

Aktenzeichen: 3-08 O 99/02

Es wird gebeten, bei allen Eingaben das vorstehende Aktenzeichen anzugeben



Beschluss



dem Spruchverfahren

hat das Landgericht Frankfurt am Main -8. Kammer für Handelssachen-  
durch Vorsitzenden Richter am Landgericht  
und die Handelsrichter und

am 18. 09. 2013 für Recht erkannt:

Die Anträge auf Bestimmung einer angemessenen Barabfindung gem. § 327 f Abs. 1 Satz 2 AktG anlässlich der Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der Dresdner Bank AG auf die Antragsgegnerin zu 2) werden zurückgewiesen.

Die Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre sowie der notwendigen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller mit Ausnahme der Antragsteller zu 1., 6., 17. und 18., die ihre außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen haben, hat die Antragsgegnerin zu 2. zu tragen.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten wird auf 200.000,00 EUR festgesetzt.

Die Vergütung für den Vertreter der außenstehenden Aktionäre,  
wird für den ersten Rechtszug auf 6.500,00 EUR  
einschließlich Mehrwertsteuer festgesetzt.

### **Gründe:**

Das Grundkapital der Dresdner Bank AG war am 4. 4. 2002 in 575.579.327 Namensaktien eingeteilt, wovon die Antragsgegnerin zu 2. unmittelbar oder über von ihr abhängige Gesellschaften 549.957.827 Aktien hielt (Seite 46 des Übertragungsberichts vom 4. 4. 2002), was einer Beteiligung von 95,55 % entsprach. Die restlichen Aktien befanden sich im Streubesitz.

Die Antragsgegnerin gab am 7. 2. 2002 eine Ad – hoc – Meldung heraus, der zufolge sie ein Verlangen an die Dresdner Bank AG richtete, ein Verfahren zur Übertragung der von den Minderheitsaktionären der Dresdner Bank AG

gehaltenen Aktien auf die Antragsgegnerin zu 2. gegen Zahlung einer angemessenen Barabfindung durchzuführen.

Im Übertragungsbericht vom 4. 4. 2002 wurde nach Einholung eines Bewertungsgutachtens der

nach der

Ertragswertmethode eine Unternehmenswert der Dresdner Bank AG zum 24. 5. 2002 von 29.760 Mio EUR ermittelt (Seite 89 des Übertragungsberichts) und daraus eine angemessene Barabfindung von 51,48 EUR je Aktie errechnet (Seite 90 des Übertragungsberichts).

Mit Beschluss des Landgerichts Frankfurt vom 5. 2. 2002 wurde

zur sachverständigen Prüferin

gemäß § 327 Abs. 2 Satz 2 AktG bestellt. Wegen deren Prüfungsergebnisse wird auf den Bericht über die Angemessenheit der Barabfindung vom 4. 4. 2002 verwiesen.

Die Hauptversammlung der der Dresdner Bank AG beschloss am 24. 5. 2002, die sich im Streubesitz befindlichen Aktien auf die Antragsgegnerin zu 2. gegen Zahlung einer angemessenen Barabfindung von 51,50 EUR je Aktie zu übertragen. Im Zeitpunkt der Beschlussfassung hielt die Antragsgegnerin 95,14 % des Grundkapitals der Dresdner Bank AG (549.957.827 Aktien des in 578.088.567 Aktien eingeteilten Grundkapitals).

Die Antragsgegnerin zu 2. übertrug zum 12. 01. 2009 alle Anteile an der Dresdner Bank AG auf der nunmehrigen Antragsgegnerin zu 1., zum Preis von 5.124 Mio EUR. Die Dresdner Bank AG wurde auf die Antragsgegnerin zu 1. verschmolzen.

Die Kammer hat aufgrund der Beschlüsse vom 29. 03. 2006 (Bl. 809-815 d. A.), 14. 06. 2006 (Bl. 882 d. A.) und 27. 10. 2010 (Bl. 1175/1176 d. A.) Beweis durch Einholung schriftlicher Sachverständigengutachten erhoben. Wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird auf das schriftliche Gutachten des

Sachverständigen vom 17. 12. 2009 (im Folgenden: Gutachten) und dessen Ergänzungsgutachten vom 30. 09. 2011 (im Folgenden: Ergänzungsgutachten) verwiesen.

Die Anträge sind mit Ausnahme der Anträge der Antragsteller zu 1., 6., 17. und 18. zulässig. Denn letztere Antragsteller waren unstreitig nicht als Aktionäre der Dresdner Bank AG im Aktionärsregister eingetragen.

Die zulässigen Anträge sind jedoch unbegründet.

Denn die angebotene Barabfindung von 51,50 EUR je Aktie ist angemessen im Sinne von § 327 a Abs. 1 AktG.

Eine angebotene Barabfindung ist angemessen, wenn sie dem Verkehrswert entspricht. Soweit die Angemessenheit der Barabfindung im Spruchverfahren überprüft wird, bedeutet dies jedoch nicht, dass jede Abweichung des vom Gericht errechneten Ergebnisses von der angebotenen Barabfindung automatisch zur Unangemessenheit führt, wenn das rechnerische Ergebnis über der angebotenen Barabfindung liegt. Denn das rechnerische Ergebnis nach Anwendung der Ertragswertmethode ist nicht mit dem Verkehrswert gleichzusetzen, sondern bietet lediglich einen Anhaltspunkt für dessen Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO. Im Rahmen dieser Schätzung hat das Gericht alle Umstände des Einzelfalles zu würdigen (OLG Stuttgart AG 2011, 795, 800 und 2012, 135, 139).

Dies bedeutet, dass der von der Kammer ausgehend von der Unternehmensbewertung im Übertragungsbericht vom 04. 04. 2002, deren Angemessenheit nach § 327 c Abs. 2 Satz 2 AktG durch  
überprüft wurde, und der Überprüfung der Einwendungen der Antragsteller und des Vertreters der außenstehenden Aktionäre durch den gerichtlich bestellten Sachverständigen  
in seinen Gutachten vom 17. 12. 2009 und 30. 09. 2011 zum Stichtag 24. 05. 2002 ermittelte Unternehmenswert von 31.4678,36 Mio EUR, was einer rechnerischen Barabfindung von 54,43 EUR entspricht, nicht mit dem

Verkehrswert der übertragenen Aktien gleichzusetzen ist, sondern zusätzlich noch im Rahmen des § 287 Abs. 2 ZPO zu würdigen ist, ob die rechnerische Abweichung von 5,7 % zu einer Unangemessenheit der angebotenen Barabfindung von 51,50 EUR führt. Dies wird von der Kammer aufgrund einer Würdigung aller Umstände des Einzelfalls verneint.

Die Kammer geht in ständiger Rechtsprechung davon aus, dass die Funktion eines Spruchverfahrens ist, die bereits erfolgte Unternehmensbewertung aufgrund schlüssiger Einwendungen auf ihre Plausibilität hin (Oberlandesgericht Düsseldorf AG 2003, 329 Tz. 85) unter Anwendung des § 287 Absatz 2 ZPO (BGH WM 2001, 856, 859; BayObLG ZIP 2000, 858 f., AG 2006, 41; OLG Stuttgart AG 2008, 783, 784, 2011, 420, 423 und 560; OLG Karlsruhe AG 2009, 47 ff.) zu überprüfen.

Dies ergibt sich zum einen daraus, dass es sich bei dem Spruchverfahren um ein echtes Streitverfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit handelt (OLG Düsseldorf AG 2000, 421, 423). In einem solchen echten Streitverfahren endet die Amtsermittlungspflicht dort, wo es die Verfahrensbeteiligten in der Hand haben, die notwendigen Erklärungen abzugeben, um eine ihren Interessen entsprechende Entscheidung herbeizuführen. Deshalb obliegt den Antragstellern eine Darlegungslast für solche Umstände, die eine höhere Bemessung der Barabfindung möglich erscheinen lassen. Tun sie das nicht, ist auch das Gericht nicht verpflichtet, weitere Nachforschungen anzustellen, wenn hierzu keine Anhaltspunkte gegeben sind. Vielmehr kann das Gericht - ohne seine Aufklärungspflicht zu verletzen - davon ausgehen, dass die Beteiligten die für sie günstigen Umstände von sich aus vortragen und bei unbestrittenem Sachvortrag von Amtsermittlungen absehen.

Zum anderen ist dies auch die Auffassung des Gesetzgebers, wie sie in § 4 Absatz 2 Nr. 4 SpruchG zum Ausdruck kommt. Zwar findet dieses Gesetz vorliegend keine Anwendung. Aber deren Verfahrensgrundsätze können entsprechend herangezogen werden.

Die Kammer geht des Weiteren davon aus, dass die nach § 327 c Abs. 2 Satz 2 AktG geprüfte Unternehmensbewertung im Übertragungsbericht eine ausreichende Grundlage darstellt, den Unternehmenswert nach § 287 Absatz 2 ZPO zu schätzen. Denn die Unternehmensbewertung erfolgte aufgrund der vom Bundesverfassungsgericht (ZIP 1999, 1436, 1441) gebilligten und in der Praxis anerkannten Ertragswertmethode (OLG Stuttgart AG, 2011, 560, 561).

Der mit Hilfe der Ertragswertmethode im Übertragungsbericht ermittelte und  
überprüfte

Unternehmenswert ist deshalb lediglich einer Plausibilitäts- und Rechtskontrolle zu unterziehen (OLG Düsseldorf AG 2003, 329 Tz. 85) und nicht einer Richtigkeitskontrolle (OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514). Denn ein errechneter Unternehmenswert beruht auf einer Vielzahl von prognostischen Schätzungen, die in ihrer Gesamtheit zu einer mehr oder weniger großen Unschärfe der Bewertung des Unternehmens führen. Insbesondere stellt auch die Ertragswertmethode lediglich ein Hilfsverfahren dar, das methodisch stets anfechtbare Schätzungen liefert, weil die Zukunft im Dunkeln bleibt, insbesondere nicht vorhersehbar ist (OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514), und deshalb der Wert eines Unternehmens sich nicht auf Euro und Cent berechnen lässt. Allerdings gibt die Ertragswertmethode einen geordneten Rahmen, innerhalb dessen die Schätzung des Unternehmenswerts zu transparenten und darstellbaren Ergebnissen führt (Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, 268 f.).

Erschwerend kommt bei der Darstellung der Ergebnisse in der praktischen Unternehmensbewertung hinzu, dass letzte widerspruchsfreie theoretische Begründungen hierzu noch ausstehen. Trotzdem ist eine Kommunizierbarkeit der Ergebnisse gefordert, was letztlich nur durch eine Reduktion der Komplexität möglich ist (OLG Frankfurt AG 2012, 513, 516). Deshalb sind in der Bewertungspraxis regelmäßig vereinfachende Prämissen und Lösungsansätze zu verwenden (Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel „Unternehmensbewertung in der Praxis“, in: Die Wirtschaftsprüfung 2006, 1005, 1006).

Das Ertragswertverfahren beruht auf der Überlegung, dass sich der Wert eines Unternehmens in erster Linie danach bestimmt, welche Erträge es in Zukunft erwirtschaften kann. Bei der Unternehmensbewertung ist daher primär der Barwert des betriebsnotwendigen Vermögens unter Berücksichtigung der prognostizierten Einnahme- und Ertragsüberschüsse zu ermitteln. Nach dieser Methode werden somit die zukünftigen Erträge geschätzt und auf den maßgeblichen Stichtag (Tag der Beschlussfassung der Hauptversammlung) mit dem Kapitalisierungszinssatz diskontiert. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich dabei aus einem risikolosen Basiszinssatz sowie einem Risikozuschlag zusammen. Da der Unternehmensbewertung eine Nominalrechnung zugrunde liegt, ist in der Phase II zudem ein Wachstumsabschlag zu berücksichtigen. Verfügt das Unternehmen neben dem betriebsnotwendigen Vermögen über nicht betriebsnotwendiges Vermögen, so ist dieses gesondert zu bewerten und dem betriebsnotwendigen Vermögen hinzuzufügen. Die Summe daraus ist sodann der Unternehmenswert.

Das Vorgehen des dargestellten Ertragswertverfahrens wurde im Übertragungsbericht auch korrekt angewendet. Deshalb ist die Unternehmensbewertung vorliegend nur darauf hin zu überprüfen, ob der rechtliche Rahmen eingehalten wurde und die jeweiligen Prognosen plausibel und nachvollziehbar dargestellt wurden (Vertretbarkeitsurteil). Dabei ist es nicht Aufgabe des Gerichts, anstelle der Prognosen im Übertragungsbericht eigene Prognosen aufzustellen. Auch ist es grundsätzlich unzulässig, anstelle von Prognosen eine wegen der Dauer des Spruchverfahrens im Einzelfall durchaus mögliche ex-post-Betrachtung der realen Geschehnisse zu setzen (OLG Düsseldorf AG 2003, 329). Vielmehr bleiben für die Plausibilitätskontrolle grundsätzlich einzig und allein die auf den Stichtag bezogenen Prognosen im Übertragungsbericht maßgebend, solange sie auf zutreffenden Informationen und realistischen Annahmen aufbauen und in sich widerspruchsfrei sind (OLG Stuttgart AG 2007, 596, 597, AG 2011, 560; OLG Karlsruhe NZG 2008, 791). Dies gilt insbesondere, soweit es um unternehmerische Entscheidungen im Rahmen der Prognosen geht.

Allerdings kann der spätere, tatsächliche Verlauf als Indiz für das am Stichtag „in der Wurzel“ Angelegte herangezogen werden (OLG Karlsruhe AG 2009, 47, 52, OLG Stuttgart, AG 2012, 221, 222), wenn die Geschäftspolitik gleich geblieben ist (Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung 5. Auflage R. 244 f. und 247) und ein zeitlicher Bezug zum Stichtag gegeben ist. Neue Erkenntnisse nach dem Stichtag erlauben und gebieten darüber hinaus ein kritisches Überdenken und sind grundsätzlich geeignet für eine Plausibilitätskontrolle (Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung 5. Auflage R. 245 und 247; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 515 und OLG Stuttgart AG 2012, 221, 222).

Daraus ergibt sich, dass der im Rahmen des Ertragswertverfahrens ermittelte Unternehmenswert wegen der Ungenauigkeit der Prognosemethoden und der Nichtvorhersehbarkeit der Zukunft nur ein Näherungswert ist. Dem gegenüber gibt es keinen mathematisch exakt zu bestimmenden Unternehmenswert, der dem „wahren“, „richtigen“ oder „wirklichen Wert“ entspricht (OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514). Vielmehr stellt jedes gutachterliche Ergebnis letztlich nur eine Schätzung des Unternehmenswerts dar, was zur Folge hat, dass die Verfahrensbeteiligten es hinnehmen müssen, dass nur eine Bandbreite von unterschiedlichen Werten als angemessene Abfindung existiert (OLG Stuttgart AG 2008, 443, 444; BayObLG DB 2006, 39, 40; OLG Karlsruhe NZG 2008, 791; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514), was zur Folge hat, dass das rechnerisch ermittelte Ergebnis nicht unmittelbar den Verkehrswert des Unternehmens bzw. den auf die Aktie bezogenen Wert der Beteiligung daran wiedergibt, sondern lediglich einen Anhaltspunkt für die Schätzung des Verkehrswerts entsprechend § 287 Absatz 2 ZPO bietet (OLG Stuttgart AG 2011, 560, 561 f. und AG 2012, 135, 139).

Die Kammer geht aufgrund der Feststellungen der Sachverständigen in ihrem Gutachten von einem Basiszinssatz von 5,6 % aus.

Ausgangspunkt für die Festlegung der Höhe des Basiszinses ist die aus der Sicht des Stichtags - hier: 24. 05. 2002 - auf Dauer zu erzielende Verzinsung einer quasi - risikolosen Alternativenanlage. Der Zinssatz ist also zukunftsbezogen



(OLG Düsseldorf NZG 2000, 323, 325; OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563 und Großfeld, Recht zur Unternehmensbewertung 5. Auflage R. 574).

Dem gegenüber kommt es nicht auf die Höhe des Basiszinses am Stichtag selbst an, weil der Zins am Stichtag gerade in einer Phase niedriger oder höher Zinsen fallen kann und eine solche Annahme auch nur sachgerecht wäre, wenn aus Stichtagssicht keine Anhaltspunkte für eine im Zeitablauf steigende oder sinkende Rendite vorliegen. Eine solche Erwartung gibt es jedoch hinsichtlich eines Anlagezinses nicht. Vielmehr kommt es auf den Durchschnitt zukünftiger Zinserwartungen an.

Um den Durchschnitt der zukünftigen Zinserwartungen vertretbar festzulegen, orientiert sich die Kammer an inländischen, öffentlichen Anleihen - nur solche gelten als quasi - risikofrei - mit einer Laufzeit von bis zu 30 Jahren. Da ein Unternehmen aber eine zeitlich unbegrenzte Lebensdauer hat, ist eine Prognose über die danach zu erwartende Umlaufrendite erforderlich. Erst die zur Herstellung der Laufzeitgleichheit zwischen Anlage und Unternehmen erforderliche Wiederanlageprämisse macht es nötig, bei dem Basiszinssatz künftige Zinssätze zu schätzen. Eine solche Prognose - wie hoch der Zinssatz in 30 Jahren sein wird - ist immer mit Unsicherheiten behaftet. Deshalb legt die Kammer für die Schätzung der aus Sicht des Stichtages zu erwartende zukünftige Verzinsung nicht inländische öffentliche Anleihen mit Restlaufzeiten von 9 bis 10 Jahren zugrunde, sondern solche mit Laufzeiten von bis zu 30 Jahren, weil insbesondere die am Markt zu beobachtende Zinsstruktur die beste Prognose für die nächsten 30 Jahre ist und die Wiederanlageprognose erst einen Zeitraum betrifft, der in spätestens 30 Jahren beginnt (Jonas „Unternehmensbewertung: Zur Anwendung der Discounted Cash-flow-Methode in Deutschland“, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1995, 83, 87 f.).

Soweit es um die Anschlussverzinsung geht, kann der insoweit zu schätzende, nachhaltig zu erzielende Zinssatz aus der Zinsentwicklung vor dem Stichtag abgeleitet werden (Standard IDW S 1 2005 Tz. 127). Auch wenn es um zukünftige Zinsen geht, ist für die Vorhersehbarkeit des Anlagezinses am

Stichtag die Vergangenheit ein geeigneter Maßstab, wenn man zusätzlich erwägt, ob sich am Stichtag ein Trend zu höheren oder niedrigeren Zinsen zeigt (Großfeld a.a.O. R. 574). Darüber hinaus kann auch zur Orientierung für die erforderliche Wiederanlage auf die aktuelle Zinsstrukturkurve zurückgegriffen werden (Standard IDW S 1 2005 Tz. 127).

Daraus ergibt sich folgende Vorgehensweise bei der Ableitung des Basiszinssatzes (zu diesem Berechnungsmodell: Wenger „Der unerwünscht niedrige Basiszins als Störfaktor bei der Ausbootung von Minderheiten“, in: Frank Richter (2003) „Kapitalgeberansprüche, Marktwertorientierung und Firmenwert“, Seite 475):

Im ersten Schritt wird der Stichtagszins inländischer öffentlicher Anleihen mit langen Laufzeiten ermittelt. Im Schritt 2 wird der Wiederanlagezins anhand der Zinsentwicklung in der Vergangenheit (historische Durchschnittsrendite) oder der aktuellen Zinsstrukturkurve bestimmt. Schritt 3 betrifft die mathematische Ableitung des einheitlichen Basiszinssatzes aus den im Schritt 1 und Schritt 2 ermittelten Eckdaten.

Diese Methode ist nicht wegen der im Vordringen begriffenen Zinsstrukturkurve überholt (Großfeld a.a.O. R. 576). Insbesondere stellt die Zinsstrukturkurve keine bessere Erkenntnisquelle oder Erkenntnisgewinn gegenüber der zuvor beschriebenen Methode zur Bestimmung des Basiszinssatzes dar.

Erkenntnisgewinn liegt nach dem von Karl Popper begründeten Kritischen Rationalismus (Karl Popper „Die Anfänge des Rationalismus“, in Karl Popper, Lesebuch, Seite 49 f.) vor, wenn sich eine Theorie, Methode oder Hypothese als falsch herausstellt (falsifiziert). In diesem Sinne stellt die Zinsstrukturkurve keinen Erkenntnisgewinn dar.

Dem entspricht die Ableitung des Basiszinssatzes im Übertragungsbericht nicht, weil der im Übertragungsbericht zugrunde gelegte Basiszins allein aus der historischen Entwicklung von öffentlichen Wertpapieren mit einer Restlaufzeit von 9-10 Jahren unter Berücksichtigung der aktuellen Zinsentwicklung abgeleitet wurde (Seite 68 des Übertragungsberichts).

Vielmehr ist von einer Umlaufrendite öffentlicher Anleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren in Höhe von 5,5 % zum Bewertungsstichtag auszugehen (Tz. 465 des Gutachtens) und daraus zusammen mit einem Wiederanlagezins von 6,18 % (Tz. 466 des Gutachtens) ein Basiszinssatz von 5,6 % finanzmathematisch zu errechnen.

Der so ermittelte Basiszins liegt im unteren Bereich der bisher in der Rechtsprechung für 2002 angenommenen Basiszinssätze. So hat das OLG Stuttgart in zwei Beschlüssen (AG 2007, 209 und 128, 132) einen solchen von 5,75 % (Stichtag 18.12. bzw. 15.08.2002), das OLG München in zwei Beschlüssen (AG 2007, 246 und ZIP 2007, 375) einen solchen von 6 % (Stichtag 27.06. bzw. 17.05.2002) und das OLG Celle im Beschluss 6 W 154/04 einen solchen von 5,5 % (Stichtag 15.07.2002) angenommen. Auch die bislang von der Kammer festgesetzten Basiszinssätze bewegen sich in diesem Rahmen:

- 5,4 % (3-08 O 208/02, Stichtag 27.08.2002),
- 6,0 % (3-08 O 171/02, Stichtag 27.06.2002),
- 5,5 % (3-08 O 202/02, Stichtag 22.08.2002).

Des Weiteren ist im Rahmen der Feststellung des Kapitalisierungszinses ein Risikozuschlag nach Steuern in Höhe von 4,5 % anzunehmen.

Der Risikozuschlag berücksichtigt den Umstand, dass eine Anlage in dem zu bewertenden Unternehmen risikoreicher ist als eine Anlage in einer quasi - risikolosen öffentlichen Anleihe, weil das Unternehmen zahlungsunfähig werden kann. Diesem Risiko des Totalverlusts stehen entsprechend höhere Renditechancen gegenüber.

Das Risiko einer Unternehmensbeteiligung spaltet sich in besondere Risiken, wie z.B. Konkurrenzsituation, Managementqualifikation, besondere Einkaufs- und Umsatzverträge, Finanzierungs- und Kapitalstrukturverhältnisse, Flexibilität des Unternehmens etc. (Großfeld a.a.O. R. 595), und allgemeine Risiken, wie z.B. nicht absehbare Entwicklungen aus Konjunktur, Politik, Umwelt und Branche des Unternehmens, auf. Die besonderen Risiken werden zumindest

teilweise schon bei den zukünftigen Überschüssen in der Planungsrechnung (z.B. Konkurrenzsituation, Einkaufs- und Absatzverträge) berücksichtigt (OLG Celle, NZG 1998, 987, 989 und Großfeld a.a.O. R. 598).

Im Risikozuschlag wird das gesamte - besondere und allgemeine Risiken - Unternehmensrisiko, d.h. sowohl das operative Risiko aus der Art der betrieblichen Tätigkeit als auch das durch den Verschuldensgrad beeinflusste Kapitalisierungsrisiko erfasst (IDW S 1 2005, Tz. 90). Dies gilt zumindest dann, wenn sich die Risikozuschlagmethode - wie von der Kammer angenommen - an Marktrisikoprämie und Betafaktor (CAPM-Modell) orientiert (Großfeld a.a.O. R. 611).

Ein einheitlicher Risikoansatz läuft jedoch Gefahr einer Doppelzählung der beiden Risiken (sowohl im Nenner als auch im Zähler), da bei der Schätzung der Überschüsse unvermeidbar besondere Risiken einfließen (Großfeld a.a.O. R. 615). Dies ist bei der Ermittlung des Risikozuschlags zu berücksichtigen.

Die Höhe des Risikozuschlags ist nach dem von der Sachverständigen angewandten TAX-CAPM, dem auch die Kammer folgt, das Produkt aus den Faktoren Marktrisikoprämie und Betafaktor (Großfeld DB 2004, 2799, 2801). Beim TAX-CAPM handelt es sich um eine pauschale Ermittlung des Risikozuschlags (Marktrisikoprämie nach Steuern individualisiert durch den Betafaktor) aufgrund bestimmter modelltheoretischer Annahmen. Im Gegensatz zum Standard-CAPM, den noch der IDW S 1 2000 empfahl, wird beim TAX-CAPM im Rahmen der Ermittlung der Marktrisikoprämie typisierte persönliche Ertragsteuer berücksichtigt und damit die Besteuerung von Dividenden und Kursgewinnen erfasst.

Zur Ermittlung der Marktrisikoprämie wird auf die Marktrendite, die in einem bestimmten Zeitraum durch eine Anlage in Aktien erzielt werden kann, abgestellt. Dabei soll ein Zeitraum von mehr als zehn Jahren zugrunde gelegt werden (Großfeld DB 2004, 2799, 2801). Wenn man von der Marktrendite den Basiszins abzieht, erhält man den Betrag, den der Markt über den

Basiszinssatz hinaus verlangt, wenn eine Anlage in einem Unternehmen anstelle einer quasi - risikolosen Anleihe erfolgt (Marktrisikoprämie):

Marktrendite

- quasi - risikoloser Basiszinssatz

---

= Marktrisikoprämie.

Mit Hilfe des Betafaktors wird dann aus der Marktrisikoprämie das konkrete Risiko einer Anlage in dem zu bewertenden Unternehmen ermittelt, indem der Betafaktor mit der Marktrisikoprämie multipliziert wird.

Dabei drückt der Betafaktor die zukünftige Korrelation der Renditeschwankung der Aktien des zu bewertenden Unternehmens zur Marktrenditeschwankung (Volatilität des in Bezug genommenen Marktes) aus. Wenn das Risiko der Anlage in dem konkret zu bewertenden Unternehmen dem Marktdurchschnitt entspricht, ist der Betafaktor 1. Ist das Risiko geringer, so liegt er unter 1, und wenn das Risiko größer ist, so liegt er über 1.

Als Anhaltspunkt für das Risiko einer Geldanlage in einem börsennotierten Unternehmen dient die Volatilität der Aktie, wobei die Marktvolatilität das Durchschnittsrisiko aller Unternehmen im jeweiligen Index ist (Betafaktor = 1). Schwankt die Aktie über dem Durchschnitt der Marktvolatilität in dem für die Korrelation in Bezug genommenen Index, so liegt der Betafaktor über 1 (Großfeld DB 2004, 2799, 2802).

Bei nicht börsennotierten Unternehmen und solchen, die in keinem Index gelistet sind, erfolgt die Abbildung des Betafaktors über börsennotierte Vergleichsunternehmen, die hinsichtlich Chancen und Risiken zum Bewertungsobjekt vergleichbar sind, sogenannte Peer Group. Insoweit ist im Einzelfall zu entscheiden, ob bereits eine Peer Group von 3-4 Unternehmen ausreichend sein kann.

Der Anwendung des TAX-CAPM steht nicht entgegen, dass zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtags der IDW S 1 2000 das Standard-CAPM als maßgebend für die Ermittlung des Risikozuschlags vorgegeben und erst der am 18.10.2005

verabschiedete IDW S 1 2005 das TAX-CAPM empfohlen hat (Tz. 130). Der maßgebliche Unterschied zum Standard-CAPM ist die Nachsteuerbetrachtung, was dazu führt, dass der Risikozuschlag nicht mehr um den typisierten Einkommensteuersatz von 35 % gekürzt wird, sondern die Marktrisikoprämie nach Steuern ermittelt wird. Dabei werden nach Geltung des steuerlichen Halbeinkünfteverfahrens - 01.01.2001 - Dividenden nur noch pauschal mit 17,5 % besteuert und Kurssteigerungen bleiben in der Regel steuerfrei, was zur Folge hat, dass beim TAX-CAPM durch den Einfluss der vorstehend beschriebenen einkommensteuerrechtlichen Wirkungen die Marktrisikoprämie um etwa einen Prozentpunkt höher ist als beim Standard-CAPM.

Der erst am 18.10.2005 beschlossene Standard IDW S 1 2005 ist auch rückwirkend anzuwenden, weil in diesem Standard im Vergleich zum Standard IDW S 1 2000 gesichertere Erkenntnisse zur Feststellung der Marktrisikoprämie niedergelegt sind. Denn der Bewertung eines Unternehmens ist grundsätzlich der neueste Erkenntnisstand in der Betriebswirtschaftslehre zugrunde zu legen, zumindest dann, wenn der neueste Erkenntnisstand einen Erkenntnisgewinn im Vergleich zum früheren Erkenntnisstand bringt (BayObLG DB 2006, 39, 40 und OLG Stuttgart AG 2011, 420, 426).

Der Standard IDW S 1 2005 bringt im Vergleich zum Standard IDW S 1 2000 einen erheblichen Erkenntnisgewinn, soweit die Änderungen im Standard IDW S 1 2005 Ausfluss des körperschaftsteuerlichen Halbeinkünfteverfahrens sind. Da die Besteuerung der Gewinnausschüttung seit 2001 nach dem Halbeinkünfteverfahren erfolgt, sind Änderungen im Standard IDW S 1, die auf das körperschaftssteuerliche Halbeinkünfteverfahren zurückgehen, auch rückwirkend auf Unternehmensbewertungen, deren Stichtag - wie hier - nach dem 01.01.2001 liegt, anzuwenden.

Der Erkenntnisgewinn des TAX-CAPM ergibt sich aus Folgendem:

Nach dem Standard IDW S 1 2000 wurde ein typisierter persönlicher Steuersatz von 35 % sowohl bei den zu kapitalisierenden Erträgen als auch beim Kapitalisierungszinssatz in Abzug gebracht, insbesondere auch vom - um den es vorliegend geht - Risikozuschlag. Dieser typisierte Abzug in Höhe von 35 %

vom Risikozuschlag ist jedoch seit Einführung des Halbeinkünfteverfahrens nicht mehr zutreffend, weil Dividenden nur noch mit dem hälftigen Steuersatz, also 17,5 %, zu versteuern sind. Dieser Steuersatz (17,5 %) wurde auch bei der Ermittlung des zu kapitalisierenden Ergebnisses im Übertragungsbericht abgezogen. Dem gegenüber wurde beim Risikozuschlag, also auch bei der Marktrisikoprämie, ein typisierter Einkommensteuersatz von 35 % in Abzug gebracht. Diese unterschiedliche steuerrechtliche Behandlung im Zähler und Nenner ist durch den Standard IDW S 1 2005 mit Einführung des TAX-CAPM abgeschafft, weil das TAX-CAPM besser als das Standard-CAPM geeignet ist, die Besteuerung für die Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes konsistent abzubilden. Dem gegenüber ist das Standard-CAPM grundsätzlich nicht vereinbar mit dem Halbeinkünfteverfahren (Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel a.a.O., 1006).

Vielmehr vermag das TAX-CAPM die empirisch beobachtbaren Aktienrenditen beim steuerrechtlichen Halbeinkünfteverfahren realitätsnäher zu erklären, indem es die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen besser abbildet. Zinsen waren nach wie vor voll steuerbar (35 %), Dividenden zwar auch noch, aber im Halbeinkünfteverfahren auf der Ebene der Anteilseigner nur noch mit dem halben Steuersatz (17,5 %) zu versteuern und Kursgewinne (jedenfalls bei einer Haltedauer von über einem Jahr und nur einer unwesentlichen Beteiligung) grundsätzlich nicht zu versteuern. Zöge man dennoch zur Berücksichtigung der persönlichen Steuern entsprechend IDW S 1 2000 den typisierten vollen Einkommensteuersatz von 35 % von der Summe aus Basiszinssatz und Risikozuschlag ab, würde entgegen der steuerrechtlichen Realität eine einheitliche Besteuerung unterstellt. Eine solche Unterstellung auf der Ebene des Kapitalisierungszinssatzes kann - trotz der damit verbundenen Komplexitätsreduzierung - jedenfalls dann nicht überzeugen, wenn eine Differenzierung auf der Ebene des Kapitalisierungszinssatzes aufgrund des TAX-CAPM möglich ist (OLG Stuttgart AG 2011, 420, 426 f.; Ergänzungsgutachten Tz. 39 ff.).

Daraus folgt zugleich, dass die im IDW S 1 2000 praktizierte Vorgehensweise im Halbeinkünfteverfahren den Grundsatz der Steueräquivalenz verletzt, weil im

Zähler und Nenner Dividenden unterschiedlich besteuert werden. Denn der Rückgriff auf ein risikoadjustiertes festverzinsliches Wertpapier als Alternativanlage bei Bestimmung des Risikozuschlags ist insbesondere bei aktienrechtlichen Bewertungsanlässen als nicht plausible Annahme anzusehen. Da die abzufindenden Aktionäre bereits in Unternehmensanteile investiert haben, kommt unter dem Aspekt der Risikoäquivalenz als Alternativanlage ebenfalls nur eine Investition in Unternehmensanteile und nicht eine Investition in festverzinsliche Wertpapiere in Betracht (Ergänzungsgutachten Tz. 32 – 35).

Soweit im IDW S 1 2000 die Aussage getroffen wird, dass dem durch das Steuersenkungsgesetz (Einführung des Halbeinkünfteverfahrens) bereits Rechnung getragen werde, ist diese Aussage unrichtig. Erst die im IDW S 1 2005 vorgenommenen Änderungen ermöglichen eine unter Berücksichtigung der neuen steuerlichen Rahmenbedingungen sachgerechte Wertermittlung (Ergänzungsgutachten Tz. 57).

Danach stellt das TAX-CAPM gegenüber dem Standard-CAPM unter Geltung des Halbeinkünfteverfahrens einen Erkenntnisgewinn dar, weil eine Bewertung auf Basis des Standard-CAPM im Halbeinkünfteverfahren zu einem falschen Bewertungsergebnis wegen Verletzung der Steueräquivalenz führt (Ergänzungsgutachten Tz. 56). Denn ein fehlerhaft ermittelter Unternehmenswert kann niemals Ausgangspunkt einer Schätzung des „wahren“ oder „richtigen“ Unternehmenswerts sein, weil eine solche Schätzung auf unzutreffenden Schätzungsgrundlagen beruht. Dies ist nach dem kritischen Rationalismus ein Erkenntnisgewinn, weil sich das Standard-CAPM als falsch herausstellt.

Vielmehr ist das TAX-CAPM unter Geltung des Halbeinkünfteverfahrens die einzig vertretbare Methode, den Unternehmenswert zu ermitteln. Dabei verkennt die Kammer nicht, dass das TAX-CAPM umstritten ist. Es vermag aber nicht festzustellen, dass das TAX-CAPM durch empirische Erkenntnisse widerlegt ist, d.h., im Sinne der Erkenntnistheorie falsifiziert ist. Dies gilt auch unter Berücksichtigung der Gutachterlichen Stellungnahme von in Bl. 1302 – 1322.



Auch bleiben die Gegner einer Anwendung des TAX-CAPM die Antwort schuldig, wie die Marktrisikoprämie unter Geltung des Halbeinkünfteverfahrens anstelle des TAX-CAPM ermittelt werden soll. Denn eine andere praxisrelevante Methode ist nicht ersichtlich. Deshalb ist auch der Antrag der Antragsteller zu 21. – 23. im Schriftsatz vom 08. 02. 2012 (Bl. 1462 d. A.), bei dem es sich im Übrigen auch nicht um einen Beweisantrag handelt, weil es nicht um die Feststellung von Tatsachen geht, sondern um eine Rechtsfrage, zurückzuweisen. Denn allein der Umstand, dass die Anwendung des TAX-CAPM generell zu einer Reduzierung des Unternehmenswerts von bis zu 30 % im Vergleich zur Anwendung des Standard-CAPM führt, ist kein Grund, das TAX-CAPM nicht anzuwenden oder ihn als widerlegt anzusehen. Vielmehr ist das TAX-CAPM die einzige Methode, die die Steueräquivalenz wahrt.

Ebenso wenig lassen sich gegen die Anwendung des TAX-CAPM Gründe des Vertrauensschutzes und der Rechtssicherheit anführen (so OLG Stuttgart AG 2006, 420, 427).

Denn die Überprüfung einer Bewertung eines Unternehmens im Spruchverfahren hat nicht nach den zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtags geltenden Bewertungsgrundsätzen zu erfolgen, sondern nach neuesten Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre, selbst wenn diese zum Zeitpunkt des Stichtages noch nicht erkennbar waren (OLG Stuttgart AG 2011, 205, 208 und 420, 426).

Bewertungsgrundsätze sind Empfehlungen, die auf Expertenauffassungen beruhen, und deshalb nicht mit dem zum Stichtag geltenden Recht vergleichbar, sondern eher mit der zum Stichtag geltenden Rechtsprechung (so im Ergebnis auch OLG Stuttgart AG 2007, 128, 132 und OLG Karlsruhe AG 2009, 47, 50). In beiden Fällen geht es um Erkenntnisse im wissenschaftlichen Sinne. Soweit es um die Anwendung von von der Rechtsprechung entwickelten Grundsätzen geht, ist jeweils die neueste Rechtsprechung anzuwenden, auch wenn sie zum Zeitpunkt des zu beurteilenden Sachverhalts noch nicht gegolten haben. Die Grenze der rückwirkenden Anwendung einer neuen

Rechtsprechung auf einen in der Vergangenheit abgeschlossenen Sachverhalt ist der Vertrauensgrundsatz. Erst wenn die neue Rechtsprechung einer Partei nicht zumutbar ist, findet eine neuere Rechtsprechung auf einen schon in der Vergangenheit abgeschlossenen Sachverhalt keine Anwendung.

Entsprechendes gilt für die Rückwirkung von Bewertungsgrundsätzen im Spruchverfahren. Eine Rückwirkung ist erst dann ausgeschlossen, wenn die Verfahrensbeteiligten mit der rückwirkenden Anwendung von Bewertungsgrundsätzen nicht rechnen mussten. Soweit es um die steuerlichen Auswirkungen des Halbeinkünfteverfahrens geht, war für alle Beteiligten vorhersehbar, dass die Besteuerung der Dividenden nach dem Halbeinkünfteverfahren auch Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung haben wird. Denn aus dem Stichtagsprinzip folgt, dass das jeweils zum Stichtag geltende Steuerrecht anzuwenden ist. Außerdem war schon zum Zeitpunkt der Einführung des Halbeinkünfteverfahrens unklar, ob der zuvor angewendete typisierte Steuersatz von 35 % auch für die Ermittlung des Risikozuschlages noch zutrifft.

Soweit es um die Rechtssicherheit geht, ist diese schon deshalb auch bei rückwirkender Anwendung von Bewertungsgrundsätzen nicht verletzt, weil den Antragstellern im Spruchverfahren nicht weniger als die bereits angebotene Barabfindung zugesprochen werden darf. Vielmehr verbleibt es auch dann bei der angebotenen Barabfindung, wenn sich im Spruchverfahren heraus stellen sollte, dass diese zu hoch war.

Die konkrete Höhe der Marktrisikoprämie wird aus empirisch beobachteten langfristigen Durchschnittswerten der Vergangenheit abgeleitet. Auf Prognosen basierende zukunftsbezogene Methoden kommen derzeit praktisch nicht zur Anwendung (Gutachten Tz. 97).

Aus den in der Vergangenheit beobachteten Marktrisikoprämien ist sodann in einem zweiten Schritt die zukünftige zu schätzen.

Die bislang einzige empirische Studie, die eine Marktrisikoprämie nach Steuern ermittelt, ist die von Stehle („Die Festlegung der Risikoprämie von Aktien im

Rahmen der Schätzung des Wertes von börsennotierten Kapitalgesellschaften“ in: WPg 2004, 906 ff.), der eine um rund 1 Prozentpunkt höhere Nachsteuerrisikoprämie im Vergleich zur Vorsteuerrisikoprämie ermittelte. Im Ergebnis errechnete Stehle eine Risikoprämie nach Steuern von 6,5 % im arithmetischen Mittel (WPg 2004, 921) bzw. 3,2 % im geometrischen Mittel und hält eine zukünftige Marktrisikoprämie unter Berücksichtigung eines Abschlags von 1 bis 1,5 Prozentpunkte von 5,5 % für vertretbar, weil es heute im Vergleich zur Vergangenheit größere Möglichkeiten der Risikoreduzierung durch Diversifikation und eventuell in der Zukunft ein niedrigeres Risiko von Kursschwankungen bei Aktien gibt (WPg 2004, 921). Dabei befürwortet Stehle die Anwendung des arithmetischen Mittels.

Die Studie von Stehle bezieht einen Zeitraum von 1945 bis 2003 ein und ist deshalb auch grundsätzlich aussagekräftig. Allerdings erfasst dieser Zeitraum die beiden Boomzeiten von 1955 bis 1960 (nach dem Korea-Krieg) und 1996 bis 2000 (Internetblase) mit ein, was bedenklich ist, weil die damaligen Verhältnisse nicht mit denen zum Stichtag vergleichbar sind (Großfeld a.a.O. R. 855). Aus diesem Grund hält es die Kammer für erforderlich, einen größeren Abschlag als 1,5 Prozentpunkte vorzunehmen.

Außerdem ist zu berücksichtigen, dass bislang kontrovers diskutiert wird, ob das geometrische oder das arithmetische Mittel zu nehmen ist (Gutachten, Tz. 119 – 121); Ballwieser, Unternehmensbewertung 2004, Seite 96; Großfeld a.a.O. R. 717). Da Stehle vom arithmetischen Mittel ausgegangen ist und das geometrische Mittel grundsätzlich zu niedrigeren Ergebnissen kommt, schätzt die Kammer die zukünftige Marktrisikoprämie in ständiger Rechtsprechung auf nur 4,5 % nach Steuern.

Da die Marktrisikoprämie keinen unternehmensspezifischen Parameter abbildet, sondern die grundsätzliche Differenz zwischen einer Anlage in quasi - risikolosen Anleihen und einer solchen in Unternehmensteilen, handelt es sich um keinen verfahrensspezifischen Wert, sondern um einen Faktor, der in unterschiedlichen Verfahren grundsätzlich gleich zu bestimmen ist.

Zur Ermittlung des Risikozuschlags ist sodann die Marktrisikoprämie nach Steuern in Höhe von 4,5 % mit dem Betafaktor, den die Kammer auf 1,0 schätzt, zu multiplizieren.

Der Betafaktor dient - wie bereits ausgeführt - herauszufinden, wie sich das spezielle Risiko des zu bewertenden Unternehmens, insbesondere das operative und das Kapitalstrukturrisiko, zum Marktrisiko verhält. Das Verhältnis zwischen den beiden Faktoren der Volatilität wird als Betafaktor bezeichnet.

Die Bestimmung des zukünftigen Beta ist ähnlich problematisch wie die der Marktrisikoprämie. Denn der im Rahmen des TAX-CAPM einzusetzende Betafaktor ist kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert (OLG Stuttgart AG 2011, 205, 209 f. und 2011, 560, 564). Dennoch kann bei börsennotierten Unternehmen grundsätzlich auf das historische Beta des zu bewertenden Unternehmens zurückgegriffen werden. Dieses beobachtete historische Beta muss jedoch nicht zwangsläufig auch das Risiko abbilden, dem das Bewertungsobjekt zukünftig unterliegt. Eine strategische Neuausrüstung oder die Einbindung des Bewertungsobjekts in einen Unternehmensverbund können sich positiv oder negativ auf den in Zukunft gerichteten Betafaktor auswirken.

Das historische Beta hängt vor allem von dem Index des Vergleichsmaßstabs (Alpha-Faktor), der Länge der Schätzperiode, der Periodizität des zugrunde gelegten Indexes und von der Definition des Beginns und des Endes der Referenzperiode ab.

In der Praxis sind wöchentliche Messungen über mindestens zwei Jahre hinweg oder monatliche Messungen über fünf Jahre hinweg üblich (Großfeld a.a.O. R. 736, Gutachten, Tz. 154 und 162).

Auch bei der Ermittlung des für die Antragsgegnerin zu 1.) maßgebenden Betafaktors besteht die Schwierigkeit, aus dem in der Vergangenheit für unterschiedliche Perioden ermittelten Betas den zukünftigen Betafaktor zu schätzen.

Die Datenanbieter von Betas weisen neben dem RAW-Beta den Adjusted Beta aus. Letzterer setzt sich zu 1/3 aus dem Marktportfolio in Höhe von 1 und zu 2/3 aus dem historischen Aktien-Beta (RAW-Beta) zusammen. Mit dieser Gewichtung sollen Fehler ausgeglichen werden, die dadurch entstehen, dass hohe historische Betas zur Überschätzung und niedrige historische Betas zur Unterschätzung des zukünftigen Betas führen (Gutachten, Seite 25). Deshalb erachtet die Kammer den Adjusted Beta eher geeignet, um den zukünftigen Beta zu schätzen. Da der Betafaktor der Dresdner Bank sowohl zum Zeitpunkt 07. 02. 2002 (Bekanntgabe des Squeeze out) als auch zum Zeitpunkt 24. 5. 2002 (Tag der Hauptversammlung) um 1 schwankte, kommt dem Adjusted Beta vorliegend keine Bedeutung zu und es kann, wie auch im Gutachten geschehen, allein auf den Raw Beta abgestellt werden.

Der Sachverständige hat bei seiner Untersuchung auf Wochen- und Monatsbetas der Dresdner Bank über Zeiträume von 1 - 5 Jahren zurückgegriffen (Gutachten, Tz. 160) und hält einen Betafaktor von 0,9 für angemessen (Gutachten, Tz. 174). Die Kammer hält den vom Gutachter ermittelten Betafaktor für zu niedrig und schätzt ihn auf 1,0. Denn den Betafaktoren bei monatlichen Intervallen unterhalb eines Zeitraums von 5 Jahren kommt nach den vorstehenden Ausführungen keine entscheidende Bedeutung zu, weil bei Monatsbetas auf einen Zeitraum von mindestens 5 Jahren abzustellen ist. Dieser Betafaktor beläuft sich auf 1,11 bezogen auf den Tag der Bekanntgabe des Squeeze out, 06. 02. 2002, (Gutachten, Tz. 160 Tabelle 15) und auf 1,07 bezogen auf den Stichtag 24. 05. 2002 (Gutachten, Tz. 157 Tabelle 14). Der Betafaktor auf der Basis von Wochenbetas schwankt bei Intervallen von 3, 4 und 5 Jahren zwischen 0,81, 0,97 und 1,0 bezogen auf den 06. 02. 2002 (Gutachten, Tz. 160 Tabelle 15) und zwischen 0,71, 0,94 und 0,95 bezogen auf den 24. 05. 2002 (Gutachten, Tz. 157 Tabelle 14). Hierbei handelt es sich ausnahmslos um statistisch signifikante Daten (Gutachten, Tz. 166). Deshalb hält die Kammer einen Betafaktor von 1,0 für angemessen.

Dies legt auch eine Plausibilisierung des aus den historischen Betas abgeleiteten Betafaktors nahe. Denn der tatsächliche Geschäftsverlauf von

2002 – 2004 hat sich deutlich negativer entwickelt als im Übertragungsbericht geplant. Die tatsächlich erzielten Ertragsüberschüsse weichen in den Jahren 2002 - 2004 kumuliert um -912 Mio EUR von den geplanten Überschüssen ab (Gutachten, Tz. 289). Außerdem schrieb die Antragsgegnerin zu 2. in ihrer HGB-Bilanz ihre Beteiligung an der Dresdner Bank zum 31. 12. 2002 (also bereits 7 Monate nach dem Bewertungsstichtag 24. 05. 2002) um 5,0 Mrd EUR auf 20,1 Mrd EUR ab. Eine weitere Abschreibung erfolgte ein Jahr später (zum 31. 12. 2003) um 4,2 Mrd EUR auf 15,9 Mrd EUR (Seite 4 des Ss der Ag vom 02. 07. 2010 in Bl. 1097 d. A.). Diese zum Bewertungsstichtag zeitnahe, äußerst negative Entwicklung zeigt, dass das historische Beta das zukünftige Beta nur unzureichend widerspiegelte und eine Korrektur vorgenommen werden muss, weil das historische Beta nicht das zukünftige Risiko abbildete, dem die Dresdner Bank unterlag.

Den Wachstumsabschlag schätzt die Kammer aufgrund der Feststellungen der Sachverständigen auf 1,0 %.

Der Wachstumsabschlag berücksichtigt den Umstand, dass bei der ewigen Rente Ertragsüberschüsse eingestellt werden, ohne weitere Steigerungsraten in der Zukunft - insbesondere auch inflationäre Einflüsse - zu beachten. Dies ist aber eine verkürzte Sichtweise. Denn es darf angenommen werden, dass die Überschüsse eines Unternehmens auch in der Zukunft nominal steigen werden. Deshalb ist es gerechtfertigt, einen Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz nach Steuern bei der ewigen Rente vorzunehmen, wenn die Gewinne des zu bewertenden Unternehmens in der Zukunft voraussichtlich nominal wachsen werden (Großfeld a.a.O. R. 930, Gutachten, Tz. 183).

Während der Anstieg der Nettozuflüsse an die Anteilseigner in der hier durchgeführten Nominalrechnung in der Phase I bereits periodenspezifisch berücksichtigt und deshalb kein Wachstumsabschlag veranlasst ist (Gutachten, Tz. 179), bedarf es in der Phase II (ewige Rente) der Berücksichtigung eines Wachstumsabschlags. Deren Höhe richtet sich grundsätzlich danach, ob das zu bewertende Unternehmen nachhaltig in der Lage sein wird, die in seinem Fall erwarteten, nicht notwendig mit der Inflationsrate identischen Preissteigerungen

auf der Beschaffungsseite (z. B. Lohnsteigerungen der Mitarbeiter) durch entsprechende eigene Preissteigerungen an seine Kunden (z. B. Steigerung des Kreditvolumens) weiter zu geben. Trifft dies zu oder kann das Unternehmen sogar die Kostensteigerungen übertreffende Preiserhöhungen durchsetzen, ist der Wachstumsabschlag in Höhe der nachhaltig erwartenden Kostensteigerungen oder sogar darüber anzusetzen. Ist das Unternehmen nicht oder nicht vollständig in der Lage nachhaltig erwartete Kostensteigerungen durch Preiserhöhungen auf seine Kunden abzuwälzen, ist der Wachstumsabschlag unterhalb der nachhaltig zu erwartenden Kostensteigerungen zu verorten (OLG Stuttgart AG 2011, 205, 210).

Einen ersten Anhaltspunkt für die Schätzung des Wachstumsabschlags liefert die künftig zu erwartende Inflationsrate. Insoweit kann von einer langfristigen Inflationsrate von 1,5 % bis 2 % im Hinblick darauf, dass das Ziel der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank ist, eine Inflationsrate von knapp 2 % anzustreben.

Soweit es um die Überwälzung von inflationsbedingten Kostensteigerungen geht, ist es deutschen Unternehmen in der Vergangenheit nicht gelungen, diese vollständig auf die Absatzpreise umzulegen. Vielmehr lagen die Steigerungen der Jahresüberschüsse deutscher Unternehmen durchschnittlich unter der Inflationsrate. Daraus kann jedoch nicht im Umkehrschluss angenommen werden, keinen Wachstumsabschlag anzusetzen. Eine solche Annahme wäre nicht plausibel, weil sie im Widerspruch zur Grundannahme steht, dass die Erträge eines Unternehmens in der Zukunft nominal wachsen werden.

Außerdem ist die erwartete Inflationsrate nur ein erster Anhaltspunkt für die Schätzung des künftigen Wachstums.

Darüber hinaus ist für die konkrete Schätzung des nachhaltigen, in der Zukunft gleich bleibenden nominalen Wachstums in der Phase der ewigen Rente auf langfristig zu prognostizierende Wachstumstrends abzustellen. Hieraus ist unter Berücksichtigung der konjunkturellen Erwartungen in der Branche die zukünftige nominale Wachstumsrate des Bewertungsobjekts abzuleiten. Als

angemessene Obergrenze für das langfristige zukünftige nominale Wachstum finanzieller Überschüsse eines Unternehmens wird das durchschnittliche Wachstum des Bruttoinlandsprodukts gesehen. Dieses belief sich im Durchschnitt der letzten 9 Jahre vor dem Stichtag auf 3,3 % (Gutachten, Tz. 185, 186).

Allerdings ist bei der Bemessung des nominalen Wachstums mit zu berücksichtigen, dass zum einen im Basiszins bereits ein Teil der zum Bewertungsstichtag antizipierten und in der Zukunft erwarteten Geldentwertung Berücksichtigung gefunden hat und zum anderen Wachstum durch Berücksichtigung eines Wertbeitrags aus Thesaurierung zusätzlich abgebildet wird. Letzterer Wertbeitrag ist identisch mit dem nachhaltigen Thesaurierungsbeitrag und wird als Barwert der zukünftig wachsenden Nettoeinnahmen aus dem thesaurierten Betrag den Anteilseignern direkt zugerechnet (Schöninger, in IACVA Tagungsband Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung vom 18.11.2008 in Frankfurt, Seite 99, Gutachten, Tz. 478 - 491).

Bereits diese Umstände sprechen dafür, das nominale Wachstum unterhalb der Obergrenze von 3,3 % zu schätzen. Dies gilt jedenfalls bei Annahme einer durchschnittlichen zukünftigen Inflationsrate von 1,5 % bis 2 %. Allerdings stellte der Sachverständige auch fest, dass das Gewinnwachstum von Banken wesentlich über dem Gewinnwachstum aller Unternehmen lag. Die Wachstumsrate lag bei Großbanken im Zeitraum von 1991 – 2001 bei 10,4 %. Im Vergleich hierzu entwickelte sich das Gewinnwachstum aller Unternehmen von 1991 – 2001 nur mit 2,1 % deutlich schlechter. Dies spricht dafür, dass der Wachstumsabschlag deutlich über 1,0 liegen müsste (Gutachten, Tz. 191/192). Dies lässt jedoch unberücksichtigt, dass der Sachverständige festgestellt hat, dass die kapitalwertneutrale Wiederanlage von 50 % der ausschüttungsfähigen Überschüsse, wovon auch die Kammer ausgeht, mit einem thesaurierungsbedingten Wachstumspotenzial in Höhe von 4,71 % (Wertbeitrag aus Thesaurierung) verbunden ist (Gutachten, Tz. 490), was dazu führt, dass es angemessen ist, zusätzlich zu dem Wertbeitrag aus Thesaurierung einen



preissteigerungsbedingten Wachstumsabschlag von lediglich 1,0 % anzunehmen (Gutachten, Tz. 490).

Dies ergibt einen Kapitalisierungszinssatz von 8,14 % (Basiszins von 5,60 % abzgl. 35 % typisierte Ertragsteuer= 3,64 % + 4,50 % Risikozuschlag) in der Detailplanungsphase und 7,14 % in der Phase der ewigen Rente.

Soweit es um die Ermittlung des Unternehmenswerts zum 24. 05. 2002 geht, schätzt die Kammer den Ertragswert des operativen Geschäfts aufgrund der Feststellungen des Sachverständigen in seinem Gutachten und des vorstehend ermittelten Kapitalisierungszinses, der von dem vom Sachverständigen ermittelten (Gutachten, Tz. 495 Tabelle 46) abweicht, auf 15.908,36 Mio EUR.

Soweit die Antragsteller zu 6., 12. und 25. im Schriftsatz vom 22. 05. 2012 (Bl. 1040 ff. d. A.) einwenden, dass die Planannahmen zulasten der Minderheitsaktionäre vorgenommen und vom Sachverständigen nicht hinterfragt worden seien, sind diese Einwendungen unbegründet. Denn die Planannahmen in der Detailplanungsphase beruhen auf einer Vielzahl von Prognoseentscheidungen, insbesondere unternehmerischen Entscheidungen. Diese Prognosen bleiben für die Planungsrechnung in der Detailplanungsphase grundsätzlich maßgeblich, solange sie auf zutreffenden Informationen und realistischen Annahmen beruhen und in sich widerspruchsfrei sind. Dass die im Übertragungsbericht getroffenen Annahmen unrealistisch oder in sich widersprüchlich sind, haben die Antragsteller nicht aufgezeigt. Allein die von den Antragstellern vorgelegten Presseveröffentlichungen aus 2005 (Bl. 1041 – 1043 d. A.) reichen nicht aus, um zu belegen, dass die Prognosen im Übertragungsbericht zum Stichtag, 24. 05. 2002, unrealistisch oder in sich widersprüchlich sind. Insbesondere der lange Zeitraum zwischen den auf den Stichtag, 24. 05. 2002, bezogenen Prognosen und den Presseveröffentlichungen, 2005, von 3 Jahren schließt es aus, die auf den Stichtag bezogenen Prognosen als widerlegt anzusehen.

Außerdem belegen die tatsächlich realisierten Ertragsüberschüsse in den Jahren 2002 – 2004, dass die Überschüsse in der Detailplanungsphase zu positiv geplant wurden (Gutachten, Tz. 281, 308). Die tatsächlich erzielten Ertragsüberschüsse weichen in den Jahren 2002 - 2004 kumuliert um -912 Mio EUR von den geplanten Überschüssen ab (Gutachten, Tz. 289). Außerdem schrieb die Antragsgegnerin zu 2. in ihrer HGB-Bilanz ihre Beteiligung an der Dresdner Bank zum 31. 12. 2002 (also bereits 7 Monate nach dem Bewertungsstichtag 24. 05. 2002) um 5,0 Mrd EUR auf 20,1 Mrd EUR ab. Eine weitere Abschreibung erfolgte ein Jahr später (zum 31. 12. 2003) um 4,2 Mrd EUR auf 15,9 Mrd EUR (Seite 4 des Ss der Ag vom 02. 07. 2010 in Bl. 1097 d. A.).

Deshalb bestand auch kein Anlass die der Planungsrechnung zugrunde liegenden Prognosen und unternehmerischen Entscheidungen einer näheren sachverständigen Überprüfung zu unterziehen.

Ebenso wenig ist die Planung der Verwaltungsaufwendungen zu korrigieren. Dies gilt auch vor dem Hintergrund der im Geschäftsbericht 2001 angegebenen jährlichen Reduzierung von 1,3 Mrd EUR bis Ende 2003, der Pressemeldung vom 12.6.2002, wonach im Investmentbanking der Dresdner Bank jährlich 500 Mio EUR eingespart werden sollte und der Pressemeldung über Aussagen des Vorstandsvorsitzenden der Antragsgegnerin zu 2) vom 15.4.2002, dass beim Gehalt der Mitarbeiter für 2001 eine Nullrunde vereinbart worden sei und die Kürzung der Tantiemen um pauschal 25 % zu einer jährlichen Einsparung vom 220 Mio EUR führe.

Zwar stellte der Sachverständige fest, dass aus der Planungsrechnung im Übertragensbericht, Seite 85, hervorgehe, dass für die Jahre 2002 bis 2005 lediglich von einem Rückgang der Verwaltungsaufwendungen um 506 Mio EUR (5,8 %) gegenüber 2001 ausgegangen worden sei, sodass eine Einsparung der Verwaltungsaufwendungen um jährlich 1,3 Mrd EUR ab 2004 aus der Planungsrechnung nicht erkennbar ist (Gutachten, Tz. 301) und deshalb bei isolierter Betrachtung der geplanten Verwaltungsaufwendungen davon ausgegangen werden kann, dass die Verwaltungsaufwendungen zu hoch

geplant wurden (Gutachten, Tz. 281 und 303). Trotzdem ist aufgrund der nachvollziehbaren und in sich schlüssigen Feststellungen des Sachverständigen eine Korrektur der geplanten Verwaltungsaufwendungen nicht veranlasst.

Denn die Höhe der geplanten Verwaltungsaufwendungen kann aus betriebswirtschaftlicher Sichtweise nicht unabhängig von den geplanten Erträgen der Dresdner Bank bewertet werden. Vielmehr kann die Plausibilität der geplanten Verwaltungsaufwendungen nur unter Berücksichtigung der korrespondierenden Ertragsüberschüsse untersucht werden (Gutachten, Tz. 268, 304 und 316). Der Sachverständige trifft hierzu folgende Feststellungen:

Der Soll- Ist- Vergleich der Jahre 2002 bis 2004 zeigt nicht nur bei den Ertragsüberschüssen eine negative Planabweichung, sondern auch bei den Verwaltungsaufwendungen, die mit - 22,4 % unterhalb der der Ertragsüberschüsse (- 35,0 %) liegt. Da die negative Abweichung der Ertragsüberschüsse die der Verwaltungsaufwendungen übersteigt, ergibt sich ein zu positiv geplantes Ergebnis der Ertragsüberschüsse. Eine isolierte Reduzierung der geplanten Verwaltungsaufwendungen würde diese Tendenz weiter verstärken und ist daher nicht sachgerecht (Gutachten, Tz. 281).

Dies bedeutet, dass die Verwaltungsaufwendungen im Vergleich zu den korrespondierenden Ertragsüberschüssen tendenziell eher zu niedrig geplant wurden und eine weitere Reduzierung der geplanten Verwaltungsaufwendungen diese Tendenz verstärken und zu unangemessen hohen Ertragsüberschüssen führen würde (Gutachten, Tz. 315).

Bei der Ermittlung der zu kapitalisierenden Überschüsse ist der Sachverständige zutreffenderweise von der Vollausschüttungsannahme abgegangen und hat auch insoweit den Standard IDW S 1 2005 angewendet (Ergänzungsgutachten, Seite 18). Dem gegenüber wird im Übertragungsbericht die im Standard IDW S 2000 empfohlene Vollausschüttung der errechneten Überschüsse angenommen.

Die Vollausschüttung der Überschüsse war jedoch nur bis zur Geltung des steuerlichen Anrechnungsverfahrens die ökonomisch sinnvollere Vorgehensweise. Mit Einführung des Halbeinkünfteverfahrens für Gewinnausschüttungen von Kapitalgesellschaften ab 2001 stellt die Vollausschüttung der Gewinne an die Anteilseigner aus ertragsteuerlicher Sicht nicht mehr die vorteilhafteste Entscheidungsvariante dar. In der Geltungsphase des Anrechnungsverfahrens war nämlich die Thesaurierung von Ergebnissen bei Annahme eines typisierten Einkommensteuersatzes von 35 % steuerlich nachteilig. Die Thesaurierungsbelastung von zuletzt 40 % lag oberhalb der Belastung von ausgeschütteten Gewinnen. Der Standard IDW S 1 2000 forderte deshalb im Grundsatz die Vollausschüttung von Gewinnen. In der Geltungsphase des Halbeinkünfteverfahrens ist die Belastung von ausgeschütteten und thesaurierten Ergebnissen mit Körperschaftsteuer identisch. Durch die Thesaurierung von Ergebnissen kann aber die Belastung dieser Ergebnisse mit persönlicher Steuer vermieden werden (Gutachten, Tz. 481). Nimmt man darüber hinaus an, dass die thesaurierten Beträge durch Aktienrückkäufe ausgeschüttet oder durch Wiederanlage zum Kapitalisierungszins vor allen Steuern kapitalwertneutral den Aktionären zugerechnet werden können, gelingt es, die Aktionäre ohne Belastung mit persönlicher Steuer an den Wertsteigerungen aus diesen thesaurierten Ergebnissen partizipieren zu lassen (Gutachten, Tz. 478 – 490) .

Aufgrund dieser Änderung des Steuersystems ist die bisherige Annahme der Vollausschüttung, zum Beispiel für abzufindende Aktionäre, nachteilig (Dörschel/ Franken DB 2005, 2757, 2458).

Außerdem entspricht die Vollausschüttung von Gewinnen nicht der tatsächlichen Ausschüttungspraxis deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften.

Deshalb stellt auch insoweit die vom IDW S 1 2005 empfohlene Abkehr von der Vollausschüttungshypothese gegenüber dem Standard IDW S 1 2000 einen erheblichen Erkenntnisgewinn dar, soweit es um eine Unternehmensbewertung - wie hier - nach Einführung des Halbeinkünfteverfahrens geht. Der Standard

IDW S 1 2005 ist demzufolge, soweit es um die Abkehr von der Vollausschüttungshypothese geht, ebenfalls rückwirkend anzuwenden. Danach ist die im Übertragungsbericht vorgenommene Vollausschüttung der Unternehmensgewinne im Hinblick auf die nachteiligen ökonomischen Folgen einer solchen Vollausschüttung nach Geltung des Halbeinkünfteverfahrens nicht mehr vertretbar (OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563).

Vielmehr ist der Empfehlung im Standard IDW S 1 2005 zu folgen, nämlich in der ersten Phase des Prognosezeitraums die Ausschüttung auf Basis des individuellen Unternehmenskonzepts und unter Berücksichtigung der bisherigen geplanten Ausschüttungspolitik (OLG Stuttgart AG 2011, 560, 565), der Eigenkapitalausschüttung und der steuerlichen Rahmenbedingungen zu bemessen. Für die zweite Phase wird grundsätzlich typisierend angenommen, dass das Ausschüttungsverhalten des Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten des angenommenen Aktienportfolios erfolgt, sofern dem nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur und der rechtlichen Rahmenbedingungen entgegenstehen (OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563).

Diesen Anforderungen entspricht die Ermittlung der Ausschüttungsquote in der Detailplanungsphase und in der ewigen Rente durch den Sachverständigen mit jeweils 50 % (Gutachten, Tz. 483, 490 und Tz. 459 Tabelle 41).

Ausgehend von dieser Ausschüttungsquote errechnet sich ein Ertragswert von 15.908,36 Mio EUR, weil die Kammer von einem niedrigeren Kapitalisierungszins als der Sachverständige ausgeht.

Der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens beläuft sich –wie vom Sachverständigen festgestellt- auf 15.557,00 Mio EUR (Gutachten, Tz. 507 Tabelle 49). Dabei sind im Einzelnen folgende Verkehrswerte zugrunde zu legen.

Der Verkehrswert der Kunstgegenstände beläuft sich auf insgesamt 10 Mio EUR.

Zur Ermittlung des Verkehrswerts ist auf den Gesamtversicherungswert der Kunstgegenstände abzustellen (Übertragungsbericht, Seite 88 und Gutachten, Tz. 501). Der Gesamtversicherungswert aller Kunstgegenstände belief sich auf 12,75 Mio EUR (Seite 28 des Schriftsatzes der Antragsgegnerinnen vom 2.7.2010 in Bl. 1121 d. A.) und ist um die Unternehmenssteuern zu kürzen, nicht jedoch um die typisierte Einkommenssteuer (Gutachten Tz. 438 und 501).

Soweit Antragsteller einwenden, dass der Verkehrswert von 10 Mio EUR für alle Kunstgegenstände viel zu niedrig sei, weil die sich zum Stichtag im Eigentum der Dresdner Bank befindene Giacometti-Skulptur „Schreitender Mann“ Anfang 2010 bei Sotheby's für 74,1 Mio EUR versteigert worden sei, gibt dieser Einwand keinen Anlass, die zum Stichtag vorhandenen Kunstgegenständen im Einzelnen aufzulisten und durch einen Sachverständigen einzeln zu bewerten. Denn die von den Antragsgegnerinnen vorgenommene Bewertung, den Wert der Kunstgegenstände aufgrund der Versicherungswerte zu schätzen, ist sachgerecht und nicht unangemessen. Diese Schätzung ist insbesondere vor dem Hintergrund zu beurteilen, dass sich die aktivierten Anschaffungskosten der Kunstgegenstände auf 7,85 Mio EUR und die Buchwerte auf 5,04 Mio EUR zum 15.2.2002 beliefen und die Skulptur 1980 für 950.000,00 Dollar angeschafft wurde (Seite 28 des Schriftsatzes der Antragsgegnerinnen vom 2.7.2010 in Bl. 1121). Außerdem handelt es sich bei der Entscheidung, auf welcher Basis die Verkehrswerte der Kunstgegenstände geschätzt werden sollen, um eine unternehmerische Entscheidung, die im Spruchverfahren nur bedingt überprüft werden kann. Die Bewertung der Kunstgegenstände nach dem Versicherungswert war jedenfalls zum Stichtag, 24.5.2002, vertretbar, weil keine Anhaltspunkte vorgelegen haben, dass die Kunstgegenstände insgesamt oder ein einzelner Kunstgegenstand wesentlich mehr Wert als 12,5 Mio EUR waren. Insbesondere ist die Versteigerung der Giacometti-Skulptur Anfang 2010 zu einem Preis von 74,1 Mio EUR, der um ein Vielfaches über dem Gesamtversicherungswert liegt, kein Umstand, der im Rahmen der Plausibilitätskontrolle, ob der Gesamtversicherungswert zum 24.5.2002 mit 12,5 Mio EUR viel zu niedrig angenommen wurde, berücksichtigt werden kann, weil die zeitliche Nähe zum Stichtag nicht mehr gegeben ist.

Schließlich ist über einen aufklärungsbedürftigen Sachverhalt nur dann nach § 287 Abs. 2 ZPO Beweis zu erheben, wenn dieser Sachverhalt geeignet ist, zu einer höheren Barabfindung zu führen, und Aufwand, Kosten und Dauer des Beweisverfahrens in einem angemessenen Verhältnis zum Erkenntnisgewinn liegen (OLG Stuttgart AG 2007, 705, 706). Dies ist im Hinblick auf die Anzahl der Aktien (578.088.567) zu verneinen, weil eine Erhöhung des Verkehrswertes der Kunstgegenstände um maximal 64 Mio EUR lediglich zu einer Erhöhung der Barabfindung um rund 10 Cent führen kann. Eine solche Erhöhung führt insbesondere im Hinblick auf die dadurch verursachten Sachverständigenkosten dazu, dass eine weitere Begutachtung in dieser Frage als unverhältnismäßig im Sinne von § 287 Abs. 2 ZPO zu beurteilen ist. Zumal eine rechnerische Erhöhung der Barabfindung nicht automatisch dazu führt, dass die angebotene Barabfindung nicht angemessen ist.

Ebenso ist der für den Zufluss liquider Mittel durch Optionsscheine angenommene Wert von 73 Mio EUR angemessen. Insoweit verweist die Kammer auf die zutreffenden und widerspruchsfreien Ausführungen des Sachverständigen in Tz. 214 – 221 seines Gutachtens. Soweit der Sachverständige die Stückzahl der Optionsscheine in Tz. 218 mit 2.509.240 und in Tz. 219 mit 2.755.422 unterschiedlich angibt, beruht dies darauf, dass sich die jeweiligen Stückzahlen auf unterschiedliche Zeitpunkte 31.3.2002 (Tz. 218) und 31.12.2001 (Tz. 219) beziehen.

Soweit es um das Immobilienvermögen der Dresdner Bank und insbesondere die Zuordnung der einzelnen Grundstücke zum Betriebsvermögen und zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen geht, sind die Ausführungen des Sachverständigen zutreffend und widerspruchsfrei. Die Kammer schließt sich insbesondere der Bewertung des Sachverständigen an, dass alle Grundstücke, die zum Stichtag zu mehr als 50 % durch die Dresdner Bank AG selbst genutzt wurden, dem Betriebsvermögen zuzuordnen sind (Gutachten, Tz. 404). Diese Einschätzung ist nicht deshalb zu korrigieren, weil die Dresdner Bank AG sich bis 2005 von allen Grundstücken und Gebäuden, insbesondere von allen 750 Zweigstellen, trennte und 300 Immobilien auf den Finanzinvestor

übertrag (Seite 5 des Schriftsatzes der Antragsteller zu 13 – 16 vom 2.7.2010 in Bl. 1130 d. A.).

Daraus kann nämlich nicht geschlossen werden, dass die Grundstücke zum 24.5.2002 nicht betriebsnotwendig waren, soweit die Dresdner Bank die Grundstücke zu mehr als 50 % selbst nutzte. Denn nicht betriebsnotwendige Vermögensteile sind dadurch gekennzeichnet, dass sie veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wäre (Gutachten, Tz. 408). Dies kann für die 750 Zweigstellen schon deshalb nicht angenommen werden, weil sie im Gegenzug zurückgemietet wurden, wodurch zum Ausdruck gebracht wurde, dass die Grundstücke für den Betrieb der Zweigstellen auf diesen Grundstücken erforderlich waren.

Soweit es um die Einbringung von vielen Grundstücken in einen Immobilienfond einer Tochtergesellschaft der Dresdner Bank, DresdnerGrund-Fonds, in 2001 geht, hat der Sachverständige diesen Einwand in Tz. 396 seines Gutachtens erwähnt und damit auch berücksichtigt, auch wenn er hierzu ausdrücklich keine weiteren Feststellungen getroffen hat. Dies war auch nicht erforderlich, weil diese Einbringung der Grundstücke in den Immobilienfonds die Angemessenheit der Bewertung des Sachverständigen, dass alle zu mehr als 50 % durch die Dresdner Bank AG selbst genutzten Immobilien zum Betriebsvermögen gehören, nicht berührt wird. Denn aus diesem Umstand kann nicht gefolgert werden, dass alle Grundstücke der Dresdner Bank zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen gehören oder der Verkauf aller Zweigstellen schon zum Stichtag in der Wurzel angelegt war.

Schließlich ist der Einwand der Antragsteller zu 13 – 16, dass der Sachverständige sich hinsichtlich der Bewertung der Immobilien auf die Angaben der Dresdner Bank verlassen und keine eigene Bewertung vorgenommen habe, unzutreffend. Denn der Sachverständige hat die ihm vorgelegten Verkehrswertgutachten der Dresdner Bank AG hinsichtlich der wesentlichen Bewertungsprämissen untersucht und keinen Bedarf –mit Ausnahme einer kürzeren Restnutzungsdauer- für Anpassungen gesehen (Gutachten, Tz. 406). Dies reicht für eine Schätzung des nicht betriebsnot-



wendigen Immobilienvermögens auf der Basis der Feststellungen des Sachverständigen (Gutachten, Tz. 408 – 438) aus.

Danach geht die Kammer davon aus, dass nur die in den Tabellen 33 (Tz. 413) und 34 (Tz. 415) aufgeführten Grundstück zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen gehören und mit insgesamt 157 Mio EUR ohne Abzug der typisierten Einkommenssteuer auf der Ebene der Anteilseigner aus der fiktiven Veräußerung (Tz. 436 – 438) zu bewerten sind.

Aus den vorstehenden Ausführungen folgt zugleich, dass die Anträge der Antragsteller zu 13 – 16 im Schriftsatz vom 2.7.2010 in Bl. 133 d. A. und der Antragsteller zu 7 – 11 im Schriftsatz vom 26.2.2013 in Bl. 1957 d. A. unbegründet sind, weil die Bewertung des Sachverständigen angemessen ist. Insbesondere hat der Sachverständige die Bewertungsprämissen in den ihm vorgelegten Gutachten nicht pauschal als hinnehmbar qualifiziert. Vielmehr hat er eigene Untersuchungen angestellt. Ebenso wenig sind Einzelbewertungen der nicht betriebsnotwendigen Grundstück im Hinblick auf § 287 Abs. 2 ZPO veranlasst, weil der dadurch zu erwartende Erkenntnisgewinn im Hinblick auf eine eventuelle Erhöhung der Barabfindung in keinem Verhältnis zu den weiteren Sachverständigenkosten steht.

Daraus ergibt sich ein rechnerischer Unternehmenswert zum 24.5.2002 in Höhe von 31.467,36 Mio EUR und eine rechnerische Barabfindung von 54,43 EUR, die um 5,7 % über der angebotenen liegt.

Der so von der Kammer ermittelte Unternehmenswert der Dresdner Bank AG ist jedoch nicht mit dem „wahren“ Verkehrswert der Dresdner Bank AG gleich zu setzen, sondern bietet nur einen Anhaltspunkt für dessen Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO.

Denn das Ergebnis einer Berechnung nach dem Ertragswertverfahren stellt nicht als solches den Verkehrswert eines Unternehmens dar, sondern gibt lediglich einen von mehreren möglichen Anhaltspunkten für dessen Schätzung. Unabhängig davon kann schon angesichts der diesem Verfahren immanenten

zahlreichen Unwägbarkeiten nicht jede Abweichung des rechnerischen Ertragswerts von demjenigen Wert, welcher dem Angebot zugrunde liegt, dazu führen, dass die angebotene Abfindung als unangemessen anzusehen ist. Dies gilt jedenfalls dann, wenn der Betrag nur geringfügig von dem Wert abweicht, der dem Angebot zugrunde gelegt wurde, weil –wie bereits ausgeführt- jede Bewertung naturgemäß nur eine mit Unsicherheiten behaftete Schätzung und keine punktgenaue Messung sein kann (OLG Stuttgart AG 2010, 205, 210; 2011, 795, 800 und 2012, 135, 139 sowie OLG Frankfurt AG 2012, 330, 334).

Als geringfügig wird im Allgemeinen jedenfalls eine Abweichung angesehen, die unter 5 % liegt (OLG Stuttgart AG 2011, 795, 800). Allerdings kann die Grenze, bis zu der eine Abweichung noch als geringfügig angesehen werden kann (Bagatellgrenze) nicht für alle Fälle einheitlich bestimmt werden. Vielmehr hängt dies von den jeweiligen Umständen des Einzelfalls ab, insbesondere auch vom Börsenkurs der Aktie des zu bewertenden Unternehmens bis zur Bekanntgabe des Abfindungsangebots im Übertragungsbericht. Wenn der Börsenkurs der Aktie des zu bewertenden Unternehmens bis zur Bekanntgabe des Abfindungsangebots deutlich unter dem angebotenen Betrag lag und während eines längeren Zeitraums stabil war, ist eine Abweichung von bis zu 10 % als geringfügig anzusehen (OLG Stuttgart AG 2011, 205, 211 und OLG Frankfurt AG 2012, 330, 334).

Der Durchschnittskurs in den letzten drei Monaten vor der Bekanntgabe des Abfindungsangebots vom 7.2.2002 lag bei 41,15 EUR pro Aktie (Übertragungsbericht, Seite 92) und damit deutlich (über - 20 %) unter der angebotenen Barabfindung von 51,50 EUR. Die Kursentwicklung war in diesem Zeitraum auch stabil.

Dies bedeutet, dass die von der Kammer rechnerisch ermittelte Abweichung von 5,7 % noch unterhalb der hier anzunehmenden Bagatellgrenze von 10 % liegt.

Dieses Ergebnis wird auch durch eine Plausibilitätsbetrachtung anhand der tatsächlichen wirtschaftlichen Entwicklung der Dresdner Bank AG bestätigt.

Denn die tatsächlich erzielten Ertragsüberschüsse lagen von Anfang an weit unterhalb der geplanten, sodass die Antragsgegnerin zu 2) innerhalb von 2 Jahren 9,2 Mrd EUR abschreiben musste und der Kaufpreis anlässlich der Übertragung aller Aktien an der Dresdner Bank auf \_\_\_\_\_ zum 2.1.2009 nur noch 5.124 Mio EUR betrug. Dies belegt, dass eine Erhöhung der Barabfindung über 51,50 EUR je Aktie hinaus nicht angemessen sein kann.

Aus den vorstehenden Ausführungen folgt zugleich, soweit es um die von den Antragstellern gestellten Anträge auf weitere Begutachtung durch den Sachverständigen geht, dass eine weitere Begutachtung erfordert, dass eine solche geeignet sein müsste, den von der Kammer errechneten Unternehmenswert von 31.467,36 Mio EUR um 3,3 % auf 32.505,782 Mio EUR anzuheben, um die Bagatellgrenze von 10 % zu überschreiten. Dies hält die Kammer aufgrund der tatsächlichen Entwicklung der wirtschaftlichen Verhältnisse der Dresdner Bank AG für ausgeschlossen.

Bereits deshalb ist auch der Antrag der Antragsteller zu 13 – 16 vom 26.2.2013 in Bl. 1961 bis 1964 d. A. auf Anhörung des Sachverständigen zurückzuweisen, weil nicht ersichtlich ist, dass eine solche Anhörung zur Erhöhung der Barabfindung führen kann.

Zwar folgt aus §§ 397, 402 ZPO, 15 FGG die grundsätzliche Pflicht des Gerichts, einen Antrag eines Beteiligten auf mündliche Befragung des gerichtlichen Sachverständigen nachzukommen, selbst wenn dem Gericht das Gutachten überzeugend und nicht weiter erörterungsbedürftig erscheint (BVerfG NJW 1998, 2273 f.). Aber nicht jedem Antrag auf Anhörung des Sachverständigen muss Folge geleistet werden. Dies verlangt auch Art. 103 Abs. 1 GG nicht. Sogar ein rechtzeitig gestellter und nicht missbräuchlicher Antrag kann zurückgewiesen werden, wenn entsprechende Gründe vorliegen (BVerfG NJW 1998, 2273 f.). Ein solcher Ausnahmefall ist hier gegeben.

Denn auf die Einwendungen der Antragsteller zu 13 – 16 gegen das Gutachten kommt es für die Entscheidung in der Sache aus den vorstehenden Gründen nicht an. Vielmehr sind die Anträge bereits deshalb unbegründet, weil eine

Überschreitung der Bagatellgrenze ausgeschlossen erscheint und eine Anhörung des Sachverständigen über die Einwendungen der Antragsteller zu 13 – 16 nur unnötige weitere Kosten der Beweisaufnahme produzieren würde (§ 287 Abs. 2 ZPO).

Die Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten ergibt sich aus §§ 327 f Abs. 2 Satz 3, 306 Absatz 7 Satz 7 und 8 AktG. Danach hat grundsätzlich die Antragsgegnerin zu 2. die Kosten zu tragen, weil nur sie passivlegitimiert ist. Insoweit wendet die Kammer § 5 Nr. 3 SpruchG entsprechend an.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 13 a Absatz 1 FGG. Danach findet eine Kostenerstattung grundsätzlich nicht statt, es sei denn, die Billigkeit gebietet eine andere Entscheidung. Dies ist mit Ausnahme der Antragsteller zu 1., 6., 17. und 18, dessen Anträge unzulässig sind, der Fall.

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht ergibt sich aus §§ 327 f Abs. 3 Satz 3, 306 Absatz 7 Satz 5 und 6 AktG in Verbindung mit § 30 Absatz 1 KostO. Dabei orientiert sich die Kammer mangels anderer Anhaltspunkte an § 15 Absatz 1 Satz 2 SpruchG. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle außenstehenden Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,00 EUR und höchstens 7,5 Mio. EUR. Da die Anträge auf Erhöhung der angemessenen Barabfindung zurückzuweisen sind, ist der Mindestbetrag von 200.000 EUR maßgebend.

Die Vergütung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre ergibt sich aus §§ 327 f Abs. 2 Satz 3, 306 Absatz 4 Satz 6 und 7 AktG dem Grunde nach. Hinsichtlich der Höhe wendet die Kammer die in § 6 Absatz 2 SpruchG niedergelegten Grundsätze entsprechend an. Danach steht dem Vertreter der außenstehenden Aktionäre eine Vergütung in entsprechender Anwendung des § 118 BRAGO zu. Der maßgebliche Geschäftswert für die

Vergütung ist der für die Gerichtsgebühr maßgebliche Wert. Dieser beläuft sich nach den vorstehenden Ausführungen auf 200.000 EUR.

Ausgehend davon stehen dem Vertreter der außenstehenden Aktionäre 3 10/10tel Gebühren aus 200.000 EUR zu. Darüber hinaus kann er Auslagen nach §§ 26, 27 und 28 BRAGO verlangen. Dies ergibt unter Berücksichtigung der Mehrwertsteuer von 19 % eine Vergütung von 6.500 EUR.