen betrieben. Die Solvabilitätsquote belief sich auf 194%. Das Unternehmen betreut rund 61.000 Firmenkunden und 2,6 Mio. Privatkunden und beschäftigt rund 2.500 Mitarbeitende.

Swiss Life Holding AG

744. Swiss Life Holding AG („Swiss Life“) mit Sitz in Zürich, Schweiz, wurde im Jahr 1857 als Schweizerische Rentenanstalt gegründet und ist ein international tätiger Anbieter von Lebens- und Vorsorgelösungen sowie Finanzdienstleistungen. Der Geschäftsschwerpunkt liegt in der Lebens- und Vorsorgeversicherung; Nichtlebenaktivitäten bestehen im Wesentlichen im französischen Kranken-, Berufsunfähigkeits- und Sachversicherungsgeschäft. Ergänzend betreibt Swiss Life ein wachsendes gebührenbasiertes Geschäft aus Vermögensverwaltung und eigener Finanzberatung. Das Produktportfolio umfasst berufliche und private Vorsorgelösungen, Kollektiv- und Einzellebensversicherungen, fondsgebundene Sparprodukte, Renten sowie strukturierte Vorsorgelösungen für vermögende Privatkunden und Employee-Benefits-Lösungen für multinationale Unternehmen. Der Vertrieb erfolgt über eigene Außendienste, die konzerneigenen Finanzberatungsgesellschaften Swiss Life Select, Tecis, Horbach, Proventus und Chase de Vere sowie über Makler und Banken. Von den Prämieinnahmen entfallen in 2025 rund 49% auf die Schweiz, rund 36% auf Frankreich, rund 7% auf Deutschland und rund 8% auf andere internationale Tätigkeiten. Die Solvabilitätsquote nach Swiss Solvency Test betrug 210%. Das Unternehmen beschäftigt rund 11.000 Mitarbeitende und verfügt über ein Vertriebsnetz von rund 17.000 Beraterinnen und Beratern.

8.3.2 Peer Group-Übersicht Bereich Schaden/Unfall

745. Die nachfolgend beschriebenen Unternehmen weisen ihren Geschäftsschwerpunkt im Schaden- und Unfallgeschäft auf und wurden diesem Bereich der Peer Group entsprechend zugeordnet. Ihre jeweilige Geschäftstätigkeit lässt sich im Einzelnen wie folgt knapp zusammenfassen:

Tabelle 8-80: Peer Group-Auswahl Bereich Schaden/Unfall

Vergleichsunternehmen	Land	Operative Vergleichbarkeit	Regionale Vergleichbarkeit	Gesamtumsatz	Reingewinnmarge	Eigenkapital	Eigenkapitalrendite	Allgemeine Vergleichbarkeit
Vaudoise Assurances Holding SA	Schweiz	Sehr hoch	Sehr hoch	1.599,3	9,8%	2.655,5	6,0%	●
UNIQA Insurance Group AG	Österreich	Hoch	Hoch	7.556,5	5,6%	3.164,8	13,9%	●
Vienna Insurance Group AG	Österreich	Hoch	Hoch	13.785,5	6,1%	7.331,4	12,0%	●
Unipol Assicurazioni S.p.A.	Italien	Hoch	Hoch	10.972,0	13,5%	10.715,0	14,6%	●
Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA	Polen	Mittel	Mittel	63.322,0	10,6%	72.653,0	9,7%	●
Zurich Insurance Group AG	Schweiz	Mittel	Mittel	73.083,0	9,3%	30.166,0	23,8%	●

Quelle: Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA

746. Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA („PZU“) mit Sitz in Warschau, Polen, ist der führende Versicherungskonzern Polens. Das Unternehmen entwickelt und vertreibt sowohl Schaden- und Unfallversicherungen als auch Lebensversicherungen. Das Produktportfolio umfasst insbesondere Kfz-versicherungen, Sachversicherungen sowie individuelle Schutz- und Anlageprodukte. Darüber hinaus hält das Unternehmen Beteiligungen an Bank Pekao und Alior Bank. Im Jahr 2025 entfallen rund 51% des Umsatzes auf Schaden- und Unfallversicherungen (Bereiche Mass Insurance und Corporate Insurance) und rund 23% auf Lebensversicherungen (Bereiche Life Investment insurance, Group and Individually Continued Insurance, Individual Protective Insurance und Pensions). Rund 26% sind anderen Bereichen

wie beispielsweise Banking zuzuordnen. Die Combined Ratio im Schaden- und Unfallgeschäft lag im Jahr 2025 bei 86,2%; die Solvency-II-Quote betrug 234% auf Gruppenebene. Geografisch erzielt PZU 95% des Umsatzes in Polen. Ergänzend ist der Konzern in den baltischen Staaten und in der Ukraine tätig.

Unipol Assicurazioni S.p.A.

747. Unipol Assicurazioni S.p.A. („Unipol“) mit Sitz in Bologna, Italien, wurde im Jahr 1963 gegründet und ist der führende italienische Schaden- und Unfallversicherer. Die Gesellschaft ist aus der Unipol Gruppo S.p.A. hervorgegangen und firmiert nach der Verschmelzung mit der UnipolSai Assicurazioni S.p.A. unter dem heutigen Namen. Unipol entwickelt und vertreibt insbesondere Schaden- und Unfallversicherungen und darüber hinaus auch Lebensversicherungen. Das Produktportfolio umfasst unter anderem die integrierte Modularpolicy „Unica“, Kfz-versicherungen sowie Gesundheitsprodukte über die spezialisierte Tochtergesellschaft UniSalute. Der Vertrieb erfolgt über eine Agenturvertriebsorganisation sowie über den Bankassurance-Kanal (Arca Vita, Arca Assicurazioni). Ergänzend ist die Gruppe in angrenzenden Dienstleistungsfeldern tätig, darunter Mobilität (UnipolMove, UnipolTech, UnipolRental) und ambulante Gesundheitsversorgung (Santagostino). Rund 55% des Umsatzes in 2025 (direkte Beitragseinnahmen) entfallen auf das Schaden- und Unfallgeschäft und rund 45% auf das Lebensgeschäft. Die Combined Ratio im Schaden- und Unfallgeschäft lag im Jahr 2025 bei 92,9%. Die konsolidierte Solvabilitätsquote betrug 230%. Geografisch erzielt Unipol 99% des Umsatzes in Italien. Außerhalb Italiens ist die Gruppe im Wesentlichen über die serbische Tochtergesellschaft DDOR Novi Sad tätig. Die Gruppe beschäftigt über 13.000 Mitarbeitende und betreut 17,6 Millionen Kunden.

UNIQA Insurance Group AG

748. UNIQA Insurance Group AG („UNIQA“) mit Sitz in Wien, Österreich, wurde 1811 als Salzburger Landes-Versicherung gegründet. Die heutige Gruppe entstand im Jahr 1999 aus dem Zusammenschluss mehrerer österreichischer Versicherer und ist seit 1990 an der Wiener Börse notiert. Als Vollversicherer ist UNIQA in der Schaden- und Unfallversicherung, der Krankenversicherung und der Lebensversicherung tätig. Die Berichterstattung erfolgt im Wesentlichen in den Bereichen UNIQA Österreich, UNIQA International und Rückversicherung. Das Produktportfolio umfasst in der Schaden- und Unfallversicherung insbesondere Kfz-, Haftpflicht- und Eigenheimversicherungen sowie gewerbliche Sach- und Betriebsunterbrechungsdeckungen, in der Krankenversicherung stationäre und ambulante Privatarzt- und Vorsorgeprodukte und in der Lebensversicherung klassische kapitalbildende und fondsgebundene Vorsorgelösungen. Ergänzend baut UNIQA über die Gesundheitsholding Mavie ein Dienstleistungsgeschäft mit Privatkliniken, Ärztezentren, Telemedizin und betrieblicher Gesundheitsvorsorge auf. Der Vertrieb erfolgt über den Exklusivvertrieb, Makler sowie die Bankpartner Raiffeisen, mBank und Addiko. Von den verrechneten Prämien im Jahr 2025 entfallen rund 60% auf die Schaden- und Unfallversicherung, rund 21% auf die Lebensversicherung und rund 19% auf die Krankenversicherung. Geografisch sind rund 58% der Prämien auf Österreich und rund 42% auf Zentral- und Osteuropa zurückzuführen. Die Combined Ratio lag im Jahr 2025 bei 91,7%, und die Solvabilitätsquote bei 275%. UNIQA ist in 14 Ländern tätig, betreut rund 18,2 Mio. Kunden, hält in Österreich

einen Marktanteil von rund 21% und ist dort in der privaten Krankenversicherung mit rund 44% Marktanteil Marktführer. Das Unternehmen beschäftigt durchschnittlich 14.959 Mitarbeiter (FTE).

Vaudoise Assurances Holding SA

749. Vaudoise Assurances Holding SA („Vaudoise“) mit Sitz in Lausanne, Schweiz, wurde im Jahr 1895 gegründet. Das Unternehmen ist schwerpunktmäßig in der Schaden- und Unfallversicherung tätig und betreibt ergänzend ein Lebensversicherungsgeschäft sowie Vermögensverwaltungs- und Dienstleistungsaktivitäten. Das Produktportfolio beinhaltet einerseits Kfz-, Hausrat-, Sach- und Haftpflichtversicherungen sowie Personenversicherungen (Kranken- und Unfallversicherung, insbesondere im Firmenkundengeschäft). Auf der anderen Seite umfasst der Bereich Lebensversicherung Vorsorgelösungen mit periodischen Prämien und Einmalprämien. Über die Tochtergesellschaften Berninvest AG, Vaudoise Asset Management AG, Pittet Associés, Prevanto AG und Ecofin Investment Consulting werden Immobilien- und Vorsorgeberatungsleistungen für Dritte erbracht. Vom Gesamtumsatz entfallen rund 82% auf das Nichtlebensgeschäft, rund 15% auf das Lebensgeschäft und rund 3% auf Erträge aus Dienstleistungen. Bezogen auf das gesamte Prämienvolumen entfallen 48% auf P&C-Versicherungen, 36% auf Personenversicherungen Nichtleben und 16% auf Lebensversicherungen. Geografisch ist das Unternehmen ausschließlich im Schweizer und liechtensteinischen Markt tätig. Die Combined Ratio im Nichtlebensgeschäft lag im Jahr 2025 bei 96,4%. Das Unternehmen beschäftigt über 2.000 Mitarbeitende (FTE).

Vienna Insurance Group AG

750. Vienna Insurance Group AG („VIG“) mit Sitz in Wien, Österreich, geht auf die im Jahr 1824 gegründete „Wechselseitige k.k. privilegierte Brandschaden-Versicherungs-Anstalt“ zurück. Das Unternehmen entwickelt und vertreibt sowohl Schaden- und Unfallversicherungen als auch Lebensversicherungen. Das Produktportfolio umfasst insbesondere Kfz-versicherungen, sonstige Sach- und Unfallversicherungen, Krankenversicherungen sowie kapitalbildende, fondsgebundene und Risiko-Lebensversicherungen; ergänzend betreibt die Gruppe Pensionskassen und übernimmt über die VIG Holding konzerninternes sowie externes Rückversicherungsgeschäft. Die VIG führt mehr als 50 Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen in 30 Ländern unter überwiegend lokalen Marken. Im Jahr 2025 erbrachte das Schaden- und Unfallversicherungsgeschäft rund 75% des Umsatzes und das Lebensversicherungsgeschäft die verbleibenden rund 25%. Die Netto-Combined-Ratio lag im Jahr 2025 bei 90,1%. Die Solvabilitätsquote betrug 296%. Das Unternehmen beschäftigt im Jahresdurchschnitt 2025 33.279 Mitarbeitende und betreut rund 33,3 Millionen Kunden.

Zurich Insurance Group AG

751. Zurich Insurance Group AG („Zurich“) mit Sitz in Zürich, Schweiz, wurde im Jahr 1872 gegründet und ist ein weltweit tätiger Mehrspartenversicherer. Das Unternehmen entwickelt und vertreibt sowohl Schaden- und Unfallversicherungen als auch Lebensversicherungen für Privat- und Industriekunden. Ergänzend erbringt Zurich über Farmers Group, Inc. Verwaltungsdienstleistungen für die US-amerikanischen Farmers Exchanges. Zurich betreut mehr als 82 Millionen Kunden in über 200 Ländern. Rund 54% des Umsatzes entfallen auf

die Schaden- und Unfallversicherung, rund 40% auf die Lebensversicherung und rund 5% auf Dienstleistungen im Farmers-Geschäft. Die Combined Ratio im Schaden- und Unfallgeschäft lag im Jahr 2025 bei 92,6%. Die Solvabilitätsquote nach Swiss Solvency Test betrug 259%. Geografisch ist Zurich in den Berichtsregionen EMEA, Nordamerika, Asien-Pazifik und Lateinamerika tätig; im Schaden- und Unfallgeschäft entfallen die größten Umsatzzanteile auf EMEA und Nordamerika. Das Unternehmen beschäftigt mehr als 65.000 Mitarbeitende und ist weltweit tätig.

8.3.3 Peer Group-Übersicht Bereich Finanzdienstleistungen

Tabelle 8-81: Peer Group-Auswahl Bereich Finanzdienstleistungen

Vergleichsunternehmen	Land	Operative Vergleichbarkeit	Regionale Vergleichbarkeit	Gesamtumsatz	Reingewinnmarge	Eigenkapital	Eigenkapitalrendite
Rathbones Group Plc	Großbritannien	Sehr hoch	Hoch	1.018,7	11,0%	1.352,0	8,3%
DWS Group GmbH & Co. KGaA	Deutschland	Sehr hoch	Sehr hoch	4.593,0	20,2%	7.480,0	12,4%
Brooks Macdonald Group plc	Großbritannien	Sehr hoch	Hoch	111,6	10,4%	154,4	7,6%
EFG International AG	Schweiz	Sehr hoch	Mittel	1.658,3	19,6%	2.389,4	13,6%
Jupiter Fund Management Plc	Großbritannien	Hoch	Hoch	431,0	23,3%	906,1	11,5%
VZ Holding AG	Schweiz	Hoch	Hoch	626,3	37,6%	1.182,9	21,0%
Liontrust Asset Management PLC	Großbritannien	Hoch	Hoch	169,8	9,8%	138,2	10,8%
Vontobel Holding AG	Schweiz	Hoch	Mittel	1.430,4	19,6%	2.478,7	11,9%
Skarbier Holding S.A.	Polen	Hoch	Mittel	70,4	7,4%	180,5	2,9%
Premier Miton Group plc	Großbritannien	Hoch	Hoch	63,3	1,9%	112,5	1,1%
Impax Asset Management Group Plc	Großbritannien	Hoch	Hoch	141,9	14,3%	115,2	16,5%
Banca Generali S.p.A.	Italien	Hoch	Hoch	1.002,3	44,5%	1.581,4	29,3%
Polar Capital Holdings Plc	Großbritannien	Hoch	Hoch	226,1	15,6%	134,4	26,1%
City of London Investment Group Plc	Großbritannien	Sehr hoch	Mittel	73,0	26,9%	152,5	12,9%
Evli Oyj	Finnland	Hoch	Hoch	138,3	26,4%	159,6	23,3%
Record plc	Großbritannien	Sehr hoch	Hoch	40,1	19,1%	27,8	26,9%
Laiqon AG	Deutschland	Hoch	Sehr hoch	34,9	-56,6%	61,5	-27,7%
Titanium Oyj	Finnland	Hoch	Hoch	20,2	26,4%	16,3	31,4%

Quelle: Unternehmensinformationen, Capital IQ, ValueTrust Analyse

Banca Generali S.p.A.

752.
- Banca Generali S.p.A. („Banca Generali“) mit Sitz in Mailand, Italien, wurde 1997 gegründet und zählt zu den führenden italienischen Wealth-Management-Anbietern. Das Unternehmen bietet vermögenden und affluenten Privatkunden Vermögensverwaltungs-, Beratungs- und Bankdienstleistungen an und vertreibt seine Produkte über ein landesweites Netzwerk von Finanzberatern. Die Berichterstattung erfolgt in den Segmenten Private Banking und Senior Partner. Die verwalteten Kundenvermögen beliefen sich zum Jahresende 2025 auf insgesamt 113,5 Mrd. €. Banca Generali ist eine Tochtergesellschaft der Assicurazioni Generali S.p.A.

Brooks Macdonald Group plc

753.
- Brooks Macdonald Group plc („Brooks Macdonald“) mit Sitz in London, Vereinigtes Königreich, wurde 1991 gegründet und ist ein auf den britischen Markt fokussierter Vermögensverwalter. Das Unternehmen bietet vermögenden Privatkunden, Stiftungen, Pensionsfonds und Trusts Vermögensverwaltungs- und Finanzplanungsdienstleistungen an. Die Geschäftstätigkeit gliedert sich in die Bereiche Investment Management und Financial Planning. Der Vertrieb erfolgt überwiegend über unabhängige Finanzberater sowie eigene Finanzplanungsteams. Im Geschäftsjahr 2025 veräußerte Brooks Macdonald sein internatio-

nales Geschäft und stärkte die Position im britischen Heimatmarkt durch mehrere Akquisitionen im Finanzplanungsbereich. Die Funds under Management and Advice (FUMA) beliefen sich zum 30. Juni 2025 auf 19,2 Mrd. £.

EFG International AG

754. EFG International AG („EFG“) mit Sitz in Zürich, Schweiz, wurde 1995 gegründet und ist eine international tätige Private-Banking- und Vermögensverwaltungsgruppe. Das Unternehmen bietet vermögenden Privatkunden und Unternehmerfamilien Vermögensverwaltungs-, Anlageberatungs-, Kredit- und Wealth-Planning-Dienstleistungen an. Die Geschäftstätigkeit wird über fünf regionale Geschäftseinheiten gesteuert. Die verwalteten Kundenvermögen beliefen sich zum Jahresende 2025 auf mehr als 185 Mrd. CHF. Die Gruppe ist an über 40 Standorten weltweit vertreten und verfügt über eine starke Präsenz in Europa, Asien, dem Mittleren Osten sowie Nord- und Südamerika.

Rathbones Group plc

755. Rathbones Group plc („Rathbones“) mit Sitz in London, Vereinigtes Königreich, geht auf das Jahr 1742 zurück und zählt zu den führenden britischen Vermögensverwaltern. Das Unternehmen erbringt Vermögensverwaltungs-, Finanzplanungs- und Anlageberatungsdienstleistungen für Privatkunden, Familien, Stiftungen und professionelle Partner. Die Berichterstattung erfolgt in den Segmenten Wealth Management und Asset Management. Nach der Übernahme von Investec Wealth & Investment zählt Rathbones zu den größten unabhängigen Vermögensverwaltern im Vereinigten Königreich. Die Funds under Management and Administration (FUMA) beliefen sich zum Jahresende 2025 auf 115,6 Mrd. £. Der Geschäftsschwerpunkt liegt im Vereinigten Königreich und auf den Kanalinseln.

Vontobel Holding AG

756. Vontobel Holding AG („Vontobel“) mit Sitz in Zürich, Schweiz, wurde 1924 gegründet und zählt zu den führenden Schweizer Vermögensverwaltern. Das Unternehmen bietet Vermögensverwaltungs-, Anlageberatungs- und Asset-Management-Dienstleistungen für vermögende Privatkunden, institutionelle Investoren und Intermediäre an. Die Berichterstattung erfolgt in den Segmenten Private Clients und Institutional Clients. Ergänzend verfügt die Gruppe über eine starke Marktposition bei strukturierten Anlageprodukten. Die Kundenvermögen beliefen sich zum Jahresende 2025 auf insgesamt 318,0 Mrd. CHF, davon 240,7 Mrd. CHF AuM. Die Gruppe ist in Europa, Nordamerika und Asien tätig.

VZ Holding AG

757. VZ Holding AG („VZ“) mit Sitz in Zug, Schweiz, wurde 1992 gegründet und bietet Finanzdienstleistungen für Privatkunden sowie Firmenkunden im Bereich Vorsorge und Versicherungen an. Das Unternehmen kombiniert Finanzplanung, Vermögensverwaltung, Bankdienstleistungen, Versicherungsberatung sowie Hypothekenvermittlung in einem integrierten Geschäftsmodell. Der geografische Schwerpunkt liegt in der Schweiz, ergänzt um Aktivitäten in Deutschland und dem Vereinigten Königreich. Die verwalteten Kundenvermögen beliefen sich zum Jahresende 2025 auf 61,8 Mrd. CHF bei rund 94.000 Kunden.

Evli Oyj

758. Evli Oyj („Evli“) mit Sitz in Helsinki, Finnland, wurde 1985 gegründet und ist ein auf Vermögensverwaltung, Wealth Management und Investment Banking spezialisierter Finanzdienstleister. Das Unternehmen bietet institutionellen Investoren, vermögenden Privatkunden und Unternehmenskunden Dienstleistungen in den Bereichen Asset Management, Wealth Management, Corporate Finance sowie Kapitalmarktservices an. Der geografische Schwerpunkt liegt in Finnland und Schweden, ergänzt durch Aktivitäten in weiteren europäischen Märkten. Zudem verfolgt Evli eine langfristig ausgerichtete Anlagestrategie mit Fokus auf nachhaltige und verantwortungsbewusste Investments. Die verwalteten Kundenvermögen beliefen sich zum Jahresende 2025 auf insgesamt 21,4 Mrd. €.

Laiqon AG

759. Laiqon AG („Laiqon“) mit Sitz in Hamburg, Deutschland, wurde 1995 gegründet und ist ein auf Asset Management, Wealth Management und digitale Anlagelösungen spezialisierter Finanzdienstleister. Das Unternehmen entwickelt, strukturiert und vertreibt Investmentprodukte für private und institutionelle Investoren und bietet zudem individuelle Vermögensverwaltungs- und Beratungsleistungen an. Darüber hinaus setzt das Unternehmen künstliche Intelligenz für digitale Anlagelösungen ein. Die verwalteten Kundenvermögen beliefen sich zum Jahresende 2025 auf 10,0 Mrd. €. Laiqon verfügt über Standorte in Hamburg, Frankfurt, München und Berlin.

Record plc

760. Record plc („Record“) mit Sitz in Windsor, Vereinigtes Königreich, wurde 1983 gegründet und ist ein auf Währungsmanagement und Anlagelösungen spezialisierter Vermögensverwalter. Das Unternehmen bietet insbesondere institutionellen Investoren Dienstleistungen im Bereich Währungsabsicherung, Währungsoverlay-Strategien, Investment Advisory und Asset Management an. Die Geschäftstätigkeit konzentriert sich auf die Entwicklung individueller Lösungen zur Steuerung von Währungs- und Anlagerisiken für Pensionsfonds, Stiftungen und andere institutionelle Anleger. Record ist international tätig und verfügt über eine Präsenz unter anderem in London, Zürich, Frankfurt, Amsterdam und New York. Die verwalteten Kundenvermögen beliefen sich zum 31. März 2025 auf 100,9 Mrd. \$.

Skarbiec Holding S.A.

761. Skarbiec Holding S.A. („Skarbiec“) mit Sitz in Warschau, Polen, wurde 1997 gegründet und ist eine auf den polnischen Markt fokussierte Asset-Management-Gruppe. Das Unternehmen ist auf die Auflage und Verwaltung von Investmentfonds spezialisiert und bietet die Verwaltung von offenen, spezialisierten offenen sowie geschlossenen Fonds an. Darüber hinaus erbringt Skarbiec Portfoliomanagement-Dienstleistungen für Finanzinstrumente im Auftrag von Privatkunden und institutionellen Investoren sowie weitere Asset-Management-Dienstleistungen. Der geografische Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt in Polen.

Titanium Oyj

762. Titanium Oyj („Titanium“) mit Sitz in Helsinki, Finnland, wurde 2009 gegründet und ist ein Anbieter von Investment- und Vermögensverwaltungsdienstleistungen. Das Unternehmen bietet Anlagelösungen in den Bereichen Fondsmanagement, Vermögensverwaltung, Anlageberatung, Wertpapiervermittlung sowie fondsgebundene Versicherungslösungen an. Darüber hinaus erbringt Titanium Vermögensverwaltungsdienstleistungen für Privatkunden, Unternehmen und institutionelle Investoren. Der geografische Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt in Finnland, wo das Unternehmen Privat-, Unternehmens- und institutionelle Kunden bedient. Die von Titanium betreuten Vermögenswerte beliefen sich zum Jahresende 2025 auf rund 1,5 Mrd. €.

DWS Group GmbH & Co. KGaA

763. DWS Group GmbH & Co. KGaA („DWS“) mit Sitz in Frankfurt am Main, Deutschland, ist einer der führenden europäischen Vermögensverwalter. Das Unternehmen bietet privaten und institutionellen Investoren Asset-Management-Lösungen über ein breites Spektrum an Anlageklassen hinweg, darunter Aktien, Anleihen, Geldmarktprodukte, Immobilien, Infrastruktur und Private Equity. Ergänzend verfügt DWS über ein umfassendes Angebot nachhaltiger Anlagelösungen. Die Geschäftstätigkeit ist international ausgerichtet und verfügt über eine starke internationale Präsenz mit Niederlassungen in Europa, Nord- und Südamerika sowie Asien-Pazifik. Die Assets under Management beliefen sich zum Jahresende 2025 auf 1.085 Mrd. €.

Jupiter Fund Management plc

764. Jupiter Fund Management plc („Jupiter“) mit Sitz in London, Vereinigtes Königreich, wurde 1985 gegründet und ist ein unabhängiger Vermögensverwalter. Das Unternehmen bietet privaten und institutionellen Investoren ein breites Spektrum aktiver Investmentlösungen an. Die Anlagestrategien umfassen insbesondere Aktien-, Renten-, Multi-Asset- und alternative Investments mit Schwerpunkt auf Großbritannien, Europa und internationalen Märkten. Jupiter ist international tätig, wobei das Vereinigte Königreich weiterhin den wichtigsten Markt darstellt. Die verwalteten Kundenvermögen beliefen sich zum Jahresende 2025 auf 54,0 Mrd. £.

Liontrust Asset Management plc

765. Liontrust Asset Management plc („Liontrust“) mit Sitz in London, Vereinigtes Königreich, wurde 1994 gegründet und ist ein unabhängiger Vermögensverwalter. Das Unternehmen bietet Anlageprodukte in den Bereichen Aktien, Anleihen und Multi-Asset-Lösungen an und verwaltet eine breite Palette von Investmentfonds für Privatkunden, institutionelle Investoren und Vertriebspartner. Die Anlagestrategien umfassen insbesondere globale Aktien- und Multi-Asset-Märkte. Liontrust verfolgt einen aktiven Investmentansatz und zählt zu den etablierten Asset-Managern im Vereinigten Königreich. Der geografische Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt im Vereinigten Königreich, ergänzt durch den Vertrieb von Anlageprodukten in weiteren internationalen Märkten. Die Assets under Management and Advice beliefen sich zum 31. März 2026 auf 19,6 Mrd. £.

Polar Capital Holdings plc

766. Polar Capital Holdings plc („Polar Capital“) mit Sitz in London, Vereinigtes Königreich, wurde im Jahr 2001 gegründet und ist ein unabhängiger Vermögensverwalter mit Fokus auf aktive Anlagestrategien. Das Unternehmen bietet institutionellen und professionellen Investoren eine breite Palette von Investmentlösungen und verwaltet Aktien-, Multi-Asset- und Hedgefonds. Der Anlageschwerpunkt liegt auf internationalen Aktienmärkten, insbesondere in den Bereichen Technologie, Gesundheitswesen und Finanzdienstleistungen. Polar Capital verfolgt einen spezialisierten Boutique-Ansatz mit unabhängigen Investmentteams und verfügt neben dem Heimatmarkt über internationale Niederlassungen in Europa, Nordamerika und Asien. Die verwalteten Kundenvermögen beliefen sich zum 31. März 2026 auf 30,6 Mrd. £.

Premier Miton Group plc

767. Premier Miton Group plc („Premier Miton“) mit Sitz in Surrey, Vereinigtes Königreich, entstand 2019 durch die Fusion der Unternehmen Premier Asset Management Group plc und Miton Group plc. Premier Miton ist ein unabhängiger Vermögensverwalter. Das Unternehmen bietet aktiv gemanagte Anlagelösungen für Privatkunden, institutionelle Investoren und Vertriebspartner an. Die Investmentstrategien umfassen insbesondere Aktien- und Rentenanlagen in internationalen Kapitalmärkten. Premier Miton verwaltet eine breite Palette von Publikumsfonds und verfolgt einen fokussierten aktiven Investmentansatz über verschiedene Anlageklassen hinweg. Der geografische Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt im Vereinigten Königreich. Die verwalteten Kundenvermögen beliefen sich zum 30. September 2025 auf 10,3 Mrd. £.

Impax Asset Management Group plc

768. Impax Asset Management Group plc („Impax“) mit Sitz in London, Vereinigtes Königreich, wurde 1998 gegründet und ist ein auf nachhaltige Kapitalanlagen spezialisierter Vermögensverwalter. Das Unternehmen bietet institutionellen und privaten Investoren Investmentlösungen mit Fokus auf Umweltmärkte und den Übergang zu einer nachhaltigeren Wirtschaft. Die Anlageschwerpunkte liegen insbesondere in den Bereichen erneuerbare Energien, Wasser, Ressourceneffizienz und Abfallwirtschaft. Impax verwaltet eine Vielzahl von Fonds und individuellen Mandaten für institutionelle sowie private Kunden. Der geografische Schwerpunkt liegt im Vereinigten Königreich, wobei das Unternehmen international investiert. Die verwalteten Vermögen beliefen sich zum 30. September 2025 auf 26,1 Mrd. £.

City of London Investment Group plc

769. City of London Investment Group plc („CLIG“) mit Sitz in London, Vereinigtes Königreich, wurde 1991 gegründet und ist ein auf internationale Aktienstrategien spezialisierter Vermögensverwalter. Das Unternehmen bietet institutionellen und professionellen Investoren aktiv verwaltete Anlageportfolios mit Schwerpunkt auf Schwellenländern, internationalen Aktienmärkten sowie Listed Private Equity und Opportunistic-Value-Strategien an. Der Investmentansatz basiert auf fundamentaler Unternehmensanalyse und eigenem Research. Neben dem Geschäft mit institutionellen Kunden verfügt die Gruppe über eine bedeutende

Präsenz im US-amerikanischen Wealth-Management-Markt. Die verwalteten Kundenvermögen beliefen sich zum 30. Juni 2025 auf 10,8 Mrd. \$. Der geografische Schwerpunkt liegt in den USA, Europa und Asien.

8.4 Mitteilungsübersicht

770. Die in der folgenden Übersicht aufgeführten Mitteilungen (Nummern 1–22) basieren auf einer Auswertung öffentlich zugänglicher Veröffentlichungen der NBG AG. Die in der Spalte „Ziffer“ enthaltenen Angaben verweisen auf die Textziffern der Börsenkursanalyse, in denen die jeweilige Mitteilung hervorgehoben wird. Die Zuordnung erfolgte unter Berücksichtigung von Veröffentlichungen auf der Unternehmenswebsite, Ad-hoc-Meldungen nach Art. 17 MAR sowie Daten aus S&P Capital IQ.

Tabelle 8-82: Mitteilungsübersicht

Nr.	Art	Datum	Inhalt	Ziffer
1	Pressemitteilung	21.09.2023	Änderung im Vorstand	
2	Ad-hoc-Mitteilung	06.11.2023	Anpassung Prognose Konzernergebnis 2023 auf rd. 45 Mio. €	1
3	Pressemitteilung	24.01.2024	Vorstandssprecher-Wechsel bei der NAV	
4	Pressemitteilung	14.05.2024	Hauptversammlung 2024	
5	Pressemitteilung	10.06.2024	Verkauf des Pensionsfonds an Metzler	
6	Pressemitteilung	01.07.2024	Neue Vorstandssprecherin der NAV	
7	Ad-hoc-Mitteilung	26.07.2024	Anpassung Prognose 2024 auf ausgeglichenes Konzernergebnis	3
8	Pressemitteilung	24.09.2024	Änderung im Vorstand	
9	Pressemitteilung	31.10.2024	Änderung im Aufsichtsrat	
10	Ad-hoc-Mitteilung	21.11.2024	Anpassung Prognose 2024 auf -65 bis -85 Mio. €, Stärkung Eigenkapital und Reserven der NAV, Einschränkung der Dividendenkontinuität möglich	4
11	Ad-hoc-Mitteilung	07.02.2025	Dividendenvorschlag für das Geschäftsjahr 2024 von 0,14 € je Aktie	5
12	Pressemitteilung	07.04.2025	Ergebnis 2024; „Fokus auf Ertrag“	
13	Ad-hoc-Mitteilung	14.05.2025	Ergebnisoffene Prüfung der Unternehmensstrategie (Hauptversammlung)	6
14	Ad-hoc-Mitteilung	08.08.2025	Gespräche mit mehreren Interessenten, Due Diligence und Absichtserklärung mit der VIG	7
15	Pressemitteilung	26.08.2025	Änderung im Vorstand	
16	Ad-hoc-Mitteilung	13.10.2025	Stand der exklusiven Verhandlungen mit der VIG, unverbindlicher Angebotspreis von 115,00 € je Aktie	7
17	Ad-hoc-Mitteilung	16.10.2025	Zusammenschlussvereinbarung mit der VIG, Ankündigung freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot zu 120,00 € je Aktie	8
18	Pressemitteilung	23.10.2025	Fitch setzt Ratings der NÜRNBERGER auf „Rating Watch Positive“	
19	Ad-hoc-Mitteilung	24.03.2026	Vorläufiges Konzernergebnis 2025 von rd. 46,8 Mio. €	9
20	Pressemitteilung	18.05.2026	Vollzug des Erwerbsangebots	10
21	Pressemitteilung	02.06.2026	Hauptversammlung 2026	
22	Ad-hoc-Mitteilung	22.06.2026	Übertragungsverlangen der VIG (Squeeze Out gemäß § 327a AktG)	11

Quelle: Unternehmensinformationen, Capital IQ

Anlage 8

Gewährleistungserklärung der Deutsche Bank AG vom 28. September 2026



Deutsche Bank AG

Corporate Bank
Trade Flow Advisory & Services
Promenadeplatz 15
D-80333 München

An die
Minderheitsaktionäre der
NÜRNBERGER Beteiligungs-AG
z.H. des Vorstands der
NÜRNBERGER Beteiligungs-AG
Ostendstraße 100
90334 Nürnberg

Team Sued
Telefon: +498923903090
SWIFT: DEUTDEMM
E-Mail: trade-flow.sued-mitte@db.com

28. September 2026

Gewährleistungserklärung Nr. 220BGI2601433 nach § 327 b Abs. 3 AktG

Die VIENNA INSURANCE GROUP AG Wiener Versicherung Gruppe mit Sitz in Wien, Österreich, eingetragen beim Handelsgericht Wien unter FN 75687 f ("**Hauptaktionärin**"), hat uns davon unterrichtet, dass

- sie per 25. September 2026 (unmittelbar und mittelbar) 11.437.833 der insgesamt 11.520.000 auf den Namen lautenden Stückaktien ("**Anteil**") der NÜRNBERGER Beteiligungs-AG mit Sitz in Nürnberg, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Nürnberg unter HRB 66 ("**Aktiengesellschaft**") hält;
- davon 9.267.072 Aktien unmittelbar durch die Hauptaktionärin und 2.170.761 Aktien mittelbar über die Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH mit Sitz in Nürnberg, Deutschland, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Nürnberg unter HRB 20457, gehalten werden;
- die Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH eine unmittelbare, hundertprozentige Tochtergesellschaft der Hauptaktionärin ist, sodass ihr die von der Neue SEBA Beteiligungsgesellschaft mbH gehaltenen Aktien gemäß § 327a Abs. 2 i.V.m. §§ 16 Abs. 4, 17 Abs. 2 AktG zugerechnet werden;
- die Hauptaktionärin damit rund 99,29 vom Hundert am Grundkapital der Aktiengesellschaft hält und ihr Anteil somit den in § 327a Abs. 1 AktG genannten Schwellenwert von 95 vom Hundert überschreitet;
- die auf ihr Verlangen einzuberufende Hauptversammlung der Aktiengesellschaft die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre ("**Minderheitsaktionäre**") der Aktiengesellschaft auf die Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung in Höhe von EUR 120,00 je Aktie beschließen soll.

Deutsche Bank AG

Seite 1 von 2 Seiten


Andrea Killer


R. Schmidt

**Gewährleistungserklärung Nr. 220BGI2601433 nach § 327 b Abs. 3 AktG**

Dies vorausgeschickt, übernehmen wir als ein im Geltungsbereich des Aktiengesetzes zum Geschäftsbetrieb befugtes Kreditinstitut im Sinne von § 327 b Abs. 3 AktG unbedingt und unwiderruflich

- (1) die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin gegenüber jedem Minderheitsaktionär, diesem nach Eintragung des auf der bevorstehenden Hauptversammlung zur Beschlussfassung vorgesehenen Übertragungsbeschlusses unverzüglich die festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 120,00 für jede seiner auf die Hauptaktionärin übergegangenen Aktien zu zahlen; und
- (2) die Gewährleistung für die Erfüllung der Verpflichtung der Hauptaktionärin gegenüber jedem Minderheitsaktionär, Zinsen gemäß § 327b Abs. 2 AktG auf die vorgenannte Barabfindung von der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Aktiengesellschaft an in Höhe von jährlich 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz gemäß § 247 BGB zu zahlen.

Soweit über die Aktien der Minderheitsaktionäre Aktienurkunden ausgegeben sind, die bis zur Aushändigung an die Hauptaktionärin den Abfindungsanspruch verbriefen, erfolgt die Zahlung nur Zug um Zug gegen Aushändigung der jeweiligen Aktienurkunden bzw. Übertragung der Rechte an einer Globalurkunde.

Diese Gewährleistungserklärung gemäß § 327b Abs. 3 AktG erfolgt im Wege eines echten Vertrags zugunsten Dritter (§ 328 Abs. 1 BGB), sodass jedem Minderheitsaktionär der Aktiengesellschaft ein unmittelbarer und unaufhebbarer Zahlungsanspruch gegenüber uns zusteht. Einwendungen und Einreden aus unserem Verhältnis zur Hauptaktionärin sind im Verhältnis zu jedem Minderheitsaktionär ausgeschlossen.

Diese Gewährleistungserklärung im Sinne von § 327b Abs. 3 AktG unterliegt deutschem Recht.

Deutsche Bank AG


Andrea Killer


R. Schmidt

Anlage 9

Entwurf des von der Hauptversammlung der
NÜRNBERGER Beteiligungs-AG zu fassenden Übertragungsbeschlusses

Entwurf des Übertragungsbeschlusses

„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.“